

Cuadernos

de Información Económica

232

ENERO/FEBRERO
2013

El problema de la financiación de las pymes

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Perspectivas del sector
bancario español en
2013

Las restricciones
financieras de las
pymes españolas

Alternativas
de financiación
para las pymes

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El debate de la
consolidación fiscal
tras la crisis de 2008

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Discapacidad y
mercado de trabajo

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS



F U N C A S

Cuadernos

de Información Económica

EDITOR

Alain Cuenca García

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director)

Santiago Carbó Valverde

M^º Jesús Fernández Sánchez

Ángel Laborda Peralta

Antonio Jesús Romero Mora

Cuadernos de Información Económica no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que estos, bajo su responsabilidad, aportan.

Edita: **Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas)**
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Maquetación: **Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas)**

Impresión: **ADVANTIA, S.A.**
Pol. Ind. Los Olivos. Formación, 16. 28906 Getafe (Madrid)
Tel.: 91 471 71 00

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

Printed in Spain

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS.

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.



PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Mario Fernández Pelaz

Amado Franco Lahoz

Jordi Mestre González

Antonio Pulido Gutiérrez

Juan Manuel Suárez del Toro Rivero

Adolfo Todó Rovira

Víctorio Valle Sánchez

Cuadernos

de Información Económica

232

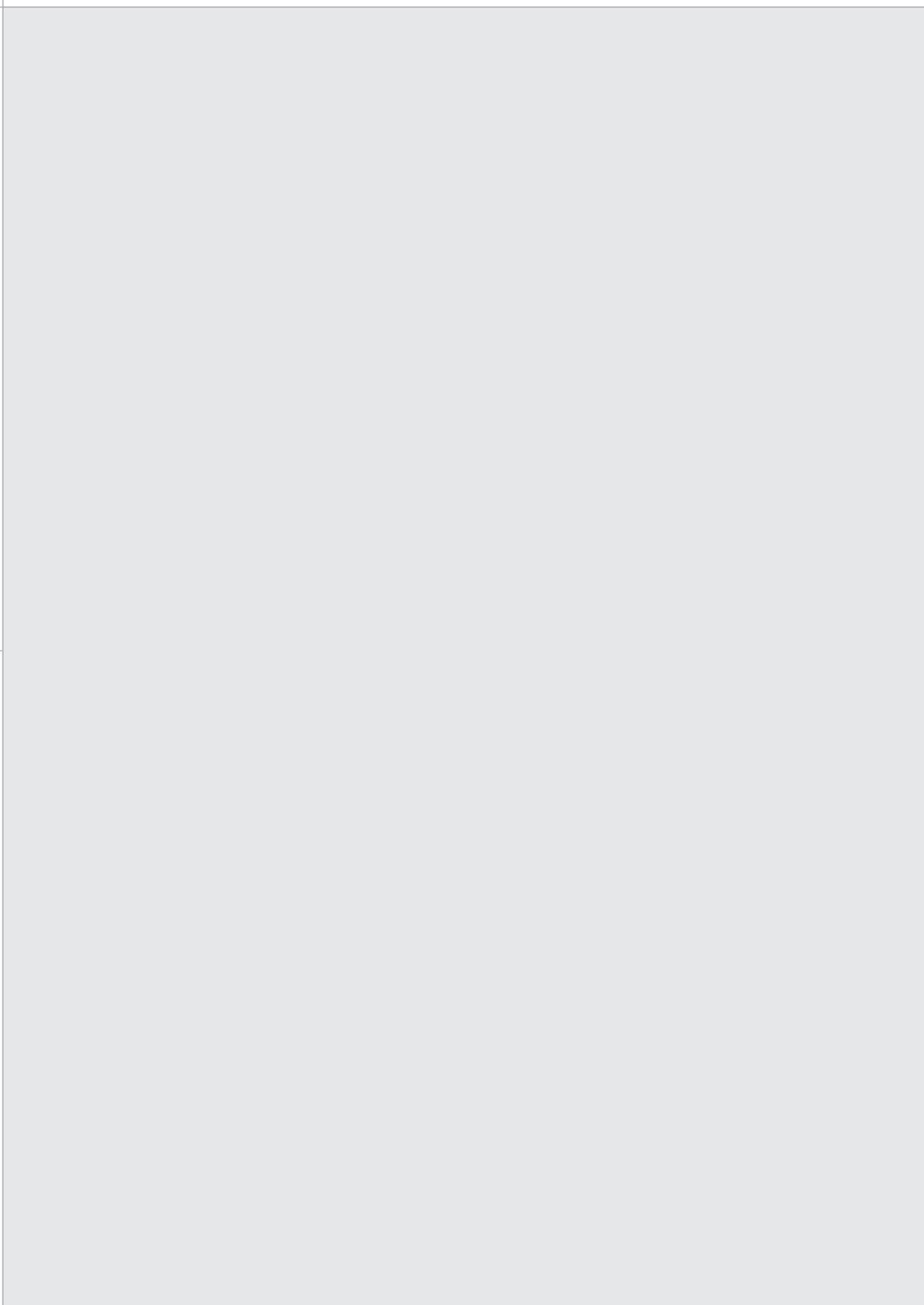
ENERO/FEBRERO
2013

***Cuadernos de Información Económica* inicia una nueva etapa**

A partir del número 232 *Cuadernos* cambia de formato, desaparecen algunas secciones, aparecen otras nuevas, pero el objetivo principal de la revista permanece: queremos facilitar a los profesionales de la economía y las finanzas, y a todas aquellas personas interesadas, una información económica actualizada, concisa y de calidad. Se trata, por tanto, de dar un nuevo impulso sobre la base de lo hecho hasta ahora. En ese sentido, la redacción de *Cuadernos* quiere mostrar su agradecimiento a los autores que han venido colaborando en esa tarea y, en particular, a quien ha sido su Editor desde 1996, el profesor Dr. Fernando Pampillón, por su entrega y dedicación durante todos estos años.



F U N C A S



CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 **Perspectivas del sector bancario español en 2013: desafíos pendientes**
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 9 **Las restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario**
Joaquín Maudos
- 21 **Alternativas de financiación para las pymes**
Arturo Rojas y Javier López Somoza
- 29 **La financiación de las Administraciones Públicas españolas en 2013**
José Manuel Amor, Miguel Arregui y César Cantalapiedra
- 39 **Dualidad: la asignatura pendiente de la reforma laboral de 2012**
Daniel Fernández Kranz
- 47 **Razones para invertir en España**
Ignacio de la Torre

ECONOMÍA INTERNACIONAL

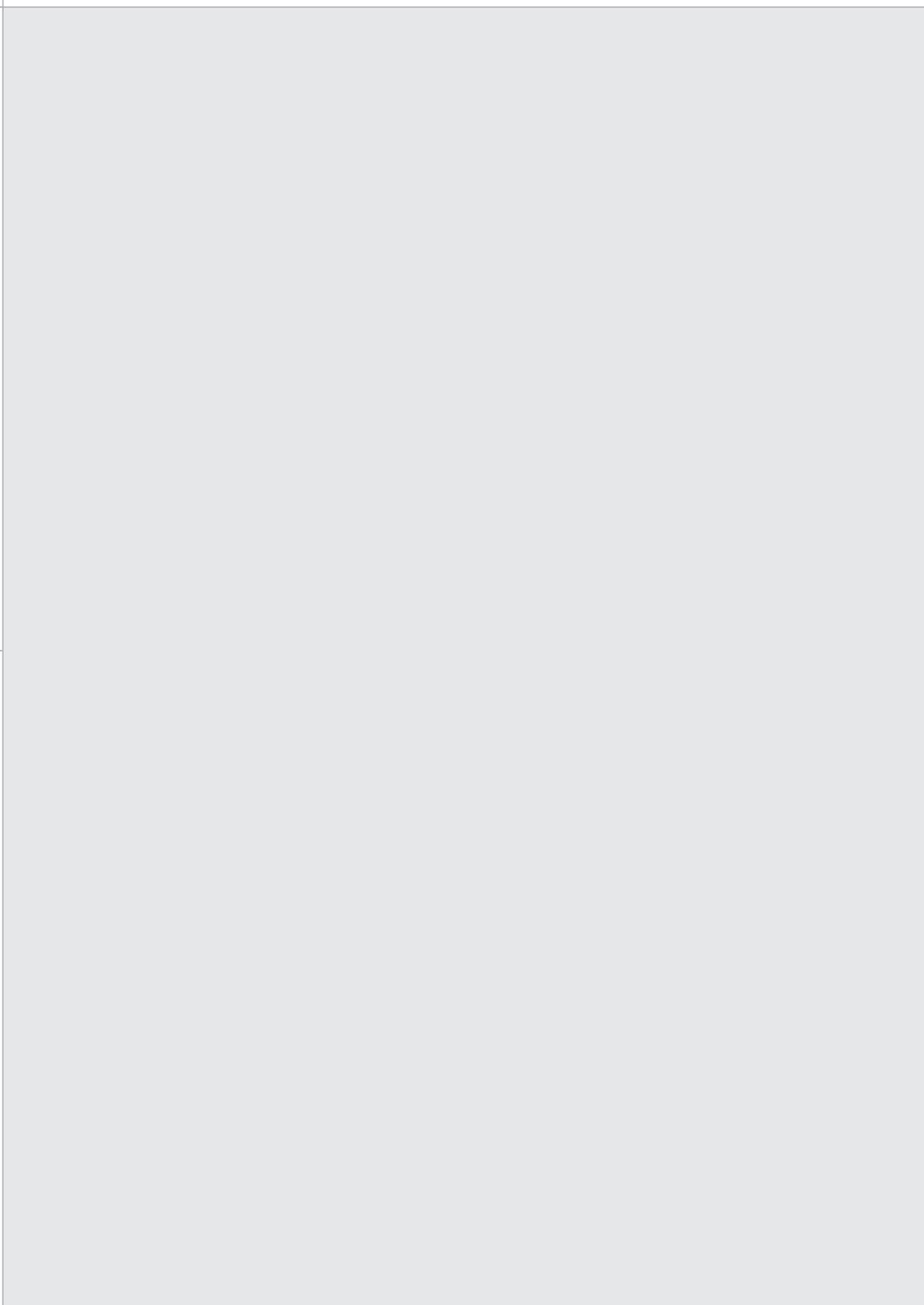
- Página 65 **El debate de la consolidación fiscal tras la crisis de 2008**
Ángel Estrada y Javier Vallés
- 75 **El petróleo y la economía en el siglo XXI**
María Dolores Gadea

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- Página 87 **Discapacidad y mercado de trabajo**
Vanesa Rodríguez Álvarez

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 93 **Indicadores económicos**
Departamento de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 142 **Indicadores sociales**
Gabinete de Estudios Sociales de Funcas
- 146 **Indicadores financieros**
Dirección de Estudios Financieros de Funcas



Carta de la redacción

La contracción del crédito a empresas y familias define la situación que la economía española está atravesando desde 2008. El volumen de deuda de las empresas no financieras ha bajado desde entonces en 84.929 millones de euros, lo que constituye un dramático proceso de desapalancamiento de nuestro sector productivo¹. Dado que la deuda se materializa en su mayor parte en préstamos, una etapa ineludible para la recuperación económica es la resolución de la crisis bancaria mediante la aplicación de las medidas previstas en el *Memorandum of Understanding* para el rescate financiero.

En ese sentido, se han dado pasos clave como la aprobación de los planes de reestructuración, las inyecciones de capital en los bancos que las necesitaban y la transferencia de activos dañados a la Sareb. Estas medidas se están llevando a cabo en un contexto de relativa calma en los mercados de deuda, que ha devuelto una cierta estabilidad a las entidades financieras. En cualquier caso, **Santiago Carbó** y **Francisco Rodríguez** señalan que aún quedan importantes medidas por aplicar, como el inicio de la gestión de los activos por parte de la Sareb y la culminación de los planes de reestructuración bancaria.

Sin embargo, el crédito sigue sin recuperarse y continúa su tendencia negativa. En el mes de noviembre 2012, los préstamos a empresas y familias descendieron un 4,6% y un 3,6%, respectivamente. Se trata, en el caso de las empresas, de la mayor caída desde 2010. El estrangulamiento financiero afecta de manera muy acusada a las pequeñas y medianas empresas (pymes) cuyo peso en el tejido empresarial español es particularmente relevante. Esta difícil realidad, que analiza el artículo de **Joaquín Maudos**, solo podrá corregirse cuando la reforma financiera haya permitido normalizar la situación y recuperar el crédito bancario.

Mientras se produce la citada normalización, que sin duda tomará un tiempo dado que requiere culminar la reforma financiera y que se recuperen las variables macroeconómicas, sería conveniente mejorar el acceso de las pymes a fuentes de financiación alternativas al crédito bancario. En el artículo de **Arturo Rojas** y **Javier López Somoza** se estudian los distintos instrumentos posibles, así como las ventajas y las dificultades que su puesta en marcha presentaría.

Como es sabido, el crédito a las empresas y familias, tan necesario para la recuperación del cre-

¹ No obstante, es un proceso lento desde el punto de vista macroeconómico: el *stock* de deuda de las sociedades no financieras ha pasado del 135,6% del PIB en 2008 al 131,7% en el tercer trimestre de 2012. Véase *Cuentas Financieras de la Economía Española*. SEC-95. Banco de España.

cimiento y el empleo, compite con el crédito al sector público. A pesar del proceso de consolidación fiscal en marcha, las previsiones para el presente ejercicio 2013, que se describen en el artículo de **José Manuel Amor, Miguel Arregui y César Cantalapiedra**, auguran otro año difícil tanto para el Estado como para la financiación de las administraciones autonómicas y locales.

Una de las primeras reformas que adoptó el gobierno elegido en las urnas a finales de 2011 fue la reforma del mercado laboral. Se cumple ahora un año de su puesta en marcha, por lo que se dispone de las primeras estadísticas que permiten realizar una evaluación preliminar, tal como hace **Daniel Fernández** en su artículo. Los datos indican que se ha avanzado muy poco en la reducción de la temporalidad, uno de los objetivos de la reforma. Y ello podría estar impidiendo lograr otro objetivo, el más importante, la introducción de flexibilidad interna en la empresa, como alternativa a la flexibilidad externa, que ajusta los costes de las empresas mediante despidos.

La crisis económica no se ha superado todavía, como es obvio, pero la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y fiscales se ha iniciado, lo que unido a la depreciación del valor de los activos, convierte a España en un atractivo destino para la inversión. Quizá el retorno de la inversión extranjera se esté retrasando porque existe una serie de mitos sobre nuestra economía que es necesario eliminar. **Ignacio de la Torre** ofrece en su artículo sólidos argumentos para una mejor percepción de la realidad económica española.

En la sección de *Economía Internacional* se aborda la cuestión de la consolidación fiscal en la crisis. Si bien desde el comienzo de las primeras perturbaciones financieras en 2007 la política económica a seguir ha sido objeto de un amplio debate social y académico, en el otoño de 2012

el Fondo Monetario Internacional aportó nueva evidencia sobre los efectos contractivos de las políticas de consolidación fiscal que ha reavivado la polémica, como explican **Ángel Estrada y Javier Vallés**. No se discute la consolidación fiscal en sí, casi todos los economistas están de acuerdo en su necesidad y efectos positivos, sino que el debate se centra en la mayor o menor intensidad del ajuste viable.

Quizá aquellas personas que vivieron la profunda crisis económica que sufrió la economía española entre 1975 y 1985 se hayan preguntado alguna vez por qué el petróleo no tiene ahora el protagonismo que tuvo en aquellos años. En la primera década de este siglo el precio del petróleo alcanzó sus cotas máximas, pero tales subidas no han sido la causa de la crisis actual. El trabajo de **María Dolores Gadea** explica los efectos que los precios del petróleo han tenido sobre la inflación y el crecimiento económico y encuentra que la relación entre estas variables ha podido cambiar sustancialmente.

Por último, en la nueva sección de *Estudios de la Fundación* se irán publicando una síntesis de aquellas investigaciones que Funcas viene desarrollando, al objeto de darles mayor difusión. En este número se ha querido reflejar los Premios Enrique Fuentes Quintana a Tesis doctorales en su convocatoria 2010-2011 que acaban de publicarse. En su trabajo *Discapacidad y mercado de trabajo*, **Vanesa Rodríguez Álvarez** muestra los resultados de las políticas de integración de las personas con discapacidad en el ámbito laboral.

La redacción de *Cuadernos de Información Económica* confía en que los artículos y estadísticas que completan este número 232 sean una herramienta útil para comprender y afrontar mejor las dificultades que España atraviesa a comienzos de 2013.

Perspectivas del sector bancario español en 2013: desafíos pendientes

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

Muchos de los requisitos fijados por el Memorando de Entendimiento (MoU en adelante) de julio de 2012 para la asistencia financiera de los bancos españoles ya han sido llevados a cabo en 2012. Según lo previsto en el texto del MoU, la adopción de medidas se extenderá hasta finales de junio de 2013 pero los cambios se harán efectivos y tendrán sus principales efectos en los próximos años. Restaurar la estabilidad financiera, el crecimiento del crédito y reducir el coste de los contribuyentes serán los principales retos que determinen, en sentido último, el éxito de los procesos de reestructuración y recapitalización en España.

La implementación del MoU ha mostrado progresos significativos desde noviembre de 2012. Pasos clave como la aprobación de los planes de reestructuración/resolución, la inyección del capital necesario para los bancos y la transferencia efectiva de activos afectados desde los bancos a la sociedad de gestión de activos Sareb, ya se han realizado. Estos eventos han coincidido con una relativa situación de calma en los mercados de deuda pública y privada, que ha proporcionado un clima de mayor estabilidad para las instituciones financieras. Lo que se ha notado en el incremento de los flujos de depósitos en noviembre de 2012, después de observar una continua salida desde marzo de 2012. No obstante, los créditos continúan decreciendo. La adopción de medidas de envergadura pendientes, como el comienzo de las actividades de la sociedad de gestión de activos Sareb y la conclusión de nuevos planes de reestructuración en 2013 parecen los principales desafíos a corto plazo. La conclusión de los planes de eficiencia de las entidades financieras en 2013 puede ayudar a crear un ambiente más propicio para el crédito, pero restaurar los flujos de financiación bancaria dependerá fundamentalmente de la mejora de las condiciones macroeconómicas.

Avances en la implementación del Memorando de Entendimiento (MoU)

La aprobación por parte de la Comisión Europea de los planes para cuatro bancos¹ en los

que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) tiene una participación mayoritaria desde el 28 de noviembre de 2012, fue un hito importante en la resolución de la crisis bancaria en España en los últimos meses. Estos bancos —clasificados como Grupo 1 de acuerdo con los

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

¹ BFA-Bankia, CatalunyaCaixa, NCG Banco y Banco de Valencia.

criterios del MOU— recibieron los fondos propios necesarios para cubrir sus necesidades de capital.

Los detalles específicos de los planes se han desvelado e implicarán una reducción significativa de la red de oficinas y de la estructura de personal, así como la reducción de la dimensión mediante la venta de algunos activos, incluyendo las participaciones en empresas no financieras. En conjunto, este hecho implicará un desapalancamiento sustancial en el sector. Los planes también incluyen esquemas de asunción compartida de la deuda (*subordinated liability schemes* o SLS), con quitas en el valor de participaciones preferentes y deuda subordinada, buscando minimizar el coste para los contribuyentes. Los descuentos para los tenedores de estos instrumentos de deuda de los bancos del Grupo 1 se han establecido entorno al 30% y el 70%.

El 26 de diciembre de 2012, el FROB instrumentó la recapitalización de esos cuatro bancos con inyecciones de fondos del MEDE por 36.970 millones de euros. Estas instituciones están por tanto preparadas para alcanzar el 9% de requisito mínimo de capital principal identificado en los test de estrés que fueron publicados el 28 de septiembre de 2012. Las cifras de recapitalización fueron menores que las estimaciones previas oficiales.

El volumen de activos dañados transferidos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, SA (Sareb) y la implantación de la SLS han explicado en buena medida el menor volumen de recursos de capital requerido finalmente por estos bancos.

El volumen de activos dañados transferidos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, SA (Sareb en adelante) y la implantación de la SLS han explicado en buena medida el menor volumen de recursos de capital requerido finalmente por estos bancos.

Del mismo modo, los planes de recapitalización para los bancos bajo el Grupo 2² que requieren inyecciones de capital fueron aprobados el 20 de diciembre. Estos bancos recibieron fondos propios por valor de 1.870 millones de euros. De nuevo, la transferencia de activos de estos bancos a la Sareb, los SLS y las ventas de activos han reducido las estimaciones oficiales de las necesidades de capital para este grupo de entidades.

El conjunto de los recursos de capital proporcionados por el MEDE e instrumentados por el FROB para todos los bancos españoles asciende a 38.830 millones de euros mientras que los test de estrés de Oliver Wyman estimaron unas necesidades de capital máximas de 52.450 millones de euros para estas instituciones.

Respecto a los esquemas de deuda compartida o SLS para los bancos de Grupo 2, los descuentos sobre los instrumentos de capital híbrido afectados se estiman entre el 25% y el 70%. Estos bancos desarrollarán también planes de reestructuración sustanciales durante 2013.

La creación de la Sareb fue un factor muy relevante hacia finales de 2012. El 16 de noviembre, el Banco de España emitió una nota sobre el “anteproyecto” de la Sareb³. En esta nota se mencionaba que “el objetivo principal es gestionar y distribuir de un modo ordenado la cartera de préstamos inmobiliarios y activos recibidos de los bancos participantes dentro de un plazo no superior a quince años”. El objetivo de la sociedad de gestión de activos incluye optimizar los niveles de recuperación y conservación del valor; minimizar impactos negativos sobre la economía española, el mercado inmobiliario y el sector bancario; minimizar los costes y las cargas sobre los contribuyentes; devolver plenamente sus pasivos y utilizar el capital eficientemente.

El 13 de diciembre, la Sareb aumentó su capital para permitir a los inversores privados participar en la sociedad de gestión. La lista de accionistas

² Banco Mare Nostrum, Banco Caja 3, Liberbank y Ceiss.

³ http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Archivo/Ficheros/en/background_frob161112e.pdf

iniciales y sus tenencias de capital incluía cinco de los mayores bancos españoles, que asumieron participaciones en el capital de 430 millones de euros, mientras que el FROB tuvo (como se esperaba) una menor, aunque significativa, participación de 397 millones de euros. El total de fondos propios en aquel momento alcanzó los 827 millones de euros. Puesto que el capital objetivo de la Sareb era de 3.800 millones de euros, la sociedad de gestión de activos aprobó un aumento de capital a través de deuda subordinada, que se esperaba que fuera suscrita por inversores privados y el FROB. El 17 de diciembre, la Sareb completó su accionariado con la entrada de catorce nuevos inversores, incluyendo dos bancos extranjeros, ocho bancos españoles más, y cuatro compañías de seguros⁴. Después de esta entrada, el total de fondos propios de inversores privados ascendía a 524 millones de euros y la contribución del FROB se incrementó hasta 431 millones de euros. Todos los bancos participantes fueron obligados a suscribir deuda subordinada emitida por la Sareb para incrementar el volumen de recursos propios de la misma hasta los 3.800 millones esperados. De este modo, el 25% de estos recursos será capital por acciones y el 75% deuda subordinada.

El volumen total de activos gestionados por la Sareb se situará alrededor de 50.000-53.000 millones de euros dado que los activos transferidos por los bancos del Grupo 1 se estiman en 37.000 millones de euros, y los activos transferidos por las entidades del Grupo 2 se estiman en 13.000-16.000 millones de euros.

Se espera que los activos de los bancos del Grupo 2 se transfieran de forma efectiva durante el primer trimestre de 2013 y cabe la posibilidad de que dicha transferencia pueda motivar un nuevo incremento de capital social y una nueva emisión de deuda subordinada.

La agenda del MoU para 2013

El texto del MoU incluye treinta y dos hitos que deben completarse entre 2012 y 2013, veinticinco

de los cuales fueron llevados a cabo en 2012. Esto no significa que estas 25 medidas estén completamente terminadas en términos prácticos puesto que algunas de ellas consisten en planes y/o cuestiones de gobierno corporativo que deberán tomar forma a lo largo de los próximos meses o años. Entre estas cuestiones se incluyen las operaciones de la Sareb, los planes de reestructuración de los bancos y la salida del FROB del accionariado de los bancos que han sido nacionalizados total o parcialmente. El gráfico 1 ofrece una visión simplificada pero ilustrativa de los logros realizados y los desafíos pendientes.

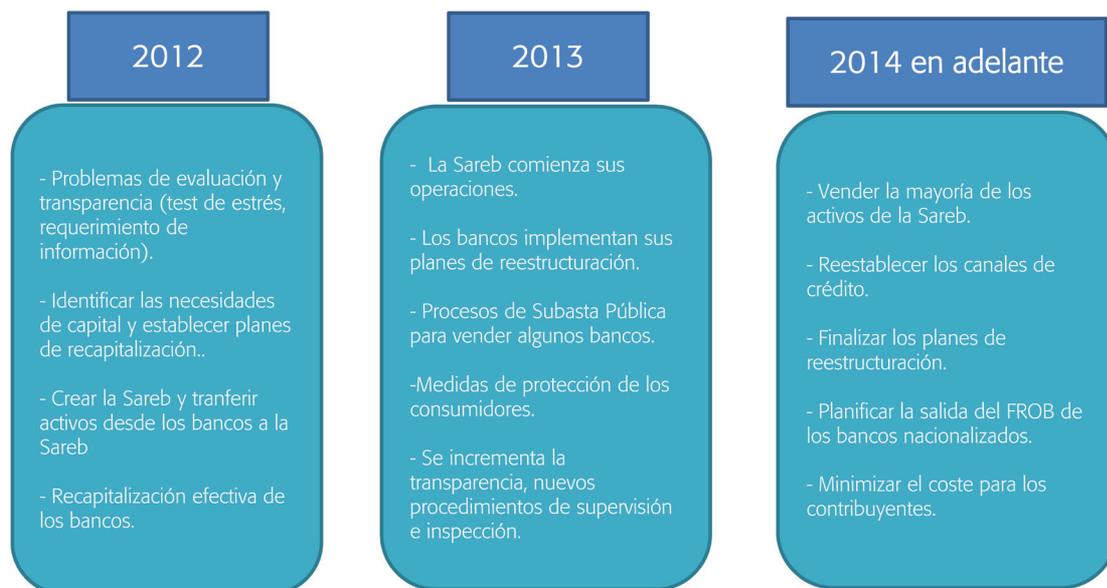
Respecto de los requerimientos del MoU para 2013, algunos de ellos se han cumplido parcialmente (o incluso completamente) por adelantado. Los requerimientos y el estado de su implementación se prevé de la siguiente forma:

- a) Requerir a todas las instituciones de crédito españolas para que alcancen una ratio de capital principal (*Common Equity Tier 1*) de, al menos, un 9% hasta finales de 2014: la fecha límite para cumplir este requerimiento era enero de 2013 pero ya se ha cumplido por adelantado con la recapitalización de los bancos con necesidades de capital. Este requerimiento también supone que todos los bancos españoles cumplirán con la definición de capital según la legislación de la UE que sigue los estándares a tal efecto establecidos por la Autoridad Bancaria Europea (ABE).
- b) Asegurar que las entidades financieras no participan en el gobierno corporativo del FROB. Este requisito se cumplió de forma adelantada en 2012, aunque la fecha límite para hacerlo fuera enero de 2013.
- c) Revisar los problemas de concentración de crédito y operaciones con partes vinculadas. Este punto fue incluido en el MOU por la concentración de préstamos

⁴ Los accionistas de la Sareb son los siguientes: Santander, Caixabank, Banco Sabadell, Banco Popular, Kutxabank, Ibercaja, Bankinter, Unicaja, Cajamar, Caja laboral, Banca March, Cecabank, Banco Cooperativo Español, Deutsche Bank, Barclays Bank, Mapfre, Mutua Madrileña, Catalana Occidente y Axa.

Gráfico 1

La resolución de la crisis bancaria en España desde 2012 en adelante: una perspectiva simplificada



Fuente: Elaboración propia.

en el sector inmobiliario, identificada como una de las causas principales de la crisis en España. La manera en que este problema se resuelva es una de las cuestiones que el texto del MoU deja más abierta. El Banco de España está llevando a cabo requerimientos de información, así como nuevas e importantes disposiciones en relación a los métodos de inspección y supervisión que se tratan más adelante en este artículo. Por tanto, este punto puede ser considerado como uno de los que más avances han registrado, incluso cuando se esperaba que se completara hacia mediados de junio de 2013.

- d) Proponer legislación específica para limitar la venta por parte de los bancos de instrumentos de deuda subordinada a clientes minoristas no-especializados y mejorar sustancialmente los procesos de venta de cualquier instrumento que no esté cubierto por el fondo de garantía de depósitos a clientes minoristas: esto ha sido plenamente atajado por las autoridades espa-

ñolas con el Real Decreto Ley 24/2012 publicado el 31 de agosto de 2012. Este decreto establece límites estrictos sobre la comercialización de instrumentos híbridos de capital. Estos límites consisten en la prohibición efectiva de dicha distribución entre inversores minoristas. La fecha límite para cumplir este requerimiento del MoU era, en todo caso, febrero de 2013.

- e) Otra medida es la revisión del registro de crédito: la fecha límite para ello es marzo de 2013. El MoU menciona explícitamente que "las autoridades españolas tomarán medidas adicionales para mejorar la cantidad y la calidad de la información que se incluye en los registros de crédito". Esta reforma se está llevando a cabo efectivamente con los nuevos requerimientos de información del Banco de España mencionados anteriormente, así como con la distribución de los poderes de supervisión (incluyendo requerimientos de información) realizados por el RD-L 24/2012 de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito.

Los dos requerimientos finales con los que la puesta en marcha de todas las disposiciones del MoU debe completarse en 2013, se refieren a la posibilidad de que algunos bancos se sometan a un incremento de fondos propios o hagan uso de capital contingente (CoCos). La fecha límite es junio de 2013 pero, por ahora, parece que esta posibilidad tendrá un impacto muy limitado sobre el proceso de recapitalización. Los requerimientos se definieron como sigue:

- f) Ampliar el capital requerido para los bancos que planifiquen un incremento de fondos propios inferior al 2% de los activos ponderados por riesgo.
- g) Los bancos de Grupo 3 que hagan uso de los CoCos deberían presentar planes de reestructuración.

Como se menciona anteriormente, uno de los aspectos más relevantes relacionados con la implantación del MoU a comienzos de 2013, ha sido la publicación de un informe de la Comisión Interna sobre procedimientos de supervisión de Banco de España con recomendaciones para su reforma. Como requiere el MoU, este informe fue elaborado en octubre de 2012 aunque las principales conclusiones se han hecho públicas en enero de 2013. El informe consiste en un diagnóstico de los procedimientos de supervisión del Banco de España y sugiere algunas mejoras. Estas sugerencias incluyen el establecimiento de un marco estandarizado para la adaptación de las medidas supervisoras basadas en el perfil de riesgo de las instituciones de crédito. Se espera también una formalización de las prácticas de supervisión. Esto se hará principalmente a través de supervisión *in situ* de las instituciones financieras, para que cualquier medida de corrección temprana pueda implementarse y monitorizarse sin retraso. La revisión de las acciones de supervisión puede abarcar un reforzamiento de los procesos de planificación para las inspecciones y los procedimientos para vigilar el cumplimiento con requerimientos y/o observaciones por escrito a las entidades afectadas.

Como se muestra en el gráfico 1, incluso si la mayor parte de las medidas del MOU han sido casi completadas en lo que se refiere a su adopción inicial, la implementación práctica y sus efectos finales tendrá lugar en los próximos meses y años. Hay, al menos, cinco cuestiones que todavía representan un desafío muy importante para los bancos españoles y las autoridades bancarias:

- a) El éxito de las operaciones de la Sareb, tanto en 2013 como en los quince años que se han previsto como horizonte máximo de actividad de esta sociedad de gestión de activos. La rentabilidad de la Sareb será decisiva para determinar el éxito de la resolución de la crisis bancaria en España. A corto plazo, los inversores observarán muy de cerca el modo en el que se vendan los activos y el grado en que la Sareb contribuya efectivamente al ajuste pendiente del precio de la vivienda. A largo plazo, el criterio principal que determinará los logros de la Sareb será en qué grado se minimice el coste para el contribuyente.
- b) Restaurar los canales de crédito: este es el objetivo último de la mayoría de las iniciativas que intentan resolver la crisis bancaria. Esta es una cuestión muy complicada en España debido a que las condiciones macroeconómicas todavía harán difícil en algún tiempo el incremento de la oferta de crédito. La recesión aún afecta de forma importante a la morosidad. En particular, la cartera de hipotecas —donde los

La rentabilidad de la Sareb será decisiva para determinar el éxito de la resolución de la crisis bancaria en España. A corto plazo, los inversores observarán muy de cerca el modo en el que se vendan los activos y el grado en que la Sareb contribuya efectivamente al ajuste pendiente del precio de la vivienda. A largo plazo, el criterio principal que determinará los logros de la Sareb será en qué grado se minimice el coste para el contribuyente.

esfuerzos de los bancos y los clientes con renegociaciones han mantenido la ratio de morosidad relativamente reducida—podría crecer significativamente en los próximos trimestres.

- c) Los bancos tendrán que implementar planes de eficiencia muy exigentes, que incluyan el cierre de oficinas y la reducción de personal. De hecho, estamos observando efectivamente que dichos esfuerzos de eficiencia no está restringidos a los bancos obligados por los planes de reestructuración de acuerdo con el MoU, sino a buena parte del sector.
- d) Como en otros países europeos, España tendrá que afrontar la salida de los entes públicos (es decir, del FROB) del capital de los bancos. Esto significa andar el camino de vuelta desde las nacionalizaciones a las privatizaciones.
- e) En conjunto, un objetivo clave será minimizar el coste para los contribuyentes de la resolución de la crisis bancaria. Como en otras crisis internacionales previas, esto incluirá costes de

resolución fiscales (explícitos) y cuasi-fiscales (ayudas contingentes y garantías). Estos costes solo se conocerán plenamente a largo plazo.

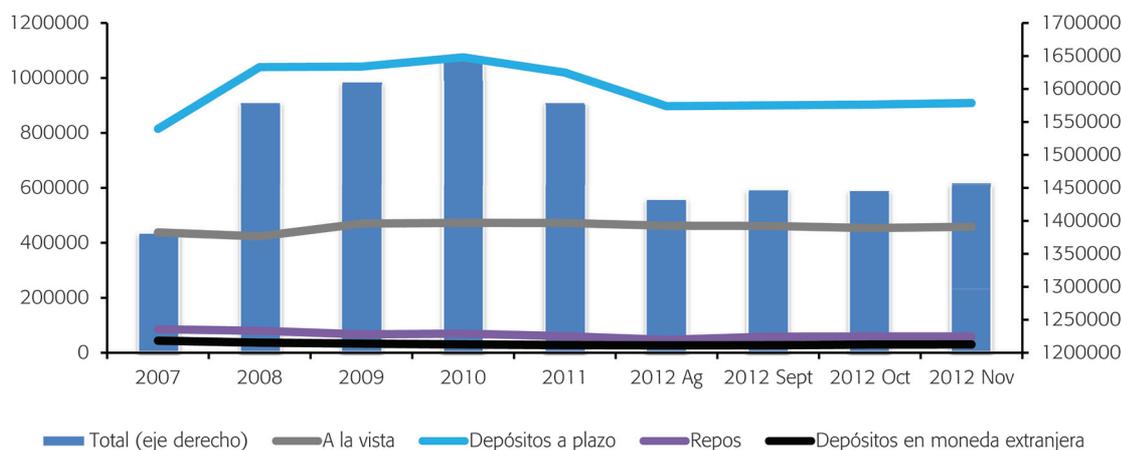
El estatus de la intermediación financiera en España

Considerando los planes clave de reestructuración y recapitalización que la mayoría de los bancos están implementando en España en 2013, parece un buen momento para analizar la situación de la intermediación financiera en España.

Como se muestra en el gráfico 2, los depósitos del sector privado registraron un crecimiento mensual del 0,7% en noviembre de 2012, después de una caída continuada desde marzo de 2012. Los depósitos de los hogares y las empresas ascendían a 1,56 billones de euros en marzo de 2012, y descendieron hasta 1,45 billones de euros en octubre de 2012. En el mes de noviembre, sin embargo, se incrementaron hasta alcanzar 1,46 billones de euros. El 62% de los depósitos son cuentas a plazo (a menos de dos años para la

Gráfico 2

Depósitos del sector privado en España (2007-Nov. 2012) (millones de euros)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

mitad de los mismos), mientras que el 31% son depósitos a la vista. El incremento de los depósitos en noviembre de 2012 han sido impulsados principalmente por las cuentas de ahorro a plazo de menos de dos años puesto que muchos bancos han estado ofreciendo altas rentabilidades (3%-4%) en estos productos de ahorro.

Con respecto al crédito, la evolución continúa siendo negativa, puesto que la tasa de crecimiento anual del crédito a empresas y hogares cayó un 4,6% y un 3,6%, respectivamente en noviembre de 2012, siendo la mayor caída —en particular para las empresas— del periodo considerado (véase gráfico 3). Esta evolución sugiere que la restricción de crédito persistirá todavía algún tiempo. En este sentido, las relativamente mejores condiciones de liquidez observadas a comienzos de 2013 puede tener un impacto positivo, aunque no puede compensar el impacto negativo sobre el crédito del panorama macroeconómico actual de la economía española.

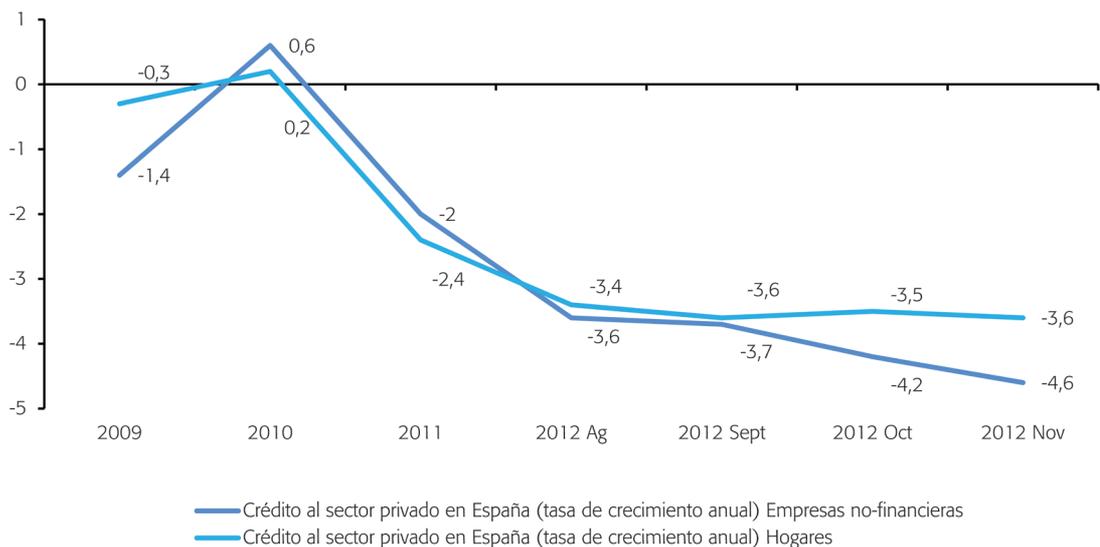
En cualquier caso, será muy importante para el sector bancario español completar los planes de reestructuración a lo largo de 2013, ya que esto puede ayudar a un número importante de bancos

a comenzar a relanzar el crédito, en particular si la economía muestra algunos signos de recuperación hacia finales de este año. En cualquier caso, tendrá que ser un flujo de financiación relativamente modesto y selectivo, en particular para las pymes. Muchas de estas empresas son solventes pero se enfrentan a problemas de financiación a corto plazo.

En cualquier caso, será muy importante para el sector bancario español completar los planes de reestructuración a lo largo de 2013, ya que esto puede ayudar a un número importante de bancos a comenzar a relanzar el crédito, en particular si la economía muestra algunos signos de recuperación hacia finales de este año.

El repaso de algunos de los principales indicadores de *performance* bancario para septiembre de 2012 (cuadro 1) sugiere que los márgenes se están convirtiendo de nuevo en un elemento estratégico clave para los bancos españoles. Tanto el margen de intereses como el margen bruto se incrementaron en el tercer trimestre de 2012. No obstante, la

Gráfico 3
Crecimiento del crédito en España (2009-Noviembre 2012)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Cuadro 1

Márgenes bancarios, provisiones y beneficios de los bancos españoles (2008 - septiembre 2012)

	Margen de intereses	Margen bruto	Gastos de explotación / Margen ordinario	Total provisiones/ total activos	Pérdidas por deterioro de activos / Total activos	Rentabilidad sobre activos
2008	1,16%	2,18%	46,5%	0,11%	0,50%	0,68%
2009	1,41%	2,21%	44,8%	0,04%	0,63%	0,49%
2010	1,12%	2,07%	48,5%	0,13%	0,54%	0,34%
2011	0,93%	1,80%	42,6%	0,06%	0,70%	-0,52%
sep-12	1,02%	1,90%	45,2%	0,15%	1,35%	-1,19%

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

necesidad de establecer nuevas provisiones y asumir pérdidas por deterioro de valor de activos llevó a registrar beneficios negativos en tasa interanual con una rentabilidad sobre activos (RoA) del -1,19% en 2012. Estas figuras sugieren que existe un valor de franquicia positivo en las entidades financieras españolas y la limpieza necesaria está haciendo que este valor pueda emerger finalmente.

En 2013, será difícil para los intermediarios bancarios incrementar el crédito y la restricción crediticia probablemente continúe, aunque los avances en los planes de recapitalización y los procesos de reestructuración pueden representar ingredientes importantes para la recuperación del crédito en un horizonte de medio plazo si las perspectivas de salida de la recesión económica se confirman.

Las restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario

Joaquín Maudos*

La encuesta del Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas muestra claramente las restricciones a las que se están enfrentando las empresas y que las tensiones se han intensificado en 2012. El predominio de las pequeñas y medianas empresas en España convierte el recurso a la financiación bancaria más sensible aún a condiciones cada vez más estrictas.

De acuerdo con la Survey on the Access to finance of SMEs in the euro area del BCE, el acceso a la financiación ha sido un estrangulamiento cada vez mayor para las pymes europeas durante la crisis, tanto en términos de volumen como de las condiciones del crédito bancario disponible. En general, las pymes europeas perciben que: i) los bancos tienen una menor disponibilidad a prestar, ii) las condiciones crediticias se han deteriorado, y iii) las expectativas respecto a la disponibilidad de crédito bancario están empeorando. Además, las dificultades de acceso a los mercados mayoristas para los bancos españoles, el aumento de la morosidad y la aversión al riesgo propia de las instituciones financieras intensifican las condiciones negativas, lo que mantiene bajas las previsiones de las pymes españolas de una mejora de la situación en los próximos meses.

Desde mediados de 2009 el crédito bancario al sector privado ha caído en España un 9,2%, con una reducción en torno a 172.000 millones de euros (el equivalente al 17% del PIB). Esta caída del crédito bancario se debe tanto a factores de demanda como de oferta. En el primer caso, en un contexto macroeconómico caracterizado por reducidas e incluso negativas tasas de crecimiento del PIB, es lógico que se resienta la demanda de financiación, ya que es muy difícil encontrar

proyectos de inversión rentables. Y en el segundo caso, también es normal que las dificultades por las que atraviesa la banca, con aumentos acelerados de la morosidad y del resto de activos problemáticos, incrementen la aversión y la prima de riesgo que exigen los bancos a los prestatarios, lo que da lugar a mayores restricciones financieras para empresas y familias. Además, con la crisis de la deuda soberana, las dificultades que los bancos españoles están teniendo para acceder a

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, investigador del IVIE y colaborador del Cunef. Este artículo se inscribe en el marco de los proyectos de investigación SEC2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación y PROMETEO/2009/066 de la Generalitat Valenciana.

la financiación de los mercados mayoristas también condicionan enormemente la evolución del crédito.

Las encuestas que, de forma regular, realiza el Banco Central Europeo (BCE) muestran que los propios bancos reconocen que los criterios de aprobación de nuevos préstamos se han endurecido en los últimos años. En la misma dirección apunta la opinión de las empresas que, a juzgar por la encuesta que semestralmente realiza también el BCE, manifiestan que las condiciones en el acceso a la financiación bancaria se han hecho más estrictas durante la crisis.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar las condiciones en el acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas en comparación con las del área del euro sobre la base de la encuesta *Survey on the Access to finance of SMEs in the euro area* del Banco Central Europeo. Desde que el BCE comenzara a aportar información en 2009 disponemos de siete oleadas de la encuesta, la última referida al periodo comprendido entre abril y septiembre de 2012. Si bien incluye información tanto para las pymes como para las grandes empresas, vamos a centrar el análisis en las primeras, dada la mayor importancia que este tipo de empresas tiene en España. No obstante, también se aporta información para las grandes empresas, así como para distintos tramos de tamaño dentro de las pymes (micro, pequeñas y medianas empresas).

La relevancia de las pymes en la economía española

Uno de los rasgos más sobresalientes de la economía española es el reducido tamaño medio de sus empresas. Así, como muestra la información que contiene el cuadro 1 con datos que ofrece Eurostat para 2010, en España el 99,9% de las empresas tiene menos de 250 trabajadores¹,

porcentaje mucho más reducido en comparación con Alemania y Francia, pero similar a Italia. No obstante, lo relevante, más que el número de empresas, es el porcentaje del empleo total que ocupan las pymes, y que se sitúa en España por encima de la media de países del área del euro. Así, mientras que en España las pymes dan empleo al 74,5% de los ocupados de la economía, en la euro área (referida a la formada por los 11 países fundadores) el porcentaje es del 63,6%, situándose en valores mucho más reducidos, cercanos al 60%, en Alemania y Francia. Si bien no se refleja en el cuadro, de los países de la eurozona solo Italia supera a España en el porcentaje del empleo que generan las pymes.

Es importante advertir que dentro del grupo de pymes coexisten empresas de muy distinto tamaño. Si distinguimos entre micro, pequeñas y medianas empresas, en España el rasgo a destacar es la elevada presencia de empresas de menos de 10 trabajadores (en muchos casos, se trata de empresas con un solo trabajador autónomo), ya que llegan a representar el 37,5% del empleo total, valor solo superado por Italia (42,1%), pero por encima de la media europea (27,8%) y muy alejado de Alemania (17,9%) y, en menor medida, de Francia (27,6%). También en España abundan más las pequeñas empresas (entre 10 y 49 trabajadores), si bien la diferencia con otros países es mucho más reducida. Si agrupamos las empresas medianas y grandes (empresas, por tanto, a partir de 50 trabajadores), en el conjunto de la zona del euro representan el 55,2% del empleo, mientras que en España el porcentaje es 14,5 puntos porcentuales inferior.

En consecuencia, dado que en España predominan las empresas de tamaño reducido, adquiere mayor importancia la financiación bancaria como una de las principales vías de financiación (junto con el crédito comercial y la financiación propia), siendo, por tanto, más vulnerables al endurecimiento de las condiciones en el acceso a la financiación bancaria, tanto en términos de cantidad como de precio.

¹ En función del número de trabajadores, las empresas se clasifican en microempresas (entre 1 y 9 trabajadores), pequeñas empresas (entre 10 y 49), medianas empresas (entre 50 y 249) y grandes empresas (250 o más trabajadores).

Cuadro 1

Distribución de las empresas (no financieras) de la eurozona por tamaño según el número de trabajadores (2010). Porcentajes

a) Número de empresas					
Tamaño de empresa	Euro área ¹	Alemania	España	Francia	Italia
De 0-9 empleados	92,0	82,0	93,3	94,0	93,6
De 10 a 49 empleados	6,7	14,8	5,8	4,9	5,6
De 50 a 249 empleados	1,1	2,7	0,8	0,8	0,6
Más de 250 empleados	0,2	0,5	0,1	0,2	0,1

b) Número de empleados					
Tamaño de empresa	Euro área ¹	Alemania	España	Francia	Italia ²
De 0-9 empleados	27,8	17,9	37,5	27,6	42,1
De 10 a 49 empleados	17,0	22,3	21,8	18,7	22,6
De 50 a 249 empleados	18,8	21,1	15,2	15,4	14,0
Más de 250 empleados	36,4	38,7	25,5	38,2	21,3

¹ Zona euro formada por los 11 países fundadores (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Grecia, Países Bajos y Portugal).

² Datos correspondientes a 2009.

Fuente: Eurostat (2012) y elaboración propia.

La importancia del acceso a la financiación

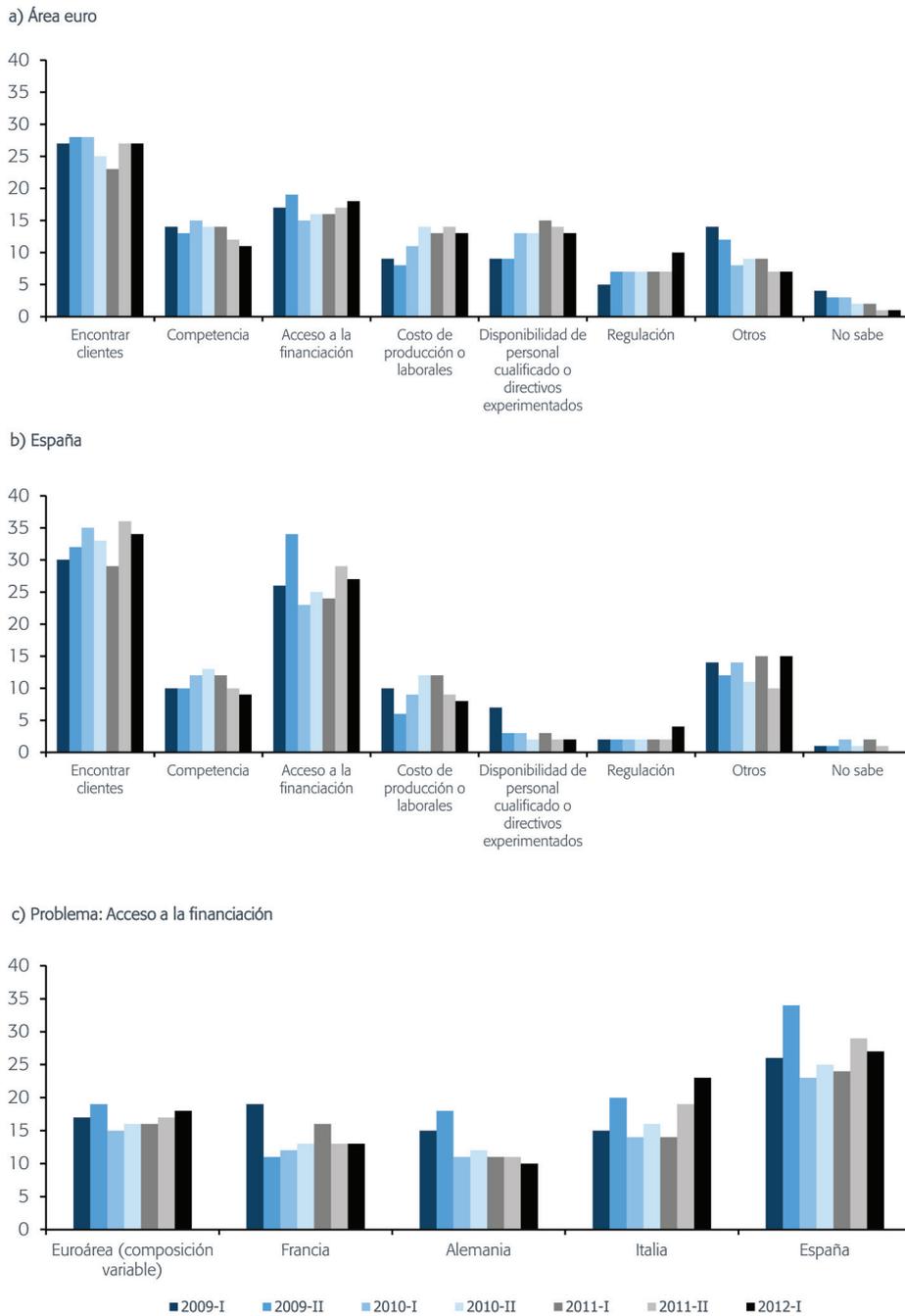
Desde que en el año 2009 se dispone de información en la encuesta del BCE, las empresas europeas señalan que las dificultades en el acceso a la financiación es el segundo de los problemas que más les preocupa, solo por detrás de la dificultad de encontrar clientes.

Desde que en el año 2009 se dispone de información en la encuesta del BCE, las empresas europeas señalan que las dificultades en el acceso a la financiación es el segundo de los problemas que más les preocupa, solo por detrás de la dificultad de encontrar clientes. Como muestra el gráfico 1, tras la leve mejoría que tuvo lugar en 2010, la crisis de la deuda soberana que estalló en abril

de aquel año, cuando Grecia solicitó el rescate, ha provocado que la crisis económica y el cierre en los mercados mayoristas de financiación (tanto de deuda como interbancario) hayan acentuado las restricciones financieras de las empresas. Así, los datos de la última encuesta indican que el 18% de las pymes europeas responde que el acceso a la financiación es el problema más importante, superando en un punto porcentual al reportado en la encuesta anterior. En las microempresas el porcentaje sube al 20%, mientras que en la medianas es del 14%.

De los once países para los que el BCE ofrece información, solo las pymes griegas (31%) superan a las de España en porcentaje de empresas que señalan que el acceso a la financiación es su principal problema (27%).

Gráfico 1
Problemas más importantes a los que se enfrentan las empresas
 (porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE y elaboración propia.

En este contexto, el problema en el acceso a la financiación es más grave en España, ya que el 27% de sus pymes lo señala como el principal problema en la actualidad, muy por encima del 10% de Alemania o el 13% de Francia. De los once países para los que el BCE ofrece información, solo las pymes griegas (31%) superan el porcentaje de España. Además, el problema de la financiación es generalizado en todas las empresas españolas, ya que frente al 27% de pymes que señalan este como el principal elemento de presión, en las empresas grandes el porcentaje es del 26%. El único elemento positivo a destacar es que en la última oleada de la encuesta se ha reducido ligeramente el porcentaje de pymes españolas que apunta al problema de la financiación, pasando del 29% al 27%.

La disponibilidad de crédito bancario

Una de las características de la actual crisis es la situación de *credit crunch* o racionamiento de crédito que padecen, en mayor o menor grado, los países europeos. Este es un hecho que corrobora la respuesta a la siguiente pregunta del cuestionario del BCE: ¿Diría usted que la disponibilidad de crédito bancario ha mejorado, no ha variado o ha empeorado para su empresa en los últimos seis meses? En concreto, como refleja la información del gráfico 2, desde la segunda mitad de 2010 está aumentando el porcentaje de pymes europeas que declaran un deterioro en la disponibilidad de crédito bancario, situándose en el 32,8% en la última de las encuestas realizadas ya en 2012. También desde mediados de 2010 ha aumentado la diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas (mejora) y negativas (deterioro), pasando de un -9% en la encuesta del segundo semestre de 2010 a un -22% en la más reciente.

La información desagregada por países muestra que de los cuatro países grandes que aparecen representados en el gráfico, son las pymes españolas las que están sufriendo con más intensidad la restricción de crédito bancario, con un porcentaje de respuestas negativas (menor disponibilidad de crédito) del 37,5% en la encuesta más reciente,

muy por encima del dato de Alemania (18,2%), pero más cercano al de Francia (35%) o Italia (34,8%). No obstante, la percepción de deterioro en la disponibilidad de crédito es aún peor en Irlanda (41%), Grecia (54%), Holanda (46%) y Portugal (48%). En términos netos (porcentaje de empresas que percibe una mejora menos el correspondiente a un empeoramiento), el *ranking* es similar, situándose por encima de la media de la eurozona Bélgica, Alemania, Francia, Austria y Finlandia.

Dentro de las pymes, la información que aporta el BCE muestra que son las empresas más pequeñas (las microempresas de menos de 10 trabajadores) las que sufren en mayor medida la restricción en el acceso al crédito bancario, ya que en la media de la eurozona el 40% responde en 2012, que la disponibilidad de financiación ha empeorado, 14 puntos porcentuales (pp) por encima de las empresas de entre 50 y 249 trabajadores. De forma análoga, mientras que solo el 7% de las microempresas manifiestan una mejora, el porcentaje se duplica en las empresas medianas. En España, en cambio, las diferencias por tamaño dentro de las pymes son mucho más reducidas: 4 pp. entre las empresas medianas y las micro que manifiestan un empeoramiento en la disponibilidad de crédito.

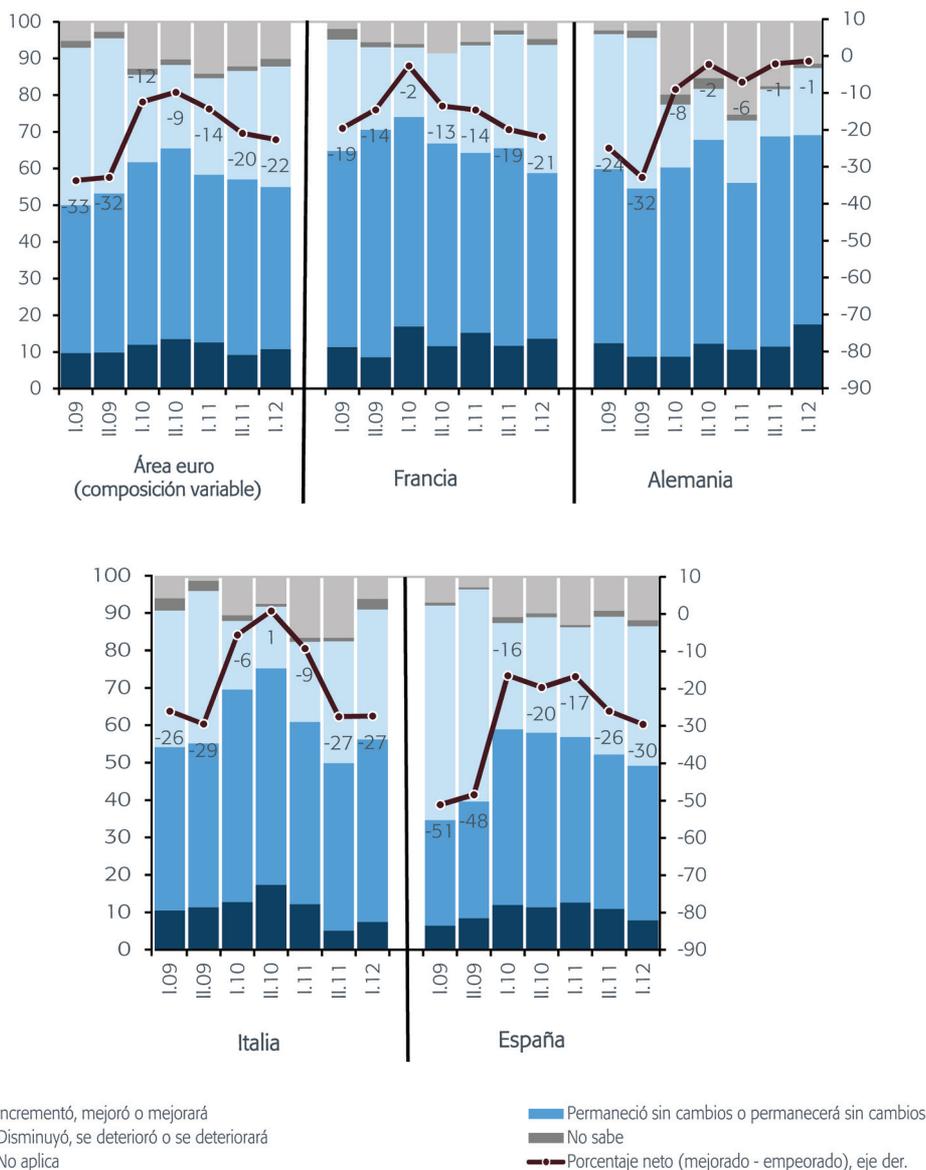
Otro rasgo a destacar en España es que la percepción mayoritaria de empeoramiento en la disponibilidad de financiación también es generalizada en las grandes empresas. Así, en la última encuesta realizada, solo existe una diferencia de un punto porcentual entre el porcentaje de empresas grandes y pymes que declaran un deterioro en la disponibilidad de crédito (36% vs. 37%). De igual forma, la diferencia es de solo dos puntos porcentuales en el caso de las empresas que opinan que se ha producido una mejora (10% vs. 8%).

Predisposición de la banca a dar crédito: la percepción de las empresas

Además de la disponibilidad de financiación bancaria, otro de los aspectos de interés a analizar

Gráfico 2

Disponibilidad de crédito bancario en los seis meses anteriores (porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE y elaboración propia.

para valorar las restricciones a las que se enfrentan las empresas es su propia percepción acerca de la predisposición de los bancos a dar financiación. Así, la disponibilidad de financiación depende de varios factores, algunos relacionados con la situación económica en general, con la situación de la empresa en particular, así como con la actitud de los bancos.

Es este último factor el que analizamos a continuación.

Como muestra el gráfico 3, un porcentaje mayoritario de las pymes europeas opina que la predisposición de los bancos a conceder crédito ha empeorado, alcanzando un porcentaje del 36,6%

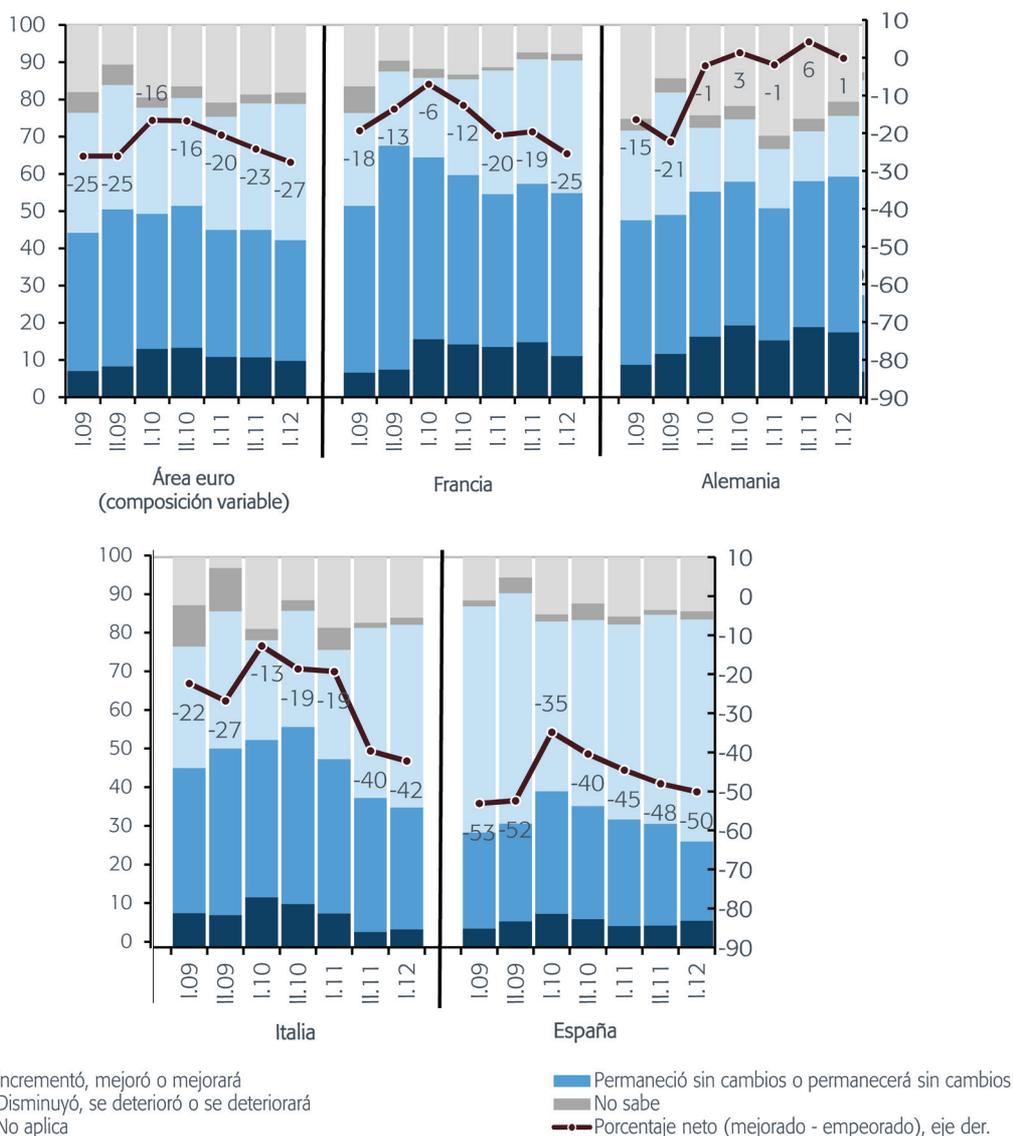
en la última de las encuestas realizada en 2012. Ese porcentaje está creciendo de forma ininterrumpida desde el primer semestre de 2010 y se sitúa, en la actualidad, en su valor máximo desde 2009. Según los datos de la última encuesta, solo el 9,8% de las pymes opinan que la predisposición de los bancos a dar crédito ha mejorado,

siendo el porcentaje neto de respuestas positivas (mejora) y negativas (empeoramiento) del -27%, el valor máximo desde 2009.

Los datos por países muestran enormes diferencias. Entre los países grandes representados en el gráfico 3, y con los últimos datos disponibles,

Gráfico 3

Percepción de las pymes sobre la predisposición de los bancos a dar crédito en los seis meses anteriores (porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE y elaboración propia.

solo en Alemania el porcentaje de pymes que opina que la predisposición de los bancos a dar crédito ha mejorado es mayor que el porcentaje que opina lo contrario, siendo la diferencia de 1 pp. En Francia, la diferencia es de -25 pp. y en Italia de -42 pp. En relación a estos valores, la percepción de las pymes españolas es peor, ya que frente al 56,9% que opina que los bancos están menos predispuestos a dar financiación, solo el 6,8% opina que la situación ha mejorado, por lo que en términos netos el valor es de -50 pp.

En relación al resto de países de la eurozona, son las pymes españolas (56,7%) las que perciben que los bancos están menos dispuestos a dar crédito, siendo incluso más negativas que en Grecia (49%), Portugal (45%) e Irlanda (38%). Además, nuevamente esa percepción de empeoramiento es generalizada en todas las empresas con independencia de su tamaño, siendo el valor de las pymes españolas idéntico al de las grandes empresas. Dentro de las pymes, son las microempresas las que perciben el mayor deterioro (59%).

de 27 pp., frente a 42 pp. en la encuesta anterior. Desde la primera encuesta realizada en 2011, ese porcentaje neto de respuestas se ha reducido a la mitad.

En el caso de las pymes españolas, el porcentaje neto de respuestas es, en 2012, de 71 pp., casi el triple en relación a la media de la euroárea. El rango de variación es muy amplio por países. Así, mientras que en Alemania la respuesta mayoritaria es de caída de tipos de interés (45,7%), en España solo el 4,6% de las pymes declara una reducción de tipos. De igual forma, mientras que en Alemania solo el 15,1% de sus pymes responde que el tipo de interés ha subido, en España el porcentaje es del 75,8%.

España destaca en el contexto europeo por la subida de tipos de interés que han sufrido las pymes en 2012.

Si utilizamos el porcentaje neto de respuestas (subida-bajada de tipos), en cuatro de los países para los que el BCE ofrece datos (Bélgica, Alemania, Francia y Austria) predominan las bajadas de tipos de interés, mientras que en los siete restantes países, la peor situación se produce en Grecia (72%), si bien con apenas diferencias con respecto a España (71%) e Italia (70%). Por tanto, España destaca en el contexto europeo por la subida de tipos de interés que han sufrido las pymes en 2012.

Atendiendo al resto de costes de la financiación distintos del tipo de interés (como las comisiones bancarias), el porcentaje de empresas europeas que responde que se ha producido un aumento ha crecido de forma ininterrumpida en las siete oleadas de la encuesta ya realizadas, alcanzándose un porcentaje máximo del 54,8% en la última encuesta. En términos netos (aumento – caída), también el valor ha aumentado continuamente, situándose en la actualidad en el 52%.

En España, el dato más reciente muestra que el 80% de las pymes declara que se ha produ-

Las condiciones de la financiación bancaria

Una de las preguntas del cuestionario del BCE que más información aporta sobre las restricciones a las que se enfrentan las empresas a la hora de acceder a la financiación bancaria es la que detalla hasta seis aspectos diferentes de los términos y condiciones de la financiación: tipo de interés, otros costes distintos al tipo de interés, cantidad disponible de préstamo o línea de crédito, vencimiento del préstamo, exigencia de garantías, y otros. Es importante advertir que, en este caso, la pregunta está referida a la totalidad de la financiación bancaria, incluyendo tanto préstamos como líneas de crédito.

En el gráfico 4 se representan los cuatro aspectos de la financiación que consideramos más importantes. En relación con el tipo de interés, en 2012 la situación de las pymes europeas ha mejorado en los últimos seis meses, ya que la diferencia entre el porcentaje de empresas que considera que el tipo ha aumentado y el que opina que ha caído es

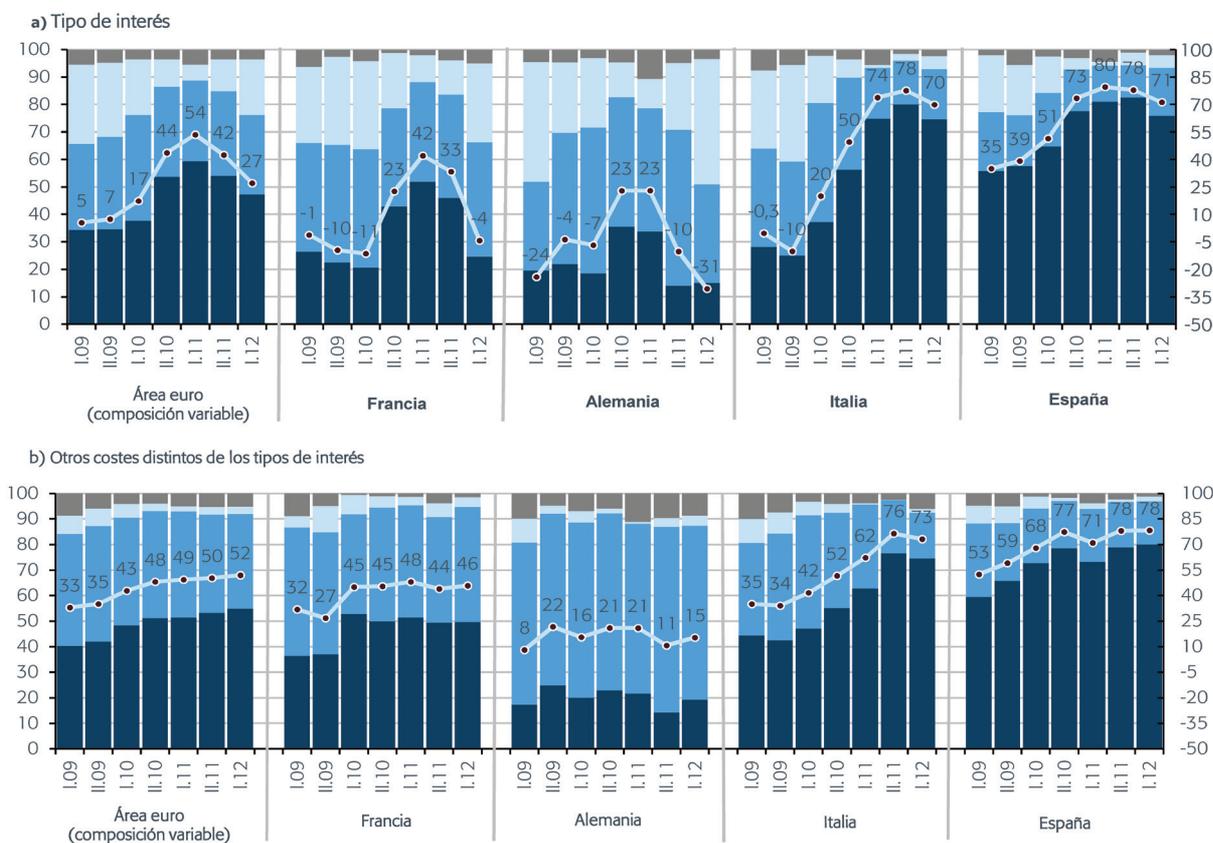
cido un aumento de los costes de la financiación distintos al tipo de interés, 25 pp. por encima de la media europea. También en términos de respuestas netas el valor es muy superior en España (78%), ya que solo el 1,8% de las pymes responden que han visto reducir esos costes de la financiación. De los once países de la eurozona que cubre la encuesta del BCE, son las pymes españolas las que más han visto crecer los costes financieros distintos al tipo de interés, incluso con subidas superiores a Italia, Portugal y Grecia. Son las pymes alemanas las que presentan un menor porcentaje de respuestas de aumento de costes (19,3%). También es de destacar que en España, las grandes empresas presentan porcentajes netos de respuestas (83%) incluso superiores a las pymes (78%).

La tercera de las condiciones de la financiación bancaria analizada es la cantidad disponible de préstamo o línea de crédito. Para la media de empresas del área del euro, en 2012 el porcentaje que declara un aumento es menor al que aprecia una caída, con un valor neto del -8%, el mayor valor en términos absolutos desde 2009. Por tanto, la situación de *credit crunch* alcanza su mayor intensidad en la actualidad.

Las pymes españolas sufren con mayor intensidad la situación de racionamiento de crédito, ya que en la última encuesta del BCE, frente al 12,1% de empresas que opinan que el volumen de financiación ha aumentado, un 42% declara justo lo contrario, siendo el porcentaje neto de respuestas (-30%) casi cuatro veces superior a

Gráfico 4

Condiciones en el acceso al crédito bancario en los seis meses anteriores (porcentaje de respuestas)

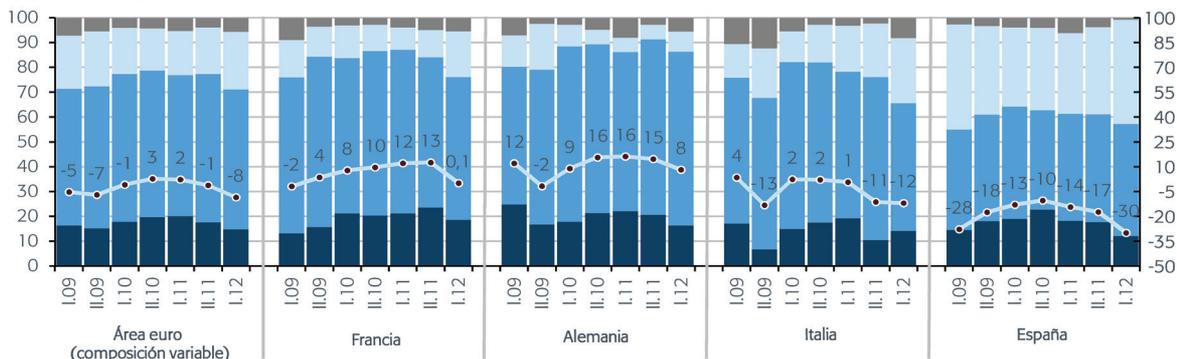


Fuente: BCE y elaboración propia.

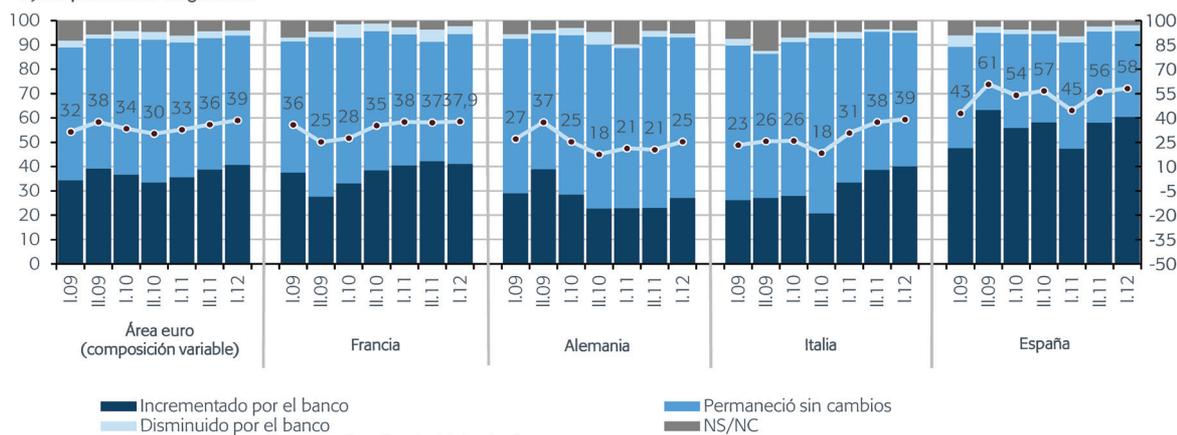
Gráfico 4 (Continuación)

Condiciones en el acceso al crédito bancario en los seis meses anteriores (porcentaje de respuestas)

c) Tamaño del préstamo o línea de crédito



d) Requerimiento de garantías



Fuente: BCE y elaboración propia.

la media de las pymes europeas. También en España es en 2012 cuando la situación de racionamiento de crédito alcanza su máximo valor, incluso superior a la que tuvo lugar en 2009. Es de destacar que en España las dificultades para obtener la cantidad de financiación deseada se han intensificado enormemente en 2012 respecto a 2011. En el caso de las grandes empresas españolas también las dificultades son elevadas, si bien algo más reducidas que en las pymes. En 2012, solo las pymes italianas y griegas declaran estar más restringidas que las españolas en cuanto a la cantidad de financiación bancaria requerida.

Finalmente, un cuarto aspecto de las condiciones financieras de interés a analizar es la mayor o menor exigencia de garantías. Para la media de

pymes de la zona euro, nuevamente se alcanza en 2012 la máxima tensión, ya que frente a un 40,7% de empresas que declaran que ha aumentado la exigencia de garantías, solo el 2,2% considera lo contrario. En términos de respuestas netas, en todos los países predominan las respuestas de aumento de las garantías exigidas, situándose Grecia en el extremo superior (68% de respuestas netas) y Holanda en el inferior (23%). En este contexto, el porcentaje neto en España es del 58%, solo por debajo de Grecia. En consecuencia, también las pymes españolas tienen más dificultades en el acceso a la financiación bancaria en lo que a la exigencia de elevadas garantías se refiere. En el caso de las grandes empresas, la situación mejora, con un porcentaje neto de respuestas 14 pp. inferior a las pymes.

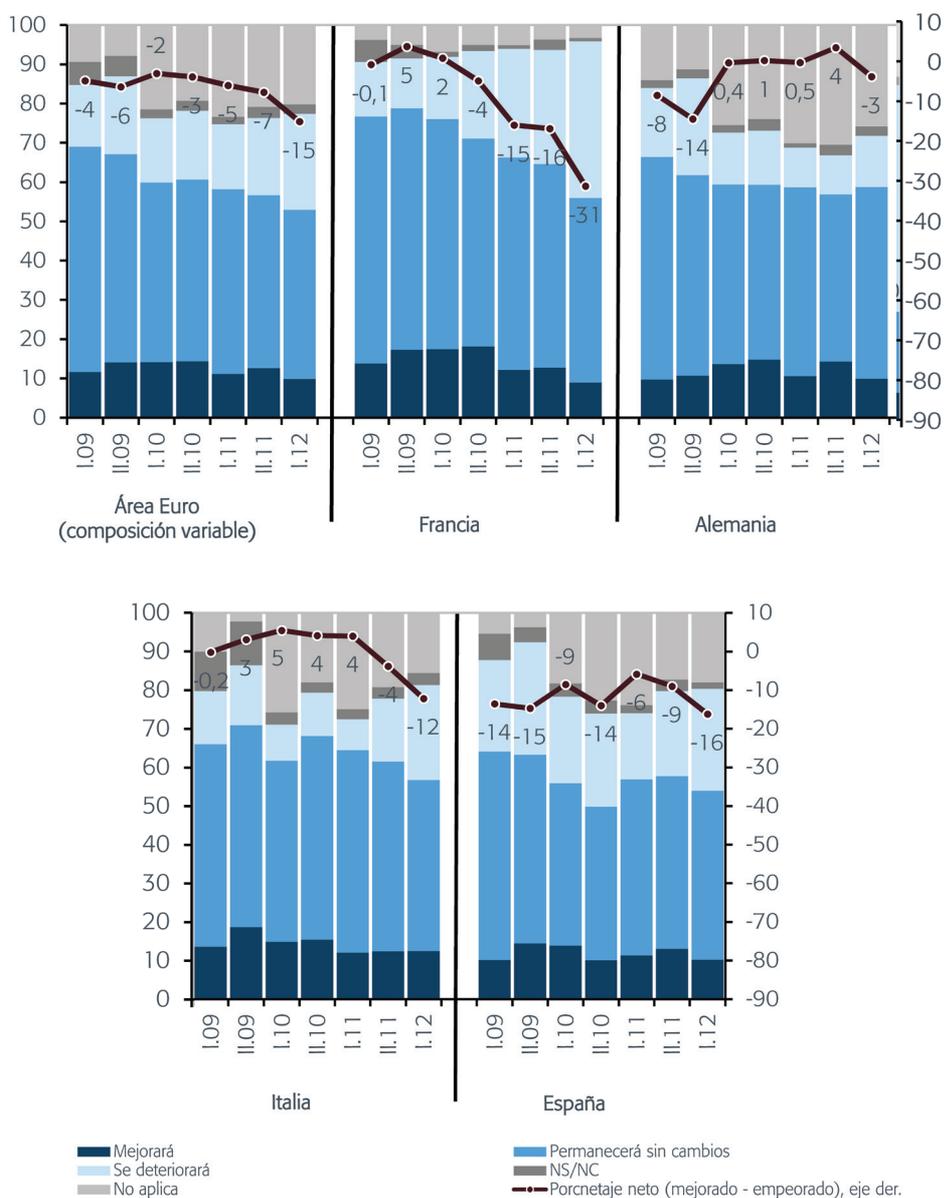
Expectativas de las pymes sobre la disponibilidad futura de crédito bancario

Si bien la encuesta del BCE se centra sobre todo en analizar el comportamiento más reciente en el acceso

de las empresas a la financiación externa, contiene una pregunta de gran interés para intentar vislumbrar las dificultades futuras en las condiciones financieras. En concreto, el cuestionario pregunta acerca de las expectativas para acceder al préstamo bancario en los próximos seis meses en relación a la situación anterior.

Gráfico 5

Expectativas de las pymes sobre la disponibilidad de crédito en los próximos seis meses (porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE y elaboración propia.

Como muestra el gráfico 5, en 2012 se ha producido un drástico deterioro en las expectativas futuras, ya que frente al 9,8% de pymes europeas que opina que el acceso a la financiación mejorará, un 24,4% cree que se deteriorará, siendo el valor neto de respuestas (-15%) el doble que en la encuesta anterior y, con diferencia, el mayor desde 2009. De los cuatro países más grandes de la zona euro representados en el gráfico, son las pymes francesas las más pesimistas, ya que el 39,9% opina que en los próximos 6 meses va a empeorar el acceso a la financiación. En cambio, las empresas alemanas son mucho más optimistas, aunque es mayor el porcentaje que opina que el acceso a la financiación será más difícil en los próximos 6 meses que lo contrario. Para el resto de países, las pymes griegas, junto con las francesas, son las que prevén un mayor deterioro en el acceso al crédito bancario.

En este contexto, las pymes españolas se sitúan en un nivel de pesimismo no muy diferente a la media europea, con un porcentaje neto de respuestas del -16%, frente a un -15% en la euro zona. También en España es en 2012 cuando el pesimismo es más acentuado, ya que el porcentaje neto de respuesta alcanza el máximo valor negativo desde 2009. Las expectativas de las grandes empresas coinciden con las de las pymes, siendo las microempresas ligeramente más pesimistas.

Conclusiones

La encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación muestra con crudeza las restricciones que están sufriendo las empresas, habiéndose acentuado la tensión en 2012. Es precisamente en la última de las encuestas realizadas (entre septiembre y octubre de 2012) donde se pone de manifiesto con más pesimismo el futuro inmediato en el acceso al crédito bancario, siendo muy superior el porcentaje de pymes europeas que creen que las condiciones se van a deteriorar en relación con las que opinan que mejorarán en los próximos seis meses. En el caso de las pymes

españolas, el futuro se mira con algo más de pesimismo, siendo común esta percepción negativa en las grandes empresas.

Analizando el pasado más reciente de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, uno de los aspectos más negativos que están sufriendo las pymes españolas es el elevado coste de la financiación, situación que en 2012 comparten con las pymes de Grecia e Italia. Nada menos que el 75,8% de las pymes españolas declaran que los tipos de interés aumentaron en los seis meses anteriores, frente a un porcentaje del 47,3% en las pymes europeas. Esta situación es incluso más dramática en el caso de los costes distintos al pago de intereses (como las comisiones bancarias), donde el 80% de las pymes españolas manifiesta que aumentaron en 2012, siendo el porcentaje más elevado de los once países analizados por el BCE.

En síntesis, el cierre de los mercados mayoristas de financiación para la mayor parte del sector bancario español, así como el aumento de la morosidad bancaria y el grado de aversión al riesgo de las entidades financieras están dificultando considerablemente el acceso de las empresas al crédito bancario, tanto en términos de cantidad de financiación disponible, como de las condiciones de la financiación (elevados tipos de interés, exigencia de más garantías, etc.). En 2012 se ha alcanzado el mayor grado de restricción financiera, situación que las pymes no creen que vaya a cambiar en los próximos meses.

Cuando lo fundamental es recuperar la inversión para volver a crecer y crear empleo, la reciente recapitalización de una parte del sistema bancario español es condición necesaria para restaurar el correcto funcionamiento de la financiación bancaria. No obstante, si bien la mejora de la solvencia es condición necesaria, no es suficiente mientras que la deuda pública española soporte una prima de riesgo tan elevada que se extiende a la que soporta la deuda privada, tanto bancaria como no bancaria.

Alternativas de financiación para las pymes

Arturo Rojas y Javier López Somoza*

El colapso de la financiación bancaria ha tenido un impacto desproporcionadamente negativo sobre las pequeñas y medianas empresas. Dado que las dificultades del crédito bancario seguirán persistiendo en los próximos meses, el desarrollo de otras alternativas de financiación es un imperativo.

La sequía del crédito bancario no será de corta duración, por lo que es imperativo para las pymes explorar fuentes alternativas de financiación, bien sea a través de instrumentos de deuda o de capital. Alternativas de financiación de deuda van desde la emisión de papel comercial o bonos, titulización de préstamos o la creación de fondos de inversión especializados en deuda de pymes. No obstante, estos instrumentos de financiación de deuda necesitarían superar las percepciones de los inversores de excesivo riesgo, problemas de liquidez, altos costes de emisión y algunos problemas en la regulación. La financiación de recursos propios podría canalizarse a través del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), ya en funcionamiento, que, potencialmente, podría proveer de un acceso a nuevo capital propio a costes asumibles, entre otros beneficios tales como refuerzo de imagen corporativa y diversificación de las fuentes de financiación. Para que esto sea así, existen algunas deficiencias y actuales dinámicas negativas que tendrán que ser corregidas.

Una de las caracterizaciones más relevantes que se puede mencionar sobre la actual crisis es el colapso de la financiación bancaria. Los datos más recientes sobre crédito a actividades productivas publicados por el Banco de España (financiación a empresas no financieras) ponen de manifiesto una nueva aceleración de la caída del saldo vivo de crédito a empresas, con una tasa interanual del -7,2% a mes de noviembre. Aun sin conocer el desglose de esa cifra

por tamaños de empresas, no nos equivocaríamos al afirmar que son las pequeñas y medianas empresas (pymes) las que más están sufriendo esta disfunción de las entidades crediticias, lo que agrava su situación, en la medida en que no cuentan con fuentes de financiación alternativas al canal bancario.

El Memorando de Entendimiento de junio de 2012 asociado al rescate bancario, en su párrafo

* Socios de Analistas Financieros Internacionales (Afi).

27, requiere al Gobierno de España que prepare propuestas para el reforzamiento de la intermediación financiera no bancaria. Lo que es lógico si tenemos en cuenta que la debilidad financiera de las pymes contrasta con su aportación a la creación de empleo y generación de valor añadido: en la Unión Europea, las pymes (incluyendo las microempresas) generan más del 50% del valor añadido, y más del 60% de los empleos, pero apenas consumen el 10% de los flujos financieros. Dado que la sequía de la financiación bancaria no va a ser algo transitorio, el desarrollo de mecanismos de financiación directa, tanto en recursos propios como en deuda, pasa a ser una necesidad ineludible. En el presente artículo analizamos distintas alternativas a la financiación bancaria de las pymes, bien sea a través de deuda o a través de fondos propios. En algún caso, como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), es un canal de financiación para empresas de pequeña y mediana capitalización que, con sus defectos y carencias, ya está en funcionamiento. Otras de las posibilidades que se analizan, no están desarrolladas todavía en nuestro país, pero, como el caso de los fondos de deuda de empresas, han mostrado sus virtudes en otros mercados como el británico.

Financiación de deuda

En general, los instrumentos de desintermediación (emisiones directas de pagarés, bonos u obligaciones) para las pymes se encuentran con dos problemas básicos. El primero es la desconfianza del inversor ante el riesgo de impago que

Los instrumentos de desintermediación (emisiones directas de pagarés, bonos u obligaciones) para las pymes tienen dos problemas básicos. El primero es la desconfianza del inversor ante el riesgo de impago además de la falta de liquidez; y el segundo problema es el coste total para la empresa del instrumento, que tiende a ser alto al incluir la rentabilidad para el inversor, pero también los costes de estructuración y la comisión de colocación.

se une al inconveniente de la falta de liquidez del título; y el segundo problema es el coste total para la empresa del instrumento desintermediado, que tiende a ser alto al incluir la rentabilidad para el inversor, pero también los costes de estructuración y la comisión de colocación. Los costes fijos de emisión son difícilmente asumibles para emisiones de importes reducidos, de menos de cinco millones de euros.

Además, si una entidad financiera asume la colocación de la emisión entre sus clientes de pasivo, adquiere un riesgo reputacional en caso de impago por parte de la empresa receptora de los fondos, riesgo que en las actuales circunstancias es difícilmente asumible por las entidades financieras. La intensidad del riesgo reputacional para el colocador, alto en todos los casos, dependerá además de la complejidad del producto y de la participación o no de otros agentes en el proceso, ya sea la Comisión Nacional del Mercado de Valores si la colocación es minorista, o la agencia de *rating* que analice la calidad crediticia del emisor.

Titulización de préstamos

La titulización de préstamos permite transformar un conjunto de activos financieros ilíquidos en una serie de instrumentos negociables, líquidos y con unos flujos de pagos determinados. La titulización de créditos a pymes constituiría una innovación en la medida en la que el proceso de titulización en España se ha concentrado en los préstamos hipotecarios. La titulización no afecta a las empresas cuyos préstamos se titulan y, por tanto, no se traduce para la empresa en una diversificación de sus fuentes de financiación. Ahora bien, con la titulización de créditos de empresas las entidades financieras pueden obtener liquidez con la que financiar nuevos préstamos a pymes.

En general, las agencias de calificación desempeñan un papel clave en el proceso de titulización. Los títulos emitidos de cada tramo del fondo deben tener una o más calificaciones crediticias de distintas agencias. Las agencias de calificación también tienen una labor determinante a la hora

de diseñar la estructura de los tramos del fondo en cuanto a la prelación en la absorción de pérdidas.

Los títulos emitidos serían descontables en el Banco Central Europeo (BCE), siempre que cumplan las siguientes condiciones:

- Calificación por dos agencias de *rating*.
- *Rating* AAA en el momento de la emisión.
- *Rating* mínimo de A durante la vida del bono.

El *rating* de los diferentes tramos del fondo de titulización tendría en cuenta las características de los préstamos (diversificación sectorial, dispersión geográfica, perfil de las empresas) y los colaterales adicionales. El *rating* será mejor cuanto más granulada es la cartera de préstamos titulizados en cuando a deudores (importe medio), sectores de actividad y zona geográfica.

No obstante, para que la entidad financiera dé de baja de su balance (y transferir los riesgos de los préstamos objeto de titulización a efectos de no consumo de recursos propios), debe haber vendido por lo menos el 80% de los tramos de primeras pérdidas, y el 50% de los tramos de riesgo intermedio¹, exigencias que pueden no ser fáciles de cumplir.

Para el inversor que adquiera los títulos, uno de los principales inconvenientes es la reducida liquidez de estos activos. Las condiciones de inversión en este producto serían asimilables a las de una imposición a plazo fijo, con una penalización por rescate anticipado de la misma. La percepción de riesgo por parte del inversor minorista puede quedar mitigada por la transparencia inducida por la supervisión de CNMV y el requerimiento de informes de terceros independientes que evalúen el precio de la emisión.

Otro elemento positivo para la confianza del inversor minorista es que en la mayoría de las tituli-

zaciones desarrolladas por las entidades de crédito españolas, el originador (la entidad que concede los préstamos que se van a titular) mantiene la administración de los mismos. Con el objeto de incrementar el atractivo para los inversores, se puede concertar la disposición de avales. Actualmente, la utilización de avales públicos para los fondos de titulización se limita a los fondos FTPYME², con un plazo determinado de solicitud y un carácter cerrado, y que se convocaron en 2010 y 2011.

Asimismo, los fondos de titulización podrían incorporar avales de sociedades de garantía recíproca (SGR), pero afectarían exclusivamente a los préstamos individuales de las empresas. En la medida en que el aval de la SGR puede suponer un mayor coste de la financiación para la empresa, habría que analizar el efecto positivo en el *rating* derivado de la utilización de avales de SGR en los préstamos titulizados.

Emisión de títulos directamente por la empresa

Como se puede ver en el cuadro 1, las emisiones recurrentes de bonos y obligaciones por parte de empresas españolas no financieras se concentran básicamente en grandes empresas de los sectores de energía, telecomunicaciones e infraestructuras.

Teóricamente, las pymes españolas podrían emitir directamente los bonos con los requisitos que impone la Ley del Mercado de Valores. Si el nominal es inferior a 100.000 euros, la emisión se considera "oferta pública" y requiere folleto de emisión aprobado por la CNMV. Si la oferta tiene la consideración de pública, la carga administrativa para la empresa es alta: el emisor asume obligaciones de gobierno corporativo e información (hechos relevantes, informe anual de gobierno corporativo).

¹ Según se establece en las Circulares BdE 4/2004 y 3/2008.

² El programa FTPYME, gestionado por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, y el Ministerio de Economía y Competitividad, cuenta con el aval del Estado para respaldar los bonos emitidos por estos fondos con la condición de que las entidades financieras que les ceden sus activos reinviertan, al menos en un 80%, la liquidez obtenida en nuevos créditos para pymes.

Cuadro 1

Emisiones públicas de bonos de empresas españolas no financieras en 2011 y 2012

Emisor	Fecha emisión	Vencimiento	Importe (millones €)	Cupón (Porcentaje)
IBERDROLA FINANZAS SAU	10-feb-11	10-feb-14	750	3,88
TELFÓNICA EMISIONES SAU	7-feb-11	7-feb-17	1.420	4,75
GAS NATURAL CAPITAL	9-feb-11	9-feb-17	600	5,63
RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	18-feb-11	16-feb-18	600	4,75
OBRASCÓN HUARTE LAIN SA	30-mar-11	15-mar-18	425	8,75
IBERDROLA FINANZAS SAU	7-abr-11	7-abr-17	750	4,63
PESCANOVA SA	20-abr-11	20-abr-17	180	5,13
RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	29-abr-11	29-abr-20	550	4,88
GAS NATURAL CAPITAL	24-mayo-11	24-mayo-19	500	5,38
AMADEUS CAP MARKET	15-jul-11	15-jul-16	750	4,88
IBERDROLA FINANZAS SAU	25-oct-11	25-ene-16	1.000	4,75
TELFÓNICA EMISIONES SAU	3-nov-11	3-feb-16	1.000	4,97
REPSOL INTL FINANCE	12-dic-11	12-feb-16	850	4,25
REPSOL INTL FINANCE	19-ene-12	19-feb-19	750	4,88
GAS NATURAL CAPITAL	13-feb-12	13-feb-18	750	5,00
REPSOL INTL FINANCE	7-feb-12	19-feb-19	250	4,88
TELFÓNICA EMISIONES SAU	21-feb-12	21-feb-18	1.500	4,80
IBERDROLA INTL BV	11-abr-12	11-oct-18	1.000	4,25
TELFÓNICA EMISIONES SAU	19-sep-12	5-sep-17	1.000	5,81
GAS NATURAL CAPITAL	25-sep-12	27-ene-20	800	6,00
IBERDROLA INTL BV	21-sep-12	21-sep-17	1.000	4,50
RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	4-oct-12	16-feb-18	150	4,75
ENAGAS FINANCIACIONES SA	5-oct-12	5-oct-17	500	4,25
TELFÓNICA EMISIONES SAU	19-oct-12	20-ene-20	1200	4,71
GAS NATURAL CAPITAL	23-oct-12	24-abr-17	500	4,13
ENAGAS FINANCIACIONES SA	22-oct-12	5-oct-17	250	4,25
IBERDROLA INTL BV	22-oct-12	11-oct-18	400	4,25
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	25-oct-12	25-oct-19	750	4,75
Total 2011			9.375	4,94
Total 2012			10.800	4,82

Fuente: Bloomberg.

Cabe plantear las siguientes consideraciones con respecto a las limitaciones que impone el segmento de pymes en emisiones directas de bonos.

- No es obligatorio que la emisión cuente con *rating*, aunque este facilita la aprobación del precio (tipo de interés) por la CNMV. Un *rating* por encima de B- suele requerir un tamaño de empresa importante (ventas > 500 millones de euros, EBITDA > 70 millones de euros). Para empresas medianas (ventas < 500 millones de euros), un *rating* por encima de B- solo sería posible con niveles de endeudamiento muy bajos. Por lo tanto, la emisión de una pyme o no tendrá *rating* o tendrá un *rating* muy bajo.
- Como colocador, el riesgo reputacional del colocador ante el inversor será alto. En las emisiones con *rating*, al ser un tercero el que opina sobre la calidad crediticia del emisor, se mitiga el riesgo, pero el *rating* previsiblemente bajo que puede alcanzar una pyme puede tener un efecto adverso.
- En términos de la rentabilidad que el título debería ofrecer a los inversores, sobre la que la CNMV tendrá que emitir su opinión si es oferta pública, estimamos que, en la actualidad, debería situarse entre el 10% y el 15% dependiendo de la calidad crediticia de la empresa, y a un plazo inferior a dos años.
- En términos de coste para el emisor, a dicha rentabilidad nominal habría que añadir la comisión de colocación y los costes de emisión. Para empresas medianas con una buena situación financiera, el coste de los bonos posiblemente excederá el que pueden obtener con financiación bancaria. En este caso, el atractivo del bono para la empresa no es el coste, sino la diversificación de fuentes de financiación y el acceso directo a los inversores.

La emisión de bonos de diferentes empresas permitiría la comercialización "paquetizada". En este caso, se trataría de vender emisiones de bonos de empresas de calidad crediticia similar agrupados en carteras con una composición reducida (por ejemplo, cuatro o más bonos).

Como hemos indicado, el principal inconveniente para el comercializador de las emisiones de bonos simples de empresas es el riesgo reputacional en caso de impago. Una forma de anular el riesgo reputacional es emitir el bono con el aval explícito de la entidad financiera colocadora. El inversor tendrá una doble garantía: la empresa emisora y la entidad financiera colocadora. La ventaja para la entidad financiera es una menor ponderación del aval en los activos ponderados por riesgo, (del 75% frente al 100%), y, a su vez, la entidad financiera cobraría a la empresa por el aval. Igualmente, la entidad financiera podría exhibir su apoyo a las empresas medianas para abrir nuevas vías de financiación a través de la apelación directa al ahorro. Una vez que el inversor se familiarizara con el producto y la empresa demuestre su capacidad de pago ante el inversor, se pueden plantear emisiones recurrentes sin el aval de la entidad financiera.

El Gobierno ha anunciado su intención de promover la creación de un mercado alternativo de renta fija, en el que se puedan negociar pagarés y bonos, aunque dadas las restricciones de tamaño de emisión para que los costes de la emisión no resulten prohibitivos y la mínima o inexistente liquidez que tendrían los títulos, no resulta realista considerar las emisiones de títulos de pymes como una alternativa factible a la financiación bancaria.

Fondos de deuda

Otra alternativa de impulso a la financiación de pymes sería la creación de fondos de inversión que invirtieran en deuda de pymes, y que pudieran beneficiarse de alguna ventaja fiscal como sucede con los fondos de capital riesgo.

La normativa española actual no contempla figuras entre las instituciones de inversión colectiva (IIC) que permitan una inversión a gran escala en instrumentos de deuda no negociados en mercados, ya que no pueden invertir más de un 10% de su patrimonio en valores no cotizados. Además, las IIC de inversión libre deben cumplir unos requisitos de liquidez que no les permite la inversión en préstamos no cotizados de empresas. Igualmente, las entidades de capital riesgo deben invertir el

60% del activo computable en instrumentos de capital o cuasi-capital.

Por tanto, para impulsar los fondos de deuda serían necesarias modificaciones normativas por parte del Gobierno, existiendo básicamente dos opciones. En primer lugar, la creación de legislación *ad hoc* para los fondos de deuda, que sería posible con el desarrollo de normativa muy similar a la existente para el capital riesgo (Ley 25/2005 de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo). Lo más inmediato podría ser dar cabida a los fondos de deuda dentro de los fondos de capital riesgo, modificando su "Régimen de inversiones" (capítulo II de la Ley 25/2005), incorporando el instrumento de préstamo ordinario junto con el de inversión en capital y préstamos participativos. La constitución del fondo de deuda y de su sociedad gestora debería ser autorizada por la CNMV. La existencia de ventajas fiscales para los fondos de deuda (como tienen los de capital riesgo) sería relevante para incentivar el instrumento.

El objetivo de la regulación sería maximizar la participación de inversores privados. Inicialmente, podría ser necesaria la participación de inversores públicos para reforzar la confianza en el instrumento. Ese ha sido el modelo de los Business Finance Partnership (BFP) en Reino Unido. En una primera fase, sería conveniente limitar la inversión minorista a través de inversiones mínimas de 100.000 euros, accesibles para oficinas familiares y clientes de banca privada.

La retribución al inversor en los fondos de deuda podría producirse mucho antes que en los fondos de capital riesgo, pues los préstamos devengan intereses y tienen calendario de amortización desde los primeros años. No habría que esperar, por tanto, a la desinversión en la participada, como en los fondos de capital riesgo. La fijación de un perfil de amortización definido en los fondos de deuda ayudaría a reforzar la confianza.

La retribución al inversor en los fondos de deuda podría producirse mucho antes que en los fondos de capital riesgo, pues los préstamos devengan intereses y calendario de amortización desde los primeros años. No habría que esperar, por tanto, a la desinversión en la participada, como en los fondos de capital riesgo.

La gestión del fondo de deuda se realizaría por las gestoras de capital riesgo que solicitarían su inscripción como gestoras de fondos de deuda. Las comisiones de gestión en los fondos de deuda serían previsiblemente inferiores a las comisiones de los fondos de capital riesgo, ya que estos incluyen una comisión de éxito en función de las plusvalías.

Los préstamos de los fondos de deuda podrían contar con la garantía de las Sociedades de Garantía Recíproca para acotar aún más el riesgo de inversor.

Financiación de recursos propios: el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Como complemento a los instrumentos de deuda ya comentados, el MAB ofrece a las pymes la vía de captar fondos propios. El funcionamiento efectivo del MAB, segmento para empresas en expansión, se produjo en 2009. Como bien señala Cano (2008)³, el MaB no es un mercado secundario oficial según la Ley del Mercado de Valores, sino un sistema multilateral de negociación, por lo que no está afectado por algunos de los requerimientos de las ofertas públicas de venta. La responsabilidad de establecer mecanismos y procedimientos de supervisión eficaces recae en la entidad rectora, en este caso Bolsas y Mercados Españoles (BME), y la CNMV mantiene la capacidad sancionadora de los incumplimientos que puedan tipificarse como infracciones de conducta. Por tanto, por esos menores requerimientos, que deben redundar en menores costes de acceso y mantenimiento en el mercado, este tipo de mer-

³ Cano, David (2008): "El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español". *Análisis Financiero Internacional*, n.º 132. Ediciones Empresa Global (Escuela de Finanzas Aplicadas). Madrid.

cados (conocidos como “mercados alternativos” o *junior markets*), están dirigidos a empresas de reducida capitalización que buscan financiar su expansión, si bien es cierto que en no todas las incorporaciones al MAB se ha producido captación de nueva financiación, por lo que otras motivaciones tales como conseguir visibilidad, notoriedad e imagen de marca, diversificación de las fuentes de financiación, ampliación de la base accionarial, posibilidad de afrontar operaciones corporativas utilizando las acciones como forma de pago y otras, son expresadas también por las empresas en su Documento de Incorporación al Mercado (DIM).

El MAB es un mercado de valores que, por sus menores exigencias, que debieran suponer costes de acceso al mercado y mantenimiento reducidos, están orientados a empresas de pequeña y mediana capitalización que buscan financiar sus proyectos de crecimiento. Este tipo de mercados se conocen como “alternativos” o junior markets.

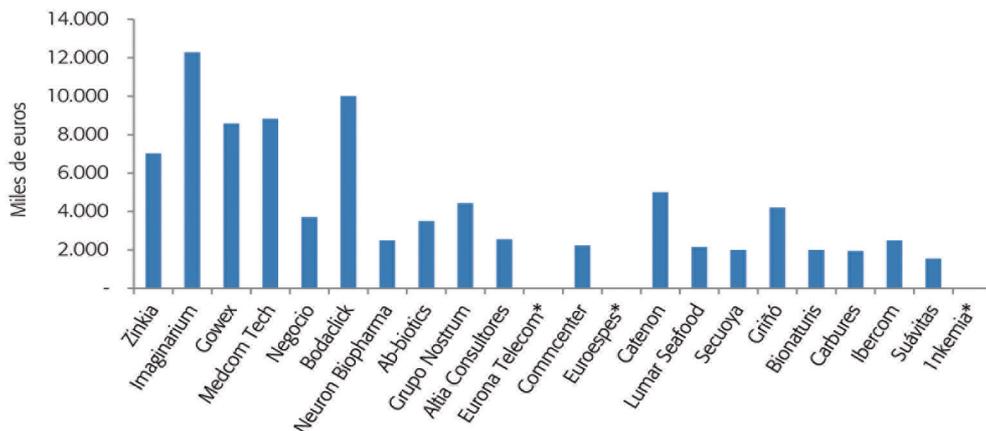
Su evolución desde entonces ha sido, probablemente, más lenta de lo esperado. Durante el

primer año fueron dos las empresas que salieron a cotizar (Zinkia Entertainment y la cadena de distribución de juguetes Imaginarium). En 2010 se produjeron diez salidas, incremento que permitía albergar grandes esperanzas para el desarrollo de este mercado. Sin embargo, tanto en 2011 como en 2012 fueron cinco las salidas. Las cinco de 2011 y las cinco de 2012, que permitieron captar 13,4 y 8,5 millones de euros de nueva financiación, han rebajado las expectativas generadas, al menos hasta que se produzca una reactivación general de los mercados de emisiones, porque es cierto que las operaciones homólogas en el mercado principal también se han reducido considerablemente en el período 2009-2012 en el que han coexistido ambos mercados. En la actualidad, son veintidós las empresas listadas (aunque dos de ellas están suspendidas de cotización debido a su delicada situación financiera) que han captado un total de casi 90 millones de euros en sus procesos de incorporación al MAB.

No obstante, lo que sí se ha puesto de manifiesto es que ha permitido una ventana de financiación adicional para las empresas que ya están cotizando. En efecto, durante 2012 se han pro-

Gráfico 1

Importe captado en las salidas al Mercado Alternativo Bursátil (2009-2012)



Nota: * No hubo levantamiento de nuevos fondos en la oferta de suscripción.

ducido ampliaciones de capital por parte de seis empresas (AB Biotics, Eureka Wireless Telecom, Medcom Tech, Carbures Europe, Secuoya y Let's Gowex), por un total de 40 millones de euros, destacando la operación de la empresa de telecomunicaciones Let's Gowex por importe de 18 millones de euros.

¿Ha sido este comportamiento del MAB comparable al de otras plazas internacionales? Aunque mercados homólogos al MAB en el mundo hay muchos, —además, han proliferado en los últimos años— tiene dos claros precedentes en el Alternative Investment Market (AIM) del Reino Unido, donde cotizaban el pasado 31 de diciembre 1.096 sociedades, y Alternext con sede en París (aunque aglutina las bolsas de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y París) que a cierre de ejercicio tenía listadas a 180 compañías. Cifras muy alejadas del mercado español aunque hay que tener en cuenta que el mercado británico se lanzó en 1995 y diez años después el francés, por lo que aprovecharon el prolongado período de crecimiento económico que precedió a la actual crisis. En AIM, por ejemplo, llegaron a cotizar 1.694 sociedades a cierre del año 2007, un 55% más que en la actualidad. El comportamiento de estos mercados en 2012, en cuanto a número de nuevas emisiones, ha sido peor que en el ejercicio anterior, como ha sucedido en el caso español. Por ejemplo, en Alternext se produjeron catorce entradas al mercado (34 en 2011), de las cuales solo ocho eran nuevas salidas, mientras que el resto eran traspasos desde otros mercados⁴, bien desde Euronext o desde Free Market. Los fondos conse-

guidos por estas salidas fueron de 37 millones de euros⁵. En el caso de AIM, las admisiones en 2012 fueron 71 (90 en 2011) que consiguieron nuevos fondos por 3.100 millones de libras esterlinas, importe que resulta estratosférico comparado con el mercado español, pero que supone para el AIM el menor desde 2004.

¿Qué le falta al MAB para convertirse en una verdadera alternativa de financiación para las empresas españolas de tamaño medio? Tiempo sería una respuesta genérica e inmediata. Concretando algo más, y dada la experiencia de Afi como Asesor Registrado⁶ en este mercado desde su nacimiento, consideramos que ha entrado en una espiral viciosa en la que es complicado discernir dónde está el origen. Por un lado, se observa falta de apetito por parte del inversor institucional para este tipo de compañías lo que ha ido reduciendo el tamaño medio de las operaciones de salida (se observa claramente en el gráfico anterior), y no porque las necesidades o expectativas de las compañías en su salida no fueran superiores, sino porque no han encontrado la complicidad suficiente en la demanda. Ello ha supuesto un encarecimiento relativo del coste de salida pues, en efecto, frente a una estimación inicial de costes que podrían oscilar entre el 8-10%, las últimas salidas han superado ampliamente esta cifra estando, como media, más cerca del 15-18%, lo que, a su vez, ha podido disuadir a un número importante de empresas de optar por esta posibilidad para financiarse, y ha llevado a este mercado en los últimos meses a aquellas con acuciante necesidad que no encontraban ninguna otra alternativa.

⁴ En el mercado español, el traspaso desde el mercado principal hacia el MAB requiere un largo y costoso proceso, pues es necesario realizar una OPA de exclusión y, posteriormente, una nueva emisión.

⁵ En realidad, los fondos totales levantados fueron de 1.517 millones de euros, pero una sola, la correspondiente al brasileño Banco BTG Pactual, acaparó 1.480 millones de euros, por lo que a efectos comparativos lo eliminamos para evitar distorsiones.

⁶ La figura del asesor registrado es propia de este tipo de mercados bursátiles. Su labor principal es la de ayudar a las empresas a que cumplan los requisitos de información, tanto en el proceso de salida como, posteriormente, durante su fase de cotización en el mercado secundario. Afi fue el Asesor Registrado de Zinkia Entertainment en su salida al MAB.

La financiación de las Administraciones Públicas españolas en 2013

José Manuel Amor, Miguel Arregui y César Cantalapiedra*

La financiación del Estado en 2013 debería ser tan complicada, o incluso más, que en 2012. El apoyo por parte del Estado seguirá siendo vital para la financiación de los gobiernos regionales y locales.

La financiación de las Administraciones Públicas durante 2012 se ha saldado con claros- curos. El Estado ha conseguido financiar con éxito sus necesidades, no incurriendo en costes superiores a los de años anteriores gracias, en parte, a la reducción de la vida media de la deuda emitida. Los gobiernos regionales se han enfrentado a muchas dificultades, obligando al Estado a la puesta en marcha de mecanismos de financiación de vocación extraordinaria, pero que muy probablemente se conviertan en permanentes para muchas Comunidades Autónomas –al menos, mientras dure la actual situación financiera–. Las Corporaciones Locales finalizarán 2012 mostrando un importante esfuerzo de contención en materia fiscal, lo que les permitirá gozar de algo más de flexibilidad de cara a su financiación en 2013. No obstante, su vuelta al mercado de capitales en las condiciones actuales parece todavía lejano.

Un repaso a la financiación del Estado en 2012

Desde el surgimiento de la crisis financiera en 2008 la estrategia de financiación del Estado se ha caracterizado por un aumento continuado de las colocaciones de deuda pública. El ejercicio 2012 no ha sido una excepción. Durante el pasado año el Tesoro Público se financió por casi 250.000 millones de euros, unos 25.000 millones de euros más que en 2009, que hasta entonces había sido el de mayor emisión de la historia. Los vencimientos de deuda también se incrementaron, llegando

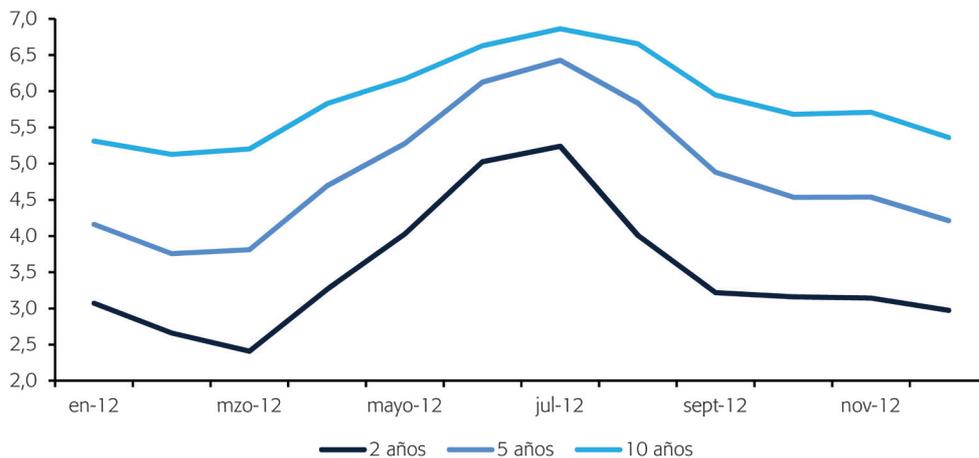
a los 153.000 millones de euros durante el mismo periodo. El aumento en el *stock* de deuda fue cercano a los 97.000 millones de euros, situándose este en casi 690.000 millones de euros.

El año 2012 ha estado marcado por tres etapas claramente diferenciadas en cuanto a la financiación del Estado (gráfico 1). Durante la primera, entre enero y marzo, el Tesoro experimentó una caída de costes de financiación substancial –sobre todo en los cortos plazos– gracias al apoyo de las inyecciones de liquidez extraordinarias a tres años del Banco Central Europeo (BCE) (conocidas

* Afi.

Gráfico 1

Rentabilidad de la deuda española. Media mensual (%)



Fuente: Afi a partir de datos de Reuters.

Gráfico 2

Tenencias de la deuda pública española (porcentaje sobre el total)



Fuente: Afi a partir de datos del Banco de España.

como LTROs por sus siglas en inglés). La segunda fase, entre abril y julio, vino marcada por un intenso aumento del coste de financiación paralelo a la pérdida de confianza en la economía española. La rentabilidad de la deuda a diez años alcanzó niveles máximos desde la creación del euro (7,6%) y el ritmo de emisión de deuda se vio afectado

negativamente: la emisión neta durante esos meses fue negativa por importe de 14.000 millones de euros. En la tercera y última etapa, iniciada en agosto tras el anuncio del programa de *Outright Monetary Transactions* (OMTs) por parte del BCE, el Tesoro se ha beneficiado de una muy importante relajación de rentabilidades para poder

concluir con éxito su programa de financiación (en los cuatro últimos meses del año se realizaron emisiones brutas por importe de 83.000 millones de euros).

Tras el anuncio del programa de OMT por parte del BCE el pasado agosto, la recuperación de la demanda inversora en deuda del estado por parte de los no residentes ha sido el factor clave que ha permitido al Tesoro concluir con éxito su programa de financiación para 2012.

En esta última fase, la recuperación de la demanda inversora en deuda del estado por parte de los no residentes ha sido clave: el aumento de las tenencias de no residentes entre agosto y octubre (último dato disponible) fue cercano a los 25.000 millones de euros, superior al incremento neto de deuda del estado en el mismo periodo (16.000 millones). Todo parece indicar que esta tendencia ha continuado durante los últimos dos meses del año, por lo que sería lógico que el porcentaje de tenencias de deuda por parte de no residentes termine el año en torno a niveles del 34,5% (ver gráfico 2).

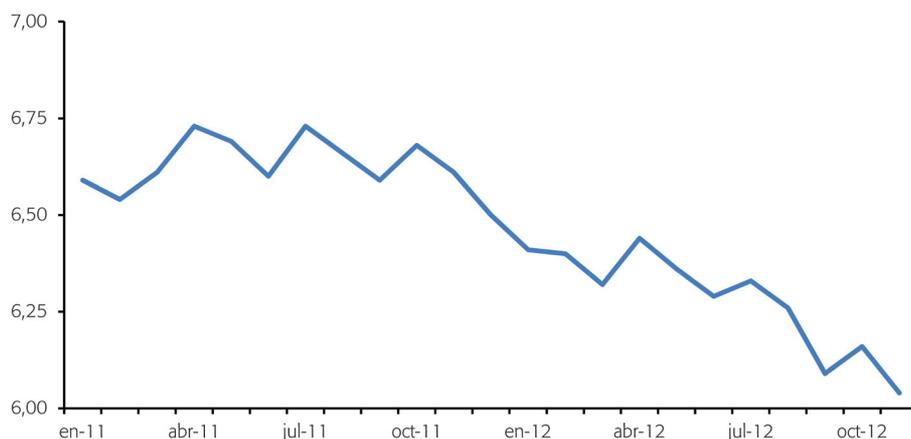
Por último, cabe destacar que la elevada volatilidad del apetito por la deuda del estado ha condicionado la evolución de una variable clave en la gestión estratégica del endeudamiento público: la vida media de la deuda en circulación. En efecto, la vida media de la deuda del estado ha pasado de 6,5 años en diciembre de 2011 a niveles próximos a 6,0 años a finales de 2012 (gráfico 3). Si bien esta caída de la vida media de la deuda implica un aumento del riesgo de refinanciación, este riesgo no es, por el momento, demasiado elevado (y desde luego no más que en la mayoría de países de nuestro entorno).

La financiación del Estado en 2013: un año tan complicado, o más, que 2012

El Tesoro ha publicado su estrategia de financiación prevista para el año 2013. La emisión bruta de deuda del estado se situará entre 215.000 y 230.000 millones de euros, en función del uso que las Comunidades Autónomas hagan del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA, en adelante), la ventanilla de liquidez que el Tesoro ofrece a aquellas para que puedan atender sus vencimientos de deuda y financiar el déficit. El aumento previsto del

Gráfico 3

Vida media de la deuda pública española (años)



Fuente: Afi con datos del Tesoro Público.

saldo vivo en circulación de la deuda del estado asciende a 71.000 millones de euros, con lo que el monto total de deuda ascendería a 760.000 millones de euros en diciembre de 2013 (gráfico 4).

Aunque en principio el año 2013 se presenta menos exigente para el endeudamiento del Estado —tanto por el menor volumen total de deuda a colocar como por la substancial rebaja en la emisión neta—, y aunque el año está comenzando con una percepción del riesgo periférico en la eurozona muy inferior a la existente durante la mayor parte de 2012, debemos tener en cuenta que la confianza inversora es muy volátil. Por ello, conviene contar con la máxima flexibilidad a la hora de implementar la estrategia de emisión. En este sentido interpretamos la mayoría de las modificaciones que ha introducido el Tesoro en su estrategia de financiación para 2013, y de las que destacamos las siguientes:

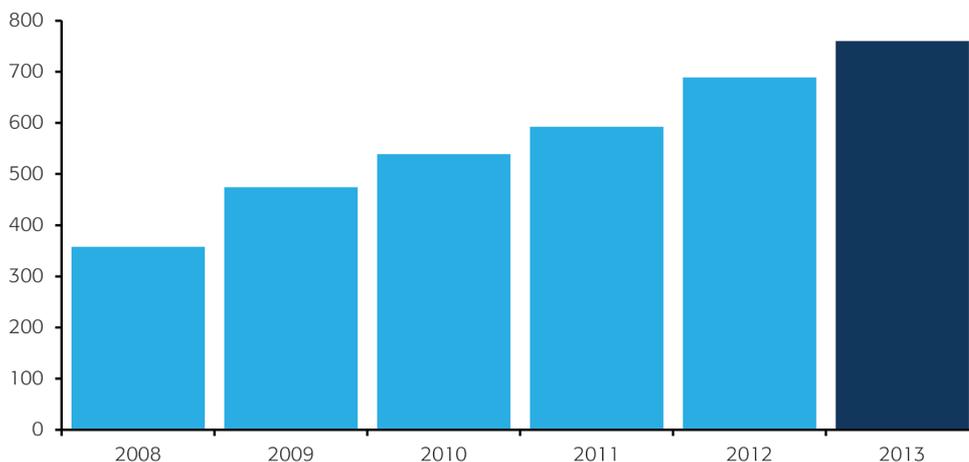
- La incorporación de referencias *benchmark* de bonos al plazo de dos años, cuya razón última puede ser ofrecer a los inversores más referencias invertibles en el tramo que concentra la demanda actual por deuda del estado (debido a la “protec-

ción” implícita que la implementación potencial de las OMTs arroja sobre este tramo de la curva).

- La introducción de “subastas especiales”, dirigidas exclusivamente a los creadores de mercado y que no figurarán en el calendario regular de emisiones. Estas subastas estarán destinadas a favorecer la liquidez de referencias antiguas u *off-the-run*, en ocasiones muy demandadas en el mercado *repo*. Con ello, el Tesoro espera aprovechar posibles mejoras en las condiciones de mercado que le permitan financiarse a tipos más bajos.
- El Tesoro deja abierta la posibilidad de emitir deuda con cupón vinculado a un índice, como por ejemplo el euríbor, con el doble objetivo de desplazar carga financiera al futuro (frente a una emisión al mismo plazo con cupón fijo) dada la forma actual de la curva de tipos de interés, y de proporcionar un instrumento atractivo de inversión para aquellos inversores con preferencia por tipos flotantes.
- Eliminación de la apelación a nuevo endeudamiento vía emisión de letras a dieciocho meses

Gráfico 4

Saldo vivo en circulación de la deuda del Estado (miles de millones de euros)



Fuente: Afi con datos de Tesoro Público.

y creación de letras con vida residual de nueve meses. El objetivo perseguido es doble (i) por un lado, evitar la inclusión de cláusulas de acción colectiva en letras¹ y, (ii) promover la concentración de la oferta de deuda del estado en aquellos plazos donde la demanda es elevada, como es el caso de las emisiones con vencimiento inferior a doce meses.

Por último, es destacable el hecho de que, a partir del 1 de enero de 2013, todas las series nuevas de deuda emitida por el Tesoro con plazo superior a un año, deberán incluir en su documentación cláusulas de acción colectiva (las denominadas CACs, o en terminología inglesa *Collective Action Clauses*) en todos los bonos de nueva emisión. Esta obligación es común a la de todos los gobiernos de la eurozona, que deberán limitar a un porcentaje decreciente (45% en 2013) la proporción de deuda bruta emitida sin inclusión de CACs.

En este punto, hay varios aspectos que consideramos relevantes:

- *Existencia de diferenciación en precio.* Aunque las CAC limitan en parte el riesgo moral (*moral hazard*), pues sin ellas hay incentivos a demorar en el tiempo la participación en operaciones de reestructuración de deuda, su introducción para la deuda de emisores soberanos se traducirá en unos tipos de interés más altos en relación a los bonos “antiguos” —que no incorporan este clausulado—. El motivo de tal expectativa se basa en los menores derechos de los bonistas que no se acojan a dichas cláusulas y en que facilitan los procesos de reestructuración de deuda.
- *Formación de mayorías.* El *quorum* necesario para activar las CAC en los países de la zona euro será menor que los estándares internacionales: 66,6% frente al 75%. Este menor porcentaje limita aún más la capacidad de bloquear los procesos de reestructuración

por parte de los tenedores privados (los denominados *hold-outs*).

- *Segmentación de la liquidez.* En la medida en la que los bonos sin CACs vayan desapareciendo, la liquidez de esos instrumentos se verá reducida. El impacto será evidente no solo en el mercado de contado, sino también en el de deuda segregada, dado que los *strips*² de la deuda “nueva” —con CACs— y “antigua” —sin CACs— no serán fungibles.
- *Participación del sector oficial en procesos de reestructuración.* Las CAC respetan la prelación o *seniority* del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE o ESM por sus siglas en inglés) frente al resto de bonistas. Este elemento podría generar tensiones en los mercados de deuda, especialmente en la deuda de países con problemas, en la medida en que la deuda frente al resto de bonistas queda subordinada respecto a los acreedores oficiales. En este punto, el rol del BCE no está del todo claro. Aunque el BCE se ha declarado siempre contrario a asumir pérdidas en sus inversiones en deuda soberana, el nuevo mecanismo de compra de activos en el mercado secundario OMTs no tendrá prelación o *seniority* respecto al resto de bonistas. Ello podría implicar que si se activasen las CAC en un eventual proceso de reestructuración, el BCE participaría en el proceso como cualquier otro bonista, generando un potencial conflicto institucional a nivel europeo, pues existen países claramente contrarios a este tipo de ayudas públicas.
- *Retroactividad en la inclusión de CACs.* La introducción de las CAC en la deuda nueva no elimina completamente el riesgo de que la deuda antigua se vea sometida a inclusión de CACs con carácter retroactivo (como ocurrió en Grecia). Este riesgo es mayor cuanto más cercano en el tiempo se produjera una hipotética reestructuración, ya que el volumen de deuda emitida con

¹ ver párrafo siguiente.

² Acrónimo del inglés *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities* que consiste en la separación de cada bono en “n” valores (los *strips*), uno por cada pago que la posesión del bono dé derecho a recibir.

CACs sería aún demasiado pequeño para que una reestructuración sobre esa parte de la deuda tuviese implicaciones significativas en términos de sostenibilidad de la deuda.

En definitiva, creemos que la introducción de las CAC puede derivar en una doble segmentación en los mercados de deuda pública en la eurozona. Por un lado, estableciendo una línea roja entre los países en los que es muy poco probable que se ejecuten estas cláusulas, y aquellos a los que el mercado asocia probabilidades significativas de tener que activarlas. Por otro lado, una diferenciación interna, ya que para un mismo emisor habrá bonos más fácilmente re-estructurables (los que tienen CACs) que otros y ello provocará una diferenciación en precio entre sus bonos, que será mayor cuanto más probable sea que tenga que someterse a una reestructuración.

La financiación de los gobiernos regionales: el apoyo del Estado seguirá siendo clave en 2013

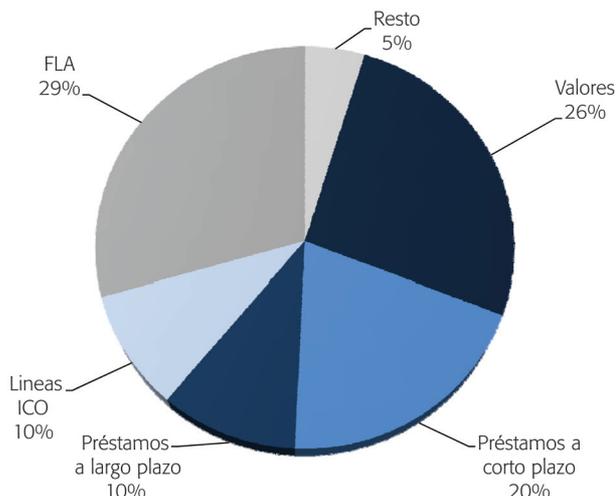
La crisis de la deuda española ha afectado con especial intensidad a las Comunidades Autónomas (CC.AA.) Aunque sus necesidades de endeuda-

miento neto han sido muy inferiores a las del Tesoro, la falta de un mercado secundario líquido y las dudas sobre el cumplimiento de los objetivos presupuestarios han debilitado la confianza de los inversores, sobre todo de los no residentes. La complejidad de nuestro modelo de Estado descentralizado obligaba a un esfuerzo de comunicación sin el cual los inversores internacionales han optado por reducir su exposición a riesgo no estatal en nuestro país.

Los hechos han demostrado, sin embargo, la determinación del gobierno central a propiciar mecanismos que mejoren los compromisos de pago de las obligaciones contraídas con los proveedores y, sobre todo, cualquier riesgo de incumplimiento en el servicio de la deuda.

El éxito del Fondo Financiero de Pago a Proveedores (FFPP), con el aval del Estado, contribuyó a sanear casi 18.000 millones de euros de facturas pendientes hasta finales de 2011 y desde luego supuso un precedente muy favorable. Pero las dificultades para acceder a nueva financiación y el retraso en la ejecución de las medidas de control del gasto han vuelto a generar una bolsa de deuda comercial que volverá a necesitar de la iniciativa del gobierno.

Gráfico 5
Fuentes de financiación de las CC.AA. en 2012 (% total)



Fuentes: Afi, CC.AA.

Por el momento, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (AA.PP.) ya ha avanzado como una prioridad para el primer semestre de 2013 el diseño de nuevas líneas de financiación que faciliten el cobro a los proveedores. Hasta entonces, el Tesoro ya ha garantizado que financiará directamente al Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) con 23.000 millones de euros ampliables si fuera necesario, aunque a la fecha de elaboración de este artículo aún no se conocen ni las solicitudes de todas las CC.AA. que siguen adheridas al mecanismo ni, por supuesto, la distribución de este montante entre las CC.AA.

Si se conoce su estrategia de financiación, que se simplificará respecto a la mantenida el pasado año. Aunque el objetivo que se pretendió el año pasado fue captar el interés foráneo endeudando a la sociedad pública de Loterías y Apuestas del Estado, la operación se terminó frustrando y hubo que recurrir a la banca doméstica para financiar el FLA a través de préstamos sindicados y colocaciones privadas. En 2013, sin embargo, el Tesoro asumirá directamente todo el volumen con su política de emisiones de deuda, facilitando una mayor participación de los inversores extranjeros en un momento de mayor receptividad de los no residentes en las subastas.

Tampoco se han concretado aún los términos financieros pero, si no varían mucho respecto al FLA del pasado año, las condiciones son más atractivas que cualquier otra opción sin la intermediación del Tesoro. Con la relajación actual de la prima de riesgo, y manteniéndose en 30-40 p.b. el diferencial sobre el Tesoro, los gobiernos regionales podrían obtener financiación a través del FLA por debajo del 5% a medio y largo plazo —en 2012 se concedió a diez años, con amortizaciones anuales y dos de carencia—.

A pesar de ello, ocho CC.AA. han comenzado el ejercicio con el objetivo de seguir manteniéndose fuera del FLA, aunque ello suponga asumir inicialmente mayores costes de acceso a los mercados. Son las mismas que ya el pasado año pudieron completar sus necesidades aprovechando las ventanas de mercado que se abrieron durante el primer

trimestre y en los últimos meses del año. La experiencia de la Comunidad de Madrid, que totalizó alrededor de 2.400 millones de euros en diferentes emisiones privadas, dejó una percepción muy favorable después de casi medio año de ausencia de demanda de papel por parte de los inversores extranjeros. Pero este no fue el único caso ya que tanto Galicia como Aragón o Extremadura pudieron también materializar sus operaciones de endeudamiento, en un mercado casi monopolizado por colocaciones privadas. Aunque estas actuaciones han requerido un mayor esfuerzo de adecuación de la política financiera a la demanda de los inversores, les ha permitido conservar su autonomía financiera y ha contribuido a mantener un ritmo de actividad emisora en este mercado.

En definitiva, técnicamente la gestión del FLA hay que valorarla positivamente y, si bien alguna agencia de *rating* no lo ha interpretado así, en general, los inversores y los agentes económicos han mejorado la percepción de solvencia de las AA.PP. españolas respecto a tan solo hace unos meses.

Políticamente, sin embargo, el fondo nació estigmatizado por sus connotaciones peyorativas en términos de solvencia, que el Gobierno no ha querido o no ha sido capaz de evitar y que algunos gobiernos autonómicos han preferido sortear. Es evidente que determinadas CC.AA. no tenían otra opción, pero algunas de las que optaron por solicitar el apoyo del FLA lo hicieron para aprovechar sus mejores condiciones de financiación aun cuando se podrían haber planteado por su dimensión permanecer fuera del mismo.

Sea como fuere, el mercado primario de deuda autonómica estará dividido en dos grupos. Para el primero de ellos, el más cuantioso, el FLA tiene presupuestado hasta 23.000 millones, que deberían ser suficientes para absorber las amortizaciones de deuda a medio y largo plazo y el 0,7% déficit sobre el PIB —aproximadamente 20.000 millones de euros—, si bien también habrá que dar respuesta a vencimientos de pólizas a corto plazo superiores a 10.000 millones de euros, de los que una parte se podría negociar directamente con las entidades financieras.

Técnicamente, la gestión del FLA hay que valorarla positivamente y aunque alguna agencia de rating no lo ha interpretado así, en general, los inversores y los agentes económicos han mejorado la percepción de solvencia de las AA.PP. españolas respecto a tan solo hace unos meses.

Las necesidades de las CC.AA. que buscarán cubrir la deuda en el mercado de capitales de forma autónoma son más manejables. Tendrán

de 2008 y 2009 (que representan algo más de 2.100 millones de euros). Algo más incierto es el importe de los instrumentos a corto plazo. A cierre del tercer trimestre de 2012 ascendían a 12.000 millones pero probablemente esta cifra se haya superado en diciembre, pudiendo aproximarse el total de las necesidades a los 45.000-46.000 millones de euros. Aunque estos importes tendrán que ir conteniéndose en los próximos años con la consolidación de las cuentas públicas, son lo suficientemente elevados como para urgir a planificar el día después del FLA, con el desarrollo de un

Cuadro 1

Necesidades de financiación de las CC.AA. en 2013 (Millones de euros)

	CC.AA. Adheridas al FLA (1)	CC.AA. No adheridas al FLA (2)	(1)+(2)
Financiación a corto plazo (Septiembre 2012)	10.657	1.171	11.828
Amortizaciones de deuda (medio y largo plazo)	15.086	4.209	19.295
2013 Déficit (0,7% al PIB)	4.339	3.148	7.487
Liquidaciones negativas 2008 y 2009	1.407	726	2.133
Necesidades totales de financiación (sin incluir financiación a c. p.)	20.833	8.082	28.915

(1) Andalucía, Asturias, Baleares, Canarias, Cantabria, Cataluña, Castilla-La Mancha, Murcia y Valencia.

(2) Aragón, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja, Madrid, Navarra y País Vasco.

Fuentes: Presupuestos de las CC.AA. y estimaciones Afi.

que refinar al alrededor de 4.200 millones y obtener otros 3.200 millones de euros netos equivalentes al déficit permitido. Sobre estas magnitudes también habrá que considerar el impacto de los créditos a corto plazo pero entendemos que no deberían ser un obstáculo para estas ocho administraciones.

Por lo tanto, el FLA tiene un alcance suficientemente representativo para las necesidades totales del sector, que estimamos en el entorno de 30.000-32.000 millones de euros, sumando los vencimientos, el déficit del ejercicio y las devoluciones al Estado por las liquidaciones negativas

mercado secundario que propicie la liquidez que demandan los inversores.

El endeudamiento de las corporaciones locales: algo más de flexibilidad de cara a 2013

El endeudamiento de las corporaciones locales apenas venía creciendo en los últimos ejercicios, manteniéndose en torno al 3,5% del PIB desde 2009. Esta disciplina, en buena medida condicionada por las fuertes restricciones que la administración central ha impuesto al sector local para

contratar nuevas operaciones de endeudamiento, incluso para refinanciar las amortizaciones de deuda, al final ha sido más aparente que real. Bien es cierto que algunos ayuntamientos han incorporado políticas de contención del gasto severas con más contundencia que otras administraciones, absorbiendo con su ahorro bruto los vencimientos de deuda. Pero ante la imposibilidad de endeudarse, también generaron una tendencia de un buen número de corporaciones a financiarse con los proveedores incurriendo en fuertes remanentes negativos de tesorería o en anomalías contables que retrasaban el reflejo presupuestario de las obligaciones de gasto contraídas.

El resultado final ya es el conocido con el diseño del FFPP. De los casi 27.000 millones de euros que canalizó este mecanismo garantizado por el Estado, 8.700 millones se dirigieron a sanear la deuda comercial de las corporaciones locales. Si bien en volumen representan menos de un 1% del PIB, supone incrementar un 25% la deuda financiera viva, que en términos relativos es muy superior al impacto que tuvo el FFPP en las CC.AA.

En definitiva, frente a los algo más de 35.000 millones de deuda con los que se iniciara el pasado ejercicio, en 2013 la cifra de partida rondará los 43-44.000 millones de euros. Ello supone que en el agregado no se habrá producido incremento neto de deuda si excluimos el saneamiento de la deuda comercial. A pesar de que el Programa de Estabilidad contemplaba la posibilidad de que las corporaciones locales pudieran registrar un déficit de tres décimas sobre el PIB, el Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas ha adelantado que podrían liquidar en equilibrio presupuestario, tal y como se les exigirá a partir de este año.

De hecho, la nueva Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) introduce criterios de máxima exigencia al sector local, no solo prohibiendo que incurran en déficit no financiero —salvo en casos excepcionales—, sino que además tendrán que destinar el superávit a amortizar deuda financiera.

La Ley de Presupuestos de 2013, sin embargo, vuelve a introducir una mayor flexibilidad permi-

tiendo que acudan al endeudamiento financiero a largo plazo aquellas entidades locales con ahorro neto positivo cuyo capital vivo no supere el 75% de los ingresos corrientes liquidados y podría elevarse hasta el 110% con la autorización del órgano competente. Asimismo, se autoriza la refinanciación de operaciones de crédito a largo plazo, se suprime la obligación de cancelar las pólizas para cubrir desfases de tesorería y se asume el compromiso de modificar de nuevo el artículo 32 de la LOEPSF para analizar propuestas que permitan otro objetivo que amortizar deuda con el superávit no financiero.

Las medidas tomadas en el ámbito local cambian de alguna forma la estrategia del gobierno central y podrían propiciar una mayor predisposición a autorizar nuevo endeudamiento neto para aquellas corporaciones en mejor situación financiera. Cualquier incremento no debería ser significativo porque el objetivo conjunto será de déficit cero y porque las condiciones financieras no son las más adecuadas para formalizar nuevas operaciones de endeudamiento.

En definitiva, medidas todas ellas que cambian de alguna forma la estrategia del gobierno central y que podría propiciar una mayor predisposición a autorizar nuevo endeudamiento neto para aquellas corporaciones en mejor situación financiera. Cualquier incremento no debería ser significativo porque el objetivo conjunto será de déficit cero y porque las condiciones financieras no son las más adecuadas para formalizar nuevas operaciones de endeudamiento, menos aún en un mercado tan fragmentado y poco eficiente como el existente en nuestro país. No hay que olvidar, por otro lado, que la normativa de estabilidad fija un nivel de llegada en 2020 del 3% de deuda sobre el PIB, lo que significa que su peso tendrá que reducirse en una tercera parte.

Conclusiones

Todo apunta a que el año 2013 se presenta igual o, incluso, más complicado que el pasado 2012 en materia de financiación de las AA.PP. en España. Aunque los volúmenes brutos de deuda

a emitir —en principio y a falta de conocer si habrá o no flexibilización de la senda de déficit— serán ligeramente inferiores a los acometidos en 2012, las condiciones de financiación siguen siendo, a pesar de la mejora reciente, adversas.

La gradual reconducción de los desequilibrios macroeconómicos de España y el apoyo del BCE debieran servir para que la percepción excesiva de riesgo asociada a la deuda española siga moderándose, y con ello permitiendo la vuelta de la demanda por parte de inversores no residentes (que por otro lado, se enfrentan a rentabilidades de activos alternativos en euros muy reducidas).

En cuanto a los gobiernos regionales, la mayoría no tendrá otra opción que mantenerse bajo el paraguas del Estado para poder cubrir sus necesidades de financiación. Es necesario que el acceso al mercado primario sea diferente en el futuro, pues la actual solución instrumentada no es óptima y merma su autonomía financiera. Ello implica que sea necesario abordar con decisión medidas que propicien la vuelta de la confianza en la capacidad de estabilización del déficit y, en todo caso, seguir explorando otras vías para que su acceso al mercado sea más eficiente.

Dualidad: la asignatura pendiente de la reforma laboral de 2012

Daniel Fernández Kranz*

Pese a las recientes reformas, los datos empíricos dejan entrever escasos avances en el objetivo de reducir el uso de la temporalidad para hacer frente a los *shocks* económicos.

La creación en 1984 del contrato temporal dio lugar a uno de los principales problemas actuales del mercado de trabajo español: la dualidad. Las múltiples reformas, incluida la más reciente de febrero de 2012, han tratado de abordar esta cuestión sin éxito. La última pretendía provocar un vuelco en los incentivos de trabajadores y empresas, desalentando la flexibilidad externa en favor de la flexibilidad interna. Sin embargo, por lo que se desprende de los datos iniciales, el coste aún elevado del despido improcedente y la incertidumbre jurídica han llevado a las empresas a seguir prefiriendo el contrato temporal. El colchón resultante de una masa de personas con contratos temporales está limitando la disposición de los trabajadores con contratos indefinidos a aceptar la flexibilidad interna, obstaculizando de ese modo el éxito general de la reforma.

Las leyes de protección del empleo han generado un mercado de trabajo dual en España, en el que los contratos temporales cubren puestos de trabajo de mala calidad, mientras que los contratos fijos equivalen a puestos de trabajo de calidad. A ello se suman las barreras a la movilidad entre los trabajos temporales y fijos, incluso dentro de una misma empresa.

La dualidad del mercado de trabajo español tiene su origen en la reforma de la legislación laboral de 1984, que liberalizó el uso de los contratos temporales y permitió a los empresarios utilizar esta modalidad de contrato incluso para trabajadores dedicados a las actividades habituales

de la empresa. La reforma se concretó en la creación de un nuevo tipo de contrato, el denominado "contrato de fomento del empleo". Este contrato llevaba aparejada una indemnización por despido mucho más baja que el contrato indefinido (ocho días de salario por año de servicio, en lugar de cuarenta y cinco) y su extinción no podía ser recurrida ante los Tribunales Sociales. Además, la duración de estos contratos tenía un plazo máximo de tres años en la misma empresa, transcurridos los cuales el empresario podía optar entre extinguir el contrato o transformarlo en un contrato indefinido. Como consecuencia de esta reforma, la contratación temporal se disparó hasta casi un 35% a principios de la década de los años noventa. El

* Profesor Asociado de Entorno Económico, Director del Departamento de Entorno Económico y *Fellow* del Centro de Estudios Europeos, IE Business School.

crecimiento vertiginoso del uso de los contratos temporales y la baja tasa de transformación de los mismos en indefinidos (5% en 1994, frente al 18% en 1987) llevó a la aprobación de una serie de reformas compensatorias en las siguientes décadas, por las que se imponían algunas restricciones al uso de los contratos temporales y se reducían los costes de las nuevas contrataciones fijas.

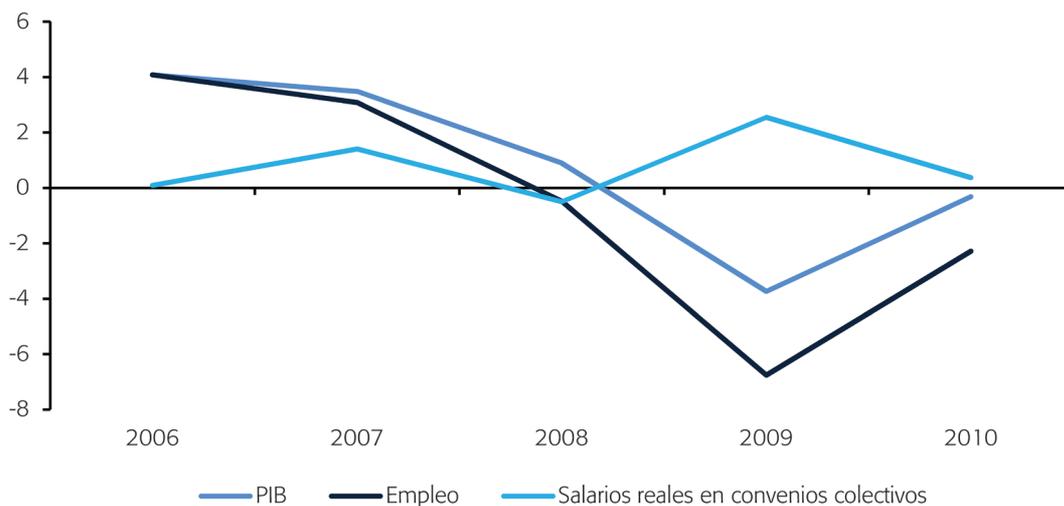
Pese a las ulteriores reformas, en torno a una tercera parte de los asalariados en España ha seguido teniendo un contrato temporal, uno de los porcentajes más altos de la Unión Europea, con una baja tasa de transformación en indefinidos, cercana al 4% del total de contratos firmados. Además, menos del 10% de estos contratos temporales se corresponden con empleos estacionales. Se ha observado que la temporalidad en la contratación tiene especial incidencia entre algunos grupos de población, como los jóvenes y las mujeres. La información obtenida de la base de datos de la Seguridad Social demuestra que, en casi el 90% de los casos, el primer contrato de las mujeres trabajadoras es un contrato temporal, y el 50% de ellas siguen trabajando en régimen temporal cinco años después de incorporarse por primera vez al mercado laboral.

Existe una amplia evidencia empírica de que, en España, los contratos temporales llevan asociados peores resultados para los empleados que los contratos indefinidos. Se ha constatado que los trabajadores con contratos temporales reciben menos inversión en formación en la empresa, cobran salarios más bajos, soportan peores condiciones laborales y presentan una mayor tasa de accidentes. Además, los contratos temporales en España son muy inestables y revisten una alta probabilidad de acabar en el desempleo, ofreciendo perspectivas comparativamente peores de acceder a un contrato indefinido.

Una de las consecuencias más importantes de la dualidad es que, durante fases recesivas, las empresas en España recurren de forma excesiva a la flexibilidad externa (despido) en lugar de a la flexibilidad interna (adaptación de la jornada laboral y recortes del salario). Esto es así porque las empresas españolas encuentran más sencillo realizar el ajuste no renovando los contratos temporales que negociando recortes del salario o de la jornada laboral. Además, los trabajadores con contrato indefinido (y sus representantes), sabedores de que existe un colchón de puestos temporales, son reacios a aceptar ajustes en sus salarios u otras condiciones de trabajo incluso en

Gráfico 1

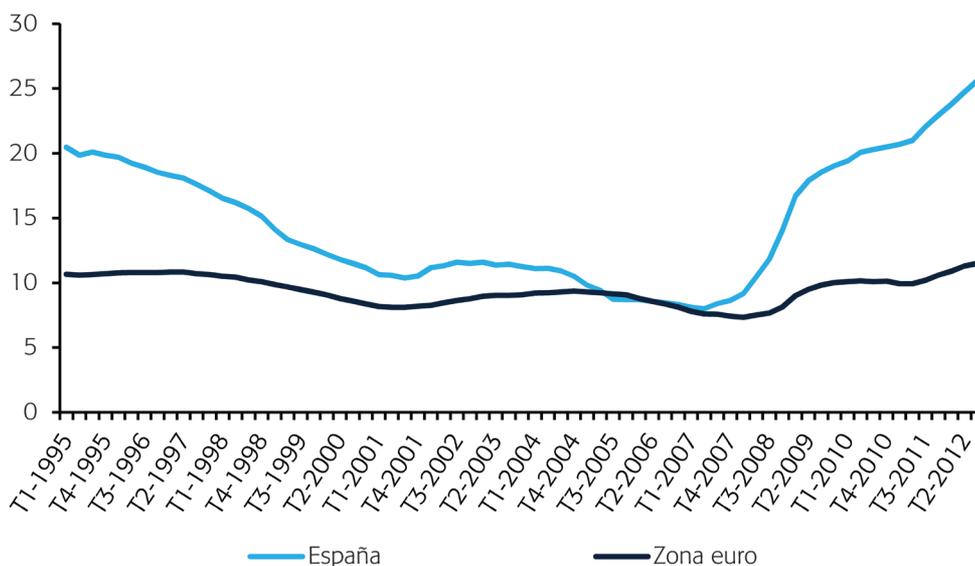
Variación porcentual del PIB, el empleo y los salarios reales en convenios colectivos: España



Fuentes: INE y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Gráfico 2

Tasa de desempleo. 1995-2012 (3.º trimestre). España frente a zona euro (17)



Fuente: OCDE.

Una de las consecuencias más importantes de la dualidad es que las empresas en España recurren de forma excesiva a la flexibilidad externa (despido) en lugar de a la flexibilidad interna (adaptación de la jornada laboral y recortes del salario).

periodos de crisis económica. En el gráfico 1, por ejemplo, se observa que los salarios reales fijados en los convenios colectivos aumentaron más de un 2% en 2009, un momento en el que la economía española destruía miles de puestos de trabajo al día. En general, el gráfico 1 muestra que las condiciones salariales negociadas en los convenios colectivos guardan poca relación con la situación de los mercados de trabajo y de bienes. Por otro lado, predeciblemente, el mercado de trabajo español se ha caracterizado siempre por una tasa elevada y extremadamente volátil de desempleo (véase gráfico 2). Lo elevado de la tasa de paro tiene que ver con el hecho de que, en un mercado de trabajo dual, el alto ritmo de destrucción y creación de empleos temporales conduce a un

desempleo friccional estructural. Y la alta volatilidad se explica por el hecho de que durante las fases expansivas las empresas contratan intensivamente haciendo uso de contratos temporales, mientras que en fases recesivas destruyen masivamente puestos temporales.

La reforma laboral de 2012: a medio camino de la solución al problema

En febrero de 2012, el Gobierno español aprobó la reforma del mercado de trabajo más ambiciosa desde 1984. La crítica situación por la que atravesaba el mercado de trabajo en España, con una destrucción imparable de puestos de trabajo y una tasa de paro del 25%, permitió al gobierno aprobar una serie de cambios importantes encaminados a transformar la manera de operar del mercado de trabajo en España. En concreto, la reforma de 2012 pretendía imprimir un giro en los incentivos de empresas y trabajadores en detrimento de la flexibilidad externa y a favor de la flexibilidad interna. Es decir, el objetivo era inducir a empresas y trabajadores a aceptar ajustes de salarios y de

La reforma de 2012 pretendía inducir a empresas y trabajadores a aceptar ajustes de salarios y de otras condiciones de trabajo y desalentar la destrucción de empleo como mecanismo prioritario para hacer frente a las perturbaciones adversas del mercado.

otras condiciones de trabajo y desalentar la destrucción de empleo como mecanismo prioritario para hacer frente a las perturbaciones adversas del mercado. Además, supuestamente la reforma debía sentar las bases para un mercado de trabajo más sano en el futuro, haciendo posible no solo un nivel superior y más estable de empleo, sino también tasas más altas de crecimiento de la productividad.

La reforma se articuló en torno a dos clases de medidas para conseguir sus objetivos: el abaratamiento del despido en los contratos indefinidos y la flexibilización de las condiciones para reducir los salarios y aplicar reducciones de la jornada laboral.

La reforma se articuló en torno a dos clases de medidas para conseguir sus objetivos: el abaratamiento del despido en los contratos indefinidos y la flexibilización de las condiciones para reducir los salarios y aplicar reducciones de la jornada laboral.

Flexibilidad externa: menor coste de extinción de contratos indefinidos

Esto se logró a través de cuatro vías. Primero, la ley redujo la indemnización por extinción de los contratos indefinidos cuando no concurren causas objetivas (es decir, el despido improcedente), que pasó de cuarenta y cinco días de salario por año de servicio (con un máximo de cuarenta y dos mensualidades) a treinta y tres días (con un máximo de veinticuatro mensualidades). Segundo,

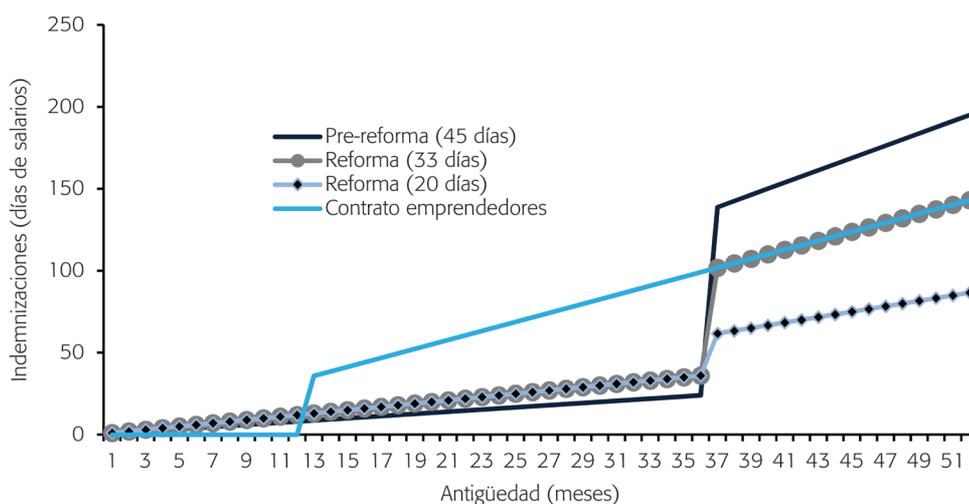
introdujo el denominado contrato indefinido de apoyo a los emprendedores (definiendo como "emprendedor" a las empresas de cincuenta o menos trabajadores). Este es un contrato por tiempo indefinido con la misma indemnización por despido que los demás contratos fijos, pero con una importante diferencia: un periodo de prueba de un año, al final del cual el contrato puede extinguirse sin coste alguno para la empresa. Tercero, simplificó y teóricamente facilitó a las empresas el despido de trabajadores debido a circunstancias económicas negativas que afecten a la empresa (despido por causas objetivas). En estos casos, los trabajadores pasarán a percibir una indemnización por despido de veinte días de salario por año de servicio (con un máximo de doce mensualidades). La reforma establece que las empresas podrán acogerse a este tipo de procedimiento extintivo si acreditan que su nivel de ingresos o ventas ha disminuido durante más de tres trimestres consecutivos. Y cuarto, aumentó el coste de extinción de los contratos temporales, desde ocho días hasta doce días de salario por año trabajado.

El objetivo de este conjunto de medidas era desincentivar la utilización de los contratos temporales por las empresas como parachoques ante un cambio de las condiciones económicas. Esto se consigue haciendo más atractivos los contratos indefinidos respecto a los temporales, pues se reduce la brecha existente entre el coste de extinguir los primeros y los segundos. El gráfico 3 muestra la cuantía de la indemnización por despido, antes y después de la reforma, según la antigüedad en la empresa y el tipo de despido y contrato.

La dualidad del mercado de trabajo en España se aprecia con nitidez en la línea que representa la situación anterior a la reforma (cuarenta y cinco días). Dicha línea define la indemnización por despido improcedente, con diferencia el tipo de despido más habitualmente utilizado hasta la fecha en España en relación con los contratos indefinidos. El salto de escalón en la indemnización que se produce al final de la duración máxima de los contratos temporales (tres años) es la razón que disuade a muchas empresas de transformar

Gráfico 3

Indemnización por despido antes y después de la reforma



Fuente: Elaboración propia.

un contrato temporal en otro indefinido. En consecuencia, un gran número de trabajadores no puede acceder a un contrato fijo, viéndose en su lugar atrapados en una espiral de trabajos temporales, con los consiguientes efectos negativos para el salario, la productividad y la estabilidad en el empleo.

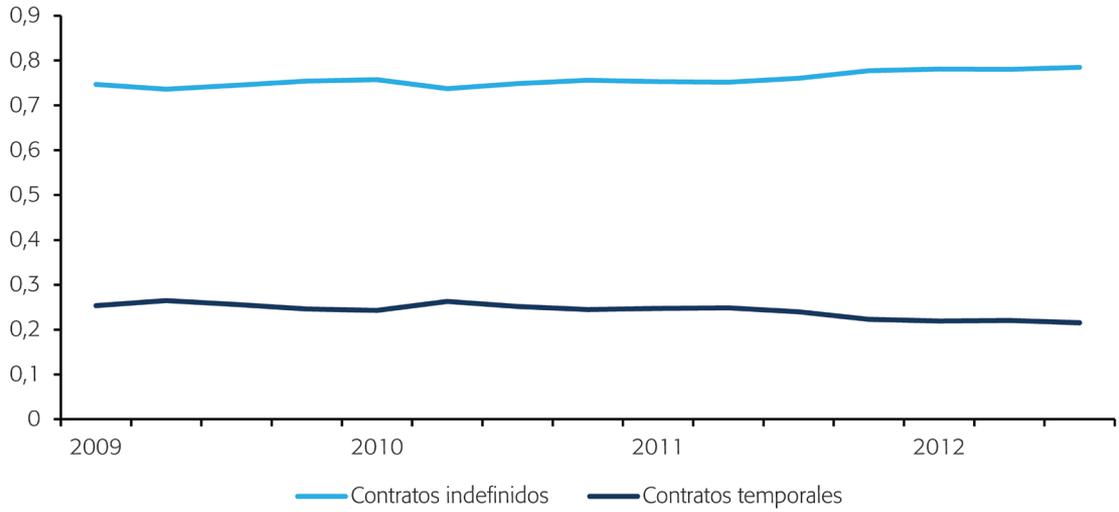
El otro objetivo de la reforma de 2012 era reducir la diferencia en la indemnización que se paga un día antes y un día después de firmar un contrato indefinido. A este respecto, ¿ha conseguido la reforma su propósito?

La reforma de 2012 parece más orientada a facilitar el ajuste de las empresas frente a los cambios adversos en la coyuntura económica que a garantizar el uso eficiente de la mano de obra y la productividad. Esto es así porque la principal novedad de la reforma es facilitar la extinción del contrato indefinido por causas objetivas económicas (indemnización de veinte días de salario). Con la reforma de 2012, el despido improcedente para los contratos indefinidos sigue saliendo caro

(treinta y tres días), mientras que el contrato de apoyo a los emprendedores (empresas de menos de cincuenta trabajadores) suscita tantas dudas en su implementación que, al menos por ahora, apenas se ha utilizado. Pese a los aspectos beneficiosos de este tipo de contrato (un periodo de prueba de un año sin indemnización por despido y deducciones fiscales), las empresas de menos de cincuenta trabajadores prefieren utilizar los contratos temporales o el contrato indefinido tradicional. Según las estadísticas oficiales, los contratos de apoyo a los emprendedores representan menos del 10% de las nuevas contrataciones realizadas en este tipo de empresas. No es pues extraño, como se observa en el gráfico 4, que el perfil del empleo por tipo de contrato apenas haya cambiado tras la reforma en las empresas de menos de cincuenta trabajadores, con un porcentaje de temporalidad de en torno al 20%, explicándose su disminución simplemente por la aceleración del ritmo de destrucción de empleos temporales. A lo sumo, podría decirse que el ritmo de disminución de la tasa de temporalidad se ha ralentizado a partir de 2012.

Gráfico 4

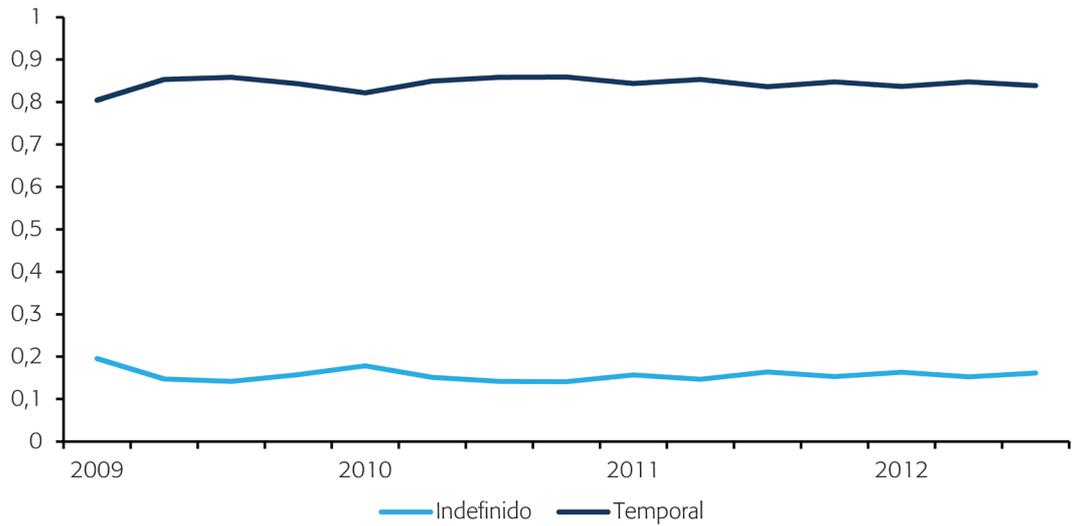
Empleo por tipo de contrato en empresas de 50 o menos trabajadores: 1.º T. 2009 a 3.º T. 2012



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Gráfico 5

Nuevas contrataciones por tipo de contrato. Todas las empresas. 1.º T. 2009 a 3.º T. 2012



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

También es revelador el hecho de que, de todos los contratos nuevos formalizados en España por todas las empresas, el 85% sean temporales, y que dicha proporción no haya cambiado significativamente desde la entrada en vigor de la reforma (véase gráfico 5). Por último, según las estadísticas oficiales, de todas las extinciones de contratos indefinidos, cerca del 30% se producen por causas objetivas, un porcentaje que no se aleja demasiado del de antes de la reforma (en torno al 26%).

Parece que en los primeros meses tras la aplicación de la reforma, el mercado de trabajo español sigue creando y destruyendo empleo con la misma intensidad y de la misma forma que antes de ella. Aunque probablemente aún sea pronto para hacer un balance definitivo ...

Parece que en los primeros meses tras la aplicación de la reforma, el mercado de trabajo español sigue creando y destruyendo empleo con la misma intensidad y de la misma forma que antes de ella. Aunque probablemente aún sea pronto para hacer un balance definitivo de los efectos de la reforma, los primeros indicios no son muy alentadores, y apuntan a que las empresas en España siguen usando los contratos temporales como el instrumento preferido para hacer frente a las crisis económicas.

Uno de los aspectos más polémicos de la reforma, y que podría explicar la escasa aplicación de las nuevas opciones permitidas para extinguir un contrato indefinido, es que sigue existiendo una considerable incertidumbre jurídica. Por ejemplo, en el caso de los despidos por causas objetivas, los tribunales deben ratificar que la empresa se enfrenta a una situación económica negativa, entendiéndose por tal un periodo de disminución de sus ventas durante al menos tres trimestres consecutivos. Pero no está claro cuál será la interpretación que los jueces harán de esta norma. Por ejemplo, ¿se fijarán en las ventas en términos nominales o reales? ¿Y cómo interpretarán un

contexto de precios en descenso o de costes al alza? Si las empresas temen verse involucradas en largos y complejos procesos judiciales, podrían sentirse tentadas a utilizar la opción más rápida, aunque más cara: el despido improcedente con una indemnización de treinta y tres días de salario por año de trabajo.

Flexibilidad interna: suavización de condiciones para reducir salarios y aplicar reducciones de jornada laboral

La reforma de febrero de 2012 incluye algunas disposiciones que ayudan a las empresas a adaptarse a las crisis económicas al facilitarles la modificación de las condiciones de salario y jornada de los trabajadores en activo. Primero, la reforma aumenta la importancia de los salarios pactados en convenios de empresa respecto a los fijados en convenios colectivos a nivel sectorial o nacional. Segundo, elimina la prórroga automática de los salarios de los convenios antiguos por falta de acuerdo entre la empresa y los trabajadores (la llamada "ultraactividad"). Tercero, facilita a la empresa la modificación (a la baja) de los salarios de los trabajadores si el nivel de remuneración de dichos empleados supera el fijado en los convenios colectivos y si la empresa atraviesa por una situación económica negativa (definida como un descenso de las ventas durante dos trimestres o más). Cuarto, y también en el contexto de una situación económica negativa, establece condiciones claras y facilita la transformación de contratos a tiempo completo en otros a tiempo parcial (durante un plazo de tiempo prefijado).

El objetivo de la flexibilidad interna podría caer en saco roto debido a la todavía elevada dualidad del mercado de trabajo, y ello por dos razones: en primer lugar, las empresas podrían seguir inclinándose por la temporalidad como mecanismo para hacer frente a los *shocks* económicos adversos. Y en segundo lugar, los trabajadores con contratos indefinidos serán reacios a aceptar cambios negativos en sus condiciones salariales y jornada si

saben que la empresa aún cuenta con el colchón de los trabajadores temporales.

Aunque el crecimiento de los salarios reales en los convenios colectivos revisados en España en 2012 fue negativo (véase gráfico 6), la tasa de descenso salarial no difiere significativamente de la de 2011 o 2010. Y esta moderación salarial no ha sido suficiente para frenar el aumento del desempleo en España durante 2012. Además, y sorprendentemente, desde que se aprobó la reforma, los descensos de los salarios reales han sido más

Aunque el crecimiento de los salarios reales en los convenios colectivos revisados en España en 2012 fue negativo (véase gráfico 6), la tasa de descenso salarial no difiere significativamente de la de 2011 o 2010. Y esta moderación salarial no ha sido suficiente para frenar el aumento del desempleo en España durante 2012.

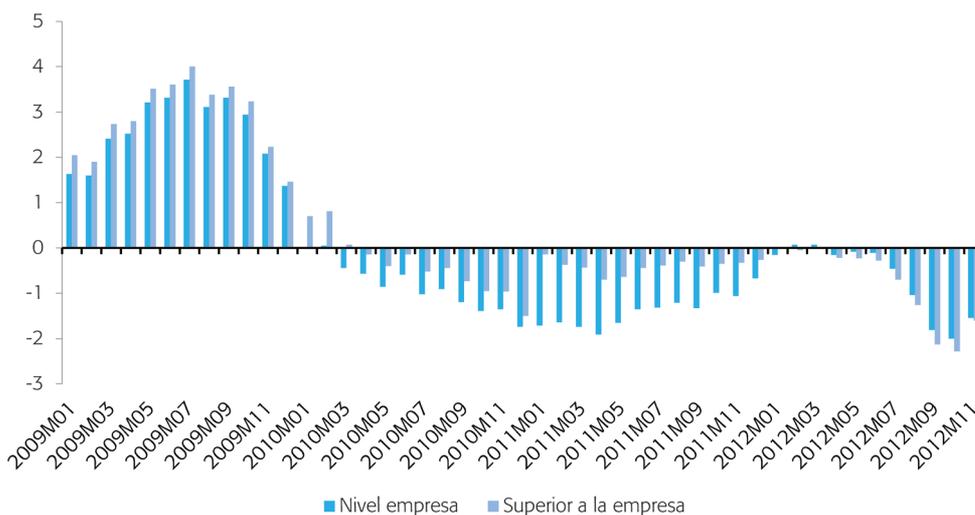
acusados en los convenios colectivos sectoriales o nacionales que en los convenios de empresa, contradiciendo uno de los objetivos esperados con

la reforma. De nuevo, estas evidencias apuntan a un uso poco generalizado entre las empresas españolas y los trabajadores indefinidos de la flexibilidad interna como herramienta de ajuste frente a los cambios económicos adversos.

En conclusión, pese a los esfuerzos para hacer más eficiente y flexible el mercado de trabajo español, la reforma de febrero de 2012 no ha resuelto el problema de la dualidad. Esta cuestión latente puede poner en peligro toda la reforma. Las evidencias existentes no son muy alentadoras, y apuntan a que en España la masa de trabajadores temporales sigue sirviendo de colchón principal para las empresas en apuros ante los *shocks* económicos adversos. Tendremos que esperar a recabar más evidencias para corroborar este análisis. Mientras, muchos están volviendo a escuchar a quienes abogaban en España por la opción de un “contrato único” con indemnizaciones por despido crecientes con la antigüedad desde el primer mes trabajado. Este tipo de contrato resolvería el problema de la dualidad, por lo que las autoridades económicas deberían contemplar su introducción si los datos futuros confirman las actuales perspectivas pesimistas.

Gráfico 6

Crecimiento de los salarios reales en los convenios colectivos de empresa y de nivel superior al de la empresa



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Razones para invertir en España

Ignacio de la Torre*

Los desequilibrios macroeconómicos y fiscales de España, al igual que los precios de los activos, se están corrigiendo, mejorando el atractivo de España como destino de la inversión extranjera. Sin embargo, las percepciones de los inversores siguen generando salidas de capital.

Como resultado de los recientes esfuerzos de reforma, los desequilibrios estructurales de España están siendo corregidos, dotando al país de un modelo de crecimiento competitivo impulsado por las exportaciones. Las líneas de liquidez de la UE permitirán a España mantener la solvencia de su deuda soberana y sistema bancario. Bajo la hipótesis de mercados eficientes, España presenta oportunidades de inversión con rentabilidades ajustadas por riesgo muy atractivas, exhibiendo actualmente sus activos unos precios en mínimos históricos. Aún así, los inversores no están aprovechando las oportunidades debido a las percepciones negativas existentes sobre la economía española.

Considérense los dos siguientes escenarios de inversión desde la perspectiva de un inversor institucional:

- a) Un país con: un déficit por cuenta corriente cercano al 10% del PIB financiado principalmente por inversiones en cartera; una tasa de crecimiento del PIB del 4%, impulsada por un crecimiento del crédito superior al 25% anual (esto es, una intensidad del crédito de 4:1); un superávit fiscal del 2%, resultante de ingresos tributarios *no recurrentes*

(fruto de una burbuja inmobiliaria), que se usa para financiar gastos *recurrentes*; y precios de activos (bienes inmuebles, renta fija y renta variable) en máximos históricos.

- b) Un país con: una balanza por cuenta corriente equilibrada gracias al auge de las exportaciones, que se han incrementado en un 7% del PIB en 3 años; una contracción del PIB de solo un 1% pese al descenso del crédito del 7%; un déficit fiscal por debajo del 5% con un paquete fiscal del 11% del PIB

* Director académico de los Masters en Finanzas del IE Business School.

implementado para reducir el déficit estructural a cero; y precios de activos en mínimos históricos.

Invertir en el país "A" o "B" depende de que el inversor considere que la rentabilidad ajustada por riesgo vendrá determinada por finanzas conductuales o por la hipótesis de mercados eficientes. La hipótesis de mercados eficientes favorece claramente la opción "B" pero, en realidad, los inversores eligieron mayoritariamente la opción "A".

Y perdieron dinero.

Tanto el país "A" como el país "B" son España, aunque "A" es España en 2006, y "B" es España en 2012. Cabría esperar que, en 2006, la combinación de factores de riesgo prevalecientes se tradujeran en un abaratamiento de los precios de los activos y en salidas de las inversiones en cartera, sin embargo, España registró entradas de capitales por valor de 208.000 millones de euros. En 2012, los antedichos riesgos habían sido atajados, lo que debería haber resultado en un menor riesgo asociado a las inversiones en el país, lo cual, unido a unos precios de activos históricamente bajos deberían haber impulsado las inversiones extranjeras; sin embargo, salieron de España 80.000 millones de euros.

Tenemos ante nosotros un ejemplo fascinante de finanzas conductuales. En este artículo se analizará por qué España representa una oportunidad de inversión mucho mejor en 2013 que en el pasado, desde una perspectiva ajustada por riesgo y por qué los ajustes llevados a cabo en los últimos años han dado a España una clara ventaja competitiva en el comercio que dota al país de un modelo de crecimiento claro. En este artículo se hace lo siguiente:

- a) se desmitifica a la economía española, ya que los inversores deberían basar sus decisiones en hechos, no en mitos,
- b) se aportan datos para respaldar la tesis de que España, aunque no tiene liquidez, es un país solvente al que la UE está proporcionando liquidez suficiente; y

- c) se explica por qué las exportaciones españolas registran máximos históricos y presentan un mayor recorrido alcista en los próximos años.

Mitos de la economía española

Mito 1: El endeudamiento público asciende al 363% del PIB, lo que convierte a España en el tercer país más endeudado del mundo (véase el gráfico 1) y, puesto que España no puede imprimir su propio dinero, entrará en suspensión de pagos

Esto es falso. El importe total de deuda del país es inferior al 268% del PIB. Este mito es falso por varias razones.

En primer lugar, aun cuando el país tuviera la facultad de imprimir su propio dinero (como Japón o Reino Unido), también podría incurrir en impago debido a la inflación.

En segundo lugar, la deuda mayorista de los bancos no debería sumarse a la del resto de la deuda del país para calcular la deuda total (vgr.: si usted debe 100.000 euros a un banco y este a un inversor mayorista, esta deuda no debería contarse dos veces). En tercer lugar, los préstamos entre empresas (vgr.: un préstamo de Inditex a Zara) representan el 27% del PIB, y deberían descontarse de la deuda total del país. En cuarto lugar, la deuda tóxica (la relacionada con el sector inmobiliario) representa el 40% del PIB por su valor bruto, pero solo un 20% a su valor neto, puesto que ya ha sido provisionada en un 50%. En quinto lugar, España tiene algunas de las empresas de infraestructuras más importantes del mundo, que usan financiación de proyectos en sus proyectos internacionales, sin recurso a la sociedad matriz. Esta deuda supone el 10% del PIB. En sexto lugar, las empresas españolas han invertido un 44% del PIB en el exterior en los últimos 12 años. La deuda emitida por Telefónica para financiar la adquisición de O2, ¿debería estar respaldada por el PIB del Reino Unido o por el PIB de España?

Mito 2: Las autoridades españolas gastan imprudentemente

Tampoco esto es cierto.

En el gráfico 2 se muestra que el gasto público agregado de España es el segundo más bajo de Occidente.

El problema de España no es un problema de *gasto* público sino de *ingresos* públicos, que son mucho más bajos que en los demás países europeos. Una vez se haya completado el paquete fiscal en 2014, España se habrá convertido en el país con el gasto público más bajo de Occidente, lo que debería resultar atractivo para los inversores.

Una vez se haya completado el paquete fiscal en 2014, España se habrá convertido en el país con el gasto público más bajo de Occidente, lo que debería resultar atractivo para los inversores.

Mito 3: España no es competitiva

Esto es inexacto: Los costes laborales unitarios (CLU) de España han caído un 4% desde 2008, mientras que los de tres de sus principales socios comerciales han subido un 5%-10% (véase el gráfico 3). Esto significa que España ha recuperado una competitividad del 9%-14%, lo que explica que las exportaciones del país se hayan disparado.

Mito 4: España no tiene un modelo de crecimiento para salir de la crisis

Las exportaciones españolas se han incrementado en un 17% desde 2008, frente al 12% de Alemania, el 5% de Francia y el 4% de Italia (véase el gráfico 4). Las exportaciones españolas de bienes y servicios (siendo estos principalmente turísticos, que aportarán al país un superávit neto próximo al 5% del PIB) dotarán al país del modelo de crecimiento que necesita para superar la crisis. Las grandes ventajas competitivas de que goza

España en CLU auguran muchos años de recorrido alcista en los términos de comercio de bienes y servicios.

Mito 5: Para España, lo peor aún está por llegar

Esto es cuanto menos discutible. Ante la imposibilidad de devaluar la divisa, la principal vía de ajuste de un país es la reducción de los costes laborales, como hemos visto. Esto ha permitido al país reducir su déficit por cuenta corriente en más de un 10% del PIB en cinco años, lo que supone una tarea formidable. El país ha entrado en superávit comercial (excluyendo energía), al igual que en superávit comercial con energía y servicios, algo que sucede por primera vez desde la entrada en circulación del euro (gráfico 5).

Mito 6: Europa permitirá que España salga del euro

Esto es altamente improbable. La salida de España del euro podría hacer que Italia siga sus pasos, lo que probablemente supondría el final de la propia moneda común. El "nuevo" marco alemán se reevaluaría en un 40%-50% y las exportaciones de Alemania (más del 40% de su PIB) se hundirían. El coste financiero para Alemania que entrañaría tal eventualidad, más las pérdidas resultantes del sistema TARGET II del BCE (gráfico 6) y el deterioro de los balances contables de los bancos alemanes sería mucho mayor que el coste de sostener al euro. Adicionalmente, el euro es un instrumento para lograr una mayor unión política y, hay que reconocerlo, lo está logrando.

Mito 7: España no hará reformas

Esto es falso. España está llevando a cabo un ajuste fiscal del 11% del PIB (mucho más que Reino Unido o EE.UU.), así como reformas por el lado de la oferta que tenía pendientes desde hace décadas. Estas reformas por el lado de la oferta pueden generar un crecimiento adicional del PIB del 8,6% y 2 millones de empleos antes de 2020 (cuadro 1).

Mito 8: Los depósitos de la banca española están huyendo del país, llevando al sistema bancario al borde del colapso

Esto es falso en una gran medida. Cuando, en noviembre de 2011, el Gobierno puso límite a la retribución de los depósitos, los bancos convencieron a muchos de sus clientes de que se pasarán al papel comercial, que no tiene límites sobre los tipos de interés y no cuenta como depósitos. Una vez eliminado dicho límite (agosto de 2012), una gran parte de ese dinero volvió a colocarse en depósitos (gráfico 7).

Mito 9: El CDS de España supone que España es el quinto país del mundo más susceptible de suspender pagos

Esta es una afirmación falsa e ingenua. Según los diferenciales de los CDS, el riesgo de impago de España es mayor que el de Indonesia, Rusia, Kazajstán y Rumania (gráfico 8). La última vez que España suspendió pagos fue en 1883. Los CDS no reflejan la estabilidad política (democracia) ni la estabilidad que proporciona una fuerte clase media (desarrollada en España durante los años sesenta). Los países entran en quiebra cuando alcanzan niveles de deuda pública muy altos (por encima del 120% del PIB), no tienen acceso a liquidez y son incapaces de crecer. España no está en esta situación.

Mito 10: Los españoles no trabajan duro

Esto es falso. Según la OCDE, España tiene la tercera jornada laboral más larga de los países desarrollados. La productividad por hora es un 10%-15% inferior a la media de la zona euro, pero el salario por hora es un 35% más bajo que la media de la eurozona (gráfico 9). Los bajos costes laborales, la alta productividad relativa y las largas jornadas laborales explican el éxito de las exportaciones españolas y por qué la inversión extranjera directa (IED) ha crecido un 100% entre 2011 y 2012.

España es un país solvente

En fundamentos de la contabilidad se aprende que, para valorar la solvencia de una entidad, es

preciso analizar tanto el activo como el pasivo. Desafortunadamente, se ha hablado mucho de la solvencia de España sin realizar este análisis. Sin embargo, hemos llevado a cabo este análisis para demostrar la solvencia inherente de España. El Banco de España contabiliza los activos financieros cada tres meses. La tarea de calcular el valor de los activos no financieros fue acometida por Funcas en 2008 y sobre la base de los datos de los registros de la propiedad, ajustados a los precios de los inmuebles de 2007. Hemos reducido el valor de los datos facilitados en 2008 en un 50% para reflejar totalmente las caídas de los precios de la vivienda del 36% desde el comienzo de la crisis más un margen adicional del 14%. El apalancamiento del país asciende al 268% del PIB (incluida una buena parte de "deuda" contraída en países extranjeros). El activo supera el 700% del PIB. De todo ello se concluye que cada uno de los tres grandes agentes de la economía (gobierno, incluidas las entidades locales, empresas y hogares) presentan una situación patrimonial positiva (véase gráfico 10).

El problema de España es la falta de liquidez, no la falta de solvencia. Esta falta de liquidez deriva del hecho de que el 80% de los ahorros de los hogares se concentran en activos inmobiliarios ilíquidos, en comparación con la media europea del

El problema de España es la falta de liquidez, no la falta de solvencia. Esta falta de liquidez deriva del hecho de que el 80% de los ahorros de los hogares se concentran en activos inmobiliarios ilíquidos, en comparación con la medida europea del 50% (gráfico 11).

50% (gráfico 11). Es cierto, no obstante, que una entidad solvente, pero sin liquidez, puede incurrir en impago debido a esta falta de liquidez. Ahora bien, durante 2012, se lograron dos hitos que permitieron a España obtener liquidez suficiente de la UE para evitar la insolvencia.

En primer lugar, en el ámbito de la deuda soberana, en septiembre de 2012 entró en vigor el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Junto con la línea de crédito europea del Fondo Monetario Internacional (FMI), la capacidad de financiación de estos vehículos de rescate supera con creces los vencimientos de deuda conjuntos de Italia y España en 2013 y 2014. Por primera vez desde el comienzo de la crisis del euro, la capacidad de crédito de los mecanismos de rescate es superior a los vencimientos de deuda. Se trata de un hito clave en el desarrollo de una arquitectura financiera nueva (gráfico 12).

En segundo lugar, en el ámbito bancario, el Banco Central Europeo (BCE) proporcionó liquidez ilimitada a los bancos de la zona euro en febrero de 2012 mediante el programa de préstamos a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés). Los bancos españoles tienen un ratio préstamos/depósitos del 150%, lo que significa que tienen que financiar 600.000 millones de euros en mercados mayoristas. Los inversores supusieron correctamente que si esta deuda no era refinanciada, muchos bancos españoles podrían quebrar debido a este problema de liquidez. Además, los bancos españoles no reconocieron plenamente el alcance de las pérdidas incurridas por las políticas de préstamos temerarias en el sector inmobiliario entre 2001 y 2007. Del total de pérdidas bancarias esperadas, próximas al 20% del PIB, a enero de 2011 solo se había reconocido un 10%. Durante 2012, la aprobación de dos reales decretos incrementó dicha cifra hasta el 16%. Por último, unos cuantos bancos fueron intervenidos y recapitalizados a finales de 2012 con la ayuda de un préstamo de la UE, que ascendió al 4% del PIB. De este modo se restauró la solvencia de la mayor parte del sistema bancario español.

Los inversores estimaron acertadamente que si reconocían plenamente las pérdidas, una parte relevante del sistema bancario español resultaría insolvente. La consecuencia de esto sería que la deuda mayorista pasaría a formar parte de la deuda soberana, incrementando la ratio de endeudamiento público del 80% al 140% del PIB, acercándose a los niveles de insolvencia. Ahora bien, gracias a la acción del BCE, 400.000 de los 600.000 millones de euros han sido refinanciados por el BCE en condiciones muy favorables, ata-

jándose así el riesgo de liquidez. Desde un punto de vista de la solvencia, durante 2012 se adoptaron acciones decisivas para restaurar la solvencia. El mensaje a los inversores es que, en esta fase, es incorrecto sumar la deuda mayorista del sector bancario al endeudamiento público, lo que debería llevar a una reconsideración del nivel de riesgo soberano. En resumen, el riesgo de contagio de la

Gracias a las medidas del BCE, el riesgo de liquidez ha sido resuelto. Desde un punto de vista de la solvencia, durante 2012 se adoptaron acciones decisivas para restaurar la solvencia. El mensaje a los inversores es que, en esta fase, es incorrecto sumar la deuda mayorista del sector bancario al endeudamiento público, lo que debería llevar a una reconsideración del nivel de riesgo soberano. En resumen, el riesgo de contagio de la deuda soberana por el apalancamiento bancario parece haber pasado.

deuda soberana por el apalancamiento bancario parece haber pasado (gráfico 13).

España cuenta con un motor de crecimiento: las exportaciones de bienes y servicios

En 2012, España alcanzó un hito histórico desde su entrada en la zona euro. Por primera vez, las exportaciones de bienes y servicios superaron a las importaciones (gráfico 14). Este es un hecho notable a tener en cuenta en un país que llevaba acumulando déficits comerciales desde 1998, los cuales eran la principal razón de que el país exhibiera déficits por cuenta corriente (que superaron el 10% del PIB en 2006) y una posición neta de deuda con el exterior (en torno al 90% del PIB). Cuando España entre en superávit por cuenta corriente (previsto para 2013), habrá desaparecido uno de los puntos débiles clave del país y la posición neta de deudor internacional comenzará a reducirse a medida que España se convierta en un exportador neto de capital.

¿Quién es el principal artífice de este giro? la deflación de los salarios reales (una consecuencia del elevado desempleo) y la mejora de la productividad, que conjuntamente han resultado en una reducción de los costes laborales unitarios (gráfico 15).

El aumento de la competitividad de España puede atribuirse: *a)* una fuerza de trabajo competitiva, que cuesta 20 euros/hora y sigue cayendo, frente a los 27-33 euros de Italia, Alemania y Francia, pese a unas diferencias de productividad por hora trabajada que rondan solo el 0%-11% (gráfico 16), *b)* la ética de trabajo española, ya que los españoles trabajan un 25% más (en términos de horas al año) que los empleados de estos otros países europeos, y *c)* la baja elasticidad de las exportaciones españolas (España mantuvo su cuota mundial de exportaciones en los años de auge pese al aumento de los costes laborales unitarios), véase el gráfico 17.

Con entradas por turismo en máximos históricos (España es ya el segundo país del mundo en ingresos por turismo, después de EE.UU.) y menores importaciones debido al bajo consumo, España debería entrar en superávit por cuenta corriente en 2013, por primera vez desde la entrada en circulación del euro.

Asimismo, España está haciendo reformas. El país ha implementado reformas por el lado de la oferta, incluidas las reformas tan necesarias del mercado de trabajo, pospuestas durante más de cincuenta años y que podrían reforzar el crecimiento del PIB en el futuro. Los costes laborales unitarios se han reducido en un 6,4% desde 2008 (mientras que en Alemania han subido un 2,6%),

Las administraciones territoriales están cumpliendo con los impopulares recortes de gastos, con medidas tales como el copago farmacéutico, al estar condicionada la refinanciación de su deuda por el gobierno central a este ejercicio de responsabilidad fiscal; por tanto, las CC.AA. están cumpliendo y seguirán haciéndolo en el futuro.

y la reforma laboral ha puesto fin a la conexión entre inflación y subidas salariales (gráfico 18). Fiscalmente, el país está llevando a cabo ajustes que ascenderán al 11% del PIB entre 2012 y 2014, convirtiendo este esfuerzo en uno de los mayores de su historia. Las administraciones territoriales están cumpliendo con los impopulares recortes de gastos, con medidas tales como el copago farmacéutico, al estar condicionada la refinanciación de su deuda por el gobierno central a este ejercicio de responsabilidad fiscal; por tanto, las comunidades autónomas están cumpliendo y seguirán haciéndolo en el futuro.

Por último, la crisis económica y financiera está desarrollando actualmente los motores de la riqueza futura: *a)* el espíritu emprendedor (el número de empresas nuevas que se crean está empezando a aumentar), *b)* la actividad de I+D, que viene creciendo con firmeza y está traducándose en un número récord de patentes registradas, *c)* la reindustrialización, que ya representa el 17% del PIB y sigue subiendo con fuerza, y *d)* la financiación de las pymes, que es clave para la generación de empleo, ya que las pymes suponen el 65% del PIB, pero el 80% del empleo.

Conclusión

En tiempos de necesidad, un país saca lo mejor de sí mismo. Actualmente, España está haciendo frente a uno de sus periodos económicos más difíciles desde 1959, cuando se produjo una devaluación enorme de la peseta. Históricamente, España ajustó su economía mediante devaluaciones, que dieron lugar a huidas de capitales sistémicas. Esta es la primera vez que el país ajusta sus problemas estructurales. Por consiguiente, el euro puede ser percibido como una debilidad, pero también como una oportunidad histórica, al estar imponiendo disciplina al país. A pesar de todos los puntos débiles, es crucial recordar la capacidad de España para reinventarse a sí misma en los treinta años desde el fin de la dictadura de Franco, habiendo construido un fuerte sector empresarial con compañías que son líderes mundiales en sus respectivas industrias, una hazaña

impensable hace solo veinte años. De hecho, los cambios experimentados por las empresas españolas y la sociedad, en general, ya están moviendo al país hacia la demanda externa con signos iniciales de éxito. Estos cambios son cruciales para insuflar nuevos bríos en el país de cara al futuro.

Al igual que cualquier otra economía, que España pase de un crecimiento negativo a un crecimiento positivo dependerá de varios factores clave: *a)* un sector empresarial competitivo; *b)* una infraestructura física de alta calidad; *c)* capacidad para financiar el crecimiento (inversiones en activo fijo nuevo, necesidades de capital circulante, etc.); *d)* un sistema público eficiente en términos de proveer las necesidades sociales básicas (seguridad, salud y educación), al igual que un sistema jurídico que

permita florecer a las empresas; *e)* crecimiento de las pymes para crear empleo, y *f)* la confianza de los consumidores.

Como se ha indicado en este artículo, creemos que España cuenta con un sector empresarial realmente competitivo y no hay duda de que goza de una de las mejores infraestructuras físicas del mundo. No obstante, la financiación es más que escasa y las cuentas públicas atraviesan momentos difíciles, que ponen en duda la sostenibilidad de los servicios públicos de los que vienen disfrutando los españoles (incluido uno de los mejores sistemas sanitarios del mundo), todo lo cual se ha traducido en un nivel de confianza de los consumidores extremadamente bajo.

Gráfico 1

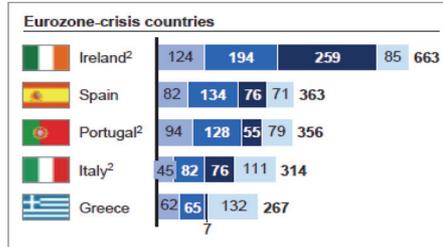
Presentación distorsionada de la deuda española

La composición de la deuda varía ampliamente entre países

Deuda total¹, T2 2011
% del PIB

- Hogares
- Empresas no financieras
- Instituciones financieras
- Administraciones Públicas

10 largest mature economies

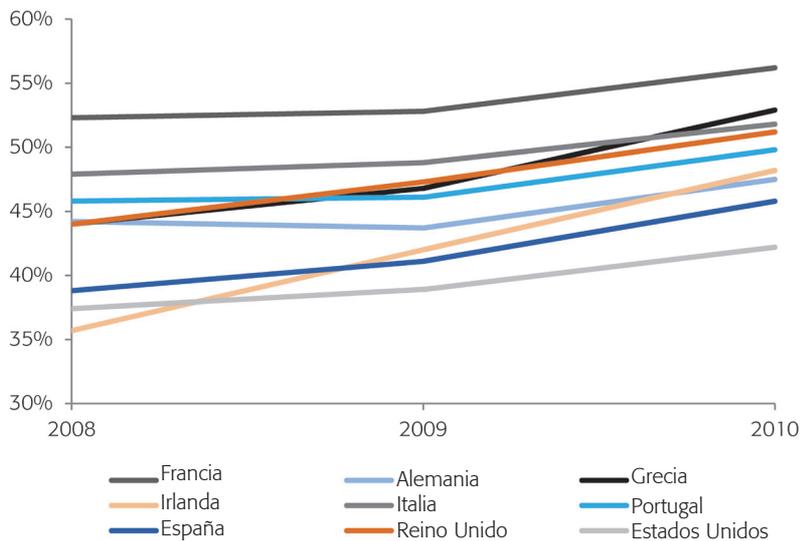


¹ Incluye los préstamos y valores de renta fija de hogares, empresas, instituciones financieras y administraciones públicas.
² T1 2011 datos.

Fuente: McKinsey Global Institute, *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, enero 2012, p. 13.

Gráfico 2

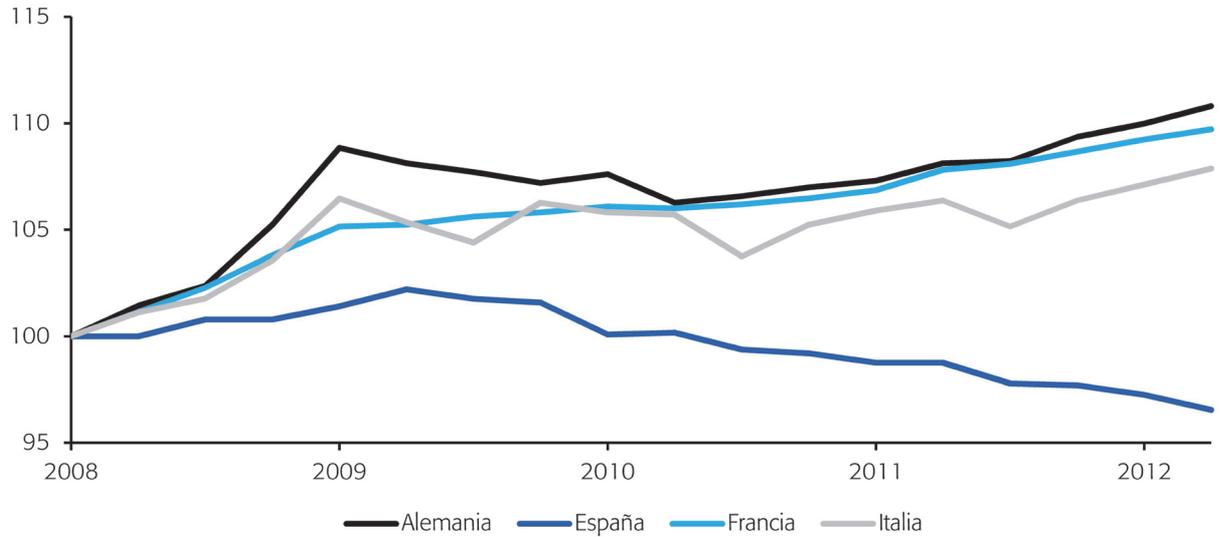
Gasto público en % del PIB



Fuente: The Heritage Foundation.

Gráfico 3

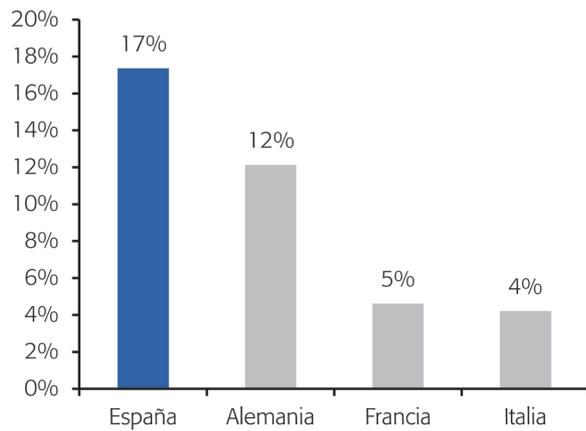
Evolución de la competitividad (CLU) vs. principales socios comerciales



Fuente: Eurostat.

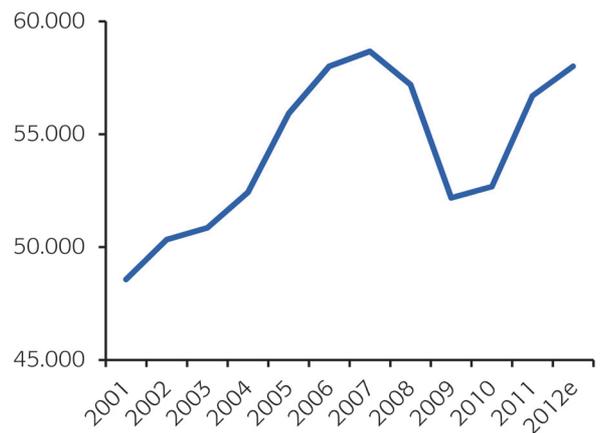
Gráfico 4

Crecimiento exportaciones desde 2008-2012



Fuente: Eurostat.

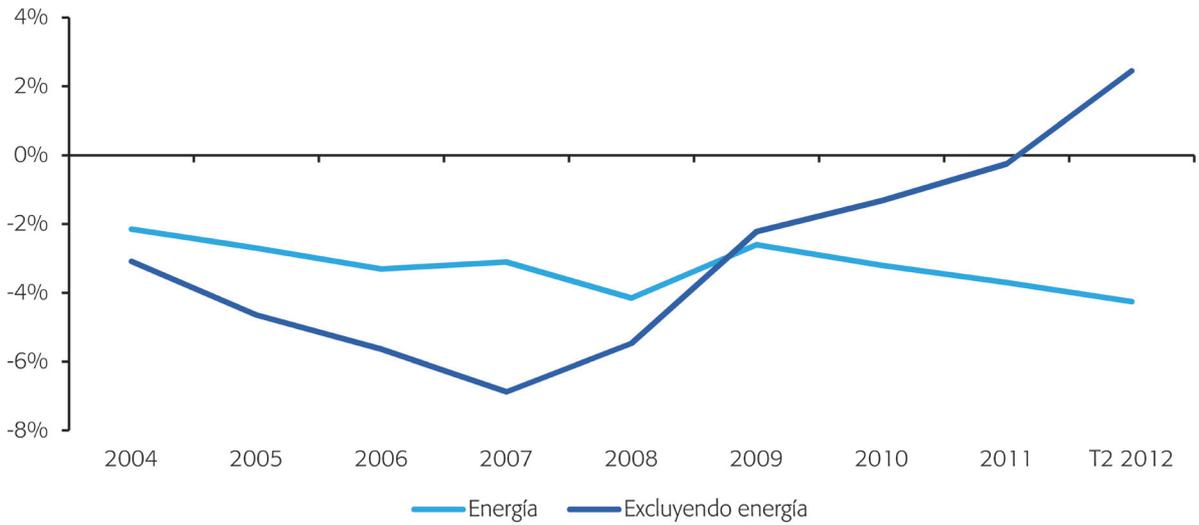
Número total de turistas (miles)



Fuente: INE.

Gráfico 5

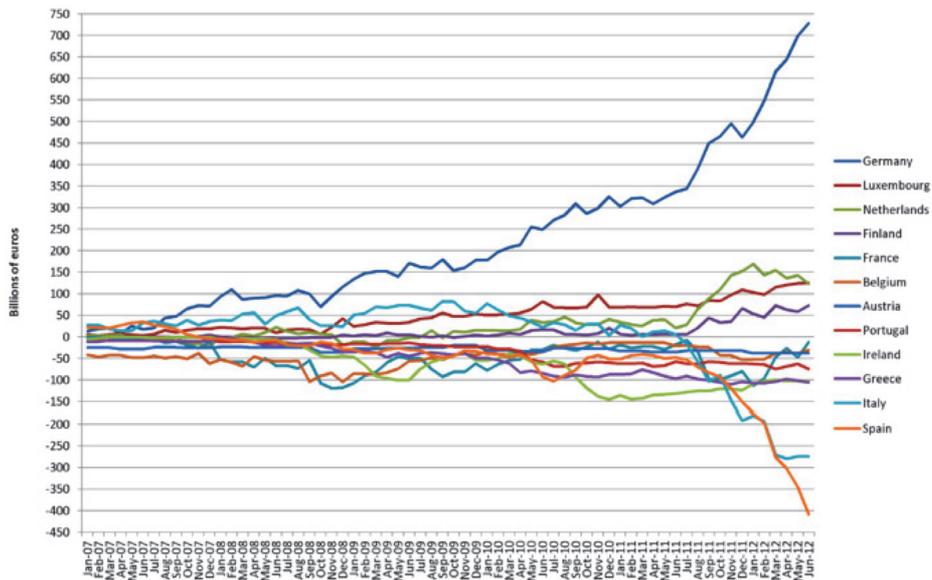
Evolución del déficit comercial



Fuente: INE.

Gráfico 6

Target 2 balances



Cuadro 1

Consolidación fiscal en curso

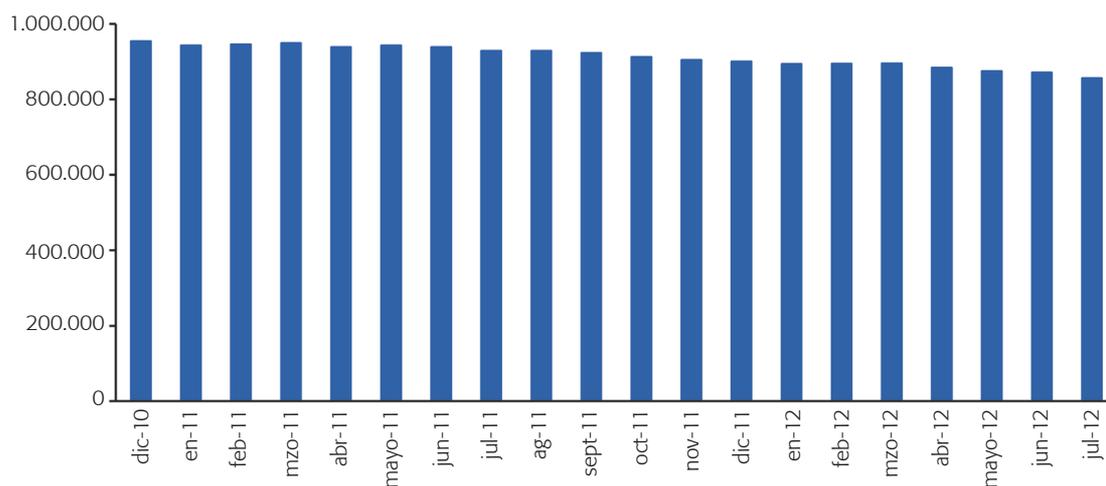
	2012 (millones de euros)	2013 (millones de euros)	2014 (millones de euros)
Ajuste abril	43.100	19.600	0
Ajuste julio	13.500	22.900	20.100
Total	56.600	42.500	20.100
% del PIB	5,4	4,0	1,9

Reformas estructurales en curso

	Efecto sobre el PIB (acumulado hasta 2020)	Efecto sobre el empleo (número de empleados) acumulado hasta 2020
Directiva de servicios	1,2	39.000
Reforma laboral	4,5	1.763.000
Reforma de pensiones	0,4	71.000
Reforma del sector financiero	1,6	96.000
Ley Orgánica de Estabilidad, Presupuestaria y Estabilidad Financiera	0,9	18.000
Total	8,6	1.987.000

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad.

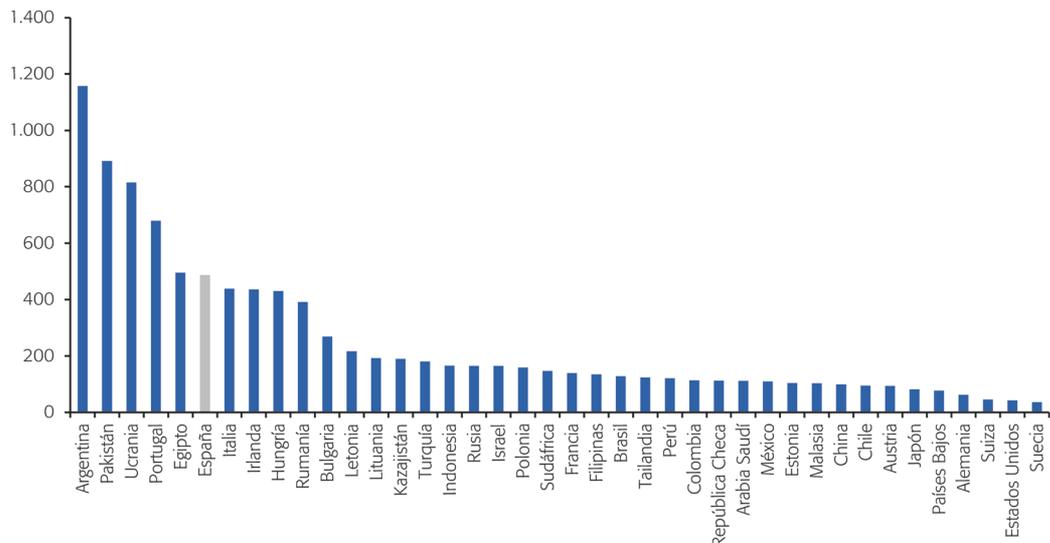
Gráfico 7

Depósitos en España (millones de euros)


Fuente: Banco de España.

Gráfico 8

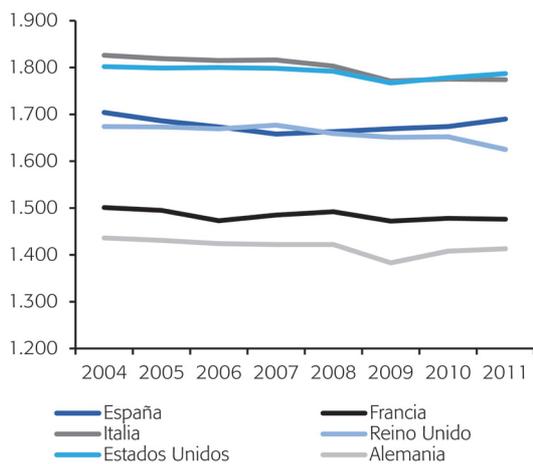
CDS spread soberano



Fuente: Factset.

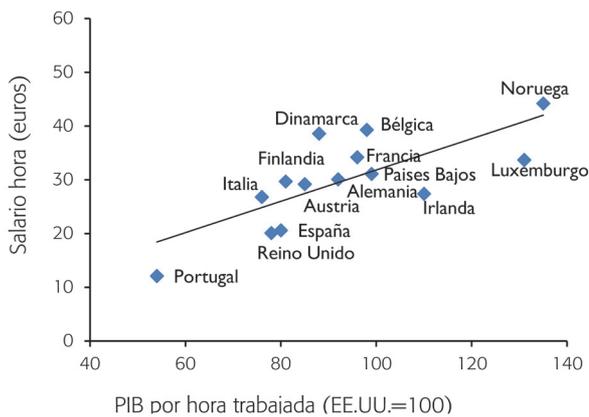
Gráfico 9

Horas anuales trabajadas (media)



Fuente: OCDE.

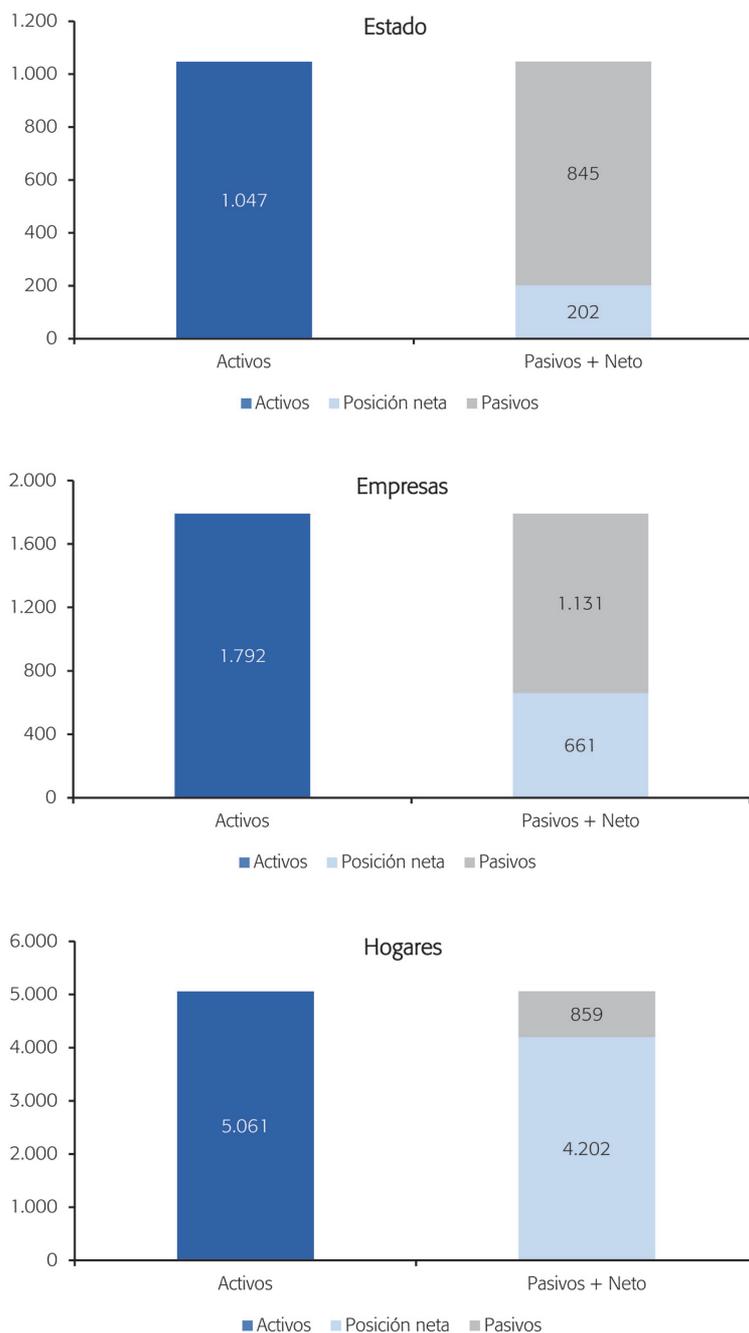
Coste laboral unitario y PIB por hora trabajada (2011)



Fuentes: Eurostat, OCDE.

Gráfico 10

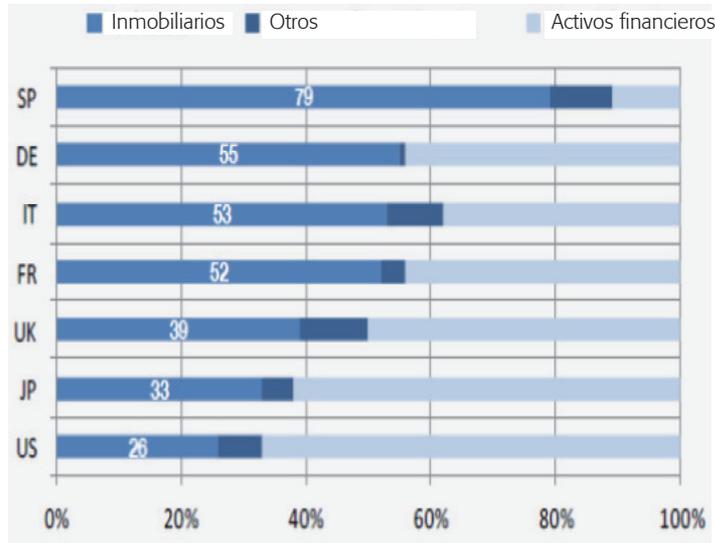
Balances de Estado, empresas y hogares



Fuentes: Banco de España, Funcas, Arcano.

Gráfico 11

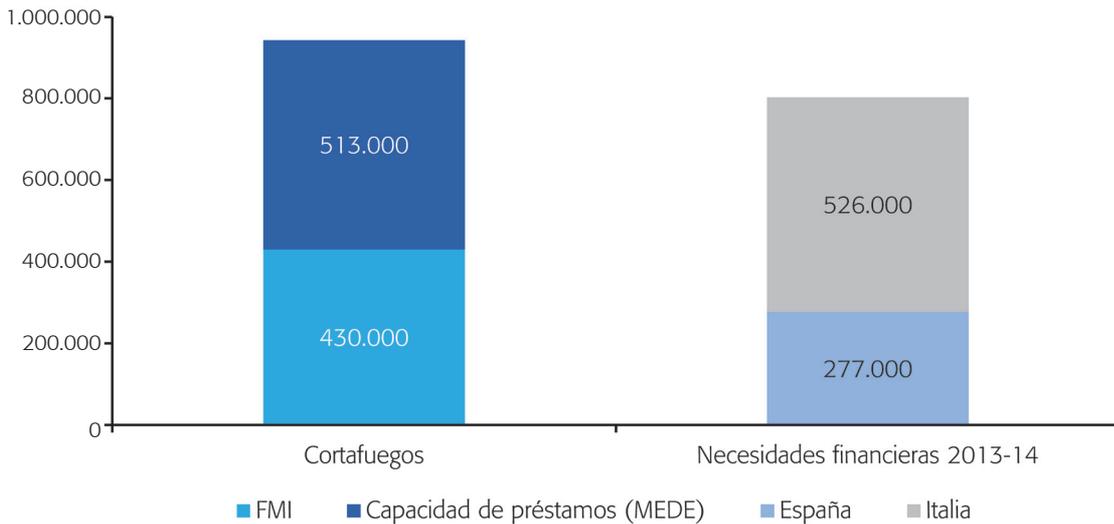
Distribución de activos de los hogares (% total de activos)



Fuente: Oliver Wyman.

Gráfico 12

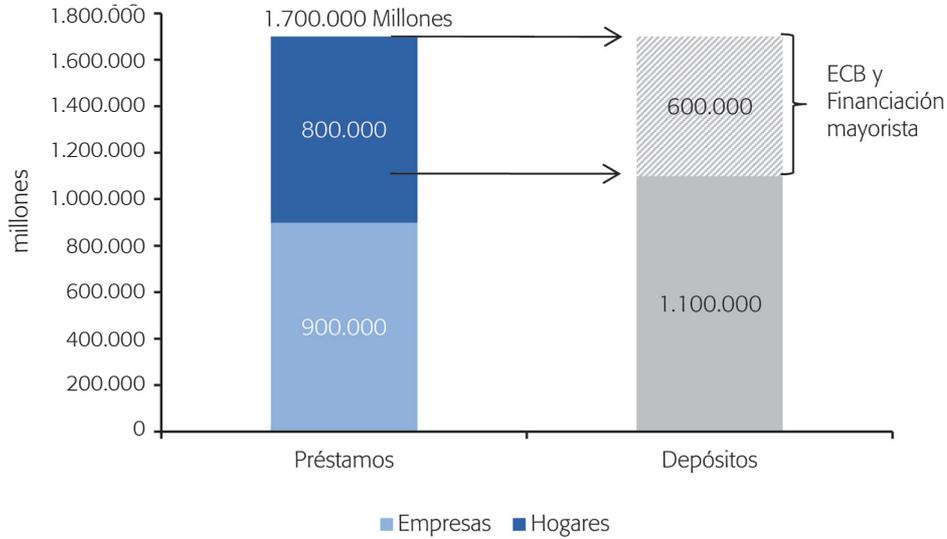
Recurso de MEDE/FEEF y necesidades financieras brutas en España e Italia (millones de euros)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 13

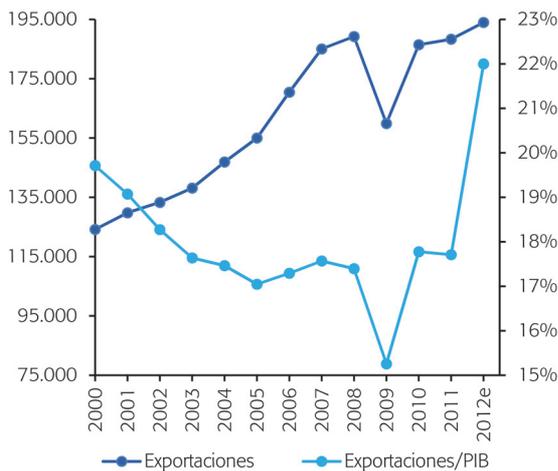
Estructura de financiación de la inversión crediticia del sistema bancario español (millones de euros)



Fuentes: Arcano, Banco de España.

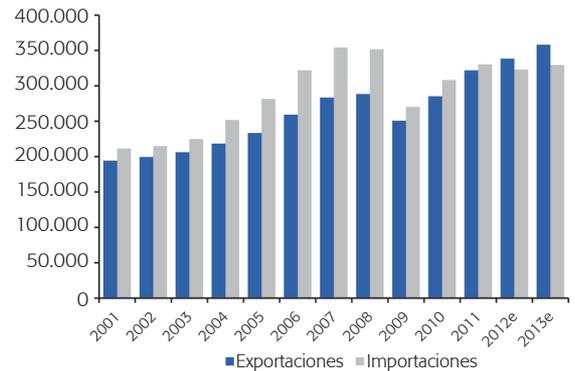
Gráfico 14

Evolución de las exportaciones españolas (mm. de euros)



Fuente: INE.

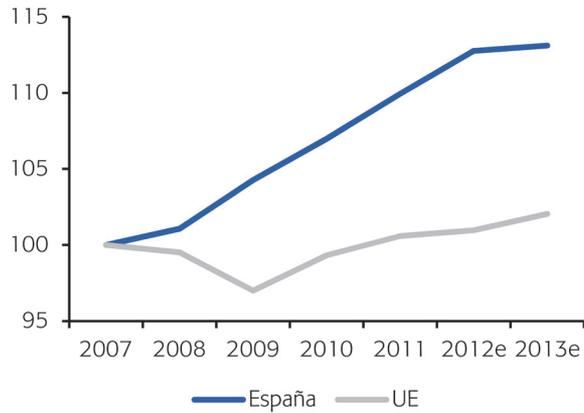
Exportaciones españolas de bienes y servicios (millones de euros)



Fuente: Eurostat.

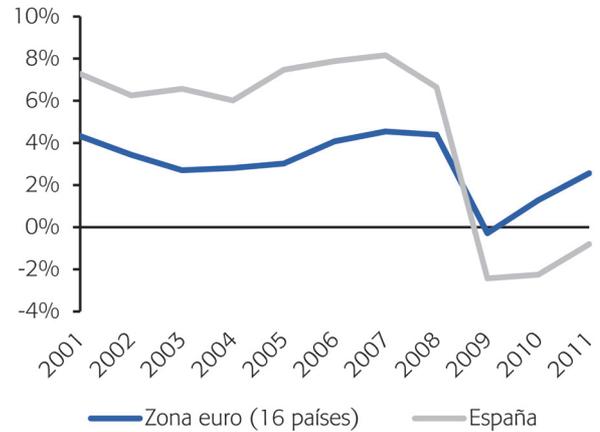
Gráfico 15

Cambio en la productividad del trabajo (2007=100)



Fuente: INE.

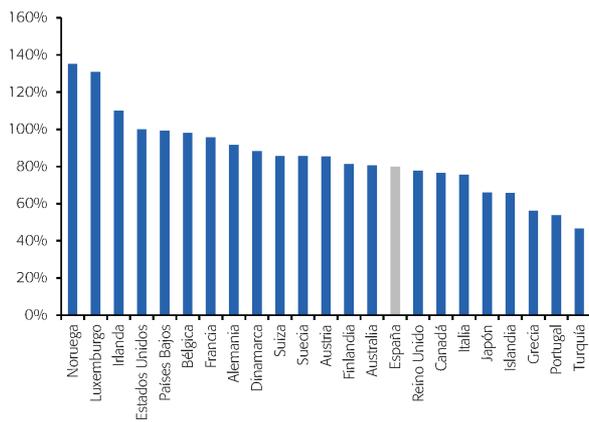
Evolución de los salarios reales (% sobre años anteriores)



Fuente: Eurostat.

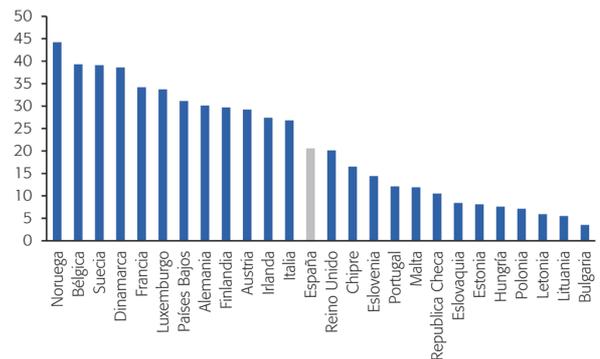
Gráfico 16

Productividad/hora trabajada (EE.UU.=100%, 2011)



Fuente: The Conference Board.

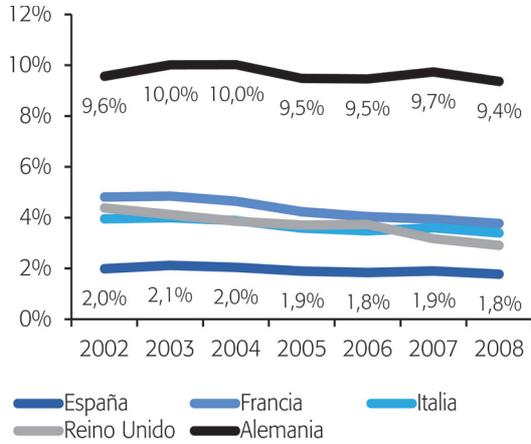
Costes laborales (euro/hora)



Fuente: Eurostat.

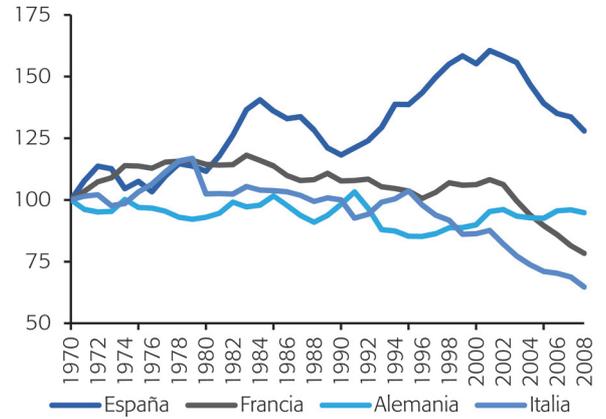
Gráfico 17

Cuota de mercado de España en exportaciones



Fuente: Eurostat.

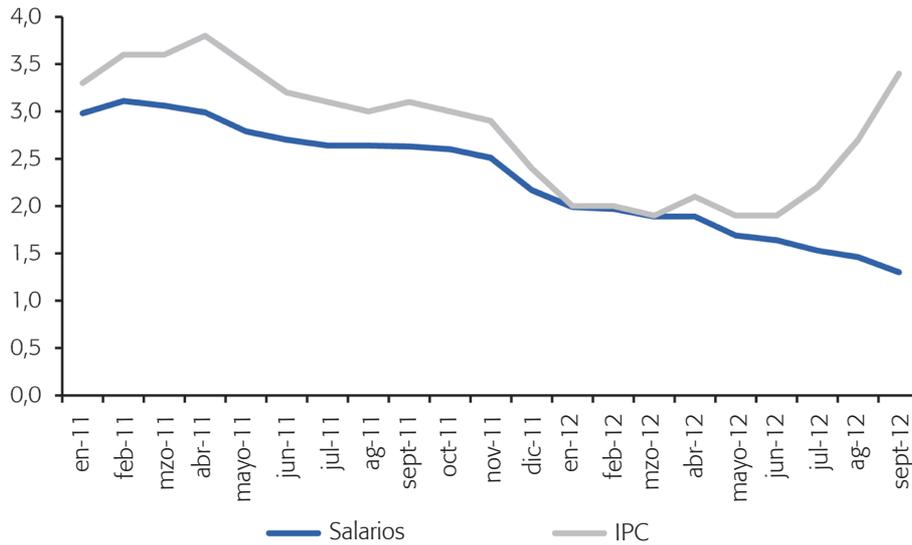
Cuota de mercado en exportaciones mundiales de países seleccionados



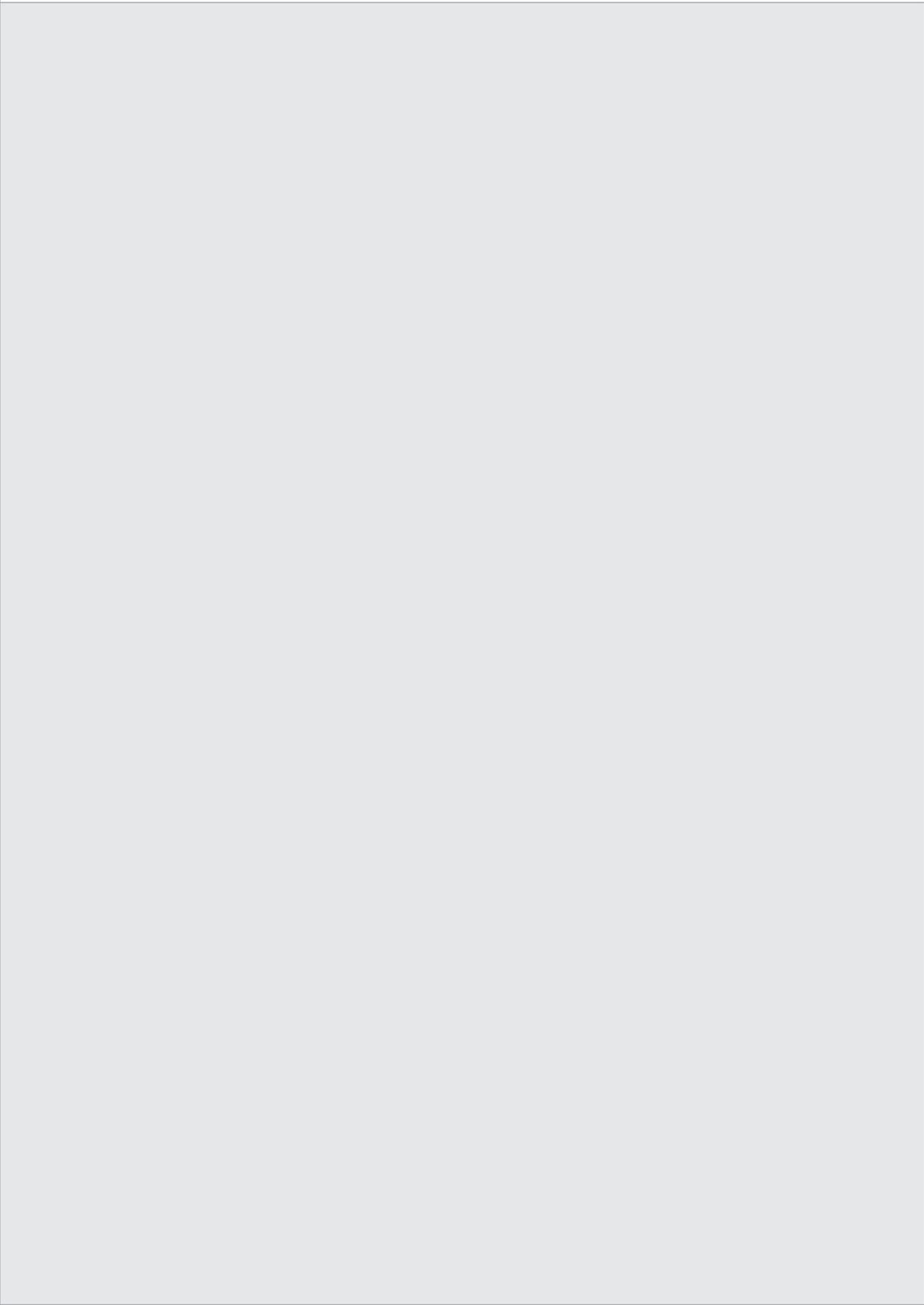
Fuente: OCDE.

Gráfico 18

Diferencia entre precios y salarios (% sobre años anteriores)



Fuentes: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, INE.



El debate de la consolidación fiscal tras la crisis de 2008

Ángel Estrada y Javier Vallés*

Las actuales circunstancias aconsejan que el ajuste fiscal se realice de una forma gradual. Sin embargo, la fragilidad de los mercados financieros y la vulnerabilidad de algunos países, en especial de la zona euro, lleva también a evaluar el ritmo de la consolidación país a país.

Existe un consenso entre los economistas sobre los efectos beneficiosos a largo plazo de reducir la deuda pública y, por tanto, de implementar programas de consolidación fiscal cuando esta ha alcanzado niveles elevados. En el corto plazo conviven opiniones diversas sobre los efectos de la austeridad en la actividad y, por tanto, sobre la velocidad óptima del ajuste. Este debate se ha reabierto recientemente como consecuencia de la titubeante senda de recuperación de la actividad que se está observando en los países desarrollados desde el inicio de la crisis financiera de 2008 y las tensiones entre la deuda soberana y bancaria en la zona euro desde 2010. La evidencia empírica más reciente sugiere que el coste de la consolidación fiscal en términos de actividad es significativo (el multiplicador es positivo), pero su magnitud varía sustancialmente con las condiciones económicas y con la composición del ajuste. En general, tiende a ser mayor cuando la política monetaria no puede operar eficazmente, cuando más se ha prolongado la situación de recesión y cuando más economías sincronizan el ajuste. Todas estas condiciones se observan en la actualidad con mayor o menor intensidad en la mayoría de los países desarrollados.

Las dificultades que están rodeando la reactivación económica de los países desarrollados desde la crisis financiera de 2008 están llevando tanto a los responsables de la política económica como a los expertos a plantearse una revisión del papel que juegan las políticas macroeconómicas en la recuperación. En concreto, se trata de dilucidar cómo se pueden utilizar para tratar de reducir las consecuencias de un desempleo más elevado y

persistente que en anteriores fases recesivas y de un nivel de actividad muy inferior a su potencial.

Sin duda, existe una intensa discusión sobre la estrategia más adecuada de política monetaria en un contexto de inestabilidad financiera y riesgos deflacionistas. Con los tipos de intervención de los bancos centrales próximos a cero, desde el inicio de la crisis se están tomando diferentes medidas

* Banco de España. Las opiniones expresadas en este artículo pertenecen única y exclusivamente a los autores y no tienen que coincidir necesariamente con las del Banco de España o el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

no convencionales por parte de los principales bancos centrales para restablecer la transmisión de la política monetaria y proveer la necesaria liquidez, haciendo énfasis en sus efectos reales. Pero casi al mismo tiempo, se ha abierto un debate sobre cómo puede contribuir la política fiscal a recuperar el nivel de actividad. Primero, y a raíz de los estímulos fiscales globales en 2008 y 2009, han proliferado los trabajos sobre qué instrumentos fiscales son más efectivos en un entorno de tipos de interés cercanos a cero para estimular la demanda agregada. Y desde 2010, como consecuencia del significativo aumento de la deuda pública y el recrudescimiento de las tensiones financieras, en especial sobre la deuda soberana de la zona euro, el debate se ha centrado sobre el ritmo al que las finanzas públicas deben recuperar una senda sostenible.

Así, a principios de 2010 y a la luz de una incipiente recuperación económica, los países del G-20 se comprometieron en la cumbre de Toronto a iniciar programas de consolidación fiscal. En concreto, acordaron reducir a la mitad sus déficits públicos en 2013 y a estabilizar o disminuir su deuda pública a partir de 2016. Y la forma de hacerlo debía tener presente las circunstancias nacionales para sostener la recuperación en curso. Sin embargo, dos años después de iniciado ese proceso de consolidación, dada la pausa en la recuperación de las economías desarrolladas y con la zona del euro en recesión a finales de 2012, se ha reabierto la discusión sobre si, admitiendo la necesidad de un ajuste fiscal en el medio plazo, la austeridad ha ido demasiado lejos, demasiado rápido.

La consolidación fiscal en tiempos normales

Las crisis económicas de la década de los setenta y la primera mitad de los ochenta resultaron en un aumento significativo de la ratio de deuda pública como porcentaje del PIB en la mayoría de los países de la OCDE. La consolidación fiscal que se acometió posteriormente se justificó por los beneficios que a largo plazo conlleva reducir la deuda pública. En concreto, la reducción de la deuda pública eleva el crecimiento potencial de la economía, ya que al disminuir el tipo de interés real se incentiva la inver-

sión productiva privada (*crowding-in*). Además, se puede producir una mejora de la eficiencia económica si la consolidación fiscal permite reducir los impuestos que recaen sobre los factores productivos (trabajo y capital).

Aunque existe un consenso entre los economistas sobre estos efectos beneficiosos a largo plazo de reducir la deuda pública, no lo hay sobre los efectos de la austeridad en el corto plazo. Los modelos estándar de corte keynesiano se apoyan en consumidores cuyas decisiones de gasto dependen de su renta presente para justificar como, en el corto plazo, un ajuste fiscal (vía recorte del gasto público o aumento de impuestos) reduce la demanda agregada debido principalmente a la contracción que induce en el consumo privado (ver, por ejemplo, Galí *et al.*, 2007). Pero frente a este canal keynesiano, puede haber un efecto positivo y dominante en la demanda agregada que actúa a través de las expectativas: cuando la consolidación fiscal supone una reducción permanente del gasto público en el medio plazo, llevará aparejada una disminución de impuestos en ese mismo plazo y, por tanto, los consumidores, anticipando ese aumento futuro de su renta podrían incrementar de forma inmediata la demanda (equivalencia ricardiana). Este segundo canal, conocido como *German view*, supone que en el corto plazo domina un efecto confianza, que está presente en los modelos neoclásicos.

Los trabajos empíricos de Giavazzi y Pagano (1990) y Alesina y Perotti (1995) y más recientemente de Alesina y Ardagna (2010) o Favero y Giavazzi (2012) son algunas de las referencias fundamentales que analizan los períodos de consolidación fiscal. Identifican para ello los efectos en la actividad de los impulsos fiscales discretos y de magnitud significativa que se llevaron a cabo en la segunda parte de la década de los ochenta y en la década de los noventa en los países desarrollados. Es decir, analizan las variables que reflejan las decisiones de los responsables de la política fiscal sobre cambios en los ingresos y en los gastos públicos más allá de los movimientos asociados a la posición cíclica de la economía, que se activan de forma automática.

El principal resultado de estos trabajos es que ajustes fiscales que han sido exitosos en términos de reducción de la deuda pública en el medio plazo, pueden ser compatibles con mejoras de la actividad económica incluso en el corto plazo. Según estos autores, los programas fiscales que han logrado incrementar la actividad económica se diferencian no tanto por la intensidad del ajuste como por su composición. En concreto, son programas que se concentran en una reducción permanente del gasto público y, en la mayoría de los casos, esto se consigue reduciendo los gastos que más habían crecido, es decir, salarios públicos y programas sociales.

El principal resultado de estos trabajos sobre la experiencia de los años setenta y ochenta es que ajustes fiscales que han sido exitosos en términos de reducción de la deuda pública en el medio plazo, pueden ser compatibles con mejoras de la actividad económica incluso en el corto plazo.

Pero estos estudios que encuentran efectos positivos en la actividad de los programas de consolidación fiscal, han sido confrontados recientemente por el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2010). Su crítica es principalmente metodológica, ya que la identificación de períodos de consolidación fiscal con reducciones del déficit público corregido del ciclo puede presentar importantes problemas de medición. El FMI propone como alternativa identificar los años con un significativo ajuste fiscal como aquellos en que efectivamente se tomaron decisiones de consolidación fiscal, tal y como queda recogido en los actos legislativos correspondientes.

Cuando se utiliza esta otra forma de identificación de las decisiones discrecionales de las autoridades fiscales, para un grupo de quince países desarrollados entre 1980 y 2009, no se encuentra evidencia de que la consolidación fiscal genere expansiones de la actividad. Al contrario, una consolidación fiscal del 1% del PIB reduce la actividad en un 0,5% en los dos primeros años (es decir,

el multiplicador fiscal es 0,5). Este efecto adverso sobre la actividad tiene en cuenta que, además, se produce una caída de los tipos de interés de intervención del Banco Central y una depreciación del tipo de cambio que permiten mitigar en parte el impacto directo de la contracción fiscal, a través de una menor caída de la demanda interna y de un aumento de la demanda exterior neta.

El FMI (2010) también encuentra que los ajustes por el lado del gasto público tienen menos efectos contractivos (multiplicador 0,3) que los ajustes realizados elevando los impuestos (multiplicador 1,3). La principal explicación está en la mayor respuesta de la política monetaria a los ajustes por el lado del gasto (50 puntos básicos de mayor reducción de los tipos de interés de intervención en el primer año). Una posible interpretación de este resultado es que los bancos centrales valoran el ajuste por el lado del gasto como una señal de mayor compromiso con la consolidación fiscal.

La evidencia empírica del FMI señala que, dentro del gasto público, es la inversión pública la que tiene los mayores efectos reales. En cambio, reducir las transferencias del sector público tiene menores costes o incluso puede no tener un efecto negativo. Estos resultados dan cierto soporte a los trabajos previos sobre consolidación fiscal como los de Alesina y Perotti (1995) que enfatizan la dominancia del canal no-keynesiano o confianza cuando los programas de recorte del gasto se centran en aquellos que políticamente presentan mayor rechazo entre la población.

Llevar a cabo una consolidación fiscal es muy relevante cuando hay dudas sobre la solvencia de la deuda soberana. De hecho Giavazzi y Pagano (1990) documentan como Dinamarca en 1983 e Irlanda en 1987, que sufrieron tensiones financieras en su deuda soberana, realizaron consolidaciones fiscales que fueron expansivas. Y Perotti (2011) ha enfatizado que para obtener dicho resultado fue necesaria la colaboración de otras políticas que le dieron más credibilidad a la consolidación. Por ejemplo, en Irlanda, un caso más exitoso que Dinamarca, primero se depreció la moneda y, posteriormente, también se moderaron las rentas salariales. De forma más general, cuando se tienen en cuenta una varie-

dad de países y períodos de política fiscal contractiva en los últimos treinta años, el FMI (2010) encuentra que en los países que sufren un mayor riesgo de crédito soberano, el ajuste fiscal tiene un menor coste en términos de pérdida de renta.

Más recientemente, el FMI utilizando otra forma de identificación de las decisiones discrecionales de las autoridades fiscales, no encuentra evidencia de que la consolidación fiscal genere expansiones de la actividad.

Principales características de la reciente consolidación fiscal: 2009-2012

En el año 2009 el déficit público alcanzó un nivel muy elevado en una perspectiva global. En concreto, se situó casi en el 8% del PIB en el conjunto del G-20¹, siete puntos porcentuales por encima del registrado tan solo dos años antes. Este desajuste fue especialmente importante en los países desarrollados (9,6% del PIB, ocho puntos porcentuales más que en 2007), pero también afectó a los países emergentes (4,8%, frente al ligero superávit de 2007). Aunque una parte importante de este deterioro de las cuentas públicas fue resultado de la recesión y de la consecuente activación de los estabilizadores automáticos, alrededor del 60% del aumento del déficit en esos dos años (4 puntos de los 7 de aumento) se debió a las medidas adoptadas por las autoridades económicas para evitar que la recesión se convirtiera en depresión.

Dado que, a la vez, la deuda pública en los países desarrollados presentaba unos niveles también muy elevados, a principios de 2010 se alcanzó un consenso sobre la necesidad de consolidar las finanzas públicas. Este proceso debía acometerse con prudencia, ya que aunque la economía parecía estar empezando a recuperarse, existían dudas sobre su sostenibilidad sin el apoyo de las políticas económicas. En concreto, Blanchard y Cottarelli

(2010) propusieron diez líneas estratégicas para la corrección del déficit público en los países desarrollados. Entre ellas, destacaban la necesidad de enmarcar el proceso en un programa de medio plazo (4-5 años), no anticipar el ajuste (salvo que las condiciones financieras lo requirieran) e implementar medidas que favorezcan el crecimiento, lo cual supone reducir en mayor medida el gasto corriente que incrementar los tipos impositivos. Además, el ajuste debe ser equitativo para ser socialmente sostenible.

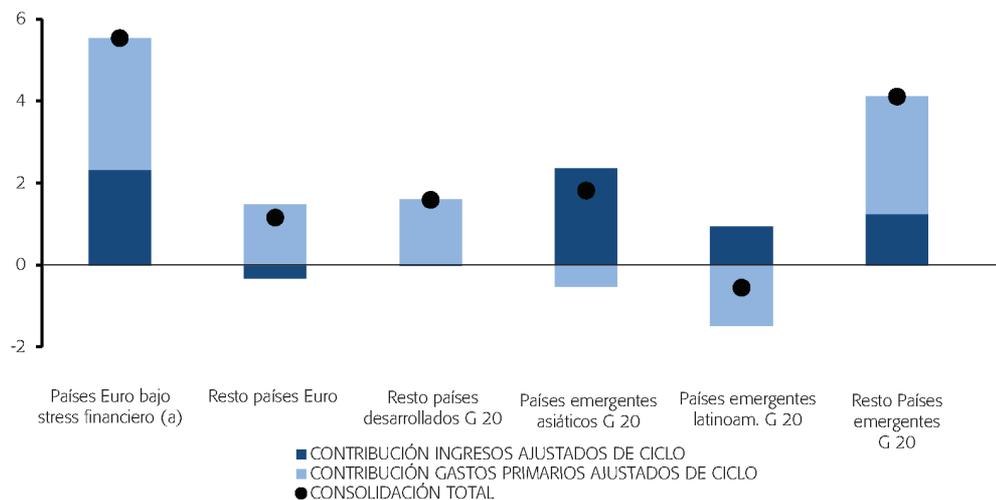
Tres años después de la puesta en marcha de estos programas de consolidación, la heterogeneidad entre países tanto en su intensidad como en su composición parece haber sido elevada. Como se puede observar en el gráfico 1, los países desarrollados han sido los que más han consolidado sus finanzas públicas, ya que eran los que partían de una posición más desfavorable. De hecho, los países emergentes latinoamericanos del G-20 (Argentina, Brasil y México) han seguido la dirección contraria: el saldo estructural primario del sector público se ha reducido desde 2009, pero manteniendo una cómoda posición excedentaria.

Entre los países desarrollados, el ajuste ha sido muy intenso en los países de la eurozona sometidos a tensiones financieras (Grecia, España, Irlanda, Italia y Portugal). En concreto, el ritmo promedio anual de consolidación ha sido de 1,8 puntos porcentuales, muy por encima de los 1,25 puntos porcentuales recomendados por Blanchard y Cottarelli (2010). De esta forma, se prevé que ya en 2012 alcancen un superávit estructural primario. En el resto de países de la zona del euro, la consolidación ha sido mucho menor; sin embargo, debe tenerse en cuenta que en 2009 su déficit estructural primario no alcanzaba el 1%, cifra que, en condiciones normales, es suficiente para garantizar una senda descendente de la deuda pública (es decir, la deuda pública es sostenible). El resto de países desarrollados del G-20 (EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá, Corea y Australia) han realizado un esfuerzo medio anual de 0,5 puntos porcentuales, que es inferior al requerido para equi-

¹ Excluidos los países del este de Europa miembros de la Unión Europea.

Gráfico 1

Consolidación fiscal y contribución de los ingresos y gastos (2009-2012)



(a) Grecia, España, Irlanda, Italia y Portugal.

Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

librar sus finanzas a finales de 2014; sin embargo, la ausencia de presiones en sus fuentes de financiación permite la dilación del proceso.

En el caso de los países emergentes, los asiáticos (China, India e Indonesia) han realizado un esfuerzo de consolidación medio anual de 0,6 puntos porcentuales, con lo que, presumiblemente, alcanzarán el equilibrio estructural primario en 2014. En cambio, el resto de países emergentes del G-20 (Turquía, Sudáfrica, Rusia y Arabia Saudí), han implementado una estrategia muy agresiva, registrando superávits estructurales primarios crecientes desde 2011.

Por lo que respecta a la composición de los programas de ajuste, los recortes de gastos han dominado la estrategia de los países desarrollados. De hecho, solo en los países de la eurozona sometidos a turbulencias financieras el aumento de ingresos ha contribuido en un 40% al ajuste total. Por el contrario, en el resto de países de la zona euro el ajuste de gastos ha permitido reducir en alguna medida la presión fiscal. En el conjunto de los países emergentes los ingresos públicos estructurales en porcentaje del PIB han aumentado desde 2009, pero, aún así, todavía se encuentran

11 puntos porcentuales por debajo de los desarrollados. El esfuerzo ha sido especialmente intenso en Asia, donde partían de niveles más reducidos. Los países latinoamericanos miembros del G-20 no han consolidado sus cuentas públicas al haber elevado sus gastos primarios estructurales más que sus ingresos fiscales (1,5 puntos vs. 0,9 puntos, respectivamente).

La composición del proceso de consolidación fiscal ha sido bastante heterogénea entre las distintas áreas geográficas, con efectos diferenciados sobre la actividad.

Por tanto, la composición del proceso de consolidación fiscal ha sido bastante heterogénea entre las distintas áreas geográficas, con efectos diferenciados sobre la actividad. Además, debe tenerse en cuenta que no todas las partidas de gastos e ingresos tienen los mismos efectos sobre el PIB. Dentro del gasto, recortes en las transferencias hacia grupos de población con mayor propensión al consumo (prestaciones por desempleo, rentas de subsistencia) o en gastos

en bienes intensivos en trabajo y no comercializables (como la inversión en infraestructuras) son los que más impacto negativo tienen en la evolución del PIB a corto plazo. Entre los ingresos, los impuestos que menos reducen el crecimiento son los que recaen sobre bienes y servicios con una baja elasticidad precio y que sean difícilmente deslocalizables (propiedad inmobiliaria, entre otros), a la vez que resulta aconsejable reducir las disparidades existentes entre los impuestos que recaen sobre distintos bienes y servicios, instrumentos de ahorro, y ampliar las bases impositivas para reducir las distorsiones económicas que genera el sistema impositivo.

¿Han cambiado los multiplicadores fiscales?

El análisis de los procesos de consolidación fiscal de la segunda mitad de los años ochenta y la década de los noventa y su comparación con los que se están desarrollando en la actualidad han generado un interesante debate tanto teórico como empírico sobre si en la consolidación iniciada en 2010 se ha infraestimado el tamaño de los multiplicadores fiscales. Si eso fuera así, significaría que el coste de los actuales procesos de consolidación fiscal está siendo más elevado de lo inicialmente previsto y, por tanto, explicaría, en parte, la ralentización de la recuperación económica en el periodo 2011-2012.

Recientemente se ha abierto un interesante debate tanto teórico como empírico sobre si en la consolidación iniciada en 2010 se ha infraestimado el tamaño de los multiplicadores fiscales.

Como se ha apuntado anteriormente, existen numerosos trabajos académicos que han estimado los multiplicadores fiscales utilizando diferentes metodologías con información previa a la última recesión. Aunque es difícil establecer una conclusión general sobre los mismos, hay un cierto consenso en que el multiplicador está en un rango muy amplio entre

0,5-1,5 en los países desarrollados en condiciones normales. Es decir, una reducción (aumento) del déficit público primario estructural del 1% del PIB reduce (aumenta) la actividad entre el 0,5% y el 1,5%. Pero el impacto de la política fiscal no es ajeno al estado en que se encuentra la economía y, por tanto, eso explicaría que los multiplicadores sean diferentes desde que estalló la crisis en 2008. De hecho, desde esa fecha han surgido relevantes trabajos que se fijan en diferentes características del entorno económico para defender una infraestimación de los multiplicadores fiscales.

La primera característica que afecta a la intensidad del efecto de la política fiscal es la situación del ciclo económico. Auerbach y Gorodnichenko (2012) muestran que los multiplicadores son inferiores a la unidad durante las expansiones, pero que en las recesiones pueden tener una magnitud significativamente mayor (superior a 2). Esta característica lleva a que la consolidación agrave la caída de la actividad en una recesión, retrasando la reducción de la ratio de deuda pública-PIB, y por tanto puede ser recomendable seguir un proceso más gradual de ajuste fiscal (Batini *et al.*, 2012). Una explicación de este resultado empírico es la existencia de mayores restricciones financieras durante las crisis, que se van moderando al aumentar la demanda agregada (Canzoneri *et al.*, 2011). Cuando las condiciones financieras son muy estrictas el efecto confianza implícito en la denominada *German view* se ve debilitado, ya que para que opere los agentes privados deben poder obtener recursos financieros con los que consumir e invertir en el momento presente ante la expectativa de una mejora futura de su situación económica.

La segunda característica relevante es el comportamiento de la política monetaria. En un entorno de tipos de interés cercanos a cero y expectativas deflacionistas, el multiplicador fiscal es mayor ya que la política monetaria no puede operar de forma efectiva reduciendo los tipos de interés y elevando la demanda de los agentes. En esta situación de trampa de la liquidez, por ejemplo, Eggertsson (2010) y Christiano *et al.* (2011) encuentran que un aumento temporal del gasto

público es la forma más efectiva de incrementar la demanda agregada.

Un tercer factor que afecta al tamaño del multiplicador fiscal es la presencia de histéresis en el sentido de que un nivel de actividad muy por debajo del potencial de forma continuada tiene costes en el largo plazo (Delong y Summers, 2012). Situaciones de elevado desempleo y de capacidad de utilización del capital ociosa durante un tiempo prolongado, generan efectos negativos al aumentar la probabilidad de que esta situación se perpetúe en el tiempo. Esto eleva la tasa de paro estructural de la población y reduce el crecimiento potencial de la economía.

En la zona euro la incertidumbre sobre el marco institucional de su política económica común y la presencia de un elevado riesgo en la deuda soberana de los países periféricos tienen un carácter sistémico y afectan a la efectividad de los programas de estabilización de cada uno de los países miembros. Así, Corsetti *et al.* (2012) señalan que la duración esperada de la crisis y la sensibilidad de la deuda soberana a los déficits esperados influyen en la magnitud y el signo con que la política fiscal discrecional afecta a la actividad.

Un último factor a considerar es el carácter global de la consolidación fiscal. Cuando el resto

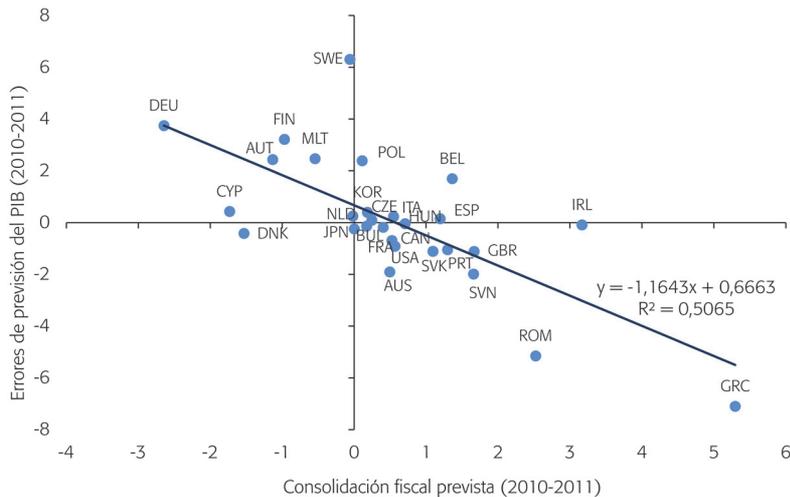
del mundo también restringe la demanda agregada, los efectos negativos de la consolidación son mayores ya que la demanda externa deja de ser un factor de compensación del ajuste de la demanda interna. Esta situación se agrava si además la política monetaria está restringida por el suelo de los tipos de interés, como ocurre en la actualidad (FMI, 2010).

Todos estos factores sobre el estado de la economía sugieren que los multiplicadores fiscales en la actual recesión son más elevados que los estimados en condiciones normales.

Todos estos factores sobre el estado de la economía sugieren que los multiplicadores fiscales en la actual recesión son más elevados que los estimados en condiciones normales. En este sentido la evidencia internacional más reciente ha sido presentada por el FMI (Blanchard y Leigh, 2013). Su ejercicio consiste en comparar los errores en la previsión del crecimiento del PIB de los países desarrollados del G-20 y europeos durante 2010 y 2011 con el ajuste previsto al inicio de 2010 en los programas de consolidación fiscal para esos dos años. Suponiendo que las previsiones de PIB se

Gráfico 2

Errores de previsión del PIB y magnitud programada de la consolidación fiscal (2010-2011)



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

obtienen con el modelo correcto, ambas variables no deberían presentar correlación alguna; sin embargo, las estimaciones proporcionan una correlación negativa y estadísticamente significativa (véase gráfico 2), sugiriendo que los multiplica-

El FMI concluye que los multiplicadores fiscales en este episodio de crisis son sustancialmente mayores, habiéndose infraestimado, por tanto, el coste económico de las consolidaciones fiscales que se están llevando a cabo en la actualidad.

dores fiscales en la actualidad son mayores que los utilizados en el modelo de previsión (alrededor del 0,5). En consecuencia, el FMI concluye que los multiplicadores fiscales en este episodio de crisis son sustancialmente mayores, situándose en un rango entre 0,9 y 1,7.

Este resultado empírico ha levantado bastante polémica, al poner en cuestión el actual proceso de consolidación fiscal, en particular en muchos países europeos. Por este motivo, la Comisión Europea (2012) ha reproducido el ejercicio del FMI para los países de la zona euro, encontrando que los resultados no son robustos. Este les lleva a concluir que no se puede afirmar que las consolidaciones fiscales estén teniendo un coste adicional al previsto inicialmente. La Comisión Europea obtiene también una correlación significativa entre estas dos variables y de una magnitud similar a la obtenida por el FMI cuando considera solo a los países de la eurozona. Sin embargo, cree que hay que tener en cuenta dos factores al realizar dicho ejercicio. En primer lugar, en 2010 hay que diferenciar a los países que ya estaban tomando medidas de consolidación fiscal permanente de aquellos que estaban llevando a cabo una expansión fiscal transitoria (por ejemplo, Alemania o Finlandia). En segundo lugar, Grecia no debe estar en el grupo de países que estaba consolidando, ya que su programa de ajuste no generó la suficiente confianza en el sector privado (y, de hecho, tuvo que reestructurar su deuda en

febrero de 2012). Cuando se considera solo al grupo de países de la zona euro que han realizado programas de consolidación en el período 2010-2011 la correlación entre ambas variables no es estadísticamente significativa.

En consecuencia, la Comisión Europea acepta que tras la crisis financiera de 2008 el multiplicador fiscal es mayor que si la consolidación se realizara en circunstancias normales; sin embargo, la evidencia es consistente con un multiplicador fiscal que, en promedio, sigue siendo menor a la unidad para los países de la zona euro. Además, según esta institución, hay que tener en cuenta los riesgos de que no se proceda a alcanzar una senda de deuda pública sostenible en el caso de los países más vulnerables y sujetos a la presión de los mercados financieros.

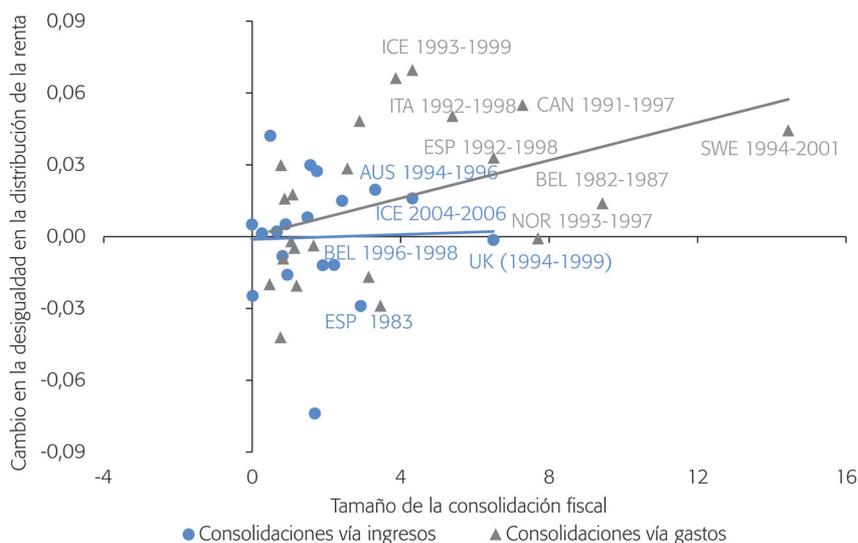
La Comisión Europea acepta que tras la crisis financiera de 2008 el multiplicador fiscal es mayor que si la consolidación se realizara en circunstancias normales.

Finalmente, es necesario recordar que los multiplicadores fiscales tratan de captar el impacto promedio de las medidas discrecionales de la política fiscal. Sin embargo, no todos los individuos y colectivos se ven afectados de la misma forma. En concreto, diversos estudios (véase, por ejemplo, FMI, 2012) han encontrado como los procesos de consolidación fiscal suelen venir acompañados de un aumento de la desigualdad en la distribución de la renta. Además, este incremento de la desigualdad suele ser mayor cuando la consolidación fiscal descansa en mayor medida sobre reducciones del gasto que en aumentos de impues-

Se pueden diseñar programas de consolidación fiscal que combinen adecuadamente medidas por el lado de los gastos y de los ingresos, de forma que sean eficaces en el ajuste fiscal sin poner en riesgo la cohesión social.

Gráfico 3

Desigualdad y consolidaciones fiscales: distintos programas



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

tos (véase gráfico 3). Esto se debe a que el peso de las transferencias públicas (gasto público) en la renta de los hogares es más elevado en las familias con menores niveles de ingresos. En cambio, en el caso de los impuestos, al existir una cierta progresividad, recaen en mayor medida en los individuos con rentas más altas.

Se podría pensar que esto pondría de manifiesto la existencia de una cierta relación de intercambio entre la eficacia de las consolidaciones fiscales y el mantenimiento de la cohesión social. Sin embargo, ni todas las partidas de gasto afectan a la desigualdad en la distribución de la renta de la misma forma (por ejemplo una reducción del gasto público elevando la edad de jubilación reduce la desigualdad), ni todos los aumentos de impuestos la reducen (por ejemplo, un aumento de las cotizaciones sociales aumenta la desigualdad al existir cotizaciones máximas). Esto sugiere que se pueden diseñar programas de consolidación fiscal que combinen adecuadamente medidas por el lado de los gastos y de los ingresos, de forma que sean eficaces en el ajuste fiscal sin poner en riesgo la cohesión social.

Referencias

- ALESINA, A., y S. ARDAGNA (2010), "Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending", NBER Capítulos, en: *Tax Policy and the Economy*, Vol. 24, pp. 35-68.
- ALESINA, A. y R. PEROTTI (1995), "Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries", *NBER Working Papers*, 5214, National Bureau of Economic Research, Inc.
- AUERBACH, A. J. e Y. GORODNICHENKO (2012), "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion," en A. ALESINA y F. GIAVAZZI (eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press.
- BATINI, N., CALLEGARI, G. y G. MELINA (2012), "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan", *IMF Working Paper*, 12/190, julio.
- BLANCHARD, O. y C. COTTARELLI (2010), "Ten Commandments for Fiscal Adjustment in Advanced Economies", VoxEU.org, 28 junio.
- BLANCHARD, O. y D. LEIGH (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Paper*, 13/1, enero.

- CANZONERI, M., COLLAR, F., DELLAS, H. y B. DIBA (2011), *Fiscal Multipliers in Recessions*, Georgetown University, Mimeo.
- CHRISTIANO, L., EICHEMBAUN, M. y S. REBELO (2011), "When Is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 119(1), páginas 78-121.
- COMISIÓN EUROPEA (2012), "European Commission Forecast. Autumn 2012", *European Economy* 7/2012, pp. 41-44.
- CORSETTI, G., MEIER, A. y G. MÜLLER (2012), "What Determines Government Spending Multipliers?", *CEPR Discussion Papers* 9010.
- DELONG, J. B. y L. SUMMERS (2012), *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, trabajo presentado en la primavera de 2012 Brookings Panel.
- EGGERTSSON (2010), "What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?" *NBER Macroeconomic Annual* 2010.
- FAVERO, C., y F. GIAVAZZI (2012), "Reconciling VAR based and Narrative Measures of the Tax Multiplier," *American Economic Journal: Economic Policy*, próxima publicación.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2010), *World Economic Outlook*, octubre.
- (2012), *Fiscal Monitor*, octubre.
- GALÍ, J., D. LÓPEZ-SALIDO, J. y J. VALLÉS (2007), "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption", *Journal of the European Economic Association*, marzo 2007, vol. 5 (1), 227-270.
- GIAVAZZI, F. y M. Pagano (1990), "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries", NBER Capítulos, en: *NBER Macroeconomics Annual 1990*, Volume 5, pp. 75-122 National Bureau of Economic Research, Inc.
- PEROTTI, R. (2011), "The Effects of Tax Shocks on Output: Not So Large, But Not Small Either," *NBER Working Paper*, 16786.

El petróleo y la economía en el siglo XXI

María Dolores Gadea*

Los fuertes incrementos en el precio del petróleo durante la primera década del siglo XXI, superando los máximos históricos alcanzados en la década de los setenta, han reabierto el debate sobre la magnitud del efecto negativo que subidas en los precios del crudo provocan en las principales economías desarrolladas. Se concluye que el precio del petróleo ha tenido un impacto estadísticamente significativo y positivo sobre la inflación y sobre el crecimiento económico en la primera década del siglo XXI, incluso durante la profunda crisis económica y financiera global. Es necesaria más investigación para identificar con precisión los canales de transmisión de esos efectos.

El precio del barril de crudo es una variable de referencia en la coyuntura económica por lo que se han dedicado grandes esfuerzos científicos a explicar el vínculo existente entre la evolución del mercado del crudo y la actividad económica. Este interés alcanzó su punto álgido a raíz de la experiencia de los años setenta, cuando importantes alzas del precio del petróleo coincidieron con una profunda recesión en los países desarrollados, al tiempo que se producía una inflación generalizada. En este artículo se aporta evidencia empírica sobre la relación existente entre el precio del petróleo y el ritmo de crecimiento de la producción y la tasa de inflación. Se observa que el impacto significativo de un shock en el precio del petróleo, positivo no solo sobre la inflación sino también sobre el crecimiento económico se acentúa al introducir los datos más recientes, marcados por la profunda crisis económica y financiera global. Sin embargo, puede resultar dudoso que este efecto significativamente positivo desde el punto de vista estadístico pueda interpretarse como una relación causal.

Evolución histórica del precio del petróleo

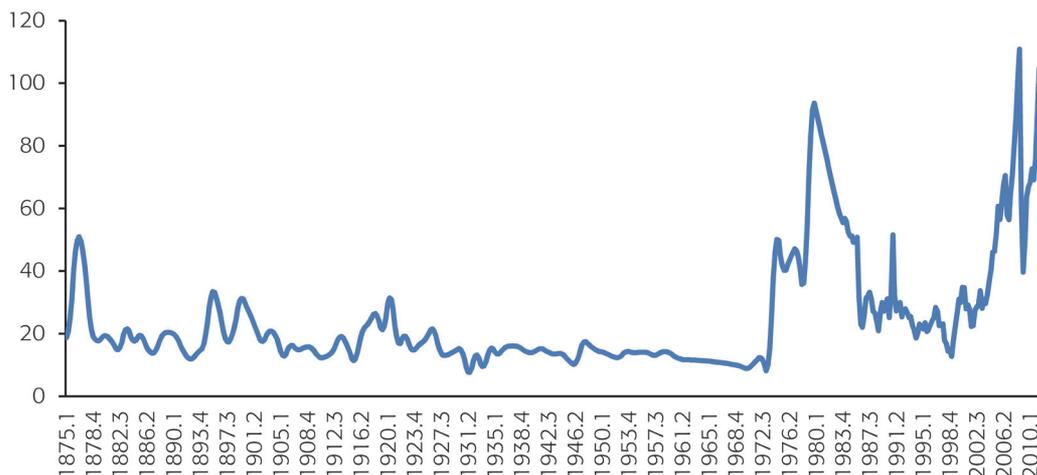
Desde que en 1859 en Pensilvania se explotó por primera vez un pozo petrolífero, el crudo y sus derivados fueron convirtiéndose paulatinamente en una de las principales fuentes de energía primaria y el desarrollo de la industria quedó defini-

tivamente ligado a los avatares que se producirían en los mercados petrolíferos. El gráfico 1 presenta la evolución del precio del petróleo desde que se tienen las primeras estadísticas en 1861 hasta la actualidad. De acuerdo con Dvir y Rogoff (2009) pueden distinguirse tres periodos. Los primeros pasos de la explotación de los yacimientos petrolíferos y algunos *shocks* como la guerra de Secesión

* Universidad de Zaragoza.

Gráfico 1

Evolución histórica del precio del petróleo



Notas: Las series proceden de British Petroleum's *Statistical Review of World Energy*, se revisan anualmente y están disponibles en <http://www.bp.com/statisticalreview>. Los precios están expresados en US dólares por barril.

definen una primera etapa comprendida entre 1861 y 1878, caracterizada por una volatilidad extremadamente elevada y precios generalmente altos. La segunda, entre 1878 y 1972, fue una etapa menos volátil y con precios habitualmente más reducidos, como consecuencia de la consolidación del mercado y la ausencia de alteraciones significativas. Finalmente, el periodo que se inicia en 1972 y se extiende hasta la actualidad representa una vuelta a la volatilidad de la primera etapa identificada, con importantes subidas de precios. De hecho, en las etapas inicial y final, los precios del petróleo fueron significativamente más volátiles y persistentes que durante el intervalo central.

Una evolución más detallada del precio del petróleo con datos mensuales desde 1947.1 hasta 2012.10 se presenta tanto en niveles como en tasas de crecimiento en el gráfico 2. Tras la Segunda Guerra Mundial (SGM) la demanda de petróleo aumentó paulatinamente como consecuencia del auge de la industria del automóvil. Varios episodios puntuales como la guerra de Corea en 1952-1953 o la crisis de Suez en 1956-1957 fueron los hechos

más destacados hasta la década de los setenta, cuando se producen las primeras perturbaciones importantes en el siglo XX. Tras unas suaves subidas iniciales agravadas por la depreciación del dólar como consecuencia de la caída de Bretton-Woods, dos importantes hechos, el embargo de la OPEP¹, consecuencia del conflicto árabe-israelí, y la revolución iraní y posterior guerra entre Irán e Irak, desequilibraron el mercado internacional del crudo. Circunstancias que dieron lugar a fuertes alteraciones en el precio del petróleo y desencadenaron importantes convulsiones en los países desarrollados, que se tradujeron en una caída de la actividad económica y una elevada inflación. A esta agitada década le siguió un periodo de mayor calma, hasta que la primera guerra del Golfo, en 1990-1991, supuso una nueva y fuerte alteración del precio del petróleo. A medida que avanzaba la década de los noventa, y una vez superada la crisis financiera asiática de 1998, se produjo un incremento de la demanda por parte de los países de nueva industrialización, en especial del sudeste asiático. En 2003, la huelga general de Venezuela y la segunda guerra del Golfo supusieron una nueva

¹ La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) es una organización intergubernamental con filosofía de cártel, fundada en 1960 con el objeto de coordinar las políticas petroleras de los países miembros y defender sus intereses como naciones productoras.

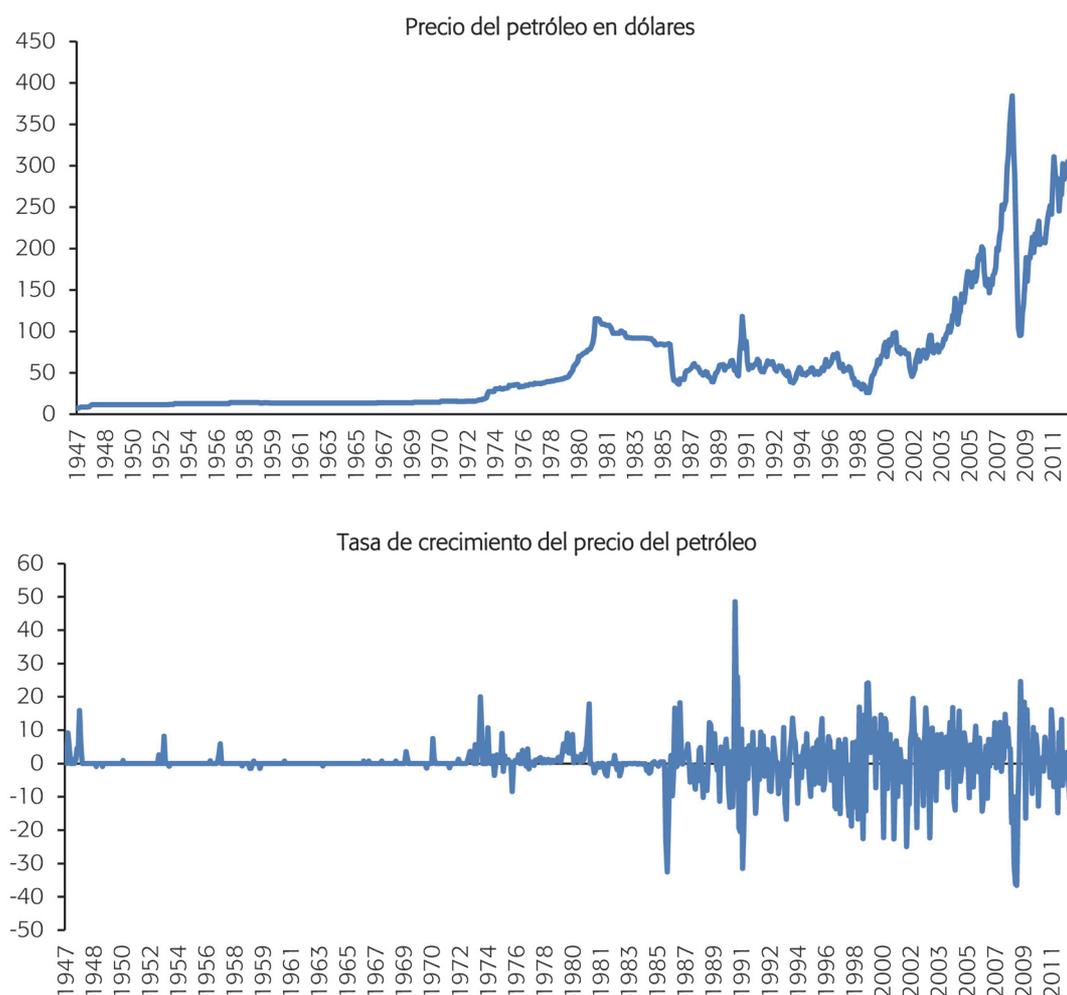
alteración en los mercados petrolíferos que se trasladó al precio del barril. Finalmente, el fuerte crecimiento económico que se produjo a nivel global, trasladando importantes presiones a la demanda de crudo, junto con cierto estancamiento de la oferta provocaron nuevos y notables incrementos del precio del petróleo en 2007 y 2008, cuando alcanzó los niveles más elevados en la experiencia post-SGM. En ese momento se inició la crisis económica mundial, conocida como la Gran Recesión, aunque para su gestación los factores financieros parecen haber sido más importantes que

los relacionados con los elevados precios de las materias primas.

El mercado del petróleo se ha visto sacudido desde los años setenta hasta la actualidad por numerosos shocks, habitualmente dominados por los conflictos geopolíticos, aunque en los últimos años la presión de la demanda parece haber jugado también un papel relevante.

Gráfico 2

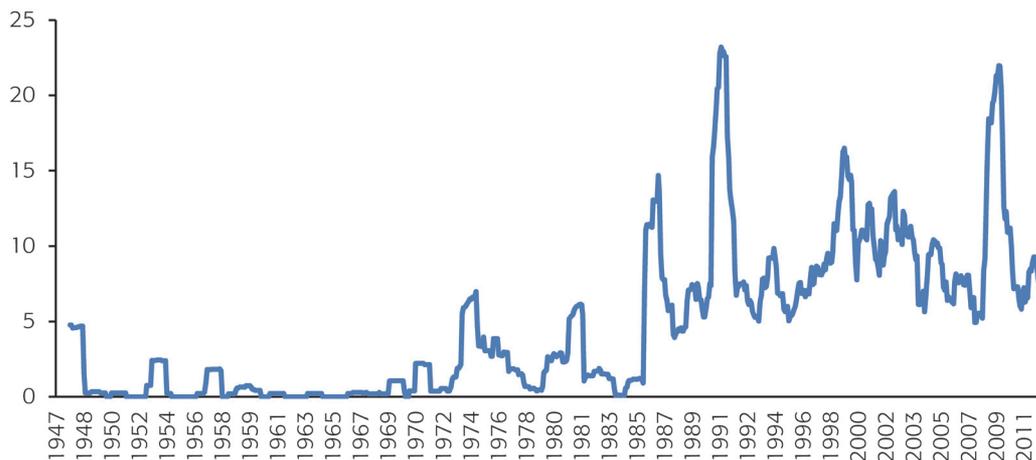
El precio del petróleo tras la Segunda Guerra Mundial



Nota: Los datos corresponden al precio del petróleo de producción doméstica en dólares corrientes (US Bureau of Labor Statistics, <http://www.bls.gov/>).

Gráfico 3

Evolución de la volatilidad del precio del petróleo



En síntesis, el mercado del petróleo se ha visto sacudido desde los años setenta hasta la actualidad por numerosos *shocks*, habitualmente dominados por los conflictos geopolíticos, aunque en los últimos años la presión de la demanda parece haber jugado también un papel relevante. Una descripción más detallada de la evolución de la volatilidad de las variaciones del precio del petróleo se presenta en el gráfico 3 donde se ha calculado la desviación típica para cada año a lo largo de toda la muestra disponible. En él se aprecian claramente los episodios de mayor o menor volatilidad de acuerdo con los *shocks* mencionados. La pregunta relevante es hasta qué punto estas alteraciones han dejado algún tipo de huella en las principales variables macroeconómicas.

El precio del petróleo y la macroeconomía

La relación entre el precio del petróleo y la economía real ha sido objeto de estudio de una prolífica literatura tanto empírica como teórica, aunque se ha centrado con especial énfasis en la economía americana². En particular, Hamilton (2008), tras una amplia revisión de la literatura, concluye que la relación encontrada entre el precio del petróleo

y el crecimiento económico no es fruto de la casualidad sino que tiene una sólida base de transmisión al sector real a través de la contracción del gasto de familias y empresas. En cambio, para Kilian (2008a) los mecanismos son más complejos, y en su trabajo señala que no podemos considerar el precio del petróleo como un factor exógeno y deberíamos introducirlo en modelos de equilibrio general. La interacción de la demanda y la oferta de petróleo y sus efectos sobre el precio aparecen también analizados con detalle en Hamilton (2008, 2009).

En general, existe un consenso acerca del efecto significativo que tuvieron las fluctuaciones del precio del petróleo durante los años setenta en las principales magnitudes macroeconómicas.

La mayor parte de los trabajos que analizan el impacto internacional de los *shocks* en el precio del petróleo se centran en evaluar su efecto en la inflación y el crecimiento económico [Blanchard y Gali (2008), Kilian (2008b) y Jiménez-Rodríguez y Sánchez (2005), entre otros]. En general, existe un consenso en la literatura empírica acerca del efecto significativo que tuvieron las fluctuaciones

² Un amplio panorama de la literatura puede consultarse en Gómez-Loscos, Gadea y Montañés (2011).

del precio del petróleo durante los años setenta en las principales magnitudes macroeconómicas. Por el contrario, esta conclusión no parece ser válida para las décadas de los ochenta y los noventa, y muchos autores sostienen que el efecto del precio del petróleo en la economía real comenzó a desvanecerse a mediados de los ochenta, cuando el mercado del crudo vivió un periodo de relativa calma.

La mayor eficacia de la política monetaria, tanto en su capacidad de estabilizar el *output-gap* y conseguir los objetivos de inflación como en su credibilidad, y la reducción de la dependencia del petróleo, debido tanto al desarrollo de fuentes de energía alternativas como a una mayor eficiencia energética, son algunos de los elementos habitualmente citados para explicar la pérdida de influencia del petróleo en la actividad económica. En la literatura se consideran tres tipos de explicaciones para el descenso de la variabilidad macroeconómica. En concreto, cambios estructurales (por ejemplo, la mejora en la gestión de inventarios de las empresas), un avance de las políticas macroeconómicas (fundamentalmente, la política monetaria) y la “buena suerte” (como puede ser la ausencia de *shocks* importantes en la economía). La llamada Gran Moderación, entendida como una reducción de la volatilidad en el crecimiento económico y la inflación, que se observa a partir de mediados de los años ochenta en Estados Unidos, añade nueva evidencia a favor de esa pérdida de efecto del precio del petróleo. Sin embargo, la nueva ola de volatilidad que comenzó en los años 2000 puso en duda esta afirmación.

Tomando este hecho como punto de partida, en un trabajo reciente, Gómez-Loscos, Gadea y Montañés (2011) analizan el impacto de los *shocks* en el precio del petróleo entre 1970 y 2008 en los países del G7. Utilizando varias técnicas econométricas identifican cuatro periodos diferenciados en el conjunto de la muestra en la relación entre precios del petróleo, inflación y crecimiento económico³, lo que permite analizar el efecto del precio del petróleo en las dos variables macro en cada uno de ellos. Estos

autores encuentran evidencia de una reducción en la respuesta del *output* y los precios en los siete países analizados tras la década de los setenta, cuando el efecto fue más significativo, y hasta finales de los noventa. Confirmando que, en efecto, la influencia del precio del petróleo en la macroeconomía se fue debilitando durante los ochenta y noventa, en línea con lo que apuntaba la literatura.

Sin embargo, a diferencia de lo obtenido en los trabajos previos, en el último periodo, que cubre desde aproximadamente el año 2000 hasta el inicio de la Gran Recesión, Gómez-Loscos, Gadea y Montañés (2011) identifican que el impacto del precio del petróleo en las variables macroeconómicas (principalmente en los precios) recobra algo de su importancia inicial, aunque con menor intensidad que en los setenta. Así, en el conjunto del periodo considerado, la mayoría de los efectos más significativos coinciden con los grandes aumentos del crudo en los setenta. Si bien el análisis confirma que la reciente y fuerte variabilidad de los precios del petróleo en los años 2000 ha tenido un impacto, aunque limitado, en la actividad económica concentrado, fundamentalmente, en los precios. Estos resultados abrían una nueva línea de investigación para identificar las posibles causas de este *revival* del impacto de los *shocks* del precio del petróleo y sus canales de transmisión.

De hecho, al estudiar la relación entre las tres variables consideradas, en los siete países encuentran un cambio estadísticamente significativo en torno al año 2000. No obstante, la muestra considerada en el trabajo termina en 2008, momento en el que comienza la reciente crisis financiera internacional. Lo que lleva a ir un paso más allá y plantear la cuestión de si estos resultados tienen vigencia en el contexto económico que la ha sucedido. Es decir, si se observa algún cambio a partir de 2008 y la Gran Recesión ha afectado a esta relación. Preguntas a las que se intenta contestar en lo que sigue de este trabajo.

Para ello, en primer lugar se ha repetido el análisis de cambios estructurales con la muestra actua-

³ La primera ruptura se encuentra en todos los países entre 1980-1983, lo que definiría un primer periodo desde 1970 hasta el comienzo de los ochenta; en la segunda hay más heterogeneidad y se localiza entre 1987 y 1995; finalmente, se halla una tercera ruptura entre 1999 y 2001.

Cuadro 1

Cambios estructurales (1970-2012)

	Ruptura 1	Ruptura 2	Ruptura 3
Alemania	1981.1	1993.3	2002.4
Canadá	1982.3	1991.2	2000.2
Estados Unidos	1981.2	1990.3	2000.4
Francia	1980.3	1989.1	2000.3
Italia	1980.1	1991.3	2000.4
Japón	1980.3	1995.2	2003.4
Reino Unido	1980.1	1992.1	2003.4

Nota: Cambios estructurales en la relación entre el precio del petróleo, el crecimiento económico y la inflación.

lizada hasta el tercer trimestre de 2012. Como se aprecia en el cuadro 1, en los siete países se identifican tres rupturas en periodos muy similares, la primera tras las elevaciones del precio del petróleo de los setenta, la segunda en torno al comienzo de los noventa cuando vuelve a agitarse el mercado internacional del crudo y, finalmente, se mantiene el cambio a comienzos del siglo XXI, aunque en algunos países se retrasa algunos trimestres con respecto al resultado del trabajo anterior. Por consiguiente, la Gran Recesión no introduce una nueva ruptura en la relación.

En el cuadro 2, como paso preliminar a un análisis más formalizado, se presenta la estadística descriptiva por décadas de la serie mensual de variaciones del precio del petróleo. Se observa con claridad que el precio del petróleo ha registrado en lo que va del presente siglo las mayores elevaciones en media y la mayor volatilidad en relación al resto

de periodos. Por ello, en el siguiente epígrafe nos centraremos en esta última etapa.

El precio del petróleo ha registrado en lo que va del presente siglo las mayores elevaciones en media y la mayor volatilidad.

La década de los 2000

Para valorar el efecto de los *shocks* en los precios del petróleo sobre las principales variables económicas en los primeros años del siglo XXI se repite el ejercicio econométrico de Gómez-Loscos, Gadea y Montañés (2011) considerando las nuevas rupturas y extendiéndolo hasta la actualidad. En este sentido, se plantea un modelo VAR (vecto-

Cuadro 2

El crecimiento del precio del petróleo por periodos

Periodos	Media	Desviación típica
1970.1-1979.4	14,91	20,13
1980.1-1989.4	5,64	30,78
1990.1-1999.4	2,79	32,03
2000.1-2012.3	22,39	35,75

Notas: Se consideran datos cuatrimestrales desde 1970.1 hasta 2012.3. Se calcula la tasa de variación como la primera diferencia logarítmica, multiplicada por 100.

res autoregresivos), de forma que la variación del precio del petróleo, considerada exógena en el sistema, puede afectar simultáneamente tanto al crecimiento económico como a la inflación, es decir, a las dos variables endógenas⁴. Una vez estimado el modelo, es posible calcular los efectos multiplicadores o elasticidades, a largo plazo sobre ambas variables y su significatividad. Como se observa en el cuadro 3, los cambios en el precio del petróleo resultan significativos en la mayoría de los países del G7 tanto sobre el crecimiento de la producción como en la inflación, con la única excepción de Alemania en el caso de la inflación y Reino Unido y Estados Unidos en el del crecimiento del PIB⁵. Estos resultados se mantienen tanto usando el test de la *F* como calculando los intervalos de confianza por métodos *bootstrap*. Sin embargo, los resultados de los multiplicadores hasta el año 2008 mostraban un efecto más reducido de las variaciones en el precio del petróleo sobre el cre-

cimiento del producto y muy similar al obtenido extendiendo la muestra sobre la inflación. En concreto, el efecto sobre el PIB era significativo, aunque muy reducido, en tres países (Francia y Japón, donde era positivo, y Reino Unido, con un efecto negativo). El impacto sobre la inflación era positivo y significativo en cinco países (Estados Unidos, Canadá, Francia, Reino Unido e Italia). Por tanto, en el periodo de la Gran Recesión se habría producido, en general, una intensificación de los efectos del crudo sobre las principales variables económicas.

Si nos centramos en la evolución de inflación, en todos los países se observa una acusada reduc-

Los cambios en el precio del petróleo resultan estadísticamente significativos en la mayoría de los países del G7 tanto sobre el crecimiento de la producción como en la inflación.

Cuadro 3

Efectos del precio del petróleo durante los años 2000

	Sobre el PIB		Sobre la inflación	
	multiplicador	F-test	multiplicador	F-test
Alemania	0,02 (0,01; 0,03)	13,68**	0,01 (0,00; 0,01)	3,70
Canadá	0,02 (0,01; 0,04)	10,37**	0,02 (0,01; 0,04)	5,62**
Estados Unidos	0,01 (-0,01; 0,03)	1,18	0,06 (0,03; 0,10)	13,89**
Francia	0,01 (0,00; 0,02)	6,56**	0,03 (0,02; 0,07)	14,16**
Italia	0,01 (0,00; 0,03)	6,78**	0,31 (-1,26; 1,21)	24,29**
Japón	0,01 (0,01; 0,02)	6,90**	0,04 (0,02; 0,07)	26,37**
Reino Unido	-0,02 (-0,09; 0,02)	1,65	0,11 (0,03; 0,29)	29,15**

Nota: ** Los multiplicadores a largo plazo se han calculado a partir de los parámetros estimados del modelo VAR para los años 2000, respetando el punto de ruptura localizado endógenamente.

⁴ Es preciso señalar que mientras el precio del petróleo se utiliza en dólares, las variables nacionales se miden en moneda nacional y, en consecuencia, el efecto del tipo de cambio no se considera en el modelo. No existe consenso en la literatura sobre la conveniencia de su inclusión o no, si bien varios autores encuentran que en los últimos años se ha producido una notable reducción de la transmisión del tipo de cambio del precio del petróleo a la inflación.

⁵ Se han repetido los cálculos con 4 retardos para considerar una estructura dinámica más rica, si bien no son significativos y por eso se omiten en el texto principal. Los resultados que se obtienen modifican sustancialmente los signos, magnitud y significatividad de los multiplicadores. En concreto, el efecto sobre el PIB es menor, no significativo en todos los países y negativo en la mayoría; en el caso de la inflación se mantiene la influencia positiva (aunque menor) y significativa en Japón, Italia, Reino Unido y Estados Unidos. A pesar de su falta de significatividad estadística estos resultados encajarían mejor con la teoría económica.

Gráfico 4

Inflación y variación del precio del petróleo

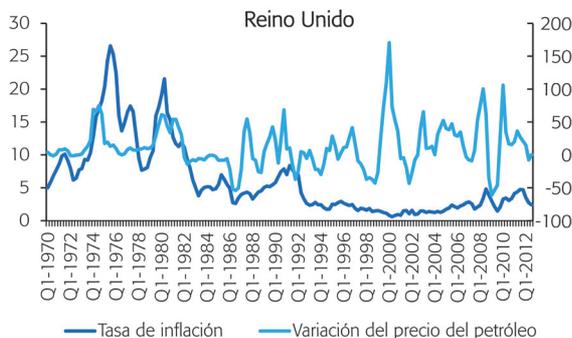
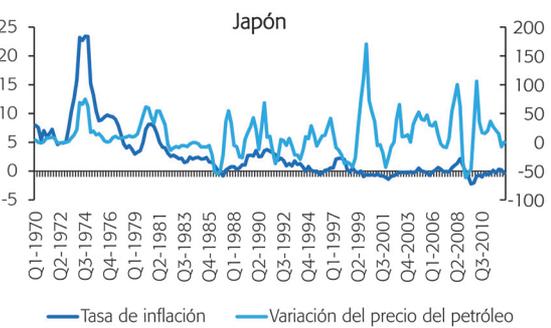
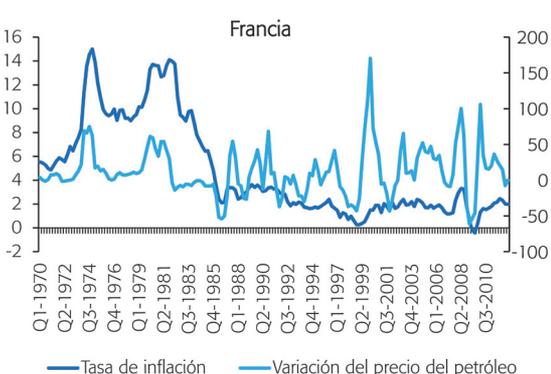
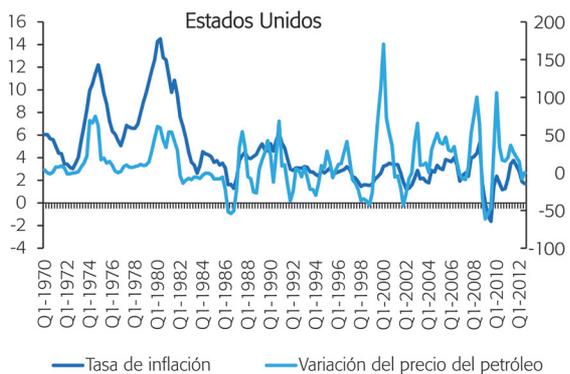
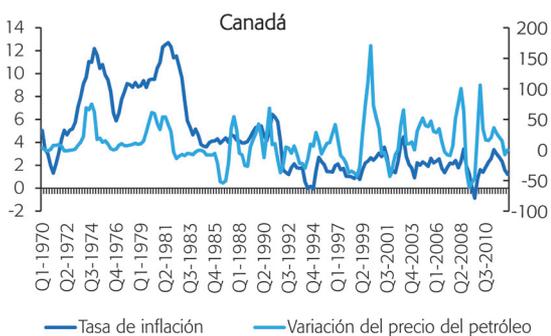
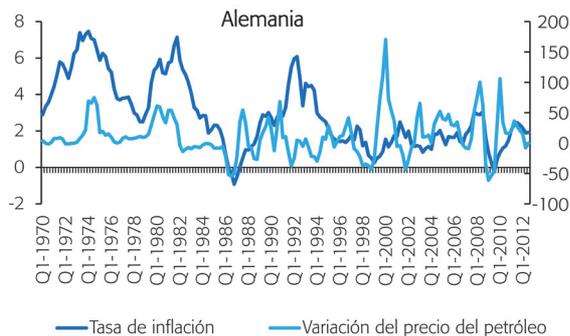


Gráfico 5

Crecimiento del PIB y del precio del petróleo



ción tanto de su nivel como de su volatilidad desde mediados de los años ochenta, lo que se ha interpretado en la literatura como un elemento más de la Gran Moderación y se ha vinculado a la mayor eficacia y credibilidad de la política monetaria. De modo que, a diferencia de lo ocurrido en los setenta, la inflación no ha respondido a las alteraciones de los precios internacionales del crudo que en momentos puntuales en los noventa y, más generalizadamente, a partir del nuevo siglo se han producido con incluso mayor intensidad que antaño. No obstante, la influencia positiva de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación parece haberse intensificado a medida que entramos en la primera década del siglo XXI (véase el gráfico 4). Este efecto que se ha visto acrecentado por la Gran Recesión, caracterizada por una importante deflación en la mayor parte de los países desarrollados (mientras que, de forma paralela, se producía una fuerte caída en los precios del petróleo en 2008 y una importante desaceleración de los mismos en la última parte de la muestra), tal y como muestran los resultados de este trabajo.

Al observar el efecto sobre el producto, resulta especialmente llamativo que en todos los casos en que la variación del precio del petróleo tiene un efecto significativo sobre el crecimiento del PIB, este es positivo, aunque muy reducido, en contra de lo que la teoría económica parece indicar. Si bien si nos atenemos a la estadística este resultado no debería sorprendernos. Como se aprecia en el gráfico 5, el habitual *trade-off* entre ambas variables parece haberse modificado en los últimos años y ambas se mueven al unísono. Especialmente significativo es lo ocurrido a lo largo de 2008 cuando la fuerte caída en el precio del petróleo se produce al mismo tiempo que la de la actividad económica. Este resultado, plantea dudas acerca de si puede o no establecerse una verdadera relación causal entre ambas variables o si la coincidencia en el tiempo de movimientos sincrónicos, motivados en el caso del PIB por razones distintas a la variación de los precios del crudo, es lo que realmente está detrás de esta relación.

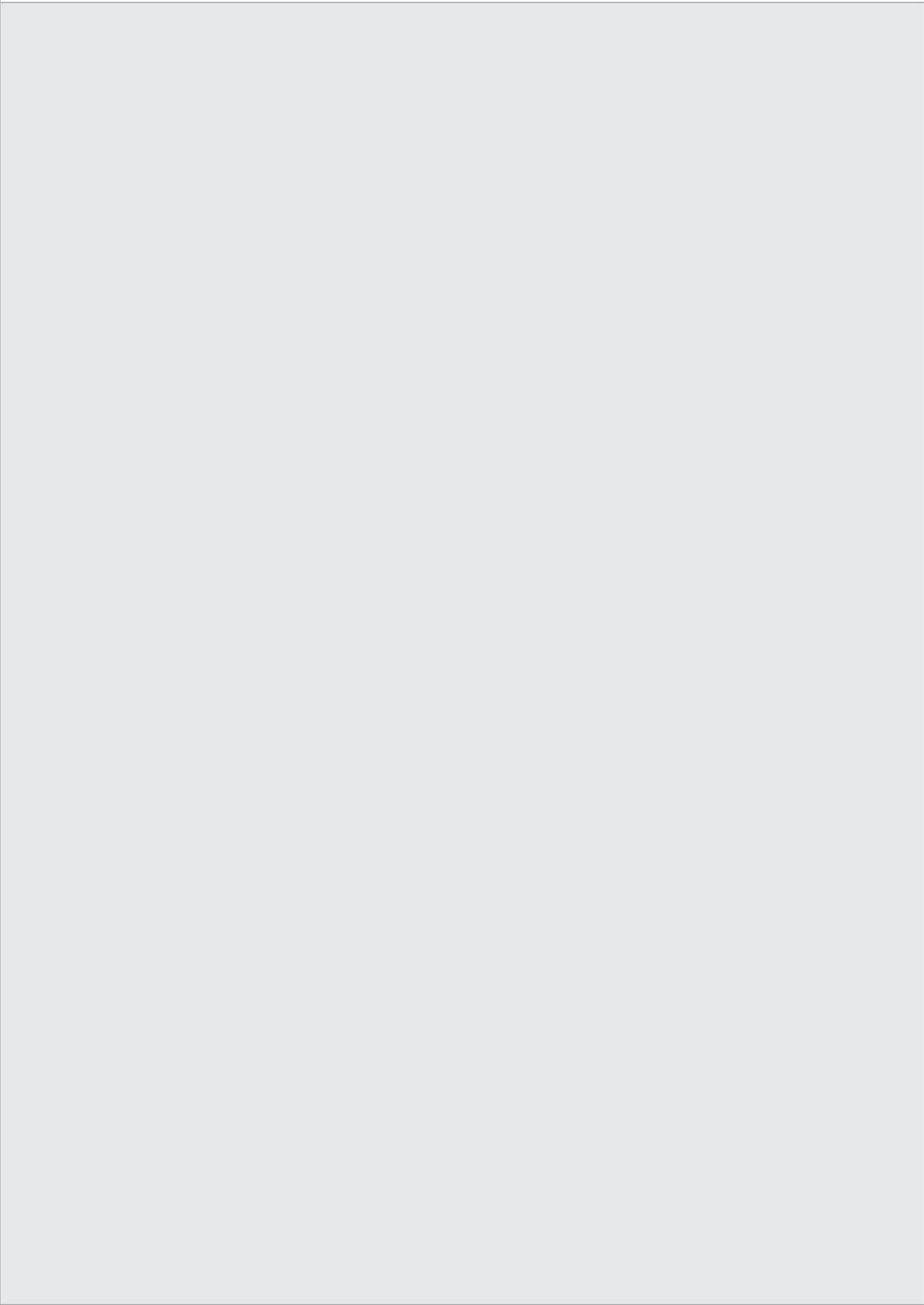
Es necesario analizar con detalle el efecto que las variaciones en los precios de petróleo han provocado tanto en las decisiones de producción como de consumo.

En suma, la volatilidad mostrada por el precio del petróleo durante los primeros años del siglo XXI se ha traducido en un mayor efecto sobre las principales variables macroeconómicas, como parecía apuntar el trabajo de Gómez-Loscos, Gadea y Montañés (2011) con datos hasta 2008. Al alargar la muestra hasta el momento actual se observa que el impacto significativo de un *shock* en el precio del petróleo, positivo no solo sobre la inflación sino también sobre el crecimiento económico, se acentúa al introducir los datos más recientes, marcados por la profunda crisis económica y financiera global. Sin embargo, puede resultar dudoso que este efecto significativamente positivo desde el punto de vista estadístico pueda interpretarse como una relación causal. Por tanto, es necesario analizar con detalle el efecto que las variaciones en los precios de petróleo han provocado tanto en las decisiones de producción como de consumo, además de identificar de forma precisa cómo han funcionado los canales de transmisión ante estos *shocks* y explorar la existencia de otros adicionales y su posible inclusión en modelos dinámicos de equilibrio general. En consecuencia, los resultados obtenidos en este trabajo conducen a una revisión de la relación encontrada entre los *shocks* en los precios del petróleo y las principales variables económicas a lo largo de varias décadas y valorar cuál es la influencia real del petróleo en la economía.

Referencias

- BLANCHARD, O. J. y J. GALÍ (2008), "The macroeconomic effects of oil price shocks: why are the 2000s so different from the 1970s?". *Working Paper*, 07-21, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics.
- DVIR, E. y K. ROGOFF (2009), *The Three Epochs of Oil*, manuscrito.

- GÓMEZ-LOSCOS, A., GADEA, M. D. y A. MONTAÑÉS (2011), "Economic Growth, inflation and oil shocks. Are the 1970s coming back?", *Applied Economics*, 44: 4575-4586.
- HAMILTON, J. D. (2008), "Oil and the macroeconomy", en DURLAUF, S. N. y L. E. BLUME (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2ª ed., Palgrave Macmillan, Houndmills, UK y New York.
- (2009), "Understanding Crude Oil Prices", *Energy Journal* 30(2): 179-206.
- JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ, R. y M. SÁNCHEZ (2005), "Oil Price Shocks and Real GDP Growth: Empirical Evidence for Some OECD Countries" *Applied Economics*, 37: 201–228.
- KILIAN, L. (2008a), "The economic effects of energy price shocks", *Journal of Economic Literature*, 46: 871–909.
- (2008b), "A comparison of the effects of exogenous oil supply shocks on output and inflation in the G7 countries", *Journal of the European Economic Association*, 6(1): 78-121.



Discapacidad y mercado de trabajo

Vanesa Rodríguez Álvarez*

Aproximadamente un 9% de la población española presenta una discapacidad; y si nos centramos únicamente en la población en edad de trabajar, las personas con discapacidad suponen casi el 5%. Estos datos contribuyen a reforzar la importancia del análisis de su participación laboral; no solo por ser un colectivo, en situación de desventaja, objeto de políticas tanto sociales como laborales, sino también por su entidad numérica. La integración del discapacitado en el ámbito laboral es una vía para conseguir el desarrollo pleno de su personalidad, a través de la independencia personal y económica que otorga la participación activa en el mercado de trabajo. Por lo tanto, el estudio de la situación de estos individuos una vez se incorporan al mercado de trabajo resulta imprescindible para conocer un aspecto importante de su realidad social y, así poder aplicar las medidas necesarias para facilitar su completa inserción en el mundo laboral.

Las políticas destinadas a las personas con discapacidad en España han dado un giro en los últimos años, pasando de una política basada en la garantía de ingresos hacia una política que ve el empleo como la principal herramienta de integración social de este colectivo. Sin embargo, en un contexto de crisis económica como el actual, en el que los ingresos públicos se han visto redu-

cidos de forma sustancial con la correspondiente reducción del gasto público, resulta interesante profundizar en el análisis de la empleabilidad de este colectivo. Aunque el porcentaje que supone el gasto en políticas de integración de personas con discapacidad sobre el total en políticas activas es inferior al 15%, esta cifra ha aumentado de forma gradual en los últimos años. De estas políticas, son las relacionadas con el empleo protegido las que suponen una mayor proporción de recursos: aproximadamente la mitad del gasto destinado a políticas de integración de las personas con discapacidad en el mercado de trabajo.

A pesar del claro interés del estudio de la integración laboral de este colectivo son escasos los estudios que abordan este tema desde un punto de vista económico; la mayoría se centran en aspectos relacionados con la psicología, la sociología y la medicina terapéutica. Esta falta de estudios, al menos a nivel nacional, quizás sea consecuencia de la escasez de fuentes de información sobre las personas con discapacidad y el mercado de trabajo que limita, entre otros aspectos, el estudio de los centros especiales de empleo (CEE).

En la tesis doctoral de referencia¹ se presentan tres ensayos sobre diferentes aspectos de la relación de las personas con discapacidad con el

* Universidad de Oviedo.

¹ Este artículo sintetiza los principales resultados del libro *Discapacidad y mercado de trabajo: tres análisis empíricos con la muestra continua de vidas laborales* que ha obtenido el Premio Enrique Fuentes Quintana a tesis doctorales que otorga la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas) en la convocatoria 2010-2011.

mercado de trabajo español: la labor de los CEE como puente hacia el mercado de trabajo ordinario; los salarios de las personas con discapacidad y los factores relevantes a la hora de explicar la reincorporación al mercado de trabajo después de una incapacidad permanente. Para su realización se ha utilizado la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL) en su edición de 2008 que permite identificar tanto a los trabajadores con certificado de minusvalía como a los CEE y a los beneficiarios de una prestación por incapacidad permanente. Esta base de datos proporciona información sobre episodios de empleo, de percepción de prestaciones por desempleo, bases de cotización y percepción de pensiones contributivas.

Los centros especiales de empleo como puente hacia el mercado de trabajo ordinario

El primer ensayo contribuye al debate social generado en los últimos años sobre el papel del empleo protegido en la integración laboral de las personas con discapacidad. Por un lado, algunos autores hacen referencia a las peores condiciones de trabajo en este tipo de centros, así como una posible segregación de los beneficiarios del empleo protegido. Por el contrario, otros autores destacan sus aspectos positivos; en muchos casos es la única forma de inserción laboral de determinadas discapacidades, proporciona experiencia laboral, formación y hábitos laborales. En lo que sí parece haber consenso es en la escasa efectividad de estos centros para facilitar el paso del empleo protegido al empleo ordinario, objetivo encomendado por la Ley de Integración Social del Minusválido (Lismi) y punto central de la regulación actual de este tipo de centros, al menos desde la norma jurídica. Sin embargo, hasta el momento la evidencia empírica al respecto es escasa.

Uno de los objetivos es evaluar el efecto que el paso por un CEE tiene en la posterior incorporación al mercado de trabajo ordinario. Con esto no se pretende medir si este tipo de centros facilita el acceso de las personas con discapacidad al mercado de trabajo en general, sino saber si se

cumple el mandato de la Lisimi de actuar como puente entre el mercado de trabajo protegido y el ordinario. Las bases de datos existentes no nos permiten analizar el efecto que este tipo de centros tiene en la reducción de la tasa de paro o el aumento en la tasa de actividad de este colectivo.

Al contrario de lo que ha ocurrido en otros países, en España en los últimos años se ha producido una gran expansión del empleo protegido, tanto en número de centros como en plantilla; más de la mitad de los contratos celebrados con personas con discapacidad en los últimos años han sido en CEE. Sin embargo, la implantación de los CEE en España no es homogénea, presentando importantes diferencias territoriales (se concentran principalmente en el País Vasco, Andalucía, Madrid y Cataluña). Aunque la percepción general es que los trabajadores de CEE suelen tener discapacidades más graves o principalmente psíquicas, lo que dificulta su integración en el mercado de trabajo ordinario, también en este caso hay importantes diferencias territoriales; aunque la discapacidad sensorial es una minoría en todas las comunidades autónomas, la psíquica solo es mayoritaria en alguna de ellas.

Con datos de la MCVL obtenemos que a medida que aumenta la vinculación con los CEE hay una mayor presencia de mujeres y de jóvenes, así como un mayor porcentaje de contratos indefinidos. En general, los trabajadores con discapacidad en CEE presentan una menor cualificación que los trabajadores con discapacidad en empresas ordinarias, lo que en un principio podría explicar sus menores salarios.

En cuanto al análisis de la efectividad de los CEE como puente hacia el mercado de trabajo ordinario los resultados alcanzados indican que el paso por un CEE no favorece la posterior inserción en la empresa ordinaria; además, este efecto es mayor si el paso por un CEE ocurre después de alguna experiencia en el mercado de trabajo ordinario. Tal como se ha indicado anteriormente, esto no implica que no favorezcan la inserción laboral de este colectivo, aspecto que no ha sido objeto de análisis en este caso.

Cabe señalar que las asociaciones vinculadas a los CEE defienden su papel en el tránsito hacia la actividad o como refugio después de que un trabajador con discapacidad no logre mantener su puesto en una empresa ordinaria. Esta última afirmación parece estar respaldada por los resultados de nuestro análisis; es factible suponer que parte de las personas con discapacidad que terminan en un CEE después de abandonar o ser expulsadas del mercado ordinario de trabajo, tengan más difícil volver a reincorporarse al empleo ordinario y que posiblemente de no existir estos centros transitarían a la inactividad.

También resulta llamativo que, a pesar de que el tránsito es un objetivo marcado por ley, las subvenciones a los CEE, no hacen referencia en ningún momento al cumplimiento de este objetivo como requisito para acceder a las mismas, ni se han establecido, al menos a nivel estatal, subvenciones o ayudas directas a la transición de forma que compensen la pérdida de capital humano que sufren los CEE cuando sus trabajadores acceden al empleo ordinario (en algunas comunidades autónomas sí se establecen este tipo de ayudas).

A tenor de los resultados obtenidos parece conveniente, tal como solicitan distintas asociaciones de empleo protegido, una reformulación de los objetivos de los CEE eliminando la referencia al tránsito a la empresa ordinaria y centrándose más en otros aspectos de empleabilidad de las personas con discapacidad y en mejorar las condiciones laborales en estos centros. Si no se quiere renunciar al objetivo de tránsito, se deberían replantear las subvenciones que reciben estos centros vinculándolas, al menos en parte, al cumplimiento de este objetivo de tránsito y compensando la pérdida de capital humano que pueden sufrir.

Diferencias salariales por discapacidad: especial mención a los centros especiales de empleo

En el segundo ensayo se busca profundizar en el conocimiento de las condiciones de trabajo de este

colectivo, haciendo de nuevo una especial mención a los CEE, siendo en este caso el objeto de estudio, los salarios de las personas con discapacidad².

A pesar de que la mayoría de los trabajos sobre la relación de las personas con discapacidad y el empleo hacen referencia a los bajos salarios de este colectivo, el estudio de las diferencias salariales entre personas con y sin discapacidad es relativamente reciente en comparación con otros estudios sobre diferencias salariales (por sexo o raza). Además, la literatura existente suele relacionar el empleo protegido con un menor nivel salarial; aunque son escasos los estudios que analizan las diferencias salariales entre ambos tipos de centros.

Por lo tanto, el objetivo aquí es analizar las diferencias salariales entre personas con y sin discapacidad, además de analizar las diferencias salariales entre trabajadores con discapacidad en la empresa ordinaria y en los CEE. Se debe tener en cuenta que la finalidad de este análisis no es identificar una posible discriminación salarial puesto que, como indican varios autores, en el caso de las personas con discapacidad hay que ser cauto a la hora de atribuir las diferentes retribuciones a la discriminación, pues las características de cada discapacidad pueden reducir su productividad. Es decir, el objetivo último de este análisis es exponer qué parte de las diferencias salariales se pueden explicar por las diferencias en características en ambos grupos (sexo, edad, cualificación, etc.) y qué parte no. Por lo tanto, cuando hacemos referencia a discriminación nos estamos refiriendo a la parte de la diferencia salarial que no se puede explicar por las diferentes características de los individuos y no a discriminación propiamente dicha.

Los resultados obtenidos indican que los salarios de las personas con discapacidad son menores que los de los no discapacitados; y que, dentro del primer grupo, son menores entre los que trabajan en un CEE. Pero, mientras que los salarios de las personas con discapacidad en el empleo

² Algunos resultados han sido publicados en Rodríguez, V. (2012), "Diferencias salariales por discapacidad y Centros Especiales de Empleo", *Cuadernos de Economía*, vol. 35, nº 98, pp.100-116.

ordinario presentan una distribución similar a la de los no discapacitados (los salarios presentan una relación positiva con la edad, la cualificación, el hecho de ser hombre o de tener un contrato indefinido), en los CEE no se observa la misma distribución. En este tipo de centros no se observan diferencias relevantes en cuanto a sexo o edad, ni una distribución creciente según la cualificación; además, en cuanto al tipo de contrato son los contratos temporales los que presentan unos mayores salarios.

En un primer momento esta mayor homogeneidad en los salarios de los CEE podría llevar a pensar en una mayor igualdad. Sin embargo, dado que los salarios en los CEE son sensiblemente inferiores a los de la empresa ordinaria, y que en la mayoría de los casos se acercan al salario mínimo interprofesional (SMI), la escasa variación no parece ser consecuencia de un sistema retributivo más igualitario, sino de unas peores condiciones salariales; resulta plausible pensar que el SMI está limitando la variabilidad del salario por su parte inferior.

Si analizamos con más profundidad las diferencias salariales, identificando qué parte de estas son consecuencias de las distintas características de los grupos analizados observamos que únicamente el 10% de las diferencias salariales entre trabajadores con y sin discapacidad se deben a estas diferencias. En el caso de los trabajadores con discapacidad las diferentes características de los trabajadores en CEE explican un tercio de sus diferencias salariales.

En la literatura sobre diferencias salariales por discapacidad no existe consenso sobre si la mujer discapacitada sufre una doble discriminación, por discapacitada y por mujer. A partir del análisis realizado encontramos que esta existe, tanto entre discapacitados y no discapacitados como entre empresa ordinaria y CEE, y que es mayor la discriminación por ser discapacitada que por ser mujer. Sin embargo, las mujeres sufren una menor discriminación por ser discapacitadas que los hombres.

Las principales conclusiones obtenidas señalan la necesidad de mejorar las condiciones laborales

de las personas con discapacidad, principalmente en los CEE. No solo es importante la incorporación de este colectivo al mercado de trabajo, sino que se debe garantizar su igualdad de condiciones una vez que acceden a él.

Además, en cuanto a los CEE sería aconsejable que el convenio colectivo de aplicación fuera el de su sector de actividad y no uno específico para este tipo de centros (independientemente de su actividad) como ocurre en la actualidad. El Real Decreto 2273/1985 define el CEE como “aquel cuyo objetivo principal es el de realizar un trabajo productivo participando regularmente en las operaciones de mercado (...)”, lo que no parece compatible con tener un convenio colectivo específico, ya que estos centros se dedican a actividades muy diversas entre sí. De no ser así se debería aumentar el salario establecido por convenio colectivo en estos centros, dejando de tener como referencia el SMI en el caso del grupo de cotización más baja (que supone más del 70% de la plantilla de estos centros).

Se debe tener en cuenta que aunque los CEE tienen como objeto facilitar la incorporación al mercado de trabajo de aquellos individuos con discapacidad que no pueden acceder directamente al empleo ordinario, estas diferencias salariales pueden estar segregando más aún este colectivo sobre todo cuando, tal como hemos visto, no cumplen su función de tránsito. Además, la supuesta menor productividad de los trabajadores en CEE se ve compensada por una subvención del 50% del SMI y una bonificación de las cuotas a la Seguridad Social, por lo que esta menor productividad no debería repercutir en el salario de estos trabajadores.

Compatibilidad entre pensiones contributivas por incapacidad y empleo

Por último, para completar el estudio de la relación de las personas con discapacidad con el mercado de trabajo se ha analizado la reincorporación al mer-

cado de trabajo de los beneficiarios de prestaciones contributivas por incapacidad permanente³, que desde 2003 tienen la consideración de personas con discapacidad.

Hasta el momento, la mayoría de la literatura existente analiza este tipo de prestaciones como paso previo al abandono del mercado de trabajo. Sin embargo, aquí nos centramos en las características de los pensionistas que siguen trabajando. Aproximadamente una quinta parte de los pensionistas por incapacidad han trabajado después del reconocimiento de la prestación. La compatibilidad entre pensión y empleo está relacionada con la gravedad de la incapacidad, por lo que la compatibilización alcanza el 30% en el caso de la incapacidad permanente total (IPT) que, por definición, es la más compatible con el trabajo. Es decir, un 30% de los beneficiarios de una IPT han trabajado y percibido la prestación por incapacidad simultáneamente.

Los pensionistas que compatibilizan ambas situaciones son mayoritariamente hombres y son más jóvenes que los que no simultanean. Además, tienen una menor vinculación con el mundo laboral antes del reconocimiento de la prestación: se incorporaron más jóvenes al mercado de trabajo pero la duración de sus episodios de empleo ha sido inferior.

Al analizar los factores que explican la compatibilización entre prestación y empleo observamos que, aunque el importe de la prestación tiene un claro efecto sobre la probabilidad de compatibilizar no es la única variable relevante. Una mayor prestación reduce la probabilidad de trabajar simultáneamente, pero la gravedad de la discapacidad y la edad en el momento de reconocimiento de la prestación también influyen de forma negativa.

Las políticas dirigidas a aumentar la participación laboral de este colectivo deberían tener como objetivo básico a los pensionistas por incapacidad de más edad, que son los que presentan una menor reincorporación al mercado de trabajo. Esta menor parti-

cipación puede ser debida, al menos en parte, a su mayor dificultad de adaptación a nuevos puestos de trabajo; por lo tanto, sería recomendable la implementación de cursos de reciclaje que la favorezcan.

En 2007 se llevó a cabo una reforma de las prestaciones por incapacidad permanente que repercutió en el importe de estas prestaciones, reduciéndola en sus tramos superiores e incrementándola en los inferiores. Para intentar aproximar los efectos de esta reforma en la probabilidad de compatibilizar se ha realizado una simulación aplicando los requisitos de la nueva norma a todos los pensionistas. Aunque en su exposición de motivos no hace referencia a la compatibilización de pensión y empleo, los resultados obtenidos indican que esta reforma la favorecerá. Además, los resultados obtenidos refuerzan la idea de que la cuantía de la prestación no es el único aspecto que explica la compatibilización puesto que los mayores aumentos en la probabilidad de trabajar se dan entre los más jóvenes; resultando más relevante para explicar el aumento en la compatibilización la edad, ya sea de entrada en el mercado de trabajo o de reconocimiento de la prestación, que el tipo de prestación o su cuantía.

Conclusiones

El objetivo con el que se ha llevado a cabo el trabajo que aquí se ha resumido es profundizar en el análisis de diversos aspectos del empleo de las personas con discapacidad en España. No pretende ser una evaluación de las políticas de empleo dirigidas a este colectivo, ya que la base de datos utilizada no permite estudiar su participación laboral, sino ampliar el conocimiento sobre las condiciones laborales de las personas con discapacidad una vez que entran en el empleo.

El empleo de las personas con discapacidad se considera un elemento clave para su completa integración social. Sin embargo, un empleo en sí no es suficiente, es necesario que cumpla unos

³ Los principales resultados han sido publicados en Malo, M. A., Cueto, B. y Rodríguez, V. (2011), "Compatibilidad entre pensiones contributivas por incapacidad y empleo: el caso español", *Cuadernos de Relaciones Laborales*, vol. 29, nº 1, pp.125-153.

estándares de calidad para que realmente cumpla su objetivo de integrar. La independencia económica de las personas con discapacidad es un paso imprescindible para alcanzar su plena integración, y la adecuada remuneración por su trabajo es el paso clave para conseguirla.

Por un lado, el empleo protegido ha sido objeto de críticas por la segregación a la que están sometidos sus beneficiarios; sus detractores hacen referencia a sus peores condiciones laborales y a su menor salario. Sin embargo, no todo son críticas a la labor de los CEE en España, diversos autores resaltan aspectos positivos como la socialización, la adquisición de habilidades tanto laborales como sociales y la salida de la inactividad; siendo este tipo de empleo el único posible para determinadas discapacidades.

En lo que parece que hay más consenso es en la escasa efectividad de los CEE como puente hacia el mercado de trabajo ordinario. Los resultados obtenidos en este trabajo refuerzan esta idea; el paso por un CEE no favorece la posterior incorporación en la empresa ordinaria.

En cuanto a las condiciones de trabajo, el análisis realizado de las diferencias salariales muestra un menor salario de las personas con discapacidad, y dentro de estas un menor salario en los CEE. Las diferencias salariales entre personas con discapacidad en empresas ordinarias y en CEE se pueden explicar, en mayor medida, por las diferentes características de ambos grupos.

No ha sido objeto de este trabajo evaluar la efectividad de los CEE para la inserción laboral de

las personas con discapacidad, por lo que no se entra a valorar la pertinencia o no de su existencia. Sin embargo, los resultados obtenidos muestran que hay que reformular su labor de puente hacia el empleo ordinario, ya sea eliminando ese mandato legal o modificando las subvenciones de forma que el hecho de cumplir el objetivo de tránsito sea tenido en cuenta.

Además, el hecho de que a los CEE se les aplique el mismo convenio colectivo independientemente de su sector de actividad, y que este convenio establezca un salario igual al SMI en el grupo más abundante de trabajadores, está precarizando las condiciones laborales de este colectivo. Además, las últimas reformas de la negociación colectiva que establece la primacía en algunos temas del convenio de empresa tampoco favorecerán a estos centros que tienen unas bajas tasas de afiliación. Ya que los CEE prestan servicios en distintos sectores parece obvio que, para aumentar la plena integración de este colectivo, sus condiciones de trabajo deberían ser similares a las de los trabajadores en empresas ordinarias.

En resumen, es necesario llevar a cabo una reformulación del empleo protegido para intentar que sea lo más integrador posible y que sus beneficiarios no sean "trabajadores de segunda".

En cuanto a los pensionistas por incapacidad, para lograr mejorar la empleabilidad de este colectivo se debe mirar más allá del importe de su prestación y tener en cuenta la necesidad de reciclaje de estos trabajadores, principalmente en el caso de los de mayor edad.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

Contabilidad Nacional: PIB y principales agregados por el lado de la demanda*

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción				Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2006	4,1	4,0	4,6	7,1	6,7	6,6	6,8	8,3	6,7	10,2	5,5	-1,4
2007	3,5	3,5	5,6	4,5	2,4	1,4	3,6	10,0	6,7	8,0	4,3	-0,8
2008	0,9	-0,6	5,9	-4,7	-5,8	-9,1	-1,6	-2,1	-1,0	-5,2	-0,6	1,5
2009	-3,7	-3,8	3,7	-18,0	-16,6	-23,1	-9,1	-21,3	-10,0	-17,2	-6,6	2,9
2010	-0,3	0,7	1,5	-6,2	-9,8	-10,1	-9,6	2,8	11,3	9,2	-0,6	0,3
2011	0,4	-1,0	-0,5	-5,3	-9,0	-6,7	-11,0	2,5	7,6	-0,9	-1,9	2,3
2012	-1,4	-1,8	-4,0	-9,0	-11,6	-7,3	-15,5	-4,1	3,2	-4,7	-3,8	2,4
2013	-1,6	-3,3	-4,9	-7,9	-11,1	-6,3	-15,6	-2,9	4,5	-4,5	-4,5	2,9
2011 I	0,5	0,0	2,2	-6,0	-10,8	-7,8	-13,5	4,7	10,2	4,5	-0,9	1,4
II	0,5	-1,0	-0,5	-4,9	-8,5	-7,3	-9,6	2,6	7,1	-1,6	-1,8	2,4
III	0,6	-0,4	-2,7	-4,2	-8,0	-5,8	-9,9	3,7	7,6	-1,2	-1,8	2,5
IV	0,0	-2,5	-1,1	-6,0	-8,6	-5,9	-10,9	-1,0	5,8	-4,9	-3,1	3,1
2012 I	-0,7	-1,3	-3,7	-7,5	-9,4	-6,6	-12,0	-3,8	2,4	-5,8	-3,1	2,4
II	-1,4	-2,1	-2,9	-9,2	-11,5	-7,3	-15,3	-5,0	2,9	-5,1	-3,8	2,4
III	-1,6	-1,9	-3,9	-9,9	-12,6	-8,0	-16,7	-5,0	4,3	-3,5	-4,0	2,4
IV	-1,9	-2,1	-5,4	-9,4	-13,2	-7,3	-18,5	-2,6	3,2	-4,4	-4,4	2,5
2013 I	-1,9	-3,6	-4,9	-9,1	-12,7	-7,2	-17,7	-2,9	6,3	-4,1	-5,2	3,3
II	-1,9	-3,5	-5,8	-8,0	-11,5	-6,3	-16,3	-2,1	5,6	-4,0	-5,0	3,1
III	-1,7	-3,4	-4,6	-8,1	-10,9	-6,1	-15,4	-3,8	1,9	-6,8	-4,7	3,0
IV	-0,9	-2,5	-4,3	-6,5	-9,2	-5,6	-12,5	-2,6	4,4	-3,1	-3,5	2,6
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2011 I	1,2	-2,9	7,0	-3,9	-10,3	-4,5	-15,2	9,3	4,1	-4,0	-1,2	2,3
II	1,0	-0,6	-5,3	-4,6	-6,2	-6,4	-5,9	-1,6	4,7	-7,7	-2,7	3,7
III	-0,2	-2,4	-5,1	-2,8	-6,4	-3,3	-9,3	4,3	14,7	3,2	-3,3	3,1
IV	-2,0	-4,1	-0,4	-12,4	-11,3	-9,4	-13,0	-14,5	0,3	-10,7	-5,3	3,4
2012 I	-1,6	2,1	-3,9	-9,7	-13,6	-7,1	-19,1	-2,5	-8,8	-7,2	-1,3	-0,3
II	-1,7	-3,7	-2,2	-11,6	-14,6	-9,4	-19,3	-6,2	7,0	-5,0	-5,3	3,6
III	-1,1	-2,0	-9,1	-5,5	-10,9	-6,3	-15,1	4,1	20,8	10,0	-4,3	3,2
IV	-3,1	-4,7	-6,2	-10,7	-13,8	-6,6	-20,5	-5,5	-3,9	-14,0	-6,2	3,0
2013 I	-1,8	-4,1	-2,0	-8,3	-11,5	-6,4	-15,7	-3,7	2,9	-5,8	-4,7	2,9
II	-1,4	-3,2	-5,6	-7,3	-9,9	-6,0	-13,6	-3,3	4,0	-4,6	-4,4	3,0
III	-0,6	-1,7	-4,6	-6,2	-8,5	-5,4	-11,6	-2,8	5,1	-2,5	-3,1	2,6
IV	0,3	-1,0	-4,8	-4,4	-6,9	-4,7	-9,1	-0,6	5,6	0,5	-2,1	2,4
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2006	985,5	57,4	18,0	30,6	22,2	12,5	9,7	8,4	26,3	32,7	132,7	-6,4
2007	1.053,2	57,4	18,3	30,7	21,9	12,2	9,7	8,8	26,9	33,6	133,6	-6,7
2008	1.087,8	57,2	19,5	28,7	20,2	10,8	9,4	8,4	26,5	32,3	132,3	-5,8
2009	1.048,1	56,5	21,3	23,6	16,8	8,1	8,7	6,8	23,9	25,8	125,8	-1,9
2010	1.048,9	58,0	21,4	22,3	15,1	7,1	8,0	7,2	27,2	29,4	129,4	-2,2
2011	1.063,4	58,3	20,9	21,1	13,6	6,4	7,2	7,4	30,3	31,1	131,1	-0,8
2012	1.052,9	59,4	20,0	19,1	11,8	5,7	6,1	7,3	32,2	31,2	131,2	1,0
2013	1.046,7	59,0	18,9	17,5	10,2	5,1	5,1	7,3	34,4	30,3	130,3	2,0

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1 - PIB
Tasa de crecimiento

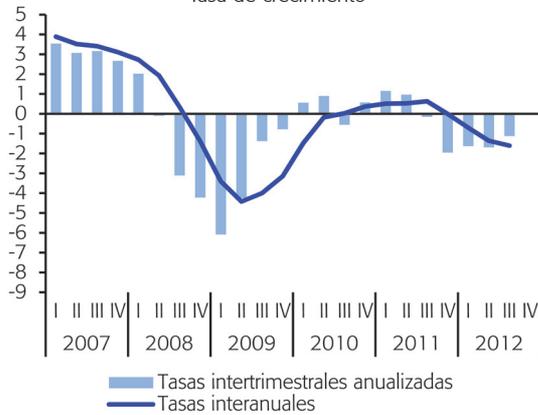


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

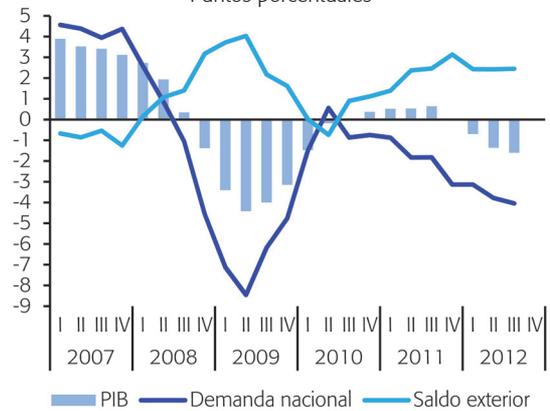


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

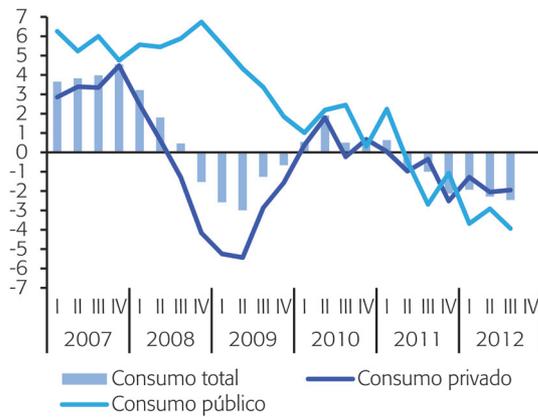
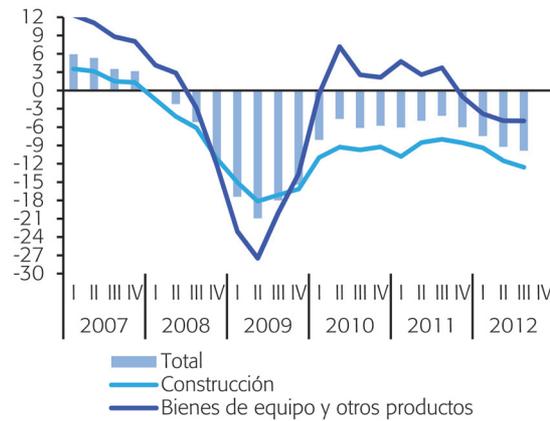


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico*

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto a precios básicos													Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramras industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales														
2006	4,2	5,5	1,7	5,0	4,6	3,1	2,7	13,4	2,2	10,3	3,8	3,0	3,4	
2007	3,8	7,0	0,5	1,8	5,0	4,3	3,4	11,9	2,8	8,0	4,5	2,2	1,0	
2008	1,0	-2,7	-2,1	-0,2	2,3	0,4	1,5	2,8	2,1	2,3	5,1	2,0	-0,3	
2009	-3,6	-3,2	-12,1	-7,8	-0,6	-1,9	0,9	-4,0	0,0	-2,6	2,3	0,3	-5,4	
2010	-0,4	2,0	4,3	-14,3	1,2	1,6	6,5	-3,7	-0,9	-0,2	2,4	0,3	0,1	
2011	1,0	8,2	2,7	-5,9	1,4	1,1	3,9	-3,6	2,7	3,2	1,1	1,4	-5,5	
2012	-1,4	2,3	-2,9	-9,0	-0,1	-0,8	0,9	0,6	2,2	0,1	-0,6	-0,7	-1,0	
2013	-1,4	1,0	-0,8	-9,6	-0,6	-0,4	0,9	-2,5	2,4	0,4	-2,2	-2,6	-3,6	
2011 I	1,0	8,1	5,8	-8,6	1,3	1,8	4,1	-6,5	2,8	2,9	1,1	-0,3	-4,7	
II	1,1	8,2	2,4	-6,1	1,6	2,0	3,6	-4,9	2,3	3,1	1,8	0,1	-5,3	
III	1,3	8,7	2,5	-4,3	1,6	1,0	4,3	-3,4	2,9	3,6	1,3	3,1	-6,0	
IV	0,6	7,8	0,2	-4,5	1,1	-0,2	3,7	0,4	2,8	3,4	0,3	2,9	-5,9	
2012 I	-0,7	2,8	-3,4	-7,5	0,8	0,2	1,8	3,0	2,1	0,5	0,5	1,3	-0,6	
II	-1,4	2,5	-3,3	-7,2	-0,3	-1,3	0,8	2,1	1,7	-1,6	0,0	-1,0	-0,5	
III	-1,7	2,6	-3,0	-9,6	-0,5	-1,0	0,8	-0,2	2,1	0,5	-1,5	-0,9	-0,2	
IV	-1,8	1,2	-1,9	-11,7	-0,5	-0,9	0,2	-2,3	2,8	1,2	-1,4	-2,3	-2,7	
2013 I	-1,7	0,8	-1,9	-11,1	-0,5	-1,3	0,0	-3,0	3,1	0,8	-0,4	-3,2	-4,6	
II	-1,6	1,4	-1,5	-10,8	-0,6	-0,5	0,9	-2,5	2,7	2,3	-2,9	-1,6	-4,5	
III	-1,5	0,8	-0,3	-9,2	-1,0	-0,3	1,8	-2,4	1,9	-1,1	-2,8	-3,6	-3,8	
IV	-0,8	1,0	0,5	-7,2	-0,4	0,6	0,9	-2,3	1,8	-0,2	-2,5	-1,9	-1,3	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas														
2011 I	2,7	24,1	15,2	0,0	-0,4	1,9	8,0	-10,3	3,2	11,6	-10,0	5,8	-14,1	
II	1,3	-0,3	-2,1	-10,4	4,0	1,7	1,4	-0,5	4,9	1,5	10,7	0,0	-2,7	
III	0,3	3,2	-5,1	-3,2	2,0	-1,8	-4,3	6,7	3,6	5,8	4,5	6,6	-5,1	
IV	-2,0	5,8	-5,7	-4,2	-1,2	-2,4	10,4	6,8	-0,5	-4,7	-2,8	-0,7	-1,2	
2012 I	-2,4	2,7	-0,7	-12,0	-1,5	3,3	0,1	-0,5	0,5	-0,5	-9,4	-0,5	7,1	
II	-1,6	-1,4	-1,5	-9,1	-0,6	-4,3	-2,3	-4,3	3,3	-6,7	8,8	-8,8	-2,3	
III	-0,8	3,2	-4,0	-12,8	1,4	-0,2	-4,6	-2,5	5,2	15,3	-1,8	6,9	-4,2	
IV	-2,5	0,4	-1,5	-12,8	-1,4	-2,3	8,0	-2,0	2,3	-2,1	-2,5	-6,0	-10,5	
2013 I	-1,8	1,0	-0,7	-9,5	-1,3	1,7	-0,5	-3,0	1,5	-1,8	-5,5	-4,1	-1,2	
II	-1,3	1,0	0,0	-7,9	-0,9	-1,0	1,0	-2,5	1,8	-1,0	-1,7	-2,7	-1,9	
III	-0,5	1,0	1,0	-6,5	-0,2	0,4	-1,0	-2,0	2,0	0,5	-1,5	-1,4	-1,3	
IV	0,4	1,0	1,5	-4,9	0,7	1,3	4,2	-1,5	2,0	1,5	-1,2	0,8	-0,8	
Precios corrientes (mm. euros)														
Porcentaje del VAB a precios corrientes														
2006	812,5	2,7	17,8	14,2	65,4	23,1	4,3	4,7	6,8	6,9	16,0	3,5	12,4	
2007	876,6	2,7	17,3	13,9	66,1	23,0	4,2	5,3	6,9	7,2	16,1	3,4	11,3	
2008	946,0	2,5	16,9	13,6	67,0	23,1	4,1	5,4	6,9	7,4	16,7	3,4	9,1	
2009	997,0	2,4	15,3	13,1	69,2	23,6	4,2	5,9	6,4	7,4	18,1	3,6	7,7	
2010	973,4	2,6	16,2	10,9	70,3	24,4	4,3	4,6	7,3	7,4	18,6	3,7	9,5	
2011	957,8	2,5	16,9	10,1	70,5	24,8	4,3	4,2	7,7	7,6	18,3	3,7	8,9	
2012	976,3	2,6	16,9	9,1	71,5	25,0	4,2	4,5	8,1	7,7	18,3	3,7	9,1	
2013	964,6	2,7	17,1	8,2	72,0	25,3	4,3	4,6	8,5	7,9	17,8	3,6	10,2	

*Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1 - VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

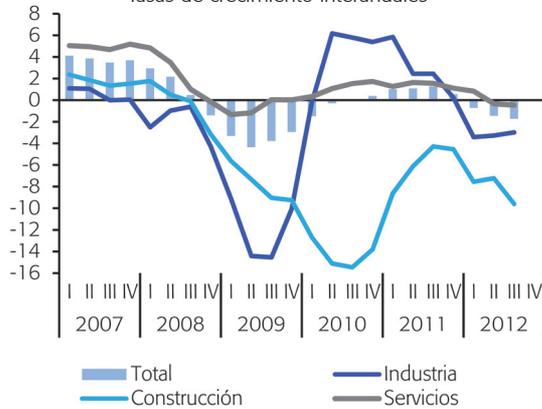


Gráfico 1.2 - VAB, Servicios (I)
Tasas de crecimiento interanuales

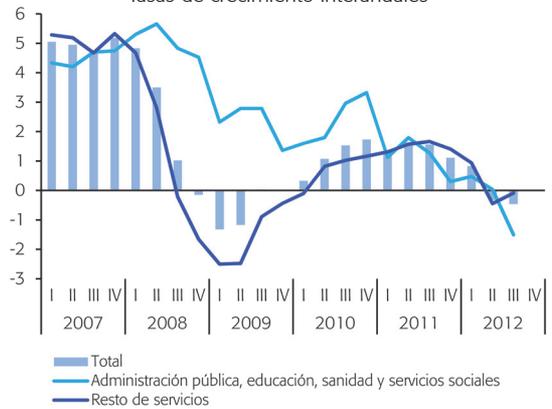


Gráfico 1.3 - VAB, Servicios (II)
Tasas de crecimiento interanuales

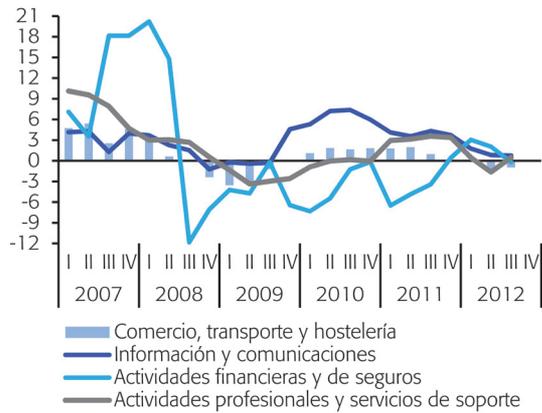
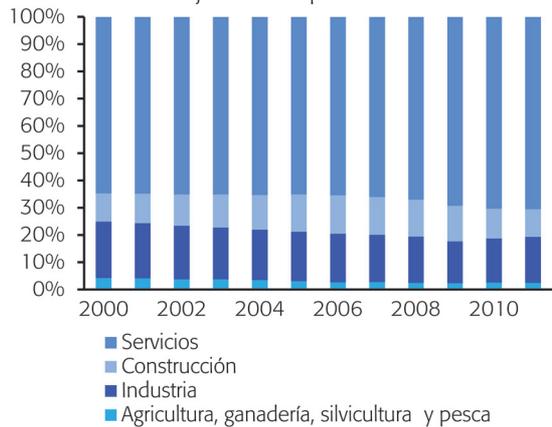


Gráfico 1.4 - VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3a

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales (I)

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2005	117,4	115,5	101,7	117,9	115,9	94,3	105,5	95,7	110,1	122,3	111,0	96,2
2006	122,2	119,5	102,2	122,4	119,7	93,5	107,4	93,4	115,0	130,5	113,5	95,1
2007	126,4	123,1	102,7	128,2	124,7	94,3	107,8	91,1	118,3	139,9	118,3	95,7
2008	127,6	122,8	103,9	137,0	131,9	97,4	104,1	89,7	116,0	147,4	127,0	98,2
2009	122,8	115,2	106,6	142,7	133,8	98,8	90,4	77,5	116,6	150,7	129,2	100,6
2010	122,4	112,2	109,1	143,1	131,2	96,4	94,0	74,1	126,9	152,7	120,4	93,0
2011	122,9	110,3	111,4	144,1	129,3	94,1	96,7	73,4	131,8	152,1	115,4	86,2
2012	121,2	105,6	114,8	144,3	125,7	91,1	93,0	--	--	--	--	--
2013	119,3	102,2	116,7	145,0	124,3	89,2	92,0	--	--	--	--	--
2010 IV	122,5	111,8	109,6	143,0	130,4	95,4	98,3	74,0	132,8	153,6	115,7	86,3
2011 I	122,9	111,1	110,6	143,4	129,7	94,7	98,9	73,5	134,6	150,5	111,8	84,1
II	123,2	111,3	110,7	144,0	130,2	94,8	103,4	73,9	139,8	151,7	108,5	81,8
III	123,1	110,3	111,6	143,7	128,8	93,8	102,8	73,6	139,7	152,2	108,9	82,7
IV	122,5	108,6	112,8	145,0	128,5	93,3	100,9	72,4	139,4	154,0	110,5	80,1
2012 I	122,0	107,0	114,0	145,5	127,6	92,8	98,9	70,1	141,2	154,4	109,4	80,9
II	121,5	106,1	114,5	144,2	125,9	91,6	98,7	69,2	142,6	155,4	109,0	81,2
III	121,1	105,2	115,1	143,8	124,9	90,5	98,0	69,0	142,1	155,5	109,5	83,0
Tasas de crecimiento interanuales												
2006	4,1	3,5	0,6	3,9	3,3	-0,8	1,8	-2,4	4,4	6,8	2,3	-1,1
2007	3,5	3,0	0,5	4,7	4,2	0,9	0,3	-2,5	2,9	7,2	4,2	0,6
2008	0,9	-0,2	1,1	6,9	5,7	3,3	-3,4	-1,5	-1,9	5,3	7,4	2,7
2009	-3,7	-6,3	2,7	4,2	1,5	1,4	-13,1	-13,6	0,5	2,3	1,7	2,4
2010	-0,3	-2,5	2,3	0,3	-2,0	-2,4	3,9	-4,5	8,8	1,3	-6,9	-7,5
2011	0,4	-1,7	2,2	0,7	-1,4	-2,4	2,9	-1,0	3,9	-0,4	-4,1	-7,3
2012	-1,4	-4,3	3,0	0,1	-2,8	-3,2	-3,8	-5,8	--	--	--	--
2013	-1,6	-3,2	1,6	0,5	-1,1	-2,1	-1,0	-4,2	--	--	--	--
2010 IV	0,4	-1,4	1,7	-0,7	-2,4	-3,3	5,6	-1,3	6,6	0,6	-9,6	-38,2
2011 I	0,5	-1,4	1,9	0,6	-1,3	-2,3	5,2	-1,3	7,5	-1,1	-7,2	-10,6
II	0,5	-0,9	1,5	0,1	-1,4	-2,5	6,1	-0,5	3,1	-0,8	-6,9	-9,8
III	0,6	-1,6	2,3	0,7	-1,6	-2,4	2,7	0,0	2,7	0,0	-2,5	-6,1
IV	0,0	-2,9	2,9	1,4	-1,5	-2,2	2,7	-2,2	2,3	0,3	-4,5	-7,2
2012 I	-0,7	-3,7	3,1	1,4	-1,7	-2,0	0,1	-4,0	-0,5	2,4	-2,1	-3,8
II	-1,4	-4,7	3,5	0,1	-3,3	-3,4	-4,5	-6,4	1,9	2,1	0,4	-0,7
III	-1,6	-4,6	3,1	0,0	-3,0	-3,5	-4,7	-6,4	1,9	2,1	0,5	0,4

(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1 - CLU nominales, total economía
Índices, 2000=100

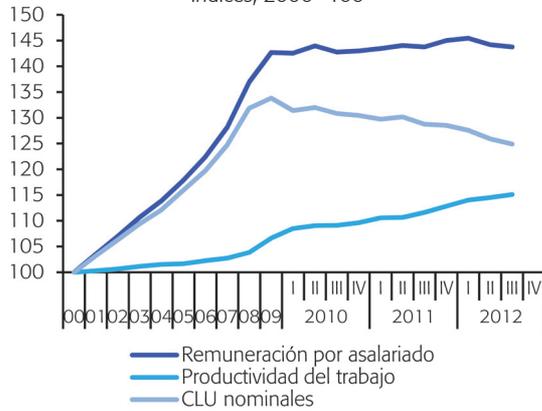


Gráfico 1.2 - CLU reales, total economía
Índices, 2000=100

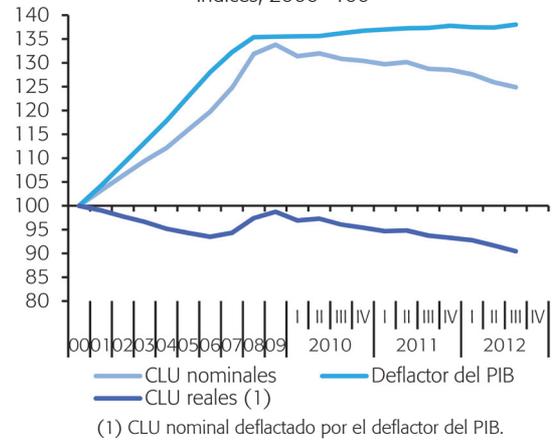


Gráfico 2.2 - CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100

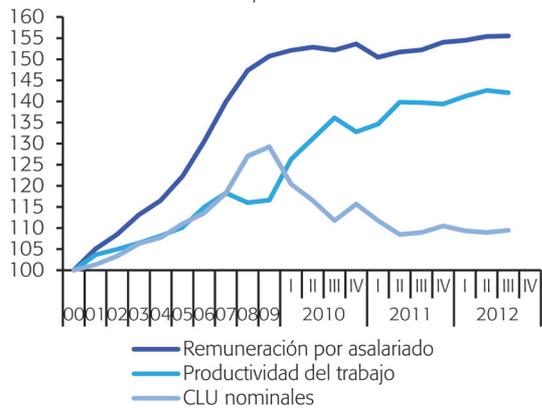
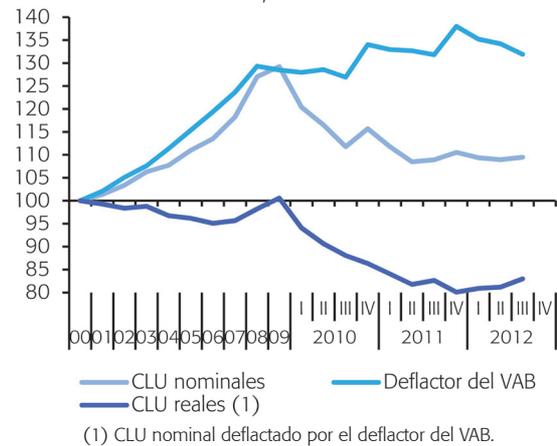


Gráfico 2.2 - CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



Cuadro 3b

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales (II)

Previsiones en azul

	Construcción						Servicios					
	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2005	131,6	130,2	101,1	126,0	124,7	87,2	118,7	120,6	98,4	115,5	117,4	97,1
2006	138,2	138,2	100,0	132,1	132,1	86,2	124,2	126,6	98,1	118,9	121,3	96,9
2007	140,6	145,5	96,6	135,2	139,9	88,1	130,4	131,7	99,0	124,4	125,7	96,6
2008	140,3	128,5	109,1	152,3	139,6	84,7	133,3	135,3	98,6	131,8	133,7	98,4
2009	129,3	101,3	127,7	166,9	130,7	78,0	132,5	132,0	100,4	136,8	136,3	98,8
2010	110,9	88,5	125,3	168,8	134,7	83,7	134,1	130,5	102,8	137,1	133,5	97,9
2011	104,3	74,7	139,7	178,3	127,6	79,2	135,9	130,5	104,1	137,5	132,0	96,1
2012	94,9	60,1	158,0	--	--	--	135,8	127,1	106,8	--	--	--
2013	85,8	51,2	167,6	--	--	--	134,9	124,0	108,8	--	--	--
2010 IV	107,2	85,3	125,7	166,3	132,3	82,2	134,8	130,3	103,5	137,2	132,6	96,6
2011 I	107,2	80,3	133,5	179,1	134,1	82,9	134,7	130,7	103,0	136,9	132,9	96,5
II	104,3	77,1	135,2	177,8	131,5	81,6	136,0	131,5	103,4	137,5	132,9	97,6
III	103,4	73,1	141,6	178,5	126,1	78,5	136,7	130,8	104,5	137,0	131,1	95,6
IV	102,3	68,2	150,1	177,5	118,3	73,8	136,3	129,1	105,6	138,7	131,3	94,8
2012 I	99,1	63,3	156,5	185,6	118,6	74,3	135,8	128,4	105,7	138,3	130,8	94,1
II	96,8	62,1	155,8	184,8	118,6	75,2	135,6	127,5	106,3	136,7	128,6	93,3
III	93,5	58,7	159,2	184,0	115,6	74,6	136,1	126,8	107,3	136,3	127,0	91,8
Tasas de crecimiento interanuales												
2006	5,0	6,1	-1,0	4,8	5,9	-1,2	4,6	5,0	-0,4	2,9	3,3	-0,2
2007	1,8	5,3	-3,4	2,4	6,0	2,2	5,0	4,0	0,9	4,6	3,7	-0,3
2008	-0,2	-11,7	12,9	12,6	-0,2	-3,9	2,3	2,7	-0,4	6,0	6,4	1,9
2009	-7,8	-21,2	17,0	9,6	-6,3	-7,8	-0,6	-2,4	1,8	3,8	1,9	0,4
2010	-14,3	-12,6	-1,9	1,1	3,0	7,2	1,2	-1,2	2,4	0,2	-2,1	-0,9
2011	-5,9	-15,7	11,5	5,6	-5,3	-5,3	1,4	0,0	1,4	0,3	-1,1	-1,8
2012	-9,0	-20,2	13,1	--	--	--	-0,1	-2,6	2,6	--	--	--
2013	-9,6	-14,1	6,1	--	--	--	-0,6	-2,4	1,9	--	--	--
2010 IV	-31,3	-11,5	-22,3	0,2	28,9	-12,3	38,5	-0,5	39,2	-0,8	-28,7	-48,1
2011 I	-8,6	-10,9	2,6	5,4	2,8	3,7	1,3	0,0	1,3	0,3	-1,0	-1,2
II	-6,1	-14,6	9,9	5,4	-4,1	-4,8	1,6	0,9	0,7	-0,5	-1,2	-2,5
III	-4,3	-17,4	15,8	4,9	-9,5	-10,0	1,6	0,2	1,4	0,2	-1,1	-1,8
IV	-4,5	-20,0	19,4	6,8	-10,6	-10,3	1,1	-0,9	2,1	1,1	-1,0	-1,8
2012 I	-7,5	-21,1	17,2	3,7	-11,6	-10,4	0,8	-1,8	2,6	1,0	-1,6	-2,5
II	-7,2	-19,4	15,2	3,9	-9,8	-7,8	-0,3	-3,0	2,8	-0,6	-3,3	-4,4
III	-9,6	-19,6	12,4	3,0	-8,4	-4,9	-0,5	-3,0	2,6	-0,5	-3,1	-3,9

(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del VAB.

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1 - CLU nominales, construcción
Índices, 2000=100



Gráfico 1.2 - CLU reales, construcción
Índices, 2000=100

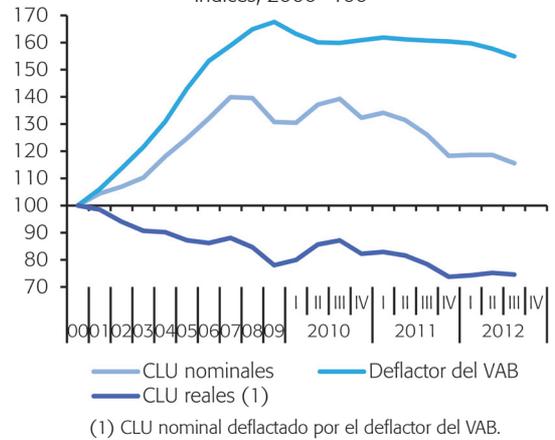


Gráfico 1.3 - CLU nominales, servicios
Índices, 2000=100

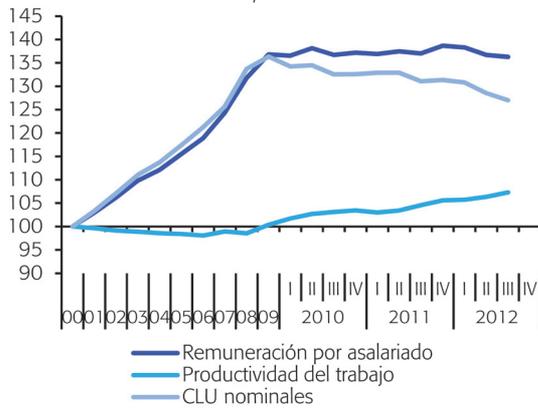
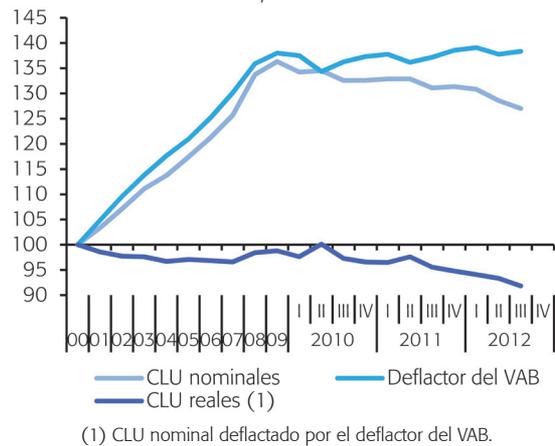


Gráfico 1.4 - CLU reales, servicios
Índices, 2000=100



Cuadro 4

Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM Euros, suma móvil 4 trimestres											Porcentaje del PIB		
2005	909,3	432,0	376,5	100,7	-15,7	893,6	-4,1	889,4	688,6	200,8	47,5	41,4	11,1
2006	985,5	466,1	408,4	111,1	-18,8	966,8	-7,4	959,3	743,3	216,1	47,3	41,4	11,3
2007	1.053,2	504,1	441,2	107,8	-27,4	1.025,7	-7,0	1.018,7	797,7	221,0	47,9	41,9	10,2
2008	1.087,8	537,6	458,1	92,0	-31,8	1.056,0	-9,2	1.046,8	834,4	212,4	49,4	42,1	8,5
2009	1.048,1	524,6	446,4	77,1	-23,1	1.025,0	-7,3	1.017,7	816,0	201,7	50,1	42,6	7,4
2010	1.048,9	512,8	441,9	94,2	-17,2	1.031,7	-5,9	1.025,9	832,6	193,2	48,9	42,1	9,0
2011	1.063,4	508,6	464,2	90,5	-24,1	1.039,3	-6,9	1.032,4	842,7	189,7	47,8	43,7	8,5
2012	1.052,9	484,0	477,2	91,7	-25,6	1.027,3	-7,6	1.019,7	835,8	184,0	46,0	45,3	8,7
2013	1.046,7	467,3	479,1	100,4	-33,2	1.013,5	-7,6	1.005,9	815,1	190,7	44,6	45,8	9,6
2010 IV	1.048,9	512,8	441,9	94,2	-17,2	1.031,7	44,9	1.076,7	832,6	244,1	48,9	42,1	9,0
2011 I	1.053,0	512,1	446,4	94,5	-18,9	1.034,1	45,9	1.080,0	838,6	241,4	48,6	42,4	9,0
II	1.057,5	511,2	453,1	93,2	-18,7	1.038,8	46,4	1.085,2	841,3	243,9	48,3	42,8	8,8
III	1.061,4	510,2	459,1	92,0	-22,0	1.039,4	46,8	1.086,2	843,1	243,0	48,1	43,3	8,7
IV	1.063,4	508,6	464,2	90,5	-24,1	1.039,3	46,4	1.085,7	842,7	243,0	47,8	43,7	8,5
2012 I	1.062,4	505,1	467,6	89,7	-24,8	1.037,7	46,2	1.083,8	842,4	241,5	47,5	44,0	8,4
II	1.059,1	498,5	472,1	88,4	-23,9	1.035,2	45,8	1.081,0	841,1	240,0	47,1	44,6	8,4
III	1.056,2	491,6	475,3	89,3	-21,0	1.035,1	45,3	1.080,4	839,9	240,6	46,5	45,0	8,5
Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior		
2005	8,1	7,5	7,3	14,2	4,9	8,1	373,2	7,8	8,1	6,5	-0,3	-0,3	0,6
2006	8,4	7,9	8,5	10,3	19,3	8,2	80,0	7,9	7,9	7,6	-0,2	0,0	0,2
2007	6,9	8,2	8,0	-2,9	46,0	6,1	-5,8	6,2	7,3	2,3	0,6	0,5	-1,0
2008	3,3	6,6	3,8	-14,7	15,8	3,0	32,0	2,8	4,6	-3,9	1,6	0,2	-1,8
2009	-3,7	-2,4	-2,6	-16,2	-27,4	-2,9	-21,3	-2,8	-2,2	-5,0	0,6	0,5	-1,1
2010	0,1	-2,3	-1,0	22,2	-25,6	0,7	-19,1	0,8	2,0	-4,2	-1,2	-0,5	1,6
2011	1,4	-0,8	5,0	-3,9	40,2	0,7	17,0	0,6	1,2	-1,8	-1,1	1,5	-0,5
2012	-1,0	-4,8	2,8	1,2	6,4	-1,2	10,0	-1,2	-0,8	-3,0	-1,9	1,7	0,2
2013	-0,6	-3,5	0,4	9,5	29,9	-1,3	0,0	-1,4	-2,5	3,6	-1,3	0,4	0,9
2010 IV	0,1	-2,3	-1,0	22,2	-25,6	0,7	6,1	0,9	2,0	-2,9	-1,2	-0,5	1,6
2011 I	0,9	-1,7	0,3	21,4	9,0	0,7	9,3	1,1	2,4	-3,5	-1,3	-0,2	1,5
II	1,3	-1,4	2,8	10,2	10,7	1,2	7,7	1,4	2,1	-0,7	-1,3	0,6	0,7
III	1,5	-1,0	4,9	0,0	25,1	1,1	6,1	1,3	1,9	-0,5	-1,2	1,4	-0,1
IV	1,4	-0,8	5,0	-3,9	40,2	0,7	3,3	0,8	1,2	-0,4	-1,1	1,5	-0,5
2012 I	0,9	-1,4	4,7	-5,1	31,1	0,3	0,6	0,4	0,4	0,0	-1,1	1,6	-0,5
II	0,2	-2,5	4,2	-5,1	27,5	-0,3	-1,3	-0,4	0,0	-1,6	-1,3	1,7	-0,5
III	-0,5	-3,7	3,5	-3,0	-4,3	-0,4	-3,1	-0,5	-0,4	-1,0	-1,5	1,7	-0,2

(1) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1 - Renta nacional (I)
Tasas de crecimiento interanuales

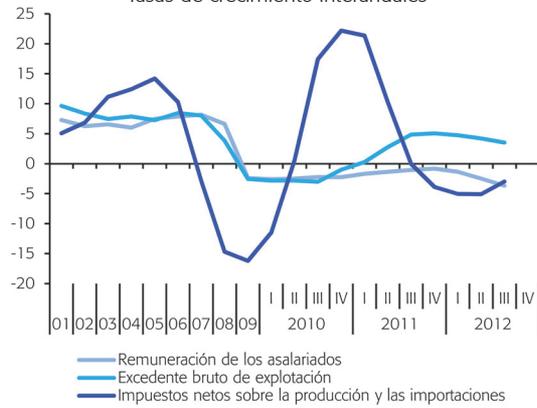
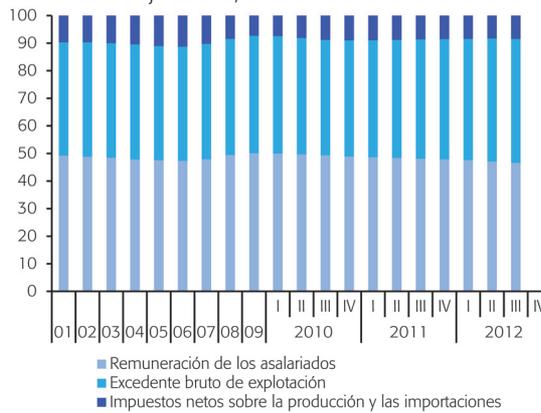


Gráfico 2 - Renta nacional (II)
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo

Previsiones en azul

	Bienes y servicios				Rentas	Transfe- rencias corrientes	Cuenta corriente	Transfe- rencias de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ahorro-inversión-déficit		
	Total	Bienes	Servicios turísticos	Servicios no turísticos						Ahorro nacional bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3+4	2	3	4						5	6	7=1+5+6
MM Euros, suma móvil 4 trimestres												
2005	-47,9	-67,9	28,7	-8,6	-15,7	-4,1	-67,8	8,3	-59,5	200,8	268,6	-67,8
2006	-62,7	-82,5	29,9	-10,1	-18,8	-7,4	-88,9	6,3	-82,6	216,1	304,9	-88,9
2007	-70,8	-90,8	30,4	-10,4	-27,4	-7,0	-105,2	4,3	-100,9	221,0	326,2	-105,2
2008	-63,3	-85,4	30,6	-8,5	-31,8	-9,2	-104,3	4,4	-99,9	212,4	316,7	-104,3
2009	-19,5	-41,6	28,3	-6,2	-23,1	-7,3	-49,9	4,3	-45,5	201,7	251,6	-49,9
2010	-23,0	-48,0	29,3	-4,3	-17,2	-5,9	-46,0	6,4	-39,6	193,2	239,3	-46,0
2011	-8,4	-40,1	32,9	-1,2	-24,1	-6,9	-39,4	5,4	-33,9	189,7	229,1	-39,4
2012	11,1	-25,0	34,2	2,0	-25,6	-7,6	-22,0	4,4	-17,6	184,0	206,0	-22,0
2013	43,3	-1,5	37,3	7,5	-33,2	-7,6	2,5	4,0	6,5	190,7	188,2	2,5
2010 IV	-23,0	-48,0	29,3	-4,3	-17,2	-5,9	-46,0	6,4	-39,6	193,2	239,3	-46,0
2011 I	-22,7	-48,8	30,0	-4,0	-18,9	-7,9	-49,5	6,2	-43,3	187,6	237,1	-49,5
II	-18,7	-46,6	31,2	-3,3	-18,7	-7,9	-45,4	6,5	-38,9	189,5	234,9	-45,4
III	-14,4	-43,6	32,1	-2,9	-22,0	-8,3	-44,7	5,8	-38,9	188,0	232,7	-44,7
IV	-8,4	-40,1	32,9	-1,2	-24,1	-6,9	-39,4	5,4	-33,9	189,7	229,1	-39,4
2012 I	-4,6	-37,6	33,1	-0,1	-24,8	-7,3	-36,7	4,6	-32,1	187,9	224,7	-36,7
II	-0,9	-34,2	33,0	0,3	-23,9	-7,4	-32,1	4,9	-27,2	186,8	218,9	-32,1
III	4,0	-30,8	33,4	1,4	-21,0	-6,2	-23,2	5,4	-17,8	189,1	212,3	-23,2
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres												
2005	-5,3	-7,5	3,2	-1,0	-1,7	-0,5	-7,5	0,9	-6,5	22,1	29,5	-7,5
2006	-6,4	-8,4	3,0	-1,0	-1,9	-0,8	-9,0	0,6	-8,4	21,9	30,9	-9,0
2007	-6,7	-8,6	2,9	-1,0	-2,6	-0,7	-10,0	0,4	-9,6	21,0	31,0	-10,0
2008	-5,8	-7,8	2,8	-0,8	-2,9	-0,8	-9,6	0,4	-9,2	19,5	29,1	-9,6
2009	-1,9	-4,0	2,7	-0,6	-2,2	-0,7	-4,8	0,4	-4,3	19,2	24,0	-4,8
2010	-2,2	-4,6	2,8	-0,4	-1,6	-0,6	-4,4	0,6	-3,8	18,4	22,8	-4,4
2011	-0,8	-3,8	3,1	-0,1	-2,3	-0,6	-3,7	0,5	-3,2	17,8	21,5	-3,7
2012	1,1	-2,4	3,2	0,2	-2,4	-0,7	-2,1	0,4	-1,7	17,5	19,6	-2,1
2013	4,1	-0,1	3,6	0,7	-3,2	-0,7	0,2	0,4	0,6	18,2	18,0	0,2
2010 IV	-2,2	-4,6	2,8	-0,4	-1,6	-0,6	-4,4	0,6	-3,8	18,4	22,8	-4,4
2011 I	-2,2	-4,6	2,9	-0,4	-1,8	-0,7	-4,7	0,6	-4,1	17,8	22,5	-4,7
II	-1,8	-4,4	3,0	-0,3	-1,8	-0,8	-4,3	0,6	-3,7	17,9	22,2	-4,3
III	-1,4	-4,1	3,0	-0,3	-2,1	-0,8	-4,2	0,5	-3,7	17,7	21,9	-4,2
IV	-0,8	-3,8	3,1	-0,1	-2,3	-0,6	-3,7	0,5	-3,2	17,8	21,5	-3,7
2012 I	-0,4	-3,5	3,1	0,0	-2,3	-0,7	-3,5	0,4	-3,0	17,7	21,2	-3,5
II	-0,1	-3,2	3,1	0,0	-2,3	-0,7	-3,0	0,5	-2,6	17,7	20,7	-3,0
III	0,4	-2,9	3,2	0,1	-2,0	-0,6	-2,2	0,5	-1,7	17,9	20,1	-2,2

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1 - Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

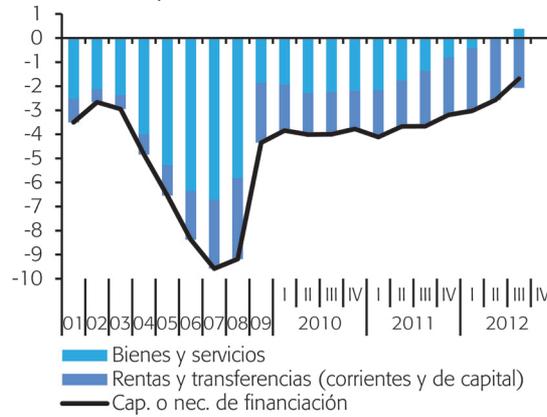
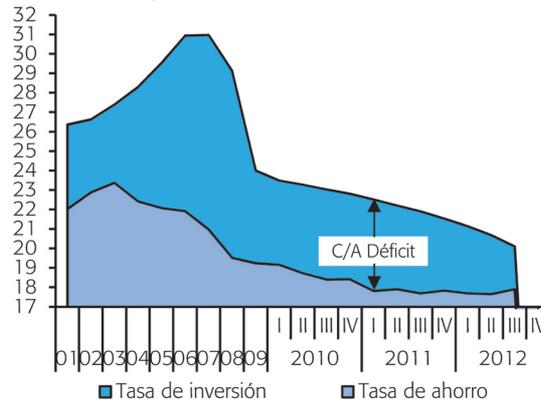


Gráfico 2 - Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares

Previsiones en azul

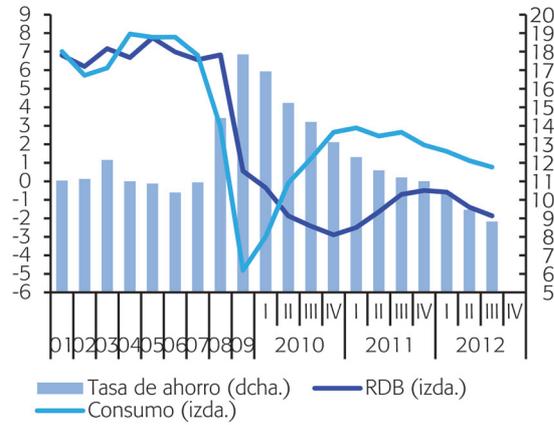
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
MM Euros, suma móvil 4 trimestres													
2005	588,7	431,9	224,0	172,2	175,5	63,9	525,3	64,0	10,9	6,9	86,5	-15,6	-1,7
2006	629,8	465,8	245,1	182,6	189,6	74,2	566,2	65,4	10,4	6,9	97,4	-25,0	-2,6
2007	671,2	503,9	262,7	197,3	206,3	86,5	604,7	73,5	10,9	3,5	101,5	-24,5	-2,7
2008	717,0	537,6	264,1	217,0	216,9	84,7	622,4	103,4	14,4	5,4	91,1	17,7	1,2
2009	720,9	524,5	248,0	233,8	209,3	76,1	592,4	128,7	17,9	5,8	65,4	69,1	6,6
2010	700,1	512,7	235,4	238,7	207,2	79,5	608,1	91,8	13,1	7,2	58,4	40,6	3,9
2011	696,6	508,5	235,5	241,0	207,1	81,3	620,0	76,7	11,0	4,9	55,6	26,0	2,4
2012	684,5	489,0	239,9	246,1	205,2	85,3	623,9	60,8	8,9	3,9	50,5	14,2	1,3
2013	673,7	472,8	242,2	248,7	202,7	87,2	617,3	56,6	8,4	3,5	46,1	14,0	1,3
2010 IV	700,1	512,7	235,4	238,7	207,2	79,5	608,1	91,8	13,1	7,2	58,4	40,6	3,9
2011 I	698,9	511,9	234,8	239,4	207,7	79,6	612,7	86,0	12,3	7,1	57,1	35,9	3,4
II	697,5	511,2	235,1	240,1	208,3	80,6	616,1	80,8	11,6	7,5	56,1	32,3	3,0
III	698,1	510,0	236,1	240,9	207,8	81,2	619,1	78,3	11,2	7,6	56,1	29,8	2,8
IV	696,6	508,5	235,5	241,0	207,1	81,3	620,0	76,7	11,0	4,9	55,6	26,0	2,4
2012 I	694,8	505,0	235,7	242,1	206,0	81,9	622,5	72,4	10,4	5,1	54,5	22,9	2,2
II	687,8	498,3	234,2	242,1	204,5	82,3	622,9	65,0	9,5	4,8	52,5	17,3	1,6
III	685,1	491,7	234,5	245,2	203,7	82,7	623,9	60,5	8,8	4,2	50,2	14,5	1,4
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres									Diferencia sobre año anterior	Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres			Diferencia sobre año anterior
2005	7,7	7,5	9,5	6,9	7,2	11,3	7,8	6,0	-0,2	-9,9	13,4	-	-0,7
2006	7,0	7,9	9,4	6,0	8,0	16,1	7,8	2,2	-0,5	0,2	12,5	-	-0,9
2007	6,6	8,2	7,2	8,1	8,8	16,6	6,8	12,3	0,6	-49,8	4,2	-	0,0
2008	6,8	6,7	0,5	9,9	5,2	-2,1	2,9	40,8	3,5	55,5	-10,2	-	3,9
2009	0,6	-2,4	-6,1	7,8	-3,5	-10,2	-4,8	24,5	3,4	7,3	-28,2	-	5,4
2010	-2,9	-2,2	-5,1	2,1	-1,0	4,5	2,7	-28,7	-4,7	23,9	-10,7	-	-2,7
2011	-0,5	-0,8	0,1	1,0	-0,1	2,3	2,0	-16,4	-2,1	-31,5	-4,8	-	-1,4
2012	-1,7	-3,8	1,9	2,1	-0,9	4,8	0,6	-20,8	-2,1	-20,0	-9,2	-	-1,1
2013	-1,6	-3,3	0,9	1,1	-1,2	2,3	-1,1	-6,8	-0,5	-12,0	-8,8	-	0,0
2010 IV	-2,9	-2,2	-5,1	2,1	-1,0	4,5	2,7	-28,8	-4,8	23,9	-10,7	-	-2,7
2011 I	-2,5	-1,7	-4,3	1,9	0,0	4,1	2,9	-29,2	-4,6	18,8	-9,3	-	-2,7
II	-1,7	-1,4	-2,2	2,0	0,5	3,7	2,4	-25,2	-3,6	30,3	-9,1	-	-1,9
III	-0,7	-1,1	-0,1	1,9	0,6	3,0	2,7	-21,7	-3,0	24,9	-7,2	-	-1,5
IV	-0,5	-0,8	0,1	1,0	-0,1	2,3	2,0	-16,4	-2,1	-31,5	-4,8	-	-1,4
2012 I	-0,6	-1,4	0,4	1,1	-0,8	2,9	1,6	-15,8	-1,9	-28,9	-4,6	-	-1,3
II	-1,4	-2,5	-0,4	0,8	-1,8	2,1	1,1	-19,5	-2,1	-36,6	-6,4	-	-1,4
III	-1,9	-3,6	-0,7	1,8	-2,0	1,9	0,8	-22,7	-2,4	-44,9	-10,6	-	-1,4

(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

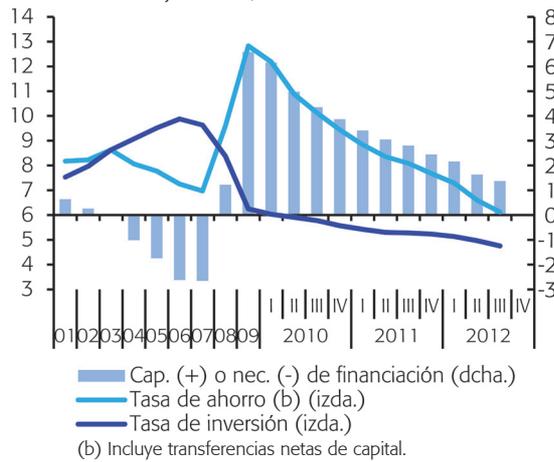
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1 - Hogares: renta, consumo y ahorro

Tasas de crecimiento interanual y % de RDB, suma móvil 4 trimestres

**Gráfico 2 - Hogares: ahorro, inversión y déficit**

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



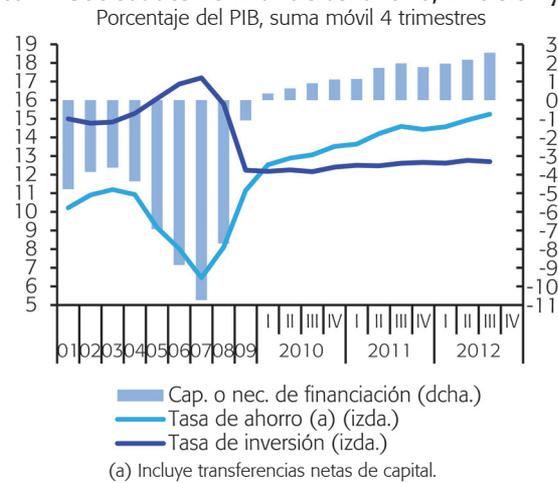
Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras

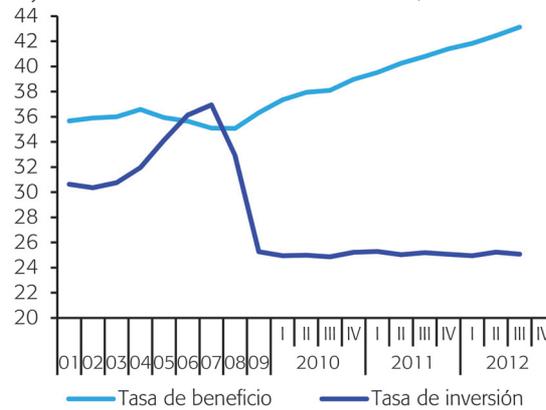
Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5-6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
MM Euros, suma móvil 4 trimestres													
2005	428,5	274,5	154,0	-40,7	-7,9	30,1	75,4	7,9	146,2	-62,9	-6,9	35,9	34,1
2006	460,1	296,1	164,0	-51,6	-8,9	33,9	69,6	9,4	166,2	-87,3	-8,9	35,6	36,1
2007	490,3	318,2	172,0	-62,9	-9,9	41,8	57,5	10,6	181,1	-113,1	-10,7	35,1	36,9
2008	522,1	339,0	183,1	-71,2	-10,6	26,1	75,3	12,8	171,8	-83,7	-7,7	35,1	32,9
2009	507,7	323,3	184,4	-50,9	-10,3	20,0	103,2	13,7	128,2	-11,3	-1,1	36,3	25,3
2010	516,0	314,9	201,1	-46,0	-10,4	15,7	129,0	12,7	130,1	11,6	1,1	39,0	25,2
2011	537,1	314,8	222,4	-53,8	-10,1	16,6	141,9	11,5	134,6	18,9	1,8	41,4	25,1
2012	534,1	304,1	230,0	-56,2	-10,0	19,5	144,3	8,6	128,8	24,0	2,3	43,1	24,1
2013	524,9	296,5	228,4	-58,6	-9,8	17,8	142,2	6,4	121,6	27,1	2,6	43,5	23,2
2010 IV	516,0	314,9	201,1	-46,0	-10,4	15,7	129,0	12,7	130,1	11,6	1,1	39,0	25,2
2011 I	520,6	314,9	205,7	-48,3	-10,3	15,7	131,4	12,2	131,6	12,0	1,1	39,5	25,3
II	527,4	315,1	212,3	-49,3	-10,5	14,9	137,6	12,7	132,0	18,3	1,7	40,3	25,0
III	532,1	315,1	217,0	-50,1	-10,4	14,6	142,0	13,0	134,0	21,0	2,0	40,8	25,2
IV	537,1	314,8	222,4	-53,8	-10,1	16,6	141,9	11,5	134,6	18,9	1,8	41,4	25,1
2012 I	537,1	312,4	224,6	-54,5	-10,1	16,4	143,6	11,1	133,9	20,8	2,0	41,8	24,9
II	535,6	308,2	227,3	-53,3	-9,9	17,3	146,8	11,3	135,1	22,9	2,2	42,4	25,2
III	534,6	304,0	230,5	-53,5	-9,9	16,6	150,5	10,4	134,0	26,9	2,5	43,1	25,1
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres											Diferencia sobre año anterior		
2005	6,5	7,6	4,6	12,4	14,5	23,6	-5,6	-34,8	13,7	--	-2,6	-0,6	2,2
2006	7,4	7,9	6,5	26,9	12,7	12,8	-7,7	18,8	13,7	--	-1,9	-0,3	2,0
2007	6,6	7,5	4,9	22,0	11,7	23,1	-17,5	13,3	9,0	--	-1,9	-0,6	0,8
2008	6,5	6,5	6,4	13,1	7,0	-37,5	31,0	20,8	-5,1	--	3,0	0,0	-4,0
2009	-2,8	-4,6	0,7	-28,5	-2,5	-23,3	37,1	6,9	-25,4	--	6,6	1,3	-7,7
2010	1,6	-2,6	9,0	-9,6	0,4	-21,8	25,1	-7,2	1,5	--	2,2	2,6	0,0
2011	4,1	0,0	10,6	16,8	-2,5	6,1	9,9	-9,3	3,4	--	0,7	2,4	-0,2
2012	-0,6	-3,4	3,4	4,5	-1,0	17,6	1,7	-25,5	-4,3	--	0,5	1,7	-0,9
2013	-1,7	-2,5	-0,7	4,4	-2,0	-8,9	-1,4	-25,0	-5,7	--	0,3	0,5	-1,0
2010 IV	1,6	-2,6	9,0	-9,6	0,4	-21,8	25,1	-7,2	1,5	--	2,2	2,6	0,0
2011 I	2,0	-1,6	7,9	10,7	-0,8	-20,0	12,3	-13,2	3,4	--	0,8	2,2	0,3
II	2,8	-1,0	9,1	12,7	1,5	-23,7	13,7	-7,9	3,0	--	1,1	2,3	0,0
III	4,0	-0,6	11,3	12,0	-0,7	-14,7	15,7	-7,3	5,3	--	1,1	2,7	0,3
IV	4,1	0,0	10,6	16,8	-2,5	6,1	9,9	-9,3	3,4	--	0,7	2,4	-0,2
2012 I	3,2	-0,8	9,2	12,8	-2,2	4,7	9,3	-9,3	1,8	--	0,8	2,3	-0,3
II	1,6	-2,2	7,1	8,2	-5,7	16,1	6,7	-11,4	2,4	--	0,4	2,2	0,2
III	0,5	-3,5	6,2	6,8	-4,4	13,6	6,0	-20,2	0,0	--	0,6	2,3	-0,1

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1 - Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit**Gráfico 2 - Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión**

Porcentaje del VAB de las sociedades no financieras, suma móvil 4 trimestres



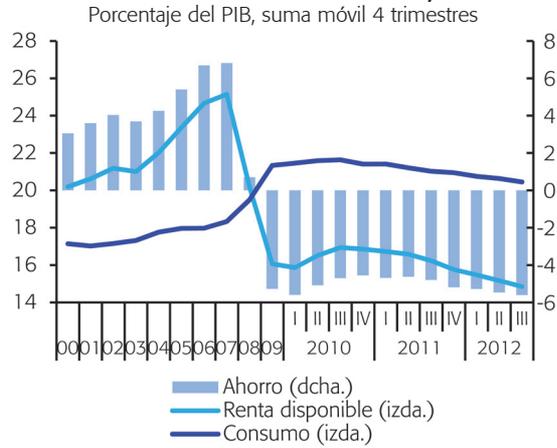
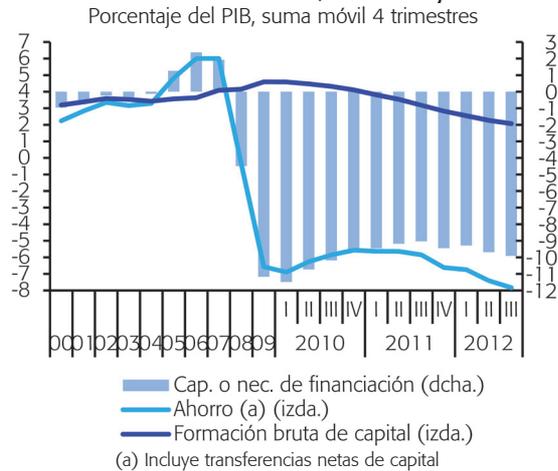
Cuadro 8

Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Cotizaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
MM Euros, suma móvil 4 trimestres														
2005	105,7	112,7	100,1	117,4	90,9	10,4	105,5	16,6	212,5	163,4	49,1	37,6	11,5	11,5
2006	114,4	123,1	116,3	127,1	98,3	8,4	112,8	18,3	243,1	177,1	66,0	42,6	23,3	23,3
2007	125,1	122,0	137,0	136,8	107,8	6,6	122,7	18,9	264,8	193,1	71,8	51,5	20,2	20,2
2008	136,9	106,6	116,5	143,1	118,5	6,0	136,3	22,7	219,7	212,0	7,7	56,5	-48,9	-48,9
2009	144,5	92,4	101,1	140,1	125,7	7,9	153,7	22,4	168,4	223,6	-55,2	61,9	-117,1	-117,1
2010	145,7	109,9	99,6	140,3	125,7	10,6	161,6	20,7	176,8	224,5	-47,7	53,7	-101,5	-101,5
2011	144,8	105,0	101,6	140,0	123,6	15,5	163,8	21,0	167,5	222,7	-55,2	45,2	-100,4	-95,3
2012	139,4	104,4	108,8	136,4	118,1	22,9	168,2	17,8	161,8	210,9	-49,1	39,2	-88,3	-76,7
2013	133,8	111,4	108,5	133,3	112,6	32,1	169,4	14,6	158,3	197,3	-39,1	19,7	-58,8	-58,8
2010 IV	145,7	109,9	99,6	140,3	125,7	10,6	161,6	20,7	176,8	224,5	-47,7	53,7	-101,5	-101,5
2011 I	145,6	110,8	99,6	140,3	125,2	11,6	162,1	21,3	176,1	225,4	-49,4	50,1	-99,5	-99,5
II	144,8	110,0	99,9	140,1	124,1	12,7	161,9	20,6	175,4	224,4	-49,0	48,2	-97,2	-97,2
III	144,9	108,9	99,9	139,7	123,9	14,5	162,6	20,0	172,4	223,3	-50,9	45,1	-96,0	-96,0
IV	144,8	105,0	101,6	140,0	123,6	15,5	163,8	21,0	167,5	222,7	-55,2	45,2	-100,4	-95,3
2012 I	144,6	105,0	101,6	139,1	123,1	17,2	165,0	20,8	164,3	220,4	-56,1	42,6	-98,7	-93,5
II	143,8	103,2	102,6	138,8	122,1	18,9	166,5	20,4	160,5	218,3	-57,9	44,6	-102,5	-91,9
III	142,9	103,8	102,2	137,5	121,1	20,8	168,1	19,8	156,7	215,8	-59,2	45,4	-104,6	-89,5
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2005	11,6	12,4	11,0	12,9	10,0	1,1	11,6	1,8	23,4	18,0	5,4	4,1	1,3	1,3
2006	11,6	12,5	11,8	12,9	10,0	0,9	11,4	1,9	24,7	18,0	6,7	4,3	2,4	2,4
2007	11,9	11,6	13,0	13,0	10,2	0,6	11,6	1,8	25,1	18,3	6,8	4,9	1,9	1,9
2008	12,6	9,8	10,7	13,2	10,9	0,5	12,5	2,1	20,2	19,5	0,7	5,2	-4,5	-4,5
2009	13,8	8,8	9,6	13,4	12,0	0,8	14,7	2,1	16,1	21,3	-5,3	5,9	-11,2	-11,2
2010	13,9	10,5	9,5	13,4	12,0	1,0	15,4	2,0	16,9	21,4	-4,6	5,1	-9,7	-9,7
2011	13,6	9,9	9,6	13,2	11,6	1,5	15,4	2,0	15,8	20,9	-5,2	4,3	-9,4	-9,0
2012	13,2	9,9	10,3	13,0	11,2	2,2	16,0	1,7	15,4	20,0	-4,7	3,7	-8,4	-7,3
2013	12,8	10,6	10,4	12,7	10,8	3,1	16,2	1,4	15,1	18,9	-3,7	1,9	-5,6	-5,6
2010 IV	13,9	10,5	9,5	13,4	12,0	1,0	15,4	2,0	16,9	21,4	-4,6	5,1	-9,7	-9,7
2011 I	13,8	10,5	9,5	13,3	11,9	1,1	15,4	2,0	16,7	21,4	-4,7	4,8	-9,4	-9,4
II	13,7	10,4	9,4	13,2	11,7	1,2	15,3	1,9	16,6	21,2	-4,6	4,6	-9,2	-9,2
III	13,6	10,2	9,4	13,2	11,7	1,4	15,3	1,9	16,2	21,0	-4,8	4,2	-9,0	-9,0
IV	13,6	9,9	9,6	13,2	11,6	1,5	15,4	2,0	15,8	20,9	-5,2	4,3	-9,4	-9,0
2012 I	13,6	9,9	9,6	13,1	11,6	1,6	15,5	2,0	15,5	20,8	-5,3	4,0	-9,3	-8,8
II	13,6	9,8	9,7	13,1	11,5	1,8	15,7	1,9	15,2	20,6	-5,5	4,2	-9,7	-8,7
III	13,5	9,8	9,7	13,0	11,5	2,0	15,9	1,9	14,8	20,5	-5,6	4,3	-9,9	-8,5

Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1 - AA.PP.: renta, consumo y ahorro**Gráfico 2 - AA.PP.: ahorro, inversión y déficit**

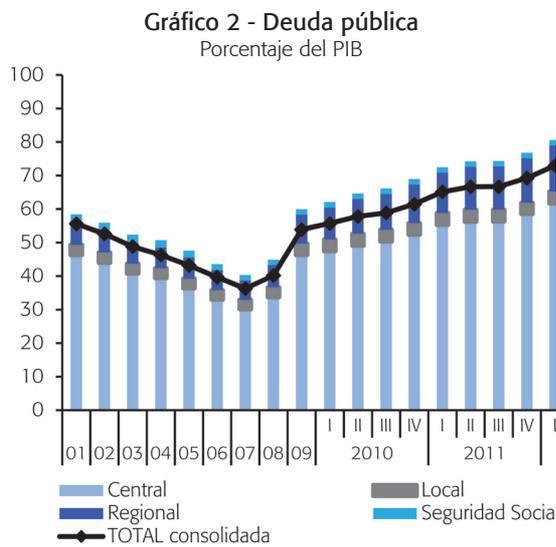
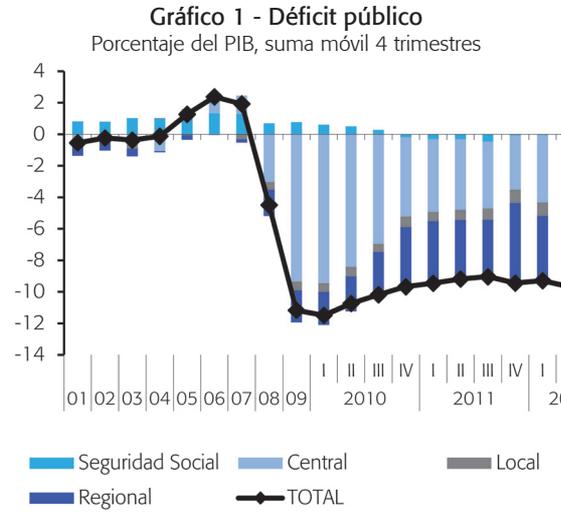
Cuadro 9

Déficit y deuda de las AA.PP. por nivel de gobierno

Previsiones en azul

	Déficit					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM Euros, suma móvil 4 trimestres					MM Euros, final de periodo				
2007	12,1	-2,3	-3,2	13,7	20,2	317,4	61,0	29,4	17,2	382,3
2008	-32,9	-18,2	-5,3	7,6	-48,9	367,1	72,6	31,8	17,2	437,0
2009	-98,0	-21,3	-5,9	8,1	-117,1	485,5	91,0	34,7	17,2	565,1
2010	-52,9	-39,6	-7,0	-1,9	-101,5	549,7	120,8	35,4	17,2	644,7
2011	-36,6	-54,1	-9,0	-0,8	-100,4	622,3	141,4	35,4	17,2	736,5
2012	-56,1	-20,0	-3,2	-5,3	-88,3	--	--	--	--	909,8
2013	-36,5	-7,3	0,0	-8,4	-58,8	--	--	--	--	987,0
2010 IV	-52,9	-39,6	-7,0	-1,9	-101,5	549,7	120,8	35,4	17,2	644,7
2011 I	-48,6	-41,4	-6,2	-3,3	-99,5	581,9	126,7	37,3	17,2	685,7
II	-47,3	-39,6	-7,0	-3,3	-97,2	594,8	135,7	37,6	17,2	705,5
III	-45,0	-38,4	-7,6	-5,1	-96,0	598,0	137,6	36,7	17,2	708,6
IV	-36,6	-54,1	-9,0	-0,8	-100,4	622,3	141,4	35,4	17,2	736,5
2012 I	-45,4	-45,3	-9,0	-0,5	-98,7	655,4	146,4	36,9	17,2	774,9
II	-55,7	-42,8	-6,8	2,6	-102,5	680,2	168,3	45,0	17,2	804,6
III	--	--	--	--	-104,6	695,5	167,5	43,8	17,2	817,2
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2007	1,2	-0,2	-0,3	1,3	1,9	30,1	5,8	2,8	1,6	36,3
2008	-3,0	-1,7	-0,5	0,7	-4,5	33,7	6,7	2,9	1,6	40,2
2009	-9,3	-2,0	-0,6	0,8	-11,2	46,3	8,7	3,3	1,6	53,9
2010	-5,0	-3,8	-0,7	-0,2	-9,7	52,4	11,5	3,4	1,6	61,5
2011	-3,4	-5,1	-0,8	-0,1	-9,4	58,5	13,3	3,3	1,6	69,3
2012	-5,3	-1,9	-0,3	-0,5	-8,4	--	--	--	--	86,0
2013	-3,5	-0,7	0,0	-0,8	-5,6	--	--	--	--	92,0
2010 IV	-5,0	-3,8	-0,7	-0,2	-9,7	52,4	11,5	3,4	1,6	61,5
2011 I	-4,6	-3,9	-0,6	-0,3	-9,4	55,3	12,0	3,5	1,6	65,1
II	-4,5	-3,7	-0,7	-0,3	-9,2	56,2	12,8	3,6	1,6	66,7
III	-4,2	-3,6	-0,7	-0,5	-9,0	56,3	12,9	3,5	1,6	66,7
IV	-3,4	-5,1	-0,8	-0,1	-9,4	58,5	13,3	3,3	1,6	69,3
2012 I	-4,3	-4,3	-0,9	0,0	-9,3	61,7	13,8	3,5	1,6	73,0
II	-5,3	-4,0	-0,6	0,2	-9,7	64,3	15,9	4,3	1,6	76,0
III	--	--	--	--	-9,9	65,7	15,8	4,1	1,6	77,2

Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).



Cuadro 10

Indicadores de actividad general y en la industria (a)

	Indicadores de actividad general				Indicadores de actividad en la industria					
	Índice de sentimiento económico	Índice PMI compuesto	Afiliados a la Seguridad Social (f)	Consumo de electricidad (ajustado de temperatura)	Índice de producción industrial	Afiliados a la Seguridad Social en la industria	Índice PMI de manufacturas	Índice de confianza industrial	Cifra de negocios en la industria, deflactado	Pedidos industriales
	Índice	Índice	Miles	1000 GWH	2005=100	Miles	Índice	Balance de respuestas	2005=100 (suavizado)	Balance de respuestas
2007	103,4	54,7	18.955	267,7	107,1	2.758	53,2	0,5	105,3	3,5
2008	86,3	38,5	18.834	269,5	99,3	2.696	40,4	-18,0	96,7	-24,0
2009	82,5	40,9	17.657	256,9	83,6	2.411	40,9	-30,8	78,0	-54,5
2010	92,7	50,0	17.244	263,8	84,3	2.295	50,6	-13,8	80,6	-36,9
2011	92,6	46,6	16.970	260,5	83,1	2.232	47,3	-12,5	80,9	-30,7
2012 (b)	87,9	43,1	16.334	255,6	78,8	2.114	43,8	-17,5	77,5	-37,2
2011 I	92,9	50,5	17.103	66,2	85,3	2.258	51,9	-8,6	81,9	-29,2
II	93,6	50,1	17.046	65,3	84,2	2.246	48,7	-10,7	81,6	-28,6
III	92,8	45,0	16.939	65,1	82,6	2.227	44,9	-14,4	80,7	-29,7
IV	91,2	40,7	16.791	63,9	81,2	2.196	43,8	-16,5	79,5	-35,4
2012 I	91,7	45,0	16.622	65,1	80,2	2.164	44,9	-14,8	78,5	-35,0
II	88,8	41,7	16.432	64,4	78,4	2.134	42,2	-17,4	77,7	-36,6
III	84,9	42,6	16.242	63,8	78,1	2.096	43,6	-20,0	76,9	-38,8
IV (b)	86,3	42,9	16.050	62,4	76,4	2.066	44,5	-17,9	75,9	-38,5
2012 Oct	85,9	41,5	16.114	21,2	77,2	2.075	43,5	-20,5	76,1	-38,1
Nov	86,4	43,4	16.048	20,7	75,5	2.065	45,3	-17,2	75,6	-38,2
Dic	86,7	43,9	15.988	20,6	--	2.056	44,6	-16,0	--	-39,1
Tasas de crecimiento (c)										
2007	--	--	3,4	4,3	2,0	0,6	--	--	1,7	--
2008	--	--	-0,6	0,7	-7,3	-2,2	--	--	-8,2	--
2009	--	--	-6,2	-4,7	-15,8	-10,6	--	--	-19,3	--
2010	--	--	-2,3	2,7	0,8	-4,8	--	--	3,4	--
2011	--	--	-1,6	-1,3	-1,4	-2,7	--	--	0,3	--
2012 (d)	--	--	-3,7	-1,9	-6,0	-5,3	--	--	-4,7	--
2011 I	--	--	-1,3	-1,5	1,6	-2,2	--	--	1,8	--
II	--	--	-1,3	-5,3	-4,9	-2,1	--	--	-1,2	--
III	--	--	-2,5	-1,4	-7,5	-3,5	--	--	-4,3	--
IV	--	--	-3,4	-6,8	-6,6	-5,4	--	--	-5,7	--
2012 I	--	--	-4,0	7,5	-4,5	-5,7	--	--	-4,9	--
II	--	--	-4,5	-4,3	-8,8	-5,4	--	--	-4,2	--
III	--	--	-4,5	-3,6	-1,5	-6,8	--	--	-3,9	--
IV (e)	--	--	-4,6	-8,6	-8,7	-5,7	--	--	-5,5	--
2012 Oct	--	--	-0,4	0,0	0,1	-0,5	--	--	-0,6	--
Nov	--	--	-0,4	-2,5	-2,2	-0,5	--	--	-0,7	--
Dic	--	--	-0,4	-0,4	--	-0,4	--	--	--	--

(a) Datos ajustados de estacionalidad, excepto los anuales. (b) Período con datos disponibles. (c) Tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas para datos trimestrales, y tasas de crecimiento mensuales sin anualizar para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasas de crecimiento del período disponible con respecto al mismo período del año anterior. (e) Tasas de crecimiento de la media mensual de los meses disponibles con respecto a la media mensual del trimestre anterior, anualizadas. (f) Excluyendo empleados del hogar y cuidadores no profesionales (ley dependencia).
Fuentes: Comisión Europea, Markit Economics Ltd., M. de Trabajo, M. de Industria, INE, REE y Funcas.

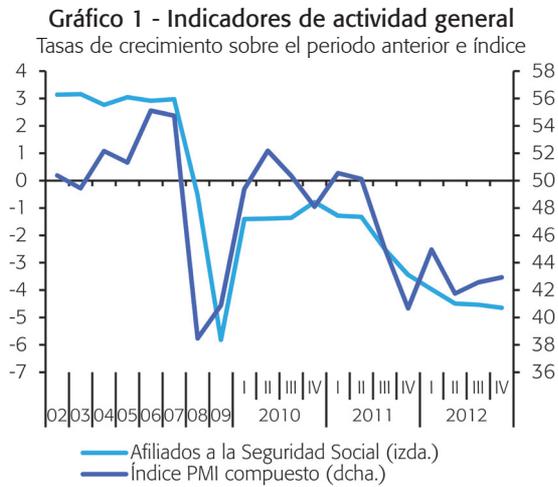
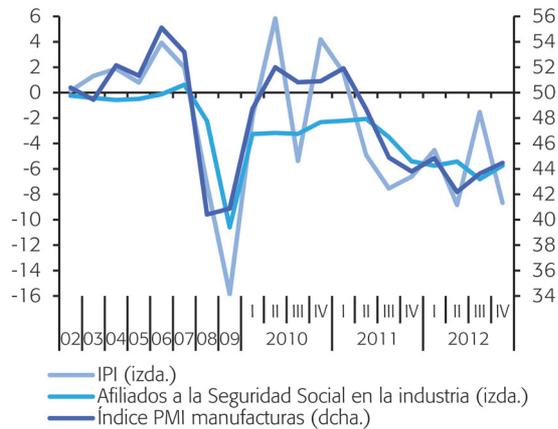


Gráfico 2 - Indicadores de actividad en el sector industrial
Tasas de crecimiento sobre el periodo anterior e índice



Cuadro 11

Indicadores de actividad en construcción y servicios (a)

	Indicadores de actividad en construcción						Indicadores de actividad en servicios					
	Afiliados a la Seguridad Social en construcción	Consumo de cemento	Índice de confianza en la construcción	Licitación oficial (f)	Viviendas iniciadas (f)	Visados de nuevas viviendas (f)	Afiliados a la Seguridad Social en servicios (g)	Cífra de negocios en los servicios (nominal)	Índice PMI servicios	Pernoctaciones en hoteles	Transporte aéreo de pasajeros	Índice de confianza en los servicios
	Miles	Millones de toneladas	Balace de respuestas	MM. euros	Miles	Millones de m2	Thousands	2005=100 (suavizado)	Índice	Millones	Millones (suavizado)	Balace de respuestas
2007	2.601	56,0	8,7	37,4	616,0	125,2	12.457	113,4	54,4	271,7	208,6	9,6
2008	2.340	42,7	-23,6	38,5	346,0	60,0	12.644	109,4	38,2	268,6	202,9	-18,8
2009	1.800	28,9	-32,3	35,4	159,3	29,2	12.247	94,6	41,0	253,2	186,1	-29,7
2010	1.559	24,5	-29,7	21,9	123,6	24,5	12.186	95,3	49,3	269,4	191,3	-22,5
2011	1.369	20,4	-55,4	11,8	86,3	20,0	12.176	94,3	46,5	286,8	202,7	-21,0
2012 (b)	1.136	13,5	-54,9	3,7	28,6	10,7	11.905	88,6	43,1	281,4	177,1	-21,5
2011 I	1.456	5,8	-54,1	3,2	23,0	5,5	12.195	95,2	49,6	70,4	50,2	-28,3
II	1.401	5,4	-55,4	3,7	27,1	5,3	12.203	94,9	50,5	71,3	50,9	-19,3
III	1.342	4,9	-58,6	2,7	17,9	5,0	12.172	94,2	45,5	71,9	50,8	-14,3
IV	1.280	4,5	-53,6	2,2	18,2	4,1	12.128	92,9	40,2	71,0	49,9	-22,0
2012 I	1.215	4,0	-50,4	1,6	16,7	3,8	12.063	91,5	44,8	70,5	49,0	-15,3
II	1.159	3,3	-52,2	2,1	11,9	3,1	11.944	90,1	42,4	70,0	48,8	-19,7
III	1.106	3,2	-55,5	--	--	2,8	11.844	88,6	42,6	70,5	48,4	-26,7
IV (b)	1.067	3,0	-61,4	--	--	0,9	11.767	86,7	42,6	68,0	31,5	-24,3
2012 Oct	1.077	1,1	-56,6	--	--	0,9	11.795	87,2	41,2	23,1	15,8	-22,0
Nov	1.066	1,0	-67,0	--	--	--	11.766	86,3	42,4	22,6	15,6	-25,0
Dic	1.058	1,0	-60,7	--	--	--	11.740	--	44,3	22,4	--	-26,0
Tasas de crecimiento (c)												
2007	5,6	0,2	--	-15,4	-18,0	-22,3	4,0	5,6	--	1,7	8,9	--
2008	-10,0	-23,8	--	2,9	-43,8	-52,1	1,5	-3,5	--	-1,2	-2,7	--
2009	-23,1	-32,3	--	-8,2	-54,0	-51,4	-3,1	-13,5	--	-5,7	-8,3	--
2010	-13,4	-15,4	--	-38,0	-22,4	-16,0	-0,5	0,8	--	6,4	2,8	--
2011	-12,2	-16,4	--	-46,2	-30,2	-18,6	-0,1	-1,1	--	6,4	5,9	--
2012 (d)	-17,0	-34,0	--	-46,9	-43,0	-38,7	-2,2	-5,4	--	-1,9	-4,9	--
2011 I	-11,4	39,8	--	-45,5	-27,9	-9,7	0,2	-0,4	--	7,4	7,8	--
II	-14,2	-25,9	--	-35,0	-18,0	-21,8	0,3	-1,1	--	5,4	5,7	--
III	-15,8	-31,5	--	-45,2	-27,6	-14,4	-1,0	-3,1	--	3,4	-0,9	--
IV	-17,4	-29,4	--	-59,8	-46,3	-28,4	-1,4	-5,3	--	-5,2	-6,9	--
2012 I	-18,7	-38,7	--	-50,6	-27,4	-30,5	-2,1	-6,1	--	-2,8	-6,7	--
II	-17,4	-50,3	--	-43,6	-56,2	-41,5	-3,9	-5,9	--	-2,6	-1,4	--
III	-16,8	-11,9	--	--	--	-44,4	-3,3	-6,4	--	2,8	-3,7	--
IV (e)	-13,5	-23,0	--	--	--	-40,2	-2,6	-8,1	--	-13,4	-9,4	--
2012 Oct	-1,3	1,3	--	-56,7	--	-40,2	-0,2	-0,9	--	-1,9	-1,1	--
Nov	-1,1	-7,4	--	-35,1	--	--	-0,2	-0,9	--	-2,2	-1,2	--
Dic	-0,7	-0,4	--	-50,6	--	--	-0,2	--	--	-0,8	--	--

(a) Datos ajustados de estacionalidad, excepto los anuales. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas para datos trimestrales y tasas de crecimiento mensuales sin anualizar para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasas de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasas de crecimiento de la media mensual de los meses disponibles con respecto a la media mensual del trimestre anterior, anualizadas. (f) Las tasas de crecimiento son sobre el mismo periodo del año anterior. (g) Excluyendo empleados del hogar y cuidadores no profesionales (ley dependencia).

Fuentes: Comisión Europea, Markit Economics Ltd., M. de Trabajo, M. de Fomento, INE, AENA, OFICEMEN y Funcas.

Gráfico 1 - Indicadores de actividad en construcción
Tasas de crecimiento

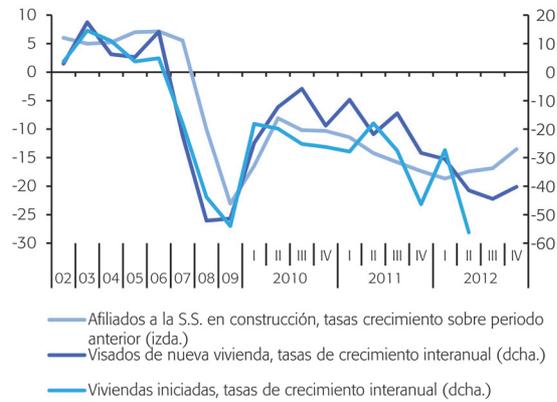
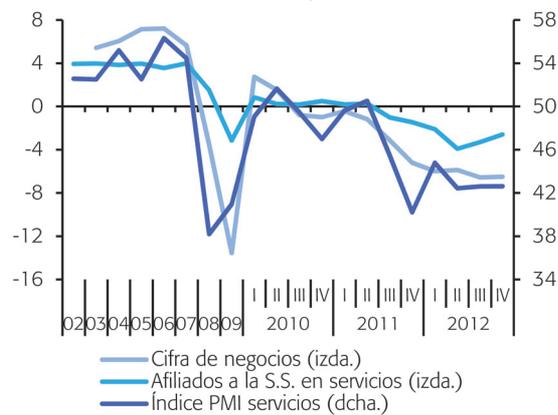


Gráfico 2 - Indicadores de actividad en servicios
Tasas de crecimiento sobre el periodo anterior e índice



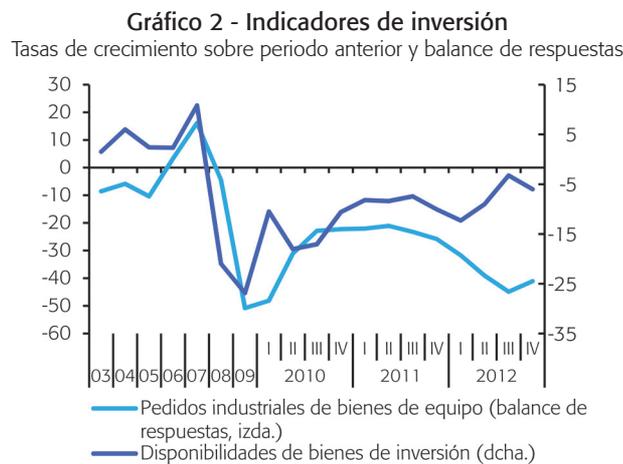
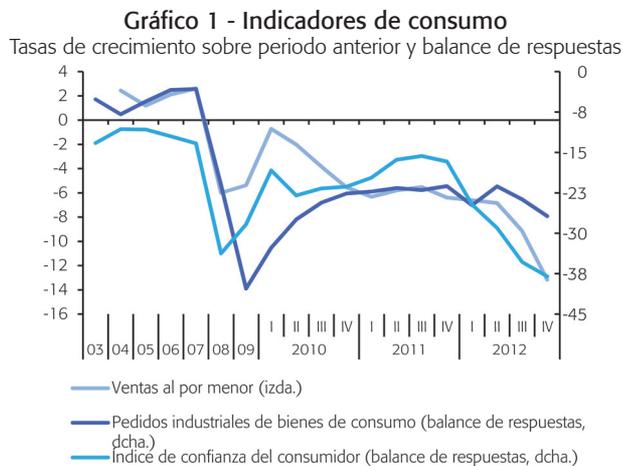
Cuadro 12

Indicadores de consumo e inversión (a)

	Indicadores de consumo					Indicadores de inversión en bienes de equipo		
	Ventas al por menor deflactadas	Matriculaciones de automóviles	Índice de confianza del consumidor	Pernoctaciones en hoteles por residentes en España	Pedidos industriales de bienes de consumo	Matriculaciones de vehículos de carga	Pedidos industriales de bienes de equipo	Disponibilidades de bienes de equipo (f)
	2005=100 (suavizadas)	Miles (suavizadas)	Balance de respuestas	Millones	Balance de respuestas	Miles (suavizadas)	Balance de respuestas	2005=100 (suavizadas)
2007	104,8	1.633,8	-13,3	116,6	-3,2	420,4	16,1	113,4
2008	98,5	1.185,3	-33,8	113,2	-21,0	236,9	-4,5	89,6
2009	93,2	971,2	-28,3	110,1	-40,3	142,1	-50,8	65,5
2010	91,6	1.000,1	-21,1	113,6	-26,8	152,1	-31,1	58,3
2011	86,5	808,3	-17,1	111,5	-21,8	142,0	-23,0	52,6
2012 (b)	80,3	703,8	-31,8	102,2	-24,2	106,7	-39,2	47,8
2011 I	88,5	206,7	-19,7	28,1	-22,3	37,1	-22,1	54,2
II	87,2	204,3	-16,3	27,7	-21,6	36,5	-21,1	53,0
III	86,0	200,3	-15,7	27,9	-22,0	35,2	-23,2	52,0
IV	84,6	196,8	-16,7	27,1	-21,2	32,9	-25,8	50,6
2012 I	83,2	193,6	-24,7	26,5	-24,8	30,2	-31,7	49,0
II	81,7	184,3	-29,0	26,6	-21,3	27,8	-39,1	47,9
III	79,8	168,6	-35,3	25,0	-23,7	25,7	-44,9	47,5
IV (b)	77,0	150,4	-38,0	23,7	-26,8	23,6	-41,1	46,7
2012 Oct	78,0	52,1	-36,0	8,0	-25,1	8,1	-37,1	47,1
Nov	77,0	50,1	-38,0	7,8	-26,7	7,9	-41,5	46,8
Dic	76,0	48,2	-40,0	7,9	-28,6	7,6	-44,6	--
Tasas de crecimiento (c)								
2007	2,6	-1,6	--	1,3	--	0,3	--	10,8
2008	-6,0	-27,5	--	-2,9	--	-43,6	--	-21,0
2009	-5,4	-18,1	--	-2,7	--	-40,0	--	-26,9
2010	-1,7	3,0	--	3,1	--	7,0	--	-10,9
2011	-5,6	-19,2	--	-1,8	--	-6,6	--	-9,9
2012 (d)	-7,1	-12,9	--	-8,4	--	-24,8	--	-9,2
2011 I	-6,3	-11,4	--	-2,2	--	-0,9	--	-8,2
II	-5,8	-4,6	--	-1,9	--	-6,5	--	-8,4
III	-5,5	-7,7	--	-2,7	--	-13,7	--	-7,4
IV	-6,4	-6,7	--	-4,9	--	-23,5	--	-10,1
2012 I	-6,6	-6,3	--	-7,3	--	-28,9	--	-12,3
II	-6,8	-17,9	--	-11,2	--	-28,8	--	-9,0
III	-9,2	-29,9	--	-15,3	--	-26,1	--	-3,2
IV (e)	-13,2	-36,7	--	-17,3	--	-29,5	--	-6,0
2012 Oct	-1,2	-3,8	--	-4,0	--	-2,8	--	-0,5
Nov	-1,3	-3,8	--	-2,1	--	-3,2	--	-0,7
Dic	-1,3	-3,7	--	0,8	--	-3,4	--	--

(a) Datos ajustados de estacionalidad, excepto los anuales. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas para datos trimestrales y tasas de crecimiento mensuales sin anualizar para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasas de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasas de crecimiento de la media mensual de los meses disponibles con respecto a la media mensual del trimestre anterior, anualizadas. (f) Producción nacional más importaciones menos exportaciones.

Fuentes: Comisión Europea, M. de Economía, M. de Industria, INE, DGT, ANFAC y Funcas.



Cuadro 13a

Mercado de trabajo (I)

Previsiones en azul

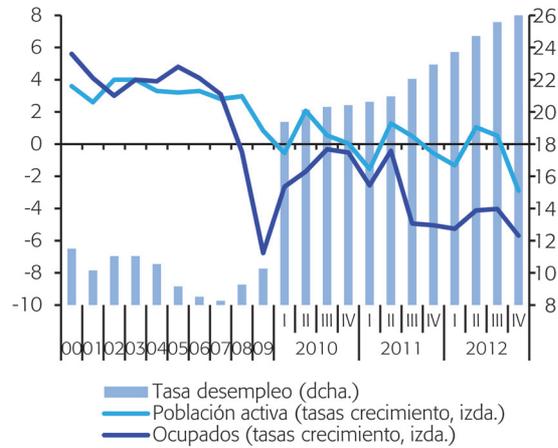
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	CVE			
		Millones								Porcentaje				
2007	30,4	22,2	--	20,4	--	1,8	--	72,6	66,6	8,3	18,2	7,6	12,2	
2008	30,8	22,8	--	20,3	--	2,6	--	73,7	65,3	11,3	24,6	10,2	17,5	
2009	30,9	23,0	--	18,9	--	4,1	--	74,0	60,6	18,0	37,8	16,0	28,4	
2010	30,8	23,1	--	18,5	--	4,6	--	74,4	59,4	20,1	41,6	18,2	30,2	
2011	30,7	23,1	--	18,1	--	5,0	--	74,7	58,5	21,6	46,4	19,6	32,8	
2012	30,5	23,1	--	17,3	--	5,8	--	75,5	56,6	25,1	--	--	--	
2013	30,3	23,0	--	16,7	--	6,3	--	75,7	55,1	27,3	--	--	--	
2010 IV	30,8	23,1	23,1	18,4	18,4	4,7	4,7	74,6	59,2	20,4	43,0	18,5	30,4	
2011 I	30,8	23,1	23,0	18,2	18,3	4,9	4,8	74,4	58,9	20,6	44,4	18,8	30,9	
II	30,7	23,1	23,1	18,3	18,3	4,8	4,8	74,8	59,0	21,0	45,5	19,0	31,9	
III	30,7	23,1	23,1	18,2	18,0	5,0	5,1	75,0	58,3	22,0	47,2	19,9	33,8	
IV	30,7	23,1	23,1	17,8	17,8	5,3	5,3	74,8	57,6	22,9	48,9	20,8	34,8	
2012 I	30,6	23,1	23,0	17,4	17,6	5,6	5,5	74,8	56,9	23,7	50,9	21,6	35,8	
II	30,5	23,1	23,1	17,4	17,4	5,7	5,7	75,1	56,4	24,7	52,5	22,8	35,8	
III	30,5	23,1	23,1	17,3	17,2	5,8	5,9	75,4	56,0	25,6	53,8	23,8	35,9	
IV	30,3	22,9	23,0	17,0	17,0	6,0	6,0	75,1	55,4	26,1	55,4	24,3	36,5	
				Tasas de crecimiento (d)				Diferencia sobre el año anterior en pp						
2007	1,8	2,8	--	3,1	--	-0,2	--	0,7	0,8	-0,2	0,1	-0,4	0,4	
2008	1,4	3,0	--	-0,5	--	41,3	--	1,1	-1,3	3,1	6,4	2,6	5,3	
2009	0,4	0,8	--	-6,8	--	60,2	--	0,4	-4,7	6,7	13,2	5,8	10,9	
2010	-0,3	0,2	--	-2,3	--	11,6	--	0,4	-1,2	2,1	3,8	2,1	1,8	
2011	-0,4	0,1	--	-1,9	--	7,9	--	0,3	-0,9	1,6	4,8	1,4	2,7	
2012	-0,7	-0,1	--	-4,5	--	15,9	--	0,8	-1,8	3,5	--	--	--	
2013	-0,7	-0,4	--	-3,3	--	8,3	--	0,1	-1,6	2,2	--	--	--	
2010 IV	-0,2	0,6	0,0	-1,3	-0,5	8,6	2,2	0,6	-0,6	1,5	3,7	1,7	0,7	
2011 I	-0,2	0,2	-1,6	-1,3	-2,6	6,4	2,5	0,4	-0,6	1,2	4,5	1,3	1,2	
II	-0,4	0,1	1,3	-0,9	-0,4	4,1	8,0	0,4	-0,3	0,8	4,0	0,7	1,7	
III	-0,4	0,1	0,5	-2,1	-4,9	8,8	23,0	0,4	-1,0	1,7	5,1	1,5	3,4	
IV	-0,5	-0,1	-0,6	-3,3	-5,0	12,3	16,5	0,3	-1,7	2,5	5,8	2,2	4,3	
2012 I	-0,6	0,0	-1,3	-4,0	-5,3	14,9	12,8	0,4	-2,0	3,1	6,5	2,8	4,9	
II	-0,5	-0,1	1,0	-4,8	-4,1	17,8	19,1	0,3	-2,6	3,8	7,1	3,8	4,0	
III	-0,7	-0,2	0,5	-4,6	-4,0	16,1	15,4	0,4	-2,4	3,5	6,6	3,9	2,1	
IV	-1,0	-0,7	-2,9	-4,8	-5,7	13,1	5,6	0,3	-2,2	3,2	6,6	3,6	1,7	

(a) Población activa entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (b) Ocupados entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (c) Total Desempleados en cada grupo sobre población activa en cada grupo. (d) Tasas de crecimiento interanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas para datos CVE.

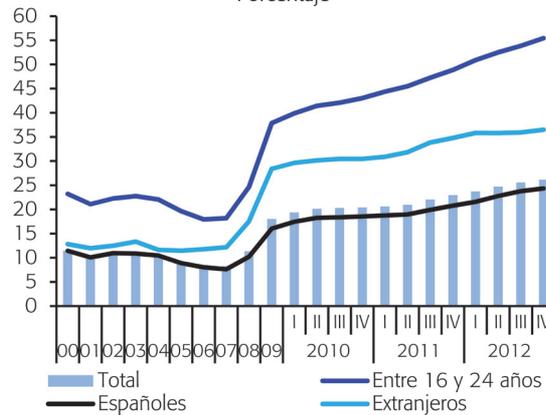
Fuentes: INE (EPA) y Funcas (Previsiones).

Gráfico 1 - Población activa, empleo y desempleo, CVE

Tasas de crecimiento sobre periodo anterior y porcentaje de la pob. activa

**Gráfico 2 - Tasas de desempleo, CVE**

Porcentaje



Cuadro 13b

Mercado de trabajo (II)

	Ocupados por sector				Ocupados por situación profesional					Ocupados por duración de la jornada laboral				
	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Asalariados			No asalariados	Tiempo completo	Tiempo parcial	Tasa de ocupación a tiempo parcial (b)			
					Total	Por tipo de contrato								
						Con contrato temporal	Con contrato indefinido					Tasa de temporalidad (a)		
1	2	3	4	5=6+7	6	7	8=6/5	9	10	11	12			
Millones (datos originales)														
2007	0,87	3,24	2,75	13,50	16,76	5,31	11,45	31,7	3,60	17,96	2,40	11,78		
2008	0,82	3,20	2,45	13,79	16,68	4,88	11,80	29,3	3,58	17,83	2,43	11,97		
2009	0,79	2,78	1,89	13,44	15,68	3,98	11,70	25,4	3,21	16,47	2,42	12,79		
2010	0,79	2,61	1,65	13,40	15,35	3,82	11,52	24,9	3,11	16,01	2,45	13,27		
2011	0,76	2,56	1,39	13,40	15,11	3,83	11,28	25,3	3,00	15,60	2,50	13,82		
2012	0,75	2,43	1,15	12,95	14,24	3,36	10,88	23,6	3,04	14,73	2,55	14,75		
2010 IV	0,80	2,62	1,57	13,41	15,31	3,80	11,51	24,8	3,09	15,93	2,47	13,44		
2011 I	0,78	2,54	1,49	13,33	15,12	3,75	11,37	24,8	3,03	15,59	2,57	14,14		
II	0,74	2,58	1,43	13,55	15,29	3,90	11,39	25,5	3,01	15,72	2,59	14,14		
III	0,71	2,58	1,37	13,50	15,18	3,95	11,23	26,0	2,98	15,76	2,40	13,21		
IV	0,81	2,53	1,28	13,20	14,83	3,70	11,12	25,0	2,98	15,35	2,46	13,81		
2012 I	0,78	2,46	1,19	13,01	14,41	3,42	10,99	23,8	3,02	14,93	2,51	14,37		
II	0,73	2,44	1,19	13,05	14,40	3,41	10,99	23,7	3,02	14,82	2,60	14,93		
III	0,72	2,44	1,14	13,02	14,23	3,42	10,81	24,0	3,09	14,83	2,49	14,37		
IV	0,78	2,38	1,07	12,72	13,93	3,21	10,72	23,0	3,03	14,36	2,60	15,33		
Tasas de crecimiento interanual									Diferencia sobre año anterior		Tasas de crecimiento interanual		Diferencia sobre año anterior	
2007	-2,0	-0,9	6,1	3,8	3,4	-3,8	7,1	-2,4	1,6	3,3	1,6	-0,2		
2008	-5,5	-1,2	-10,7	2,1	-0,5	-8,0	3,0	-2,4	-0,5	-0,7	1,1	0,2		
2009	-4,0	-13,3	-23,0	-2,5	-6,0	-18,4	-0,9	-3,9	-10,3	-7,6	-0,4	0,8		
2010	0,9	-5,9	-12,6	-0,3	-2,1	-4,0	-1,5	-0,5	-3,0	-2,8	1,4	0,5		
2011	-4,1	-2,1	-15,6	0,0	-1,6	0,1	-2,1	0,4	-3,6	-2,5	2,2	0,6		
2012	-0,9	-4,9	-17,6	-3,3	-5,7	-12,1	-3,6	-1,7	1,4	-5,6	1,8	0,9		
2010 IV	2,8	-2,2	-12,8	0,2	-1,2	-2,2	-0,8	-0,3	-1,9	-1,5	0,2	0,2		
2011 I	-6,2	-2,3	-10,2	0,3	-0,9	0,7	-1,4	0,4	-3,5	-2,2	4,7	0,8		
II	-4,8	-1,6	-15,9	1,3	-0,5	2,1	-1,3	0,6	-3,3	-1,6	3,6	0,6		
III	-6,1	-0,9	-17,8	-0,2	-1,8	0,0	-2,4	0,5	-3,7	-2,6	1,1	0,4		
IV	0,5	-3,7	-18,8	-1,6	-3,2	-2,5	-3,4	0,2	-3,7	-3,7	-0,6	0,4		
2012 I	-0,9	-3,2	-20,6	-2,4	-4,7	-8,6	-3,4	-1,0	-0,3	-4,2	-2,4	0,2		
II	-1,2	-5,4	-16,6	-3,7	-5,9	-12,7	-3,5	-1,9	0,3	-5,7	0,5	0,8		
III	1,8	-5,2	-17,1	-3,6	-6,2	-13,4	-3,7	-2,0	3,7	-5,9	3,8	1,2		
IV	-3,0	-5,7	-15,9	-3,6	-6,1	-13,5	-3,6	-2,0	1,8	-6,5	5,7	1,5		

(a) Porcentaje de asalariados con contrato temporal sobre total de asalariados. (b) Porcentaje de ocupados a tiempo parcial sobre total de ocupados.

Fuente: INE (EPA).

Gráfico 1 - Ocupados por sector
Tasas de crecimiento interanuales

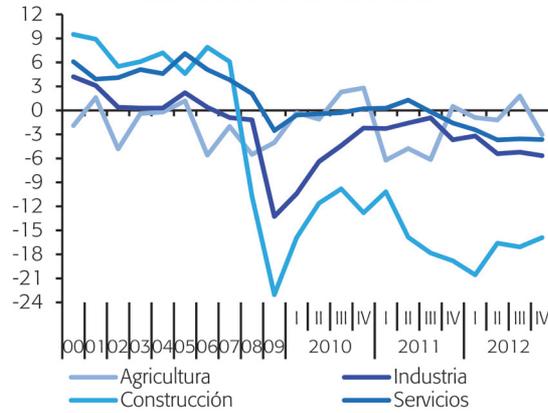
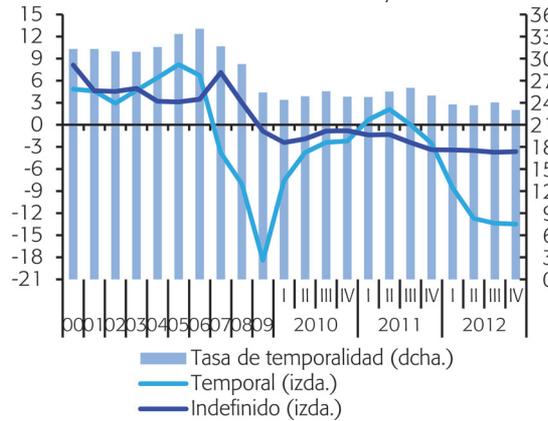


Gráfico 2 - Ocupados por tipo de contrato
Tasas de crecimiento interanuales y tasa en %



Cuadro 14

Índice de precios al consumo

Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados			
% del total en 2011	100,0	67,46	82,11	27,79	39,67	14,65	6,50	11,39	21,15
Índices, 2011 = 100									
1999	70,8	..	74,4	88,5	67,0	68,9	63,8	52,6	..
2000	73,2	..	76,3	90,3	69,5	69,5	66,5	59,7	..
2001	75,9	..	79,0	92,7	72,4	71,9	72,2	59,1	..
2002	78,6	83,7	81,9	95,0	75,8	75,0	76,4	59,0	75,3
2003	80,9	86,1	84,3	96,9	78,6	77,3	81,0	59,8	78,3
2004	83,4	88,2	86,6	97,8	81,5	80,0	84,7	62,6	81,4
2005	86,2	90,4	88,9	98,7	84,6	82,8	87,5	68,7	84,2
2006	89,2	92,9	91,5	100,1	87,8	85,7	91,3	74,1	87,4
2007	91,7	95,2	93,9	100,8	91,2	88,9	95,7	75,4	91,0
2008	95,5	97,4	96,9	101,1	94,8	94,6	99,5	84,4	96,1
2009	95,2	98,2	97,7	99,8	97,0	95,4	98,2	76,8	96,3
2010	96,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4	96,9
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	102,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,8
2013	104,4	102,9	103,4	101,7	103,7	105,5	105,2	111,6	105,4
Tasas de crecimiento interanual									
2007	2,8	2,5	2,7	0,7	3,9	3,7	4,7	1,7	4,1
2008	4,1	2,3	3,2	0,3	3,9	6,5	4,0	11,9	5,7
2009	-0,3	0,8	0,8	-1,3	2,4	0,9	-1,3	-9,0	0,2
2010	1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5	0,7
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8
2013	1,9	1,6	1,8	0,9	2,2	2,4	2,9	2,5	2,5
2011 Dic	2,4	1,1	1,5	0,3	1,7	3,1	0,7	10,3	2,4
2012 Ene	2,0	0,9	1,3	0,2	1,4	2,8	1,0	8,0	2,2
Feb	2,0	0,8	1,2	0,1	1,3	2,8	1,8	7,9	2,5
Mar	1,9	0,8	1,2	0,3	1,2	2,7	1,4	7,5	2,3
Abr	2,1	0,7	1,1	0,1	1,1	2,9	2,1	8,9	2,7
May	1,9	0,7	1,1	0,2	1,1	3,0	1,1	8,3	2,4
Jun	1,9	0,7	1,3	0,1	1,2	3,8	2,5	6,2	3,4
Jul	2,2	1,0	1,4	1,0	1,0	3,2	2,0	7,8	2,8
Ago	2,7	1,0	1,4	0,7	1,1	3,2	2,7	11,9	3,1
Sep	3,4	1,9	2,1	2,0	1,8	2,9	2,8	13,4	2,9
Oct	3,5	2,3	2,5	2,0	2,6	3,0	2,7	11,2	2,9
Nov	2,9	2,1	2,3	1,7	2,3	3,1	3,3	7,5	3,2
Dic	2,9	1,9	2,1	1,5	2,2	3,1	3,9	7,6	3,3
2013 Ene	2,9	2,1	2,3	1,6	2,5	3,1	3,9	6,8	3,3
Feb	2,7	2,1	2,2	1,5	2,5	3,0	2,8	5,8	3,0
Mar	2,5	2,2	2,3	1,5	2,7	3,0	2,8	3,7	2,9
Abr	2,0	1,9	2,0	1,6	2,2	2,6	2,5	1,1	2,6
May	2,3	2,0	2,1	1,6	2,3	2,4	3,3	3,1	2,6
Jun	2,5	2,0	2,1	1,6	2,3	2,5	2,4	5,6	2,4
Jul	2,0	1,7	1,8	0,6	2,4	2,5	3,1	2,7	2,7
Ago	1,7	1,8	1,9	0,9	2,4	2,5	2,8	-0,3	2,6
Sep	0,8	1,0	1,2	-0,2	1,8	2,1	2,9	-2,4	2,4
Oct	1,0	0,9	1,1	-0,1	1,6	1,8	3,0	-0,3	2,1
Nov	1,4	1,1	1,2	0,2	1,7	1,6	2,7	2,6	1,9
Dic	1,5	1,1	1,2	0,2	1,7	1,6	2,5	2,9	1,9

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1 - Tasa de inflación (I)
Tasas de crecimiento interanual

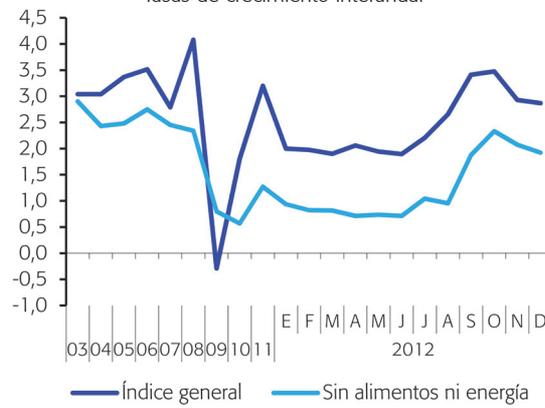
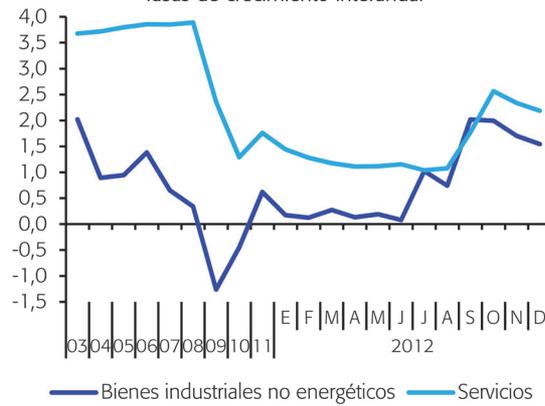


Gráfico 2 - Tasa de inflación (II)
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 15

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2000=100	2005=100		2007=100			2000=100				
2007	132,2	109,2	108,7	100,0	100,0	100,0	131,1	128,3	139,9	136,2	--
2008	135,4	116,3	113,6	98,5	100,7	91,1	137,5	134,8	145,6	142,5	--
2009	135,5	112,4	110,9	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,4	--
2010	136,0	116,0	112,3	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	--
2011	137,3	124,0	116,5	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,7	--
2012 (b)	137,6	128,3	118,2	72,9	77,2	64,8	142,5	139,5	151,7	152,9	--
2011 I	137,0	122,4	115,6	86,3	86,4	76,2	140,5	136,3	153,7	142,7	--
II	137,3	124,0	116,7	85,2	85,2	76,8	146,9	145,2	152,3	153,0	--
III	137,3	124,5	117,0	82,9	84,1	60,9	138,9	134,9	151,2	159,8	--
IV	137,8	124,9	116,7	79,4	82,8	65,5	151,7	151,3	152,9	163,6	--
2012 I	137,5	128,1	117,2	75,4	80,2	63,7	142,2	137,9	155,1	144,7	--
II	137,4	127,5	118,0	73,0	78,1	70,2	146,5	145,3	150,2	154,1	--
III	138,0	128,9	118,4	70,2	76,1	60,4	138,8	135,2	149,7	159,8	--
IV (b)	--	128,7	119,0	--	74,5	--	--	--	--	--	--
2012 Oct	--	129,1	119,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	128,5	118,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Dic	--	128,4	119,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales											
2007	3,3	3,6	4,1	--	5,8	3,8	4,0	4,0	4,1	4,6	3,1
2008	2,4	6,5	4,4	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,1	4,6	3,6
2009	0,1	-3,4	-2,4	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,6	2,3
2010	0,4	3,2	1,3	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,6	1,5
2011	1,0	6,9	3,8	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,4
2012 (c)	0,3	3,5	1,4	-14,0	-8,7	-9,1	0,3	0,5	-0,5	0,7	1,3
2011 I	1,0	7,4	4,1	-4,1	-4,7	3,8	0,8	1,0	0,4	0,0	3,1
II	1,2	6,9	4,1	-6,8	-5,2	1,5	0,8	0,6	1,5	1,5	2,7
III	0,8	7,2	3,9	-7,4	-5,6	-11,1	1,5	1,2	2,2	4,8	2,6
IV	0,8	6,2	2,9	-11,2	-6,8	-19,9	1,6	1,4	2,2	2,5	2,4
2012 I	0,4	4,6	1,4	-12,6	-7,2	-16,4	1,1	1,2	0,9	1,4	2,2
II	0,1	2,9	1,1	-14,4	-8,3	-8,6	-0,3	0,0	-1,4	0,7	1,7
III	0,5	3,5	1,2	-15,2	-9,5	-0,7	-0,1	0,3	-0,9	0,0	1,3
IV (c)	--	3,0	2,0	--	-10,0	--	--	--	--	--	1,3
2012 Oct	--	3,4	1,8	--	--	--	--	--	--	--	1,2
Nov	--	2,8	1,9	--	--	--	--	--	--	--	1,3
Dic	--	2,7	2,1	--	--	--	--	--	--	--	1,3

(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior.

Fuentes: M. de Fomento, M. de Trabajo e INE.

Gráfico 1 - Precios de la vivienda y del suelo urbano
Índice (2007=100)

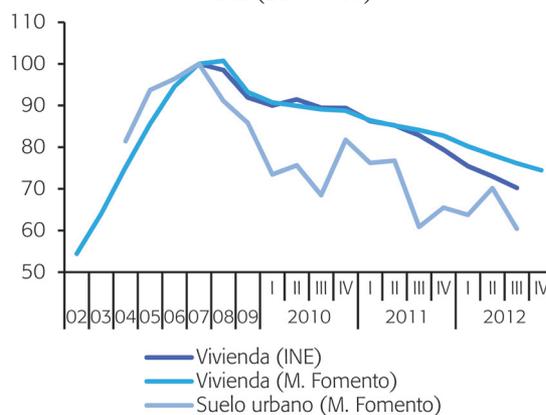


Gráfico 2 - Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 16

Comercio exterior (a)

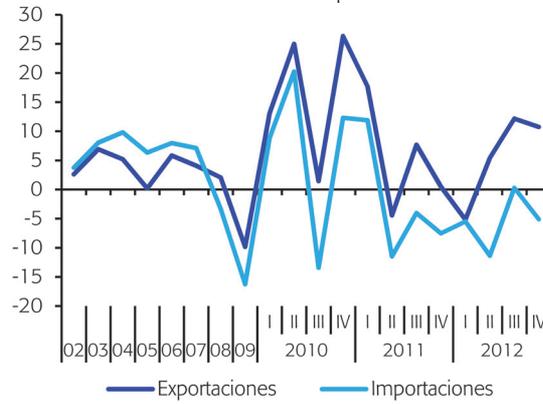
	Exportaciones de bienes			Importaciones de bienes			Exportaciones a países UE	Exportaciones a países no UE	Saldo de bienes	Saldo de bienes sin productos energéticos	Saldo de bienes con países UE
	Nominales	Precios	Volumen	Nominales	Precios	Volumen					
	MM euros	2005=100		MM euros	2005=100						
2007	185,0	108,3	110,2	285,0	105,8	115,6	130,9	54,2	-100,0	-65,5	-40,2
2008	189,2	108,5	112,5	283,4	108,8	111,8	130,8	58,5	-94,2	-50,7	-26,3
2009	159,9	101,7	101,4	206,1	94,5	93,7	110,5	49,4	-46,2	-18,8	-9,1
2010	186,8	102,8	117,2	240,1	100,8	102,3	126,3	60,5	-53,3	-17,9	-5,0
2011	214,5	107,2	129,1	260,8	108,4	103,3	141,7	72,8	-46,3	-5,2	4,1
2012 (b)	185,1	108,3	130,6	213,2	113,1	96,6	116,1	69,0	-28,1	11,7	9,3
2011 I	53,4	105,4	130,7	66,1	106,3	106,8	34,8	18,5	-12,7	-1,7	-0,1
II	53,3	106,4	129,2	64,2	106,4	103,6	34,8	18,5	-10,9	-0,7	1,5
III	54,9	107,6	131,6	65,4	109,6	102,5	35,8	19,1	-10,5	0,2	1,5
IV	55,7	109,1	131,8	65,3	111,5	100,5	36,3	19,4	-9,6	-0,3	1,2
2012 I	55,0	109,1	130,1	65,8	114,0	99,1	35,2	19,8	-10,8	1,6	2,3
II	54,8	107,2	131,8	62,7	111,9	96,2	34,4	20,4	-7,9	4,0	3,0
III	57,6	109,5	135,6	63,9	114,0	96,3	34,9	22,7	-6,3	5,6	2,6
IV (b)	19,9	110,7	139,1	21,3	115,4	95,0	11,6	8,3	-1,4	2,1	0,9
2012 Ago	20,6	108,8	146,6	22,2	116,0	98,7	12,4	8,2	-1,6	2,9	1,3
Sep	18,3	111,4	127,1	20,4	115,4	91,3	10,9	7,4	-2,2	1,9	0,5
Oct	19,9	110,7	139,1	21,3	115,4	95,0	11,6	8,3	-1,4	2,1	0,9
	Tasas de crecimiento (c)								Porcentaje del PIB		
2007	8,6	4,3	4,1	8,5	1,4	7,1	8,0	10,0	-9,5	-6,2	-3,8
2008	2,3	0,2	2,1	-0,6	2,8	-3,3	-0,1	8,0	-8,7	-4,7	-2,4
2009	-15,5	-6,3	-9,8	-27,3	-13,2	-16,3	-15,5	-15,5	-4,4	-1,8	-0,9
2010	16,8	1,1	15,6	16,5	6,7	9,2	14,3	22,5	-5,1	-1,7	-0,5
2011	14,8	4,3	10,1	8,7	7,6	1,0	12,2	20,4	-4,4	-0,5	0,4
2012 (d)	4,2	1,9	2,2	-1,6	5,5	-6,0	-1,2	14,9	--	--	--
2011 I	24,0	5,3	17,7	28,0	14,4	11,9	15,4	42,2	-4,8	-0,7	0,0
II	-0,5	4,1	-4,4	-11,0	0,5	-11,5	-1,0	0,5	-4,1	-0,3	0,6
III	12,6	4,6	7,7	7,9	12,4	-4,0	12,5	12,9	-3,9	0,1	0,6
IV	6,0	5,5	0,5	-0,8	7,3	-7,5	6,3	5,6	-3,6	-0,1	0,4
2012 I	-5,1	0,0	-5,2	3,1	9,1	-5,5	-12,2	9,4	-4,1	0,6	0,9
II	-1,6	-6,6	5,4	-17,5	-6,9	-11,4	-8,9	12,6	-3,0	1,5	1,1
III	22,0	8,7	12,2	7,8	7,5	0,3	5,9	53,2	-2,4	2,1	1,0
IV (e)	15,6	4,4	10,8	-0,2	5,1	-5,1	-2,2	47,8	--	--	--
2012 Ago	10,3	0,2	10,0	4,6	4,7	-0,1	7,1	15,4	--	--	--
Sep	-11,2	2,4	-13,3	-8,0	-0,5	-7,5	-12,5	-9,3	--	--	--
Oct	8,8	-0,6	9,5	4,1	0,0	4,1	6,4	12,4	--	--	--

(a) Datos ajustados de estacionalidad, excepto los anuales. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas para datos trimestrales y tasas de crecimiento mensuales sin anualizar para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasas de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasas de crecimiento de la media mensual de los meses disponibles con respecto a la media mensual del trimestre anterior, anualizadas.

Fuentes: Ministerio de Economía y Funcas.

Gráfico 1 - Comercio exterior (volumen)

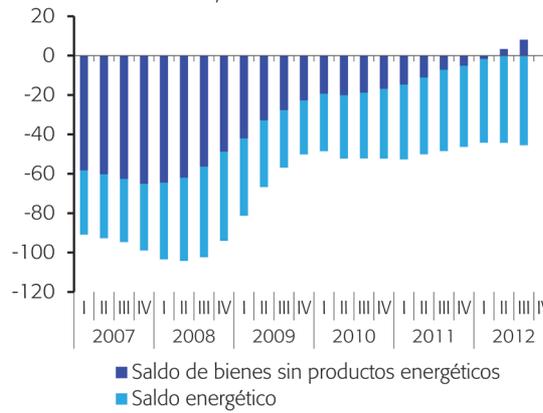
Tasas de crecimiento sobre periodo anterior



Exportaciones Importaciones

Gráfico 2 - Balanza comercial

MM euros, suma móvil 4 trimestres



Saldo de bienes sin productos energéticos Saldo energético

Cuadro 17

Balanza de pagos (según manual FMI)

(Transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Cuentas corriente y de capital	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transeferencias corrientes			Cuenta financiera excluyendo Banco de España						
								Total	Inversión directa	Inversión de cartera	Otras inversiones	Derivados financieros	Banco de España	
1=2+3+4+5	2	3	4	5	6	7=1+6	8=9+10+11+12	9	10	11	12	13	14	
MM euros														
2006	-88,31	-83,25	22,24	-20,80	-6,50	6,19	-82,12	111,42	-58,55	199,61	-31,65	2,00	-25,80	-3,51
2007	-105,27	-91,12	23,05	-30,06	-7,15	4,58	-100,69	86,68	-53,18	104,26	39,69	-4,09	14,32	-0,31
2008	-104,68	-85,59	25,79	-35,48	-9,39	5,47	-99,20	70,00	1,55	-0,20	75,72	-7,06	30,22	-1,02
2009	-50,54	-41,61	25,03	-25,93	-8,03	4,22	-46,32	41,52	-1,92	44,82	4,66	-6,05	10,46	-5,67
2010	-47,43	-47,78	27,51	-19,85	-7,31	6,29	-41,14	27,48	1,83	27,67	-10,61	8,59	15,70	-2,04
2011	-37,50	-39,73	34,24	-26,11	-5,90	5,49	-32,01	-73,39	-5,60	-23,08	-44,88	0,16	109,15	-3,75
2012(b)	-13,13	-23,98	36,99	-19,27	-6,87	5,80	-7,33	-197,90	7,51	-28,45	-187,18	10,22	200,92	4,31
2011 I	-16,86	-11,14	4,21	-5,87	-4,06	1,56	-15,29	20,89	-3,52	22,82	-1,16	2,75	-11,04	5,44
II	-7,72	-9,80	9,54	-5,95	-1,50	1,34	-6,37	1,57	-7,51	-19,87	31,00	-2,05	5,87	-1,07
III	-5,72	-10,06	13,10	-7,49	-1,28	1,27	-4,46	-30,76	2,16	-14,60	-17,35	-0,97	39,02	-3,80
IV	-7,20	-8,73	7,39	-6,80	0,94	1,31	-5,89	-65,09	3,27	-11,42	-57,37	0,43	75,30	-4,33
2012 I	-15,03	-9,11	5,27	-6,70	-4,48	0,68	-14,34	-94,91	7,71	-37,18	-68,19	2,75	105,57	3,68
II	-2,68	-6,63	9,96	-4,65	-1,36	1,73	-0,96	-127,34	-3,22	-45,50	-78,49	-0,13	131,22	-2,92
III	1,93	-6,51	15,17	-4,32	-2,40	1,51	3,44	14,61	1,81	32,53	-24,30	4,56	-21,52	0,74
IV (b)	2,64	-1,73	6,60	-3,60	1,38	1,89	4,53	22,32	-6,25	44,93	-18,50	2,15	-18,97	2,81
2012 Sep	-0,30	-2,71	4,24	-0,81	-1,02	0,79	0,50	28,60	3,07	10,29	14,53	0,70	-33,91	4,82
Oct	0,87	-0,96	4,20	-1,85	-0,52	1,01	1,87	12,09	0,83	15,29	-5,64	1,61	-18,00	4,04
Nov	1,78	-0,78	2,40	-1,75	1,90	0,88	2,66	13,18	0,87	32,32	-22,43	2,42	-14,61	-1,23
Porcentaje del PIB														
2006	-9,0	-8,4	2,3	-2,1	-0,7	0,6	-8,3	11,3	-5,9	20,3	-3,2	0,2	-2,6	-0,4
2007	-10,0	-8,7	2,2	-2,9	-0,7	0,4	-9,6	8,2	-5,0	9,9	3,8	-0,4	1,4	0,0
2008	-9,6	-7,9	2,4	-3,3	-0,9	0,5	-9,1	6,4	0,1	0,0	7,0	-0,6	2,8	-0,1
2009	-4,8	-4,0	2,4	-2,5	-0,8	0,4	-4,4	4,0	-0,2	4,3	0,4	-0,6	1,0	-0,5
2010	-4,5	-4,6	2,6	-1,9	-0,7	0,6	-3,9	2,6	0,2	2,6	-1,0	0,8	1,5	-0,2
2011	-3,5	-3,7	3,2	-2,5	-0,6	0,5	-3,0	-6,9	-0,5	-2,2	-4,2	0,0	10,3	-0,4
2012(b)	-2,8	-4,4	6,6	-3,3	-1,7	0,9	-1,9	-40,0	1,3	-11,5	-31,2	1,5	40,8	1,0
2011 I	-6,5	-4,3	1,6	-2,3	-1,6	0,6	-5,9	8,0	-1,4	8,8	-0,4	1,1	-4,2	2,1
II	-2,8	-3,6	3,5	-2,2	-0,6	0,5	-2,3	0,6	-2,8	-7,3	11,4	-0,8	2,2	-0,4
III	-2,2	-3,9	5,1	-2,9	-0,5	0,5	-1,7	-12,0	0,8	-5,7	-6,8	-0,4	15,3	-1,5
IV	-2,6	-3,2	2,7	-2,5	0,3	0,5	-2,1	-23,7	1,2	-4,2	-20,9	0,2	27,4	-1,6
2012 I	-5,8	-3,5	2,0	-2,6	-1,7	0,3	-5,5	-36,7	3,0	-14,4	-26,4	1,1	40,8	1,4
II	-1,0	-2,5	3,7	-1,7	-0,5	0,6	-0,4	-47,3	-1,2	-16,9	-29,2	0,0	48,7	-1,1
III	0,8	-2,6	6,0	-1,7	-1,0	0,6	1,4	5,8	0,7	12,9	-9,6	1,8	-8,5	0,3

(b) Periodo con datos disponibles.

Fuente: Banco de España.

Gráfico 1 - Balanza de pagos: cuentas corriente y de capital
MM euros, suma móvil 12 meses

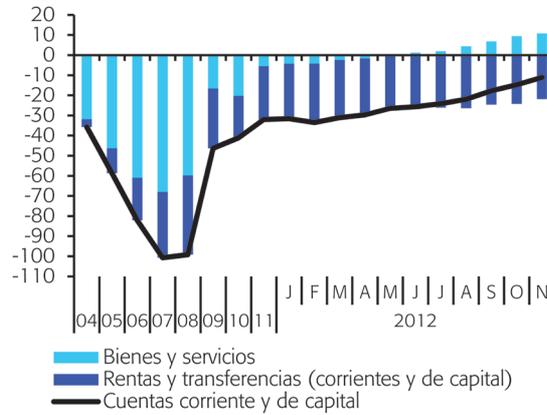
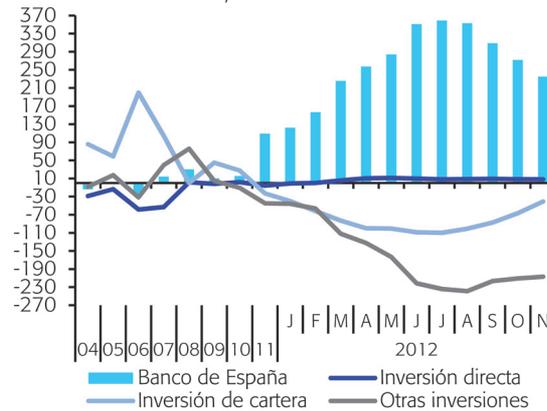


Gráfico 2 - Balanza de pagos: cuenta financiera
MM euros, suma móvil 12 meses



Cuadro 18

Cuentas del Estado y de la Seguridad Social

	Estado							Seguridad Social				
	Contabilidad Nacional			Ingresos, contabilidad presupuestaria (a)				Saldo	Ingresos (derechos reconocidos)		Gastos (obligaciones reconocidas)	
	Saldo	Ingresos	Gastos	Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Otros		Total	de los cuales, cotizaciones sociales	Total	de los cuales, pensiones
	1=2-3	2	3	4=5+6+7	5	6	7		8=9-11	9	10	11
MM euros, suma móvil 12 meses												
2006	8,2	150,7	142,5	191,1	102,4	76,3	12,4	12,2	106,3	95,8	94,1	75,8
2007	12,4	165,3	152,9	214,2	121,0	78,9	14,4	14,7	116,7	103,7	102,0	81,8
2008	-33,2	132,6	165,8	188,7	102,0	70,7	16,0	14,6	124,2	108,7	109,7	86,9
2009	-99,1	105,8	204,9	162,5	87,5	55,7	19,3	8,8	123,7	107,3	114,9	92,0
2010	-51,3	141,1	192,4	175,0	86,9	71,9	16,3	2,4	122,5	105,5	120,1	97,7
2011	-31,3	137,1	168,3	177,0	89,6	71,2	16,1	-0,5	121,7	105,4	122,2	101,5
2012(b)	-45,9	97,3	143,2	195,1	86,1	66,7	42,4	2,8	109,4	92,7	106,7	90,7
2012 Sep	4,0	14,9	10,9	18,5	8,7	8,6	1,2	-0,3	8,8	8,1	9,0	7,6
Oct	2,7	13,8	11,0	27,1	16,3	9,4	1,3	0,4	9,7	8,4	9,2	7,7
Nov	-2,5	8,5	11,1	11,7	5,5	5,1	1,1	-0,1	9,3	8,0	9,4	7,8
Tasas de crecimiento interanuales												
2006	--	13,4	10,7	10,1	14,6	7,9	-8,2	--	8,8	8,6	7,2	7,0
2007	--	9,7	7,3	12,1	18,1	3,4	16,4	--	9,7	8,3	8,4	7,9
2008	--	-19,8	8,4	-11,9	-15,7	-10,4	11,1	--	6,5	4,8	7,6	6,2
2009	--	-20,2	23,6	-13,9	-14,2	-21,2	20,4	--	-0,5	-1,3	4,7	5,9
2010	--	33,3	-6,1	7,7	-0,7	29,1	-15,7	--	-1,0	-1,7	4,5	6,2
2011	--	-2,8	-12,5	1,1	3,1	-0,9	-0,8	--	-0,7	-0,1	1,8	3,9
2012(b)	--	15,4	-2,8	18,9	4,0	-2,4	226,5	--	-0,7	-2,6	2,8	4,3
2012 Sep	--	7,6	1,9	21,7	0,5	-5,0	310,5	--	-8,5	-4,7	0,9	4,1
Oct	--	21,2	-20,2	19,2	2,9	-3,9	255,6	--	-0,4	-1,8	3,2	6,1
Nov	--	42,8	-39,5	18,9	4,0	-2,4	226,5	--	-0,6	-3,7	3,6	3,6
Porcentaje del PIB, suma móvil 12 meses												
2006	0,8	15,3	14,5	19,4	10,4	7,7	1,3	1,2	10,8	9,7	9,5	7,7
2007	1,2	15,7	14,5	20,3	11,5	7,5	1,4	1,4	11,1	9,8	9,7	7,8
2008	-3,0	12,2	15,2	17,3	9,4	6,5	1,5	1,3	11,4	10,0	10,1	8,0
2009	-9,5	10,1	19,5	15,5	8,4	5,3	1,8	0,8	11,8	10,2	11,0	8,8
2010	-4,9	13,4	18,3	16,7	8,3	6,9	1,5	0,2	11,7	10,1	11,5	9,3
2011	-2,9	12,9	15,8	16,6	8,4	6,7	1,5	0,0	11,4	9,9	11,5	9,5
2012 Sep	0,4	1,4	1,0	1,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,8	0,8	0,9	0,7
Oct	0,3	1,3	1,1	2,6	1,6	0,9	0,1	0,0	0,9	0,8	0,9	0,7
Nov	-0,2	0,8	1,1	1,1	0,5	0,5	0,1	0,0	0,9	0,8	0,9	0,7

(a) Incluyendo la participación de las CC.AA. y CC.LL. en los impuestos directos e indirectos. (b) Acumulado desde enero.

Fuentes: M. de Economía y M. de Empleo.

Gráfico 1 - Estado: ingresos, gastos y déficit
MM euros, suma móvil 12 meses

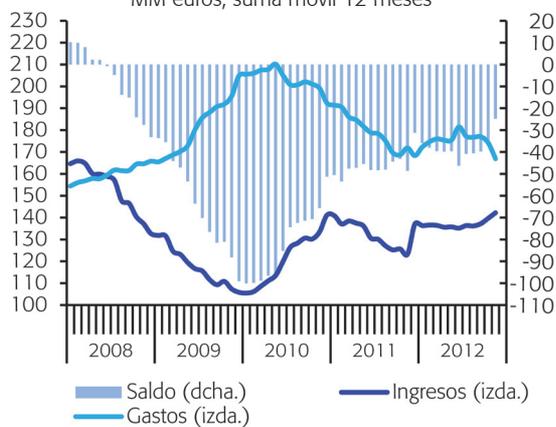
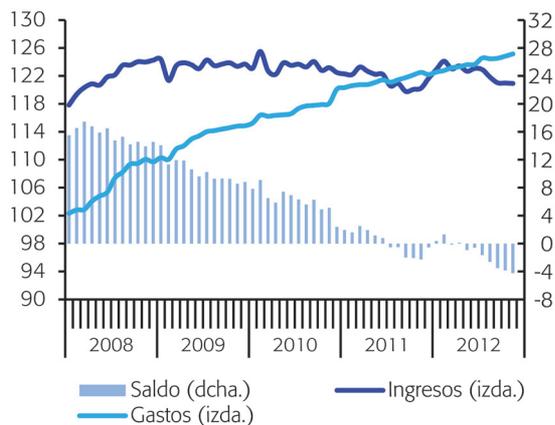


Gráfico 2 - Seguridad Social: ingresos, gastos y déficit
MM euros, suma móvil 12 meses



Cuadro 19

Indicadores financieros y monetarios

	Tipos de interés (porcentajes)					Stock de crédito (MM euros)				Contribución de las IFM a M3 eurozona	Mercado de valores (IBEX-35)
	Bonos 10 años	Diferencial con Bono alemán (pb)	Crédito a los hogares para vivienda	Crédito al consumo	Crédito a las sociedades no financieras (menos de 1 millón euros)	TOTAL	Gobierno	Sociedades no financieras	Hogares		
	Medias del periodo					Datos de fin del periodo					
2007	4,3	7,4	5,3	9,8	5,8	2.470,5	382,3	1.213,8	874,4	--	15.182,3
2008	4,4	36,0	5,8	10,9	6,4	2.655,3	437,0	1.307,0	911,3	--	9.195,8
2009	4,0	70,5	3,4	10,5	4,7	2.767,0	565,1	1.298,6	903,3	--	11.940,0
2010	4,2	146,5	2,6	8,6	4,3	2.844,5	644,7	1.301,6	898,1	--	9.859,1
2011	5,4	277,4	3,5	8,6	5,1	2.862,7	736,5	1.255,3	871,0	--	8.563,3
2012 (b)	5,9	428,6	3,4	9,2	5,6	2.869,6	830,3	1.198,4	840,8	--	8.167,5
2011 I	5,3	212,0	3,0	8,4	4,8	2.860,3	685,7	1.286,7	887,9	--	10.576,5
II	5,4	222,3	3,4	8,2	5,1	2.867,5	705,5	1.272,8	889,2	--	10.359,9
III	5,4	311,6	3,6	8,7	5,2	2.853,2	708,6	1.267,0	877,6	--	8.546,6
IV	5,7	365,1	3,7	9,1	5,4	2.862,7	736,5	1.255,3	871,0	--	8.563,3
2012 I	5,2	334,7	3,8	9,7	5,5	2.886,3	774,9	1.252,6	858,7	--	8.008,0
II	6,2	462,8	3,5	8,7	5,7	2.893,1	804,6	1.232,8	855,7	--	7.102,2
III	6,4	500,5	3,3	9,2	5,7	2.870,6	817,2	1.212,7	840,8	--	7.708,5
IV (b)	5,6	416,2	3,1	9,0	5,6	2.869,6	830,3	1.198,4	840,8	--	8.167,5
2012 Oct	5,6	415,0	3,2	9,1	5,6	2.858,1	816,4	1.203,5	838,2	--	7.842,9
Nov	5,7	433,0	3,1	9,0	5,6	2.869,6	830,3	1.198,4	840,8	--	7.934,6
Dic	5,4	400,6	--	--	--	--	--	--	--	--	8.167,5
							Tasas de crecimiento interanuales				(c)
2007	--	--	--	--	--	12,3	-2,2	17,7	12,5	15,1	7,3
2008	--	--	--	--	--	7,8	14,3	8,2	4,4	7,7	-39,4
2009	--	--	--	--	--	4,0	29,3	-1,4	-0,3	-0,8	29,8
2010	--	--	--	--	--	3,2	14,0	0,6	0,2	-2,2	-17,4
2011	--	--	--	--	--	1,6	14,2	-2,0	-2,4	-1,6	-13,1
2012 (b)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2011 I	--	--	--	--	--	3,6	17,7	0,1	-0,5	0,9	7,3
II	--	--	--	--	--	2,7	16,7	-0,7	-1,6	2,5	-2,0
III	--	--	--	--	--	2,1	15,0	-1,5	-1,6	0,1	-17,5
IV	--	--	--	--	--	1,6	14,2	-2,0	-2,4	-1,6	0,2
2012 I	--	--	--	--	--	1,6	13,0	-1,5	-2,7	-0,9	-6,5
II	--	--	--	--	--	1,2	14,0	-2,8	-3,1	-2,6	-11,3
III	--	--	--	--	--	1,1	15,3	-3,7	-3,6	-3,6	8,5
IV	--	--	--	--	--	0,8	15,6	-4,6	-3,6	-0,9	6,0
2012 Oct	--	--	--	--	--	1,0	15,5	-4,2	-3,5	-2,2	1,7
Nov	--	--	--	--	--	0,8	15,6	-4,6	-3,6	-0,9	1,2
Dic	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,9

(b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasas de crecimiento con respecto al periodo anterior.

Fuente: Banco de España.

Gráfico 1 - Rentabilidad deuda pública 10 años
Porcentajes y puntos básicos

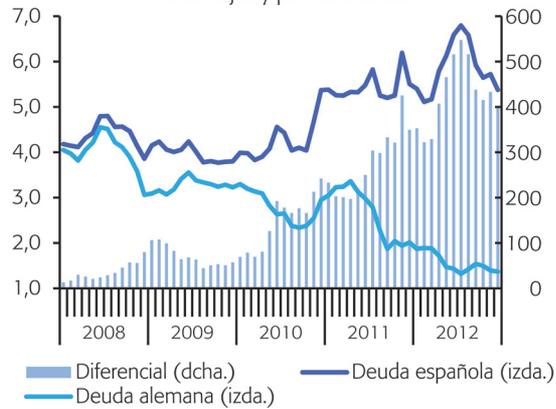
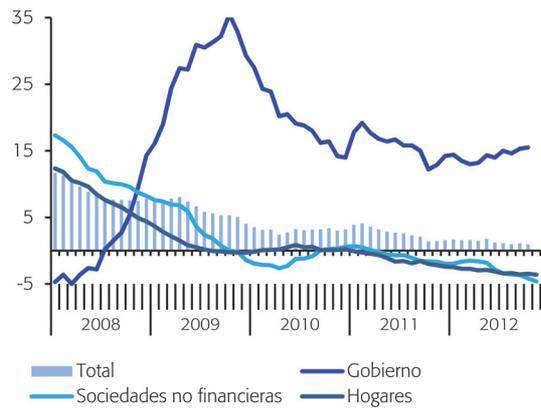


Gráfico 2 - Crecimiento del stock de crédito
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 20

Indicadores de competitividad en relación a la UEM

	Costes laborales unitarios relativos en la industria (España/UEM)			Precios al consumo armonizados			Precios industriales			Tipo de cambio efectivo real con respecto a los países desarrollados
	Productividad relativa	Salarios relativos	CLU relativos	España	UEM	España/UEM	España	UEM	España/UEM	
	1998=100			2005=100			2005=100			1999 I =100
2007	90,9	108,8	119,6	106,5	104,4	102,1	108,4	106,5	101,8	111,9
2008	92,6	110,8	119,7	110,9	107,8	102,9	114,7	111,8	102,5	114,5
2009	102,1	114,7	112,3	110,6	108,1	102,4	110,9	106,7	103,9	114,0
2010	99,0	112,4	113,5	112,9	109,8	102,8	114,8	110,1	104,3	112,9
2011	99,6	108,8	109,3	116,3	112,8	103,1	122,4	116,2	105,3	113,1
2012 (a)	--	--	--	119,2	115,6	103,1	126,4	119,0	106,2	111,5
2011 I	--	--	--	114,5	111,3	102,9	120,9	114,7	105,4	112,6
II	--	--	--	117,2	113,1	103,6	122,4	116,3	105,2	114,4
III	--	--	--	116,1	112,9	102,8	122,9	116,7	105,4	112,7
IV	--	--	--	117,6	114,1	103,1	123,2	117,0	105,3	112,8
2012 I	--	--	--	116,7	114,3	102,1	126,1	118,6	106,3	110,8
II	--	--	--	119,4	115,9	103,0	125,8	118,8	106,0	111,8
III	--	--	--	119,3	115,7	103,1	127,0	119,2	106,5	111,1
IV (a)	--	--	--	121,4	116,7	104,0	126,9	119,4	106,2	113,1
2012 Oct	--	--	--	121,6	116,7	104,2	127,1	119,5	106,3	113,1
Nov	--	--	--	121,3	116,5	104,1	126,6	119,3	106,1	113,0
Dic	--	--	--	121,3	116,9	103,8	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales				Diferencial		Tasas de crecimiento interanuales		Diferencial		
2007	-0,8	4,1	4,9	2,8	2,1	0,7	3,2	2,2	1,0	--
2008	1,8	1,9	0,1	4,1	3,3	0,9	5,7	5,0	0,7	--
2009	10,3	3,5	-6,2	-0,2	0,3	-0,5	-3,3	-4,6	1,3	--
2010	-3,1	-2,0	1,1	2,0	1,6	0,4	3,5	3,2	0,3	--
2011	0,5	-3,2	-3,8	3,1	2,7	0,3	6,6	5,6	1,1	--
2012 (b)	--	--	--	2,4	2,5	-0,1	3,3	2,4	0,9	--
2011 I	--	--	--	3,2	2,5	0,8	7,4	6,4	1,0	--
II	--	--	--	3,3	2,8	0,6	6,6	5,8	0,9	--
III	--	--	--	2,9	2,7	0,2	6,7	5,4	1,4	--
IV	--	--	--	2,7	2,9	-0,2	5,8	4,7	1,1	--
2012 I	--	--	--	1,9	2,7	-0,8	4,2	3,4	0,9	--
II	--	--	--	1,9	2,5	-0,6	2,8	2,1	0,7	--
III	--	--	--	2,8	2,5	0,2	3,3	2,2	1,1	--
IV (b)	--	--	--	3,2	2,3	0,9	3,0	2,1	0,9	--
2012 Oct	--	--	--	3,5	2,5	1,0	3,2	2,3	1,0	--
Nov	--	--	--	3,0	2,2	0,8	2,8	1,9	0,8	--
Dic	--	--	--	3,0	2,2	0,8	--	--	--	--

(a) Periodo con datos disponibles. (b) Tasas de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior.
Fuentes: Eurostat y Banco de España.

Gráfico 1 - Costes laborales unitarios relativos en la industria (España/UEM)
1998=100

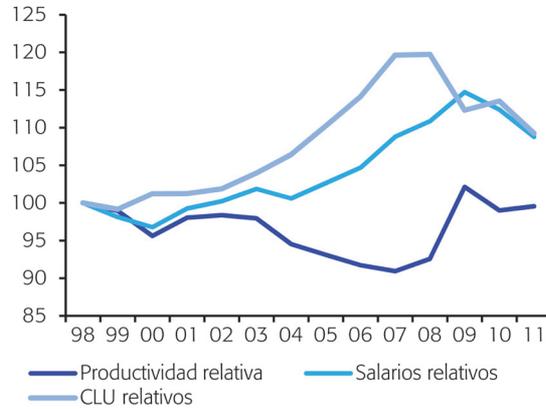
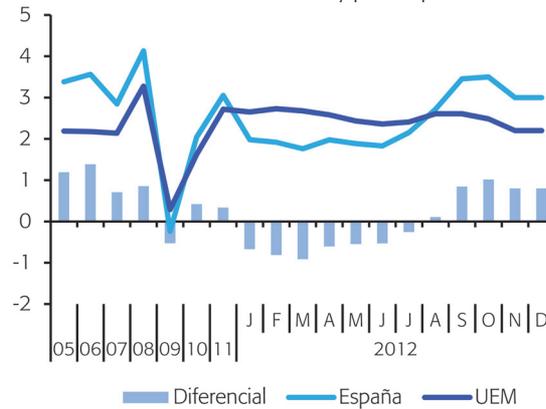


Gráfico 2 - Precios al consumo armonizados

Tasas de crecimiento interanuales y puntos porcentuales



Cuadro 21a

Desequilibrios: comparación internacional (I)

En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
Miles de millones de moneda nacional												
2005	11,5	-207,7	-402,9	-43,1	392,5	5.729,9	8.566,6	533,2	-67,8	36,4	-645,5	-25,9
2006	23,3	-118,5	-272,8	-36,6	391,1	5.884,1	8.912,6	577,1	-88,9	42,6	-556,1	-39,1
2007	20,2	-62,5	-385,1	-39,7	382,3	5.994,3	9.421,7	624,7	-105,2	38,7	-704,0	-32,2
2008	-48,9	-197,1	-913,4	-72,6	437,0	6.490,0	10.881,1	753,6	-104,3	-64,5	-676,5	-14,4
2009	-117,1	-566,2	-1.647,4	-159,9	565,1	7.136,4	12.528,1	950,8	-49,9	5,6	-500,4	-17,7
2010	-101,5	-568,9	-1.626,6	-149,1	644,7	7.854,5	14.298,4	1.164,5	-46,0	24,9	-472,4	-37,3
2011	-100,4	-389,5	-1.517,3	-118,7	736,5	8.297,2	15.517,4	1.292,0	-39,4	24,6	-497,7	-29,0
2012	-84,1	-314,1	-1.316,4	-95,9	904,1	8.830,6	17.066,4	1.379,9	-25,3	108,1	-487,4	-59,0
2013	-64,2	-253,9	-1.193,2	-115,1	977,7	9.126,9	18.362,5	1.495,0	-5,4	145,8	-473,9	-35,9
Porcentaje del PIB												
2005	1,3	-2,5	-3,2	-3,4	43,2	70,3	68,2	42,2	-7,5	0,4	-5,1	-2,1
2006	2,4	-1,4	-2,0	-2,7	39,7	68,7	66,9	43,3	-9,0	0,5	-4,2	-2,9
2007	1,9	-0,7	-2,8	-2,8	36,3	66,4	67,5	44,2	-10,0	0,4	-5,0	-2,3
2008	-4,5	-2,1	-6,4	-5,0	40,2	70,2	76,5	52,3	-9,6	-0,7	-4,8	-1,0
2009	-11,2	-6,3	-11,9	-11,4	53,9	80,0	90,1	67,8	-4,8	0,1	-3,6	-1,3
2010	-9,7	-6,2	-11,3	-10,2	61,5	85,6	99,2	79,4	-4,4	0,3	-3,3	-2,5
2011	-9,4	-4,1	-10,1	-7,8	69,3	88,1	103,5	85,0	-3,7	0,3	-3,3	-1,9
2012	-8,0	-3,3	-8,5	-6,2	86,1	92,9	109,6	88,7	-2,4	1,1	-3,1	-3,8
2013	-6,1	-2,6	-7,3	-7,2	92,7	94,5	112,3	93,2	-0,5	1,5	-2,9	-2,2

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 1 - Saldo de las AA.PP.
Porcentaje del PIB

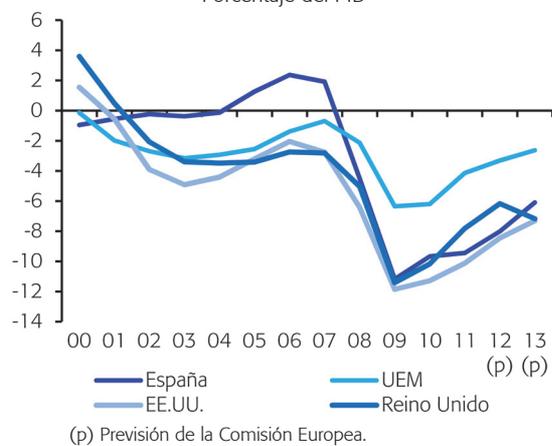
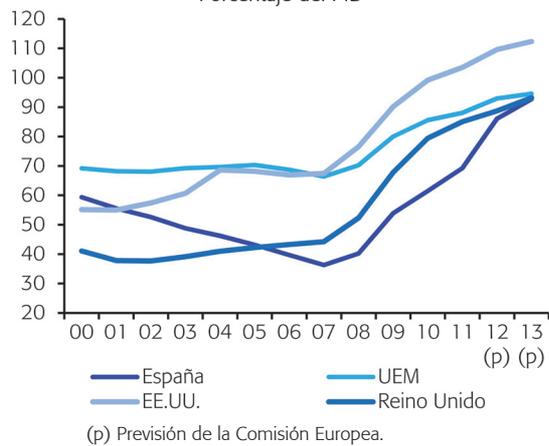


Gráfico 2 - Deuda pública bruta
Porcentaje del PIB



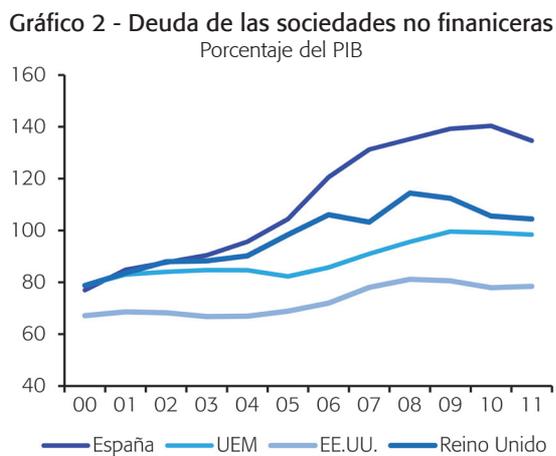
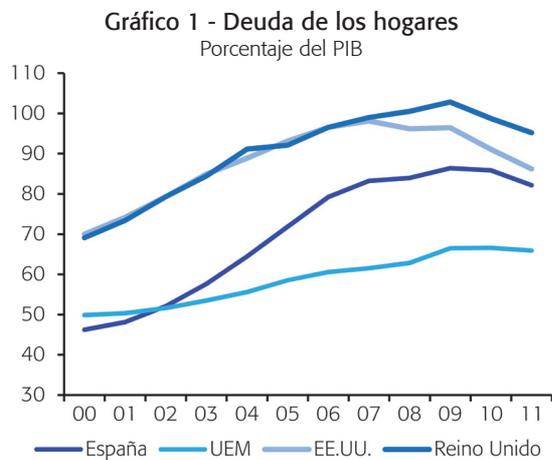
Cuadro 21b

Desequilibrios: comparación internacional (II)

	Deuda de los hogares (a)				Deuda de las sociedades no financieras (a)				Deuda de las sociedades financieras (a)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
Miles de millones de moneda nacional												
2005	653,5	4.767,4	11.703,9	1.163,3	949,5	6.699,8	8.652,0	1.242,6	477,0	7.076,8	12.956,9	2.115,1
2006	780,7	5.187,3	12.852,8	1.287,0	1.187,9	7.344,0	9.584,8	1.414,4	686,1	7.972,2	14.279,1	2.275,8
2007	876,6	5.555,4	13.699,1	1.398,2	1.382,0	8.216,8	10.890,8	1.457,7	881,1	9.081,3	16.224,1	2.768,9
2008	913,4	5.807,0	13.678,0	1.448,5	1.471,1	8.836,7	11.546,1	1.648,9	964,8	10.046,1	17.122,9	3.121,8
2009	905,5	5.933,3	13.403,0	1.441,5	1.459,5	8.885,3	11.195,7	1.575,2	1.054,8	10.561,9	15.708,4	3.091,2
2010	900,7	6.109,2	13.129,4	1.448,3	1.472,4	9.102,9	11.237,7	1.548,1	1.078,4	10.740,8	14.498,3	3.267,1
2011	873,7	6.206,9	12.925,6	1.446,3	1.431,9	9.272,1	11.756,3	1.586,6	1.101,2	11.016,8	14.062,1	3.270,8
Porcentaje del PIB												
2005	71,9	58,5	93,2	92,1	104,4	82,3	68,9	98,4	52,5	86,9	103,1	167,5
2006	79,2	60,6	96,5	96,5	120,5	85,8	72,0	106,1	69,6	93,1	107,2	170,7
2007	83,2	61,5	98,1	99,0	131,2	91,0	78,0	103,2	83,7	100,6	116,2	196,1
2008	84,0	62,8	96,2	100,5	135,2	95,6	81,2	114,4	88,7	108,7	120,4	216,7
2009	86,4	66,5	96,4	102,8	139,3	99,6	80,6	112,4	100,6	118,4	113,0	220,5
2010	85,9	66,6	91,1	98,8	140,4	99,2	77,9	105,6	102,8	117,1	100,5	222,8
2011	82,2	65,9	86,2	95,2	134,7	98,4	78,4	104,4	103,6	116,9	93,8	215,3

(a) Préstamos y valores distintos de acciones.

Fuentes: Banco Central Europeo y Reserva Federal.



INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población, familia y hogares

	Población					
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)
2005	44.108.530	40,50	16,62	47,75	24,81	9,96
2006	44.708.964	40,63	16,74	47,49	24,63	10,82
2007	45.200.737	40,76	16,66	47,41	24,55	11,61
2008	46.157.822	40,81	16,54	47,47	24,49	13,10
2009	46.745.807	40,92	16,65	47,81	24,61	13,83
2010	47.021.031	41,12	16,87	48,63	25,03	14,05
2011	47.190.493	41,36	17,15	49,43	25,51	14,15
2012	47.265.321	41,63	17,40	50,39	26,14	14,30

Fuentes: PMC PMC PMC PMC PMC ID INE

Familia y hogares

	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Tasa de nupcialidad	Separaciones y divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Edad media de las mujeres al primer hijo	Índice coyuntural de fecundidad
2005	15.327,1	2,81	9,57	149.367	31,7	29,4	29,34	1,34
2006	15.856,2	2,76	9,34	155.628	32,2	29,7	29,32	1,38
2007	16.280,5	2,74	9,04	141.304	32,2	29,9	29,45	1,39
2008	16.742,0	2,71	8,57	131.060	32,4	30,2	29,30	1,46
2009	17.068,2	2,68	7,64	124.594	32,8	30,6	29,60	1,39
2010	17.173,9	2,67	7,33	127.682	33,2	31,0	29,83	1,38
2011			7,01		33,6	31,4		1,36
2012								

Fuentes: EPA EPA ID INE CGPJ, Memoria ID INE ID INE ID INE ID INE

CGPJ: Consejo General del Poder Judicial.

EPA: Encuesta de Población Activa.

ID INE: Indicadores Demográficos INE.

PMC: Padrón Municipal Continuo.

Cuadro 2

Educación

	Formación alcanzada			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2005	33,9	9,0	15,5	26,2
2006	32,9	8,4	15,6	25,3
2007	32,5	9,0	15,9	26,5
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2009	31,4	8,7	16,3	26,2
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2011	29,4	7,4	17,6	27,0
<i>Fuentes:</i>	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	1er y 2º ciclo y Grado	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de euros)	Gasto de los hogares (euros)
2005	1.487.548	675.250	447.429	1.443.246		39.122.860	7.927
2006	1.557.257	665.127	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	8.244
2007	1.643.016	659.573	451.541	1.389.249	34.695	46.459.265	8.522
2008	1.763.019	669.021	472.604	1.377.228	49.799	50.880.439	8.505
2009	1.819.402	692.054	517.344	1.404.115	81.840	53.092.220	8.762
2010	1.872.829	720.937	555.580	1.445.392	100.963	52.720.999	9.085
2011	1.912.380	741.250	580.576	1.469.653	113.061		
<i>Fuentes:</i>	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	Contabilidad Nacional del INE

EPA: Encuesta de Población Activa.

MECD: Ministerio de Educación Cultura y Deporte.

Cuadro 3

Protección social: prestaciones

	Prestaciones contributivas									
	Desempleo		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad		Favor familiar	
	Número	Cuantía media diaria bruta	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio
2005	687.033	23,44	4.678.269	687	832.789	700,0	2.165.881	455,3	40.071	350
2006	720.384	24,12	4.809.298	723	859.780	731,5	2.196.934	476,7	39.120	375
2007	780.205	25,43	4.863.256	760	888.776	760,7	2.225.501	498,3	38.283	398
2008	1.100.879	26,84	4.936.839	814	906.835	801,5	2.249.904	529,0	37.801	428
2009	1.624.792	27,73	5.038.861	854	920.863	831,5	2.270.283	553,9	37.730	447
2010	1.471.826	28,08	5.140.554	884	933.730	849,9	2.290.090	571,7	37.679	459
2011	1.328.020	28,40	5.246.241	915	938.491	869,5	2.309.332	586,4	37.898	472
2012	1.381.261	28,66	5.330.195	946	943.296	887,3	2.322.938	601,5	38.225	486

Fuentes: BEL BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales.

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
2005	558.501	279.189	205.318	484.507
2006	558.702	276.920	204.844	481.764
2007	575.675	270.980	203.401	474.381
2008	646.186	265.314	199.410	464.724
2009	960.888	260.908	197.126	458.034
2010	1.445.228	257.136	196.159	453.295
2011	1.331.316	254.295	194.712	449.007
2012	1.327.027	251.549	194.876	446.425

Fuentes: BEL BEL BEL BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales.

Cuadro 4

Protección social: sanidad

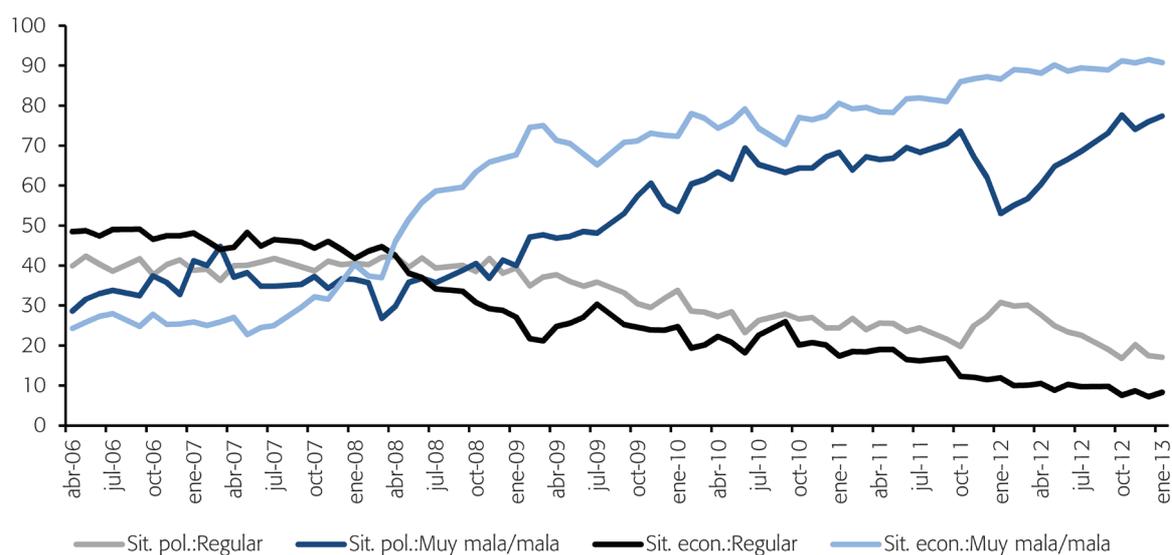
	Gasto total por habitante (euros)	Gasto público por habitante (euros)	Médicos colegiados por 1.000 habitantes	Diplomados en enfermería por 1.000 habitantes	Farmacéuticos por 1.000 habitantes	Personal méd. Aten. Prim. por 1.000 tarjetas sanitarias
2005	1604,89	1146,87	4,59	5,32	1,37	0,71
2006	1728,07	1245,43	4,61	5,38	1,37	0,72
2007	1838,28	1332,33	4,63	5,41	1,36	0,74
2008	1971,68	1444,13	4,67	5,46	1,35	0,75
2009	2011,18	1503,33	4,76	5,55	1,38	0,74
2010	1959,56	1471,03	4,84	5,69	1,39	0,74
2011			4,9	5,8	1,41	

Fuentes: INCLASNS OCDE INE INE INE INCLASNS

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional del Salud.
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
PMC: Padrón Municipal Continuo.

Gráfico 4

Percepciones sobre la situación económica y política



Preguntas de encuesta:

Para empezar, refiriéndonos a la situación económica general de España, ¿cómo la calificaría Ud.: muy buena, buena, regular, mala o muy mala? Y refiriéndonos ahora a la situación política general de España, ¿cómo la calificaría Ud.: muy buena, buena, regular, mala o muy mala?

Fuente: Barómetros del CIS.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 31 de enero de 2013

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,1	Noviembre 2012
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,3	Noviembre 2012
Dudosos (% var. mensual medio)	1,1	Noviembre 2012
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	884.094	Diciembre 2012
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	313.109	Diciembre 2012
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	41.144	Diciembre 2012
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	44,15	Septiembre 2012
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	4.579,13	Septiembre 2012
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	25.446,84	Septiembre 2012
Ratio "oficinas/entidades"	215,87	Septiembre 2012

146

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Diciembre	2013 Enero	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,9	1,7	2,2	3,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	3,4	0,9	1,4	0,18	0,23	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	3,3	1,4	2,0	0,54	0,58	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,9	4,3	5,4	5,3	5,1	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	5,0	3,7	5,0	4,8(a)	4,2(b)	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

(a) A 30 de noviembre de 2012.

(b) A 31 de diciembre de 2012.

Comentario "Dinero y tipos de interés": El Euríbor a 3 y 12 meses han mostrado un ligero repunte en enero de 2013, interrumpiendo así la tendencia a la baja mantenida en los meses anteriores. Por otro lado, el tipo de interés del bono español a 10 años se ha situado en el 5,1%, en un entorno en el que sigue existiendo una calma relativa en los mercados de deuda europeos.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Noviembre	2012 Diciembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	18,3	40,5	81,6	120,6	86,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	77,8	88,9	112,6	48,7	40,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,3	1,7	2,2	2,7	0,4	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,6	2,9	3,3	2,3	0,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	3,4	0,7	1,6	0,6	0,8	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	490,2	647,8	684,4	735,6	751,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	1,1	12,1	-0,8	0,8	4,2	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,1	4,3	1,6	-40,1	35,1	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	973,6	1.003,7	857,7	798,1	848,79(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.319,2	10.200,7	9.734,6	7.934,6	8.362,3(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,1	9,8	9,7	17,5	-	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Noviembre	2012 Diciembre	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	2,8	-29,2	15,1	40,8	-48,0	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	45,2	-43,9	59,24	-0,9	-5,9	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	3,6	0,8	1,9	2,6	3,0	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	2,1	15,42	-15,8	-14,5	-8,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	-2,7	-31,88	-25,9	4,5	35,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 31 de enero de 2012.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes se observa una reducción en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro, así como en la de bonos y obligaciones del Estado. El mercado bursátil sigue mostrando los signos de mejora con los que cerró el pasado ejercicio y en enero de 2013 el IBEX ha cerrado en 8.362,3 puntos (8.167,5 en diciembre de 2012). El Índice General de la Bolsa de Madrid, por su parte, ha alcanzado los 848,7 puntos (824,7 en diciembre). Por otro lado, se observa una reducción del 8,7% de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y un incremento del 35,7% de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2003-2009	2010	2011	2012 II T.	2012 III T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,6	1,9	-3,4	-2,6	-1,9	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	0,1	4,2	3,1	3,5	1,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	243,2	294,2	293,3	296,5	297,6	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2003-2009	2010	2011	2012 II T.	2012 III T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	75,2	85,9	82,2	81,2	80,0	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	6,1	3,1	-0,1	-3,1	1,2	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	11,4	-0,3	-0,5	0,6	-2,2	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el tercer trimestre de 2012, se produjo una reducción del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 1,9% del PIB, algo más moderada que el -2,6% del trimestre precedente. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero cayó de forma significativa, pasando del 3,5% en el segundo trimestre al 1,1% en el tercero. Se observa también una leve reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 80,0% del PIB. Finalmente, se registra un ligero incremento del *stock* de activos financieros en el balance de las familias del 1,2%, mientras que, por otro lado, se registra una reducción del *stock* de pasivos financieros del 2,2%.

149

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 232 | ENERO/FEBRERO

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Octubre	2012 Noviembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	14,7	0,3	-3,8	-0,9	-0,1	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	10,5	0,8	-5,3	0,1	1,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,2	-6,8	5,2	-1,7	-2,9	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	16,0	-2,0	41,0	-0,5	-1,0	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-0,5	-1,5	-4,3	-10,3	-10,1	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Octubre	2012 Noviembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	28,3	16,2	28,3	4,2	1,1	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-0,3	2,5	-15,7	1,9	-0,5	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,0	-6,4	37,9	-1,6	-4,2	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, referido a noviembre de 2012 muestra una reducción del crédito al sector privado del 0,1% respecto al mes anterior, mientras que se registró un incremento de los depósitos del 1,3%. Por otro lado, vuelve a observarse un incremento de la morosidad del crédito del 1,1% con respecto del mes precedente, en un entorno de continuidad del deterioro de las condiciones macroeconómicas.

E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Junio	2012 Septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	207	188	189	186	181	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	64	88	86	87	85	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	247.916	257.578	243.041	-	-	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.572	42.894	39.843	39.521	39.317	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	365.832	473.173	394.459	437.789	884.094(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	30.953	66.986	118.861	337.206	313.109(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España

E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Junio	2012 Septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	18.500	22.196	47.109	44.961	41.144(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de I/p. Total España

(a): Último dato a diciembre de 2012.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En diciembre de 2012, la apelación al Eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 35,42% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la Eurozona. Esta apelación se está reduciendo progresivamente en los últimos meses (fue del 38,3% en noviembre de 2012).

F. Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Junio	2012 Septiembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	55,73	46,53	49,85	47,04	44,15	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.074,38	4.605,69	4.512,30	5.426,71	4.579,13	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	18.620,11	16.554,20	29.171,23	33.619,98	28.446,84	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	187,24	155,41	205,38	210,91	215,87	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	3,6	6,5	6,2	6,2	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,10	0,86	0,40	-0,39	-0,36	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,83	0,31	0,06	-1,10	-1,20	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	13,54	5,73	3,28	-16,17	-17,98	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad:." Durante el tercer trimestre de 2012 se constatan las dificultades por las que atraviesa el sector bancario español, en un contexto de dificultades generalizadas para los sectores bancarios de la Unión Europea. Los indicadores de productividad se están viendo impulsados al alza debido al proceso de reestructuración del sector bancario español en su conjunto.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 133. Crisis y reformas de la economía española
N.º 134. El sector energético español

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 104. Los tipos de cambio tras la gran recesión
N.º 105. La crisis de la deuda soberana

PANORAMA SOCIAL

- N.º 15. Generaciones y relaciones intergeneracionales
N.º 16. Imagen y presencia exterior de España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 230. Ahorrar en tiempos de crisis
N.º 231. El camino hacia la consolidación fiscal

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

- Vol. 1, N.º 4 (2012). Implementing the MoU: Spain's "Bad Bank" Solution
Vol. 2, N.º 1 (2013). Unlocking Spain's SME financing channels

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2013

152

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 232 | ENERO/FEBRERO

Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	55	30	17	12
Cuadernos de Información Económica	6 números	50	30	13	9
Panorama Social	2 números	25	15	14	9
Libros				15	10
Estudios				13	9
Spanish Economic and Financial Outlook	Distribución digital gratuita: www.funcas.es/publicaciones				

Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

INTERNET: <http://www.funcas.es/Publicaciones/Compras/>

E-MAIL: suscrip@funcas.es