

234

MAYO/JUNIO

Fragmentación del mercado financiero europeo

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La fragmentación del mercado financiero europeo y el coste de la financiación bancaria

Progresos recientes en la reestructuración y recapitalización bancarias

Las exportaciones impulsoras de la recuperación de la economía española

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Las políticas monetarias de las economías avanzadas tras la crisis

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

FATCA: control fiscal internacional de cuentas bancarias

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS





EDITOR

Alain Cuenca García

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director) Santiago Carbó Valverde Mª 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:
 Cecabank

 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
Manuel Menéndez Menéndez
Pedro Antonio Merino García
Jordi Mestre González
Antonio Pulido Gutiérrez
Adolfo Todó Rovira
Victorio Valle Sánchez

Cecabank, el acento en lo que importa

Así nace Cecabank. Nuestra mirada al futuro que pone el acento en lo que verdaderamente importa. La profesionalidad, madurez y solvencia de años de experiencia en servicios financieros especializados y globales, nos dan la clave de dónde poner el peso en nuestro trabajo. En Cecabank estamos preparados para demostrar lo que nos diferencia.

Servicios financieros Tesorería Medios tecnológicos y servicios de pago Consultoría financiera y servicios de apoyo



Cuadernos de Información Económica

234

MAYO/JUNIO **2013**



CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Página

1 La fragmentación del mercado financiero europeo y el coste de la financiación bancaria

Joaquín Maudos

- Progresos recientes en la reestructuración y recapitalización bancarias en España Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 21 Relevancia y características del *burden-sharing* en la recapitalización de la banca española

Daniel Manzano

29 Programa Nacional de Reformas para 2013: saneamiento público y fomento del crecimiento

Sara Baliña

39 Las exportaciones como impulsoras de la recuperación de la economía española María Jesús Fernández

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Página

47 Las políticas monetarias de las economías avanzadas tras la crisis

Pilar L'Hotellerie-Fallois y Javier Vallés

63 La sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de EE.UU. y el problema del "precipicio fiscal"

Vicente Esteve y María A. Prats

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Página

75 FATCA: el control fiscal internacional de cuentas bancarias de ciudadanos estadounidenses

Daniel Coronas Valle

INDICADORES EONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Página

83 Indicadores económicos

Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas

111 Indicadores sociales

Gabinete de Estudios Sociales de Funcas

115 Indicadores financieros

Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la redacción

La fragmentación del mercado financiero europeo ha puesto de manifiesto la necesidad y urgencia de avanzar en la Unión Bancaria. Entre otras razones, porque las diferencias en los tipos de interés entre los países de la eurozona está impidiendo la correcta transmisión de la política monetaria del Banco Central Europeo. Además, dicha fragmentación está provocando que el coste diferencial de financiación para aquellos países que tienen mayores dificultades alcance cotas muy elevadas. Esta cuestión es la que analiza Joaquín Maudos en el artículo que abre este número 234 de Cuadernos de Información Económica. El autor pone de manifiesto que las pymes españolas pagan un 35% más que las de la zona del euro y un 77% más que las pymes alemanas, lo que refleja las dificultades que la actual situación del mercado financiero europeo añade para la recuperación de la economía española.

Además de los problemas del mercado financiero europeo, España está inmersa en el proceso de reestructuración y recapitalización bancaria que se acordó con la Unión Europea el pasado verano. El artículo de Santiago Carbó y Francisco Rodríguez describe los significativos avances que se han producido en los últimos meses en esta tarea, también crucial para que el crédito vuelva a fluir hacia las actividades productivas. Así, prosigue la aplicación de las medidas acordadas en el

MoU en aspectos relacionados con la clasificación de préstamos refinanciados y aplazados, lo que puede llevar a nuevas necesidades de provisiones. Por otra parte, la Sareb ha aprobado un plan de negocio actualizado que contempla medidas que ayudarán a reequilibrar el mercado inmobiliario en España.

Un paso importante de la recapitalización bancaria en curso es el ejercicio de *burden-sharing* por el que, además de los accionistas, todos los tenedores de deuda subordinada deben absorber parcialmente las pérdidas afloradas para reducir el coste final para el contribuyente. El artículo de Daniel Manzano analiza las características de este ejercicio, que aportará unos 13.000 millones a las entidades que han recibido ayudas públicas. El impacto de estas medidas para los tenedores de títulos será probablemente más elevado que los recortes teóricos que se han diseñado inicialmente, debido a los mecanismos de canje establecidos para recapitalizar las entidades y los niveles de precios que alcancen las acciones.

Como complemento necesario de la reforma financiera, el gobierno español ha presentado recientemente el Programa Nacional de Reformas en el marco del Programa de Estabilidad y Crecimiento 2013-2016. El artículo de Sara Baliña se dedica al estudio de las principales líneas de dicho

programa de reformas que persigue aunar el fomento del crecimiento y la consolidación fiscal a través de reformas estructurales. Entre las principales medidas anunciadas destacan la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal; el desarrollo de la reforma de la administración pública; la regulación del factor de sostenibilidad del sistema público de pensiones; y los cambios adicionales en la legislación laboral que deriven de la evalución del impacto de la reforma de 2012.

La sección de Economía y Finanzas españolas se cierra con un trabajo de María Jesús Fernández que examina el papel de las exportaciones en la recuperación de la economía española y sus limitaciones. El sector exterior ha presentado muy buenos resultados desde que comenzó la crisis económica. El crecimiento de las exportaciones ha contribuido a la aportación positiva del sector exterior al PIB, aunque ha sido la caída de las importaciones el factor más importante. Las perspectivas de futuro indican que las exportaciones seguirán contribuyendo positivamente al PIB. Sin embargo, dado su bajo peso relativo en el PIB, el alto componente de importaciones que incorporan y la situación de la demanda en Europa, las exportaciones por sí solas no serán suficientes para liderar la recuperación de la economía española. Se necesita además una recuperación de la demanda interna y acelerar las reformas en los mercados interiores para impulsar el crecimiento.

En la sección de Economía Internacional incluimos un artículo de PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y JAVIER VALLÉS que analizan las políticas monetarias de las economías avanzadas en la crisis. Los bancos centrales se han visto obligados a innovar e ir más allá de los instrumentos convencionales. Con ello han logrado estabilizar el sistema financiero y evitar un derrumbe todavía más drástico de la actividad económica. No obstante, la transición hacia escenarios más normalizados de crecimiento económico va a suponer retos importantes para que los bancos centrales instrumenten una retirada equilibrada de esas medidas extraordinarias.

Los autores concluyen que las lecciones aprendidas desde 2007 ponen de manifiesto que no será posible volver a las formas de hacer políticas monetarias del pasado y que los bancos centrales habrán de asumir nuevas responsabilidades en el ámbito de la estabilidad financiera.

Creemos que para los lectores de *Cuadernos* es de interés conocer la política económica que desarrolla la primera economía del mundo. Si bien la orientación de la política monetaria de los EE.UU., descrita en alguna medida en el articulo anterior, es relativamente bien conocida en España, lo es menos el proceso de consolidación fiscal en el que está inmersa. Vicente Esteve y María A. Prats explican en su artículo cómo las finanzas públicas de los EE.UU. se han situado en una senda insostenible que ha obligado a poner en marcha un ajuste presupuestario muy intenso, el llamado "precipicio fiscal". De cumplirse las previsiones, y si no se alcanza un acuerdo político para modificarlo, dicho ajuste reducirá el déficit público desde el -6,9% del PIB en 2012 hasta un -1,2% en 2015, lo que podría conducir a una nueva recesión en Norteamérica si la política monetaria no contrarresta los efectos contractivos de la política fiscal.

Finalmente, este número 234 de *Cuadernos de Información Económica* incluye en la sección Estudios de la Fundación un artículo de Daniel Coronas sobre el control fiscal internacional de cuentas bancarias de ciudadanos estadounidenses, el llamado acuerdo FACTA. Se trata de una nueva herramienta legal de lucha contra el fraude mediante el intercambio de información que implicará importantes cambios para la industria bancaria. Una vez que su aplicación, que apenas acaba de iniciarse, se extienda a los principales países, FACTA configurará un hito en la cooperación fiscal internacional contra el fraude y los paraísos fiscales.

Los indicadores económicos, sociales y financieros completan este número 234 de *Cuadernos*, que deseamos sea de entera satisfacción para nuestros lectores.

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La fragmentación del mercado financiero europeo y el coste de la financiación bancaria

Joaquín Maudos*

La fragmentación del mercado financiero europeo consecuencia de la crisis económica ha dado lugar a un aumento de las diferencias en el coste de la financiación entre países. Aquellos que han sufrido con mayor intensidad el impacto de la crisis de la deuda soberana han visto disminuir en mayor medida la inversión, lo que unido a los programas de austeridad implementados para cumplir con los objetivos de déficit y deuda pública, lastra sus posibilidades de recuperación.

El objetivo de este artículo es analizar la evolución de los tipos de interés bancarios en la UEM desde 2003 hasta la actualidad. Además de estudiar la evolución de las desigualdades entre países, se pone especial énfasis en comparar los tipos de interés, tanto en términos del coste de financiación de empresas y familias como de los tipos de interés de los depósitos bancarios. Se analiza con detalle el caso español, comparando los tipos de interés que fijan las instituciones financieras monetarias con las del resto de países de la eurozona. Las enormes diferencias de tipos actualmente existentes entre los llamados distressed countries y el resto de países de la UEM muestran la necesidad de avanzar de forma urgente hacia la construcción de una genuina unión bancaria. De ello se beneficiarían enormemente las empresas y familias españolas que soportarían un coste de la financiación bancaria mucho más reducido del que soportan en la actualidad.

Hasta el estallido de la crisis a mediados de 2007, la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) permitió un rápido avance en el grado de integración de los mercados financieros europeos. La convergencia nominal que tuvo lugar permitió una caída en los tipos de interés de los países que partían de niveles más elevados, lo que dio lugar una reducción en el coste del capital y, por tanto, un aumento de la inversión. De igual forma, la fragmentación financiera que ha tenido lugar a

partir de entonces ha dado lugar a un aumento en las diferencias en el coste de la financiación entre países, situándose los tipos de interés en los países que han sufrido con más intensidad el impacto de la crisis de la deuda soberana (los llamados distressed countries¹) muy por encima del resto de países de la UEM. En consecuencia, estos países han visto disminuir en mayor medida la inversión, lo que unido a los programas de austeridad implementados para cumplir con los objetivos

^{*} Universidad de Valencia e IVIE.

¹ El grupo de países conocido como *distressed countries* está formado por Chipre, España, Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y Eslovenia.

de déficit y deuda pública, lastra sus posibilidades de recuperación.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y familias de los distressed countries se sitúan en la actualidad muy por encima de los del resto de países de la zona del euro. Como reconoce el propio Banco Central Europeo, los tipos de interés bancarios responden mucho más a la prima de riesgo soberana de cada país que a los tipos de interés de intervención del BCE.

En este escenario, son las pymes las que padecen el mayor grado de restricción financiera. La tasa de crecimiento del crédito bancario ha experimentado una drástica caída, situándose en tasas negativas en varios países de la UEM. Pero el problema no es solo de cantidad, sino también de precio. Así, los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y familias de los distressed countries se sitúan en la actualidad muy por encima de los del resto de países del euro. Como reconoce el propio Banco Central Europeo (BCE), los tipos de interés banca-

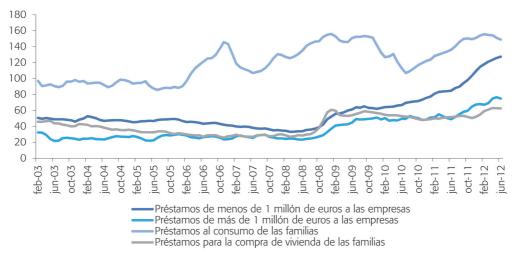
rios responden mucho más a la prima de riesgo soberana de cada país que a los tipos de interés de intervención del BCE, por lo que las decisiones de política monetaria tienen efectos bien distintos por países. Así, se ha roto el mecanismo de transmisión de la política monetaria. De este modo, los nuevos impulsos monetarios que desde distintas instancias se reclama con frecuencia al BCE pueden no ser efectivos y tener efectos marginales en los distressed countries. De igual forma, los elevados tipos de interés del crédito en los países periféricos suponen una rémora para que los posibles proyectos de inversión solventes se lleven a cabo, impidiendo por tanto la recuperación de estos países.

De la convergencia a la divergencia en los tipos de interés bancarios

Utilizando los datos sobre tipos de interés de operaciones nuevas que reporta el BCE con carácter mensual desde 2003 para los sectores bancarios de la UEM, el gráfico 1 muestra la evolución de la desviación típica de los tipos de interés de los préstamos bancarios entre los países de la eurozona. En el crédito a las empresas no financieras,

Gráfico 1

Desviación típica de los tipos de interés entre los países de la eurozona



Fuente: BCE.

la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 supuso un punto de inflexión en el proceso de convergencia de tipos de interés de años anteriores. A partir de ese momento, las diferencias entre países empiezan una escalada que es mucho más acusada en los préstamos de menos de un millón de euros. A mediados de 2012, la desviación típica de los tipos de interés de estos préstamos es prácticamente el doble que la de los préstamos de mayor importe.

En el caso de los préstamos a las familias para compra de vivienda, también desde finales de 2008 se han acentuado las diferencias de tipos de interés entre países de la eurozona, si bien se han mantenido estables aunque a un nivel más elevado a partir de entonces. En cambio, en el préstamo al consumo, la evolución temporal de la desviación típica es más errática, alcanzándose en junio de 2012 niveles un 40% superiores a los iniciales.

El coste de la financiación bancaria: el impacto de la crisis de la deuda soberana

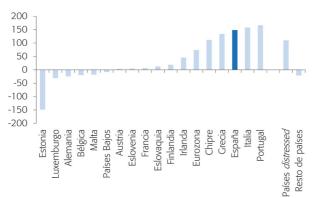
La creación de la UEM permitió una caída de los tipos de interés nominales y de los costes de la financiación reales tanto para empresas como para familias. Esa caída ha sido mucho más acusada en los países que partían de niveles más elevados, lo que explica la convergencia que ha tenido lugar

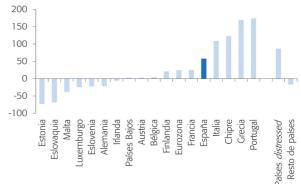
Gráfico 2

Variación (puntos básicos) de los tipos de interés (nuevas operaciones) desde 2010 a 2012

Préstamo hasta 1 millón de euros a las empresas

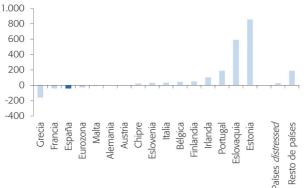
Préstamo de más de 1 millón de euros a las empresas

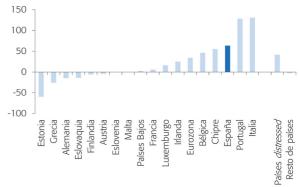




Préstamo al consumo de los hogares

Préstamo para la compra de vivienda de los hogares





Fuente: BCE y elaboración propia.

en los tipos de interés entre los países de la zona del euro.

Pero con el impacto de la crisis, el anterior proceso de convergencia se ha detenido y ha dado paso a un nuevo periodo donde han aumentado las diferencias de tipos de interés entre países, que se ha acentuado tras el estallido de la crisis de la deuda soberana. Así, como refleja el gráfico 2, mientras que el tipo de interés promedio de los préstamos de menos de un millón de euros a las empresas de los distressed countries ha aumentado 110 puntos básicos de 2010 a 2012, en el resto de países de la eurozona los tipos han caído 20 puntos básicos. Con la excepción de Eslovenia, los tipos de interés han aumentado más de 100 puntos básicos en Chipre, Grecia, España, Italia y Portugal, mientras que en seis de los diecisiete países de la eurozona los tipos han caído. En el caso de los préstamos de mayor importe (más de un millón de euros) a las empresas, también contrasta el aumento que se ha producido en los tipos de interés de los distressed countries frente a la caída en el resto de países. De 2010 a 2012, el tipo promedio del primer grupo de países ha aumentado 86 puntos básicos, mientras que en el segundo grupo ha caído 17 puntos básicos. Nuevamente con la excepción de Eslovenia, los tipos de interés han aumentado en todos los distressed countries, siendo de destacar el aumento en Italia, Chipre, Grecia y Portugal, con una subida superior a 100 pb.

En el caso del préstamo a las familias, también contrasta el comportamiento que han tenido los tipos de interés de los distressed countries frente al resto de países desde el estallido de la crisis de la deuda soberana. Así, mientras que en el primer caso los tipos han aumentado un promedio de 41 pb, en el segundo grupo de países los tipos han caído 3 pb. No obstante, la subida de tipos ha sido más reducida en comparación con la que ha tenido lugar en los préstamos a las empresas, siendo de destacar el mayor aumento que ha tenido lugar en Italia y Portugal.

En cambio, en los préstamos al consumo de los hogares, el aumento del tipo de interés desde 2010 ha sido menor en los *distressed countries*, si bien este resultado está influenciado por el comportamiento anómalo de Estonia y Eslovaquia, cuyo tipo de interés ha aumentado 856 pb. y 590 pb, respectivamente.

Tipo de interés de los préstamos bancarios en 2012

¿Cuál es la situación actual del coste de la financiación bancaria al que se enfrentan empresas y familias en los distintos países de la zona del euro? Para el promedio de los datos mensuales de 2012, el gráfico 3 muestra el ranking ordenado de menor a mayor para los cuatro tipos de préstamos considerados. En el caso del coste de financiación de las empresas de la eurozona, el tipo de interés de los préstamos de menos de un millón de euros es 164 pb superior a los de mayor importe, lo que refleja la penalización que sufren las pymes. En ambos casos, los distressed countries soportan tipos de interés superiores, con un sobrecoste de 270 pb en los préstamos de menor importe y de 208 en los de mayor importe. En otras palabras, las empresas de los distressed countries soportan un coste de la financiación bancaria un 85% superior al del resto de países, con independencia de su tamaño. Este es, sin lugar a dudas, motivo suficiente para reclamar la urgente construcción de la unión bancaria.

Las empresas de los distressed countries soportan un coste de la financiación bancaria un 85% superior al del resto de países, con independencia de su tamaño.

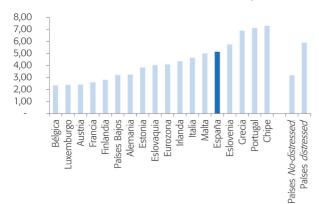
El desglose de la información por países permite apreciar un amplio rango de variación dentro de la eurozona. Así, para los préstamos de menos de un millón de euros, coexisten países que soportan un coste de la financiación bancaria más de un 50% por encima de la media europea (es el caso de Grecia, Portugal y Chipre) con otros en los que el tipo de interés de los préstamos se sitúa más de un 40% por debajo de la media (Bélgica, Luxemburgo y Austria). Y para préstamos de mayor

Gráfico 3

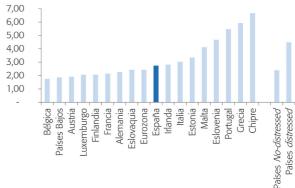
Tipo de interés (nuevas operaciones) de los préstamos en los países de la eurozona 2012

(porcentaje)

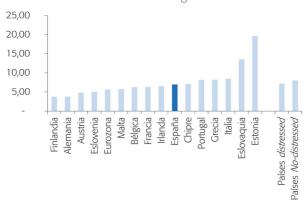
Préstamo hasta 1 millón de euros a las empresas



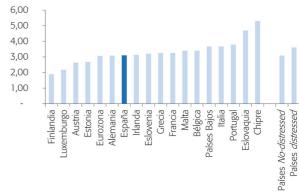
Préstamo de más de 1 millón de euros a las empresas



Préstamo al consumo de los hogares



Préstamo para la compra de vivienda de los hogares



Fuente: BCE y elaboración propia.

importe, el rango de variación es similar, ya que la diferencia entre el país con un tipo de interés más elevado (6,66% en Chipre) y el más reducido (Bélgica, 1,74%) es de 494 pb. Así, en países como Portugal, Grecia y Chipre, el coste de la financiación es más del doble que la media europea, mientras que en Bélgica, Holanda y Austria es un 20% más reducido.

En el caso de las familias, las mayores diferencias de tipos de interés tienen lugar en el préstamo al consumo, con un rango de variación de casi 16 puntos porcentuales entre el valor máximo de Estonia (19,6%) y el mínimo de Finlandia (3,7%). Por contra, en el préstamo para la compra de vivienda las diferencias son mucho más redu-

cidas, con un rango de variación de 3.4 puntos porcentuales. Los distressed countries soportan un tipo de interés algo más elevado (52 pb más), siendo Chipre (5,3%) el país con los préstamos más caros para la compra de vivienda.

La fragmentación del mercado financiero europeo desde 2007: distressed countries vs. resto de países

La actual situación de fragmentación del mercado financiero europeo que sufren las empresas que tienen que soportar costes muy distintos

Cuadro 1

Tipo de interés (nuevas operaciones) de los préstamos en la eurozona:

a) Préstamos hasta 1 i	millón de euros a las empresas no fir	nancieras	
	Países distressed %	Resto de países %	Diferencia (pb)
2003	4,8	3,9	86,9
2004	4,4	3,7	68,3
2005	4,4	4,4	-0,2
2006	5,1	6,0	-94,7
2007	6,2	5,5	62,0
2008	8,0	6,0	208,1
2009	4,9	3,7	123,1
2010	4,8	3,4	138,7
2011	5,7	3,6	205,7
2012	5,9	3,2	269,3
o) Préstamos de más	de 1 millón de euros a las empresas		,
,	Países distressed %	Resto de países %	Diferencia (pb)
2003	3,7	3,2	43,9
2004	3,4	3,0	39,1
2005	3,4	3,0	43,6
2006	4,2	3,8	35,2
2007	5,2	4,9	27,4
2008	5,8	5,3	50,8
2009	3,7	2,8	96,2
2010	3,6	2,6	104,8
2011	4,5	2,9	157,5
2012	4,5	2,4	208,2
c) Préstamo al consun		,	,
,	Países distressed %	Resto de países %	Diferencia (pb)
2003	8,3	7,7	61,1
2004		7,1	68,4
2005	7,5	8,0	-46,0
2006	7,8	8,3	-41,4
2007	8,3	7,8	48,8
2008	8,7	7,3	135,3
2009	7,6	6,1	146,5
2010	6,9	6,1	83,0
2011	7,0	7,6	-51,1
2012	7,2	8,0	-78,9
d) Préstamo para la co	ompra de vivienda de los hogares		
•	Países distressed %	Resto de países %	Diferencia (pb)
2003	4,1	4,0	12,2
2004	3,9	, 3,6	22,4
2005	3,8	3,5	24,1
2006	4,5	4,2	21,7
2007	5,3	5,2	2,5
2008	5,6	5,4	19,3
2009	3,6	3,5	10,7
2010	3,2	3,1	8,2
2011	3,8	3,4	43,0
2012	3,6	3,1	52,3

Fuente: BCE y elaboración propia.

de financiación bancaria según el país en el que operan, no siempre ha sido así. De hecho, como muestra el cuadro 1, hasta 2007 esa diferencia no llegó a 100 pb en los préstamos de menor importe y hasta 2010 en los de más de un millón de euros. Pero en los últimos años la diferencia entre el tipo de interés que fijan los bancos de los distressed countries supera más de 100 pb al del resto de países del euro, alcanzándose la mayor diferencia en 2012, tanto en los préstamos de menos de un millón de euros (donde la diferencia es de 269 pb) como de más de un millón de euros (con una diferencia de 208 pb).

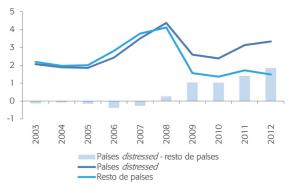
En el caso de los préstamos para la compra de vivienda de las familias, las diferencias de tipos de interés dentro de la eurozona siempre se han mantenido en niveles más reducidos, si bien es tras el estallido de la crisis de la deuda soberana cuando se amplía la diferencia de tipos entre los distressed countries y el resto de países. Es precisamente en 2012 cuando se alcanza la mayor diferencia (52 pb). En cambio, en el préstamo al consumo, hubo años en el pasado (2005 y 2006) en los que los distressed countries se beneficiaron de tipos de interés más reducidos, reproduciéndose esta situación en 2011 y 2012.

El coste de los depósitos bancarios

Como muestra el último informe del BCE sobre la integración de los mercados financieros europeos, la convergencia en tipos de interés de los depósitos bancarios que tuvo lugar hasta 2007 se detuvo con el inicio de la crisis y ha dado paso a un nuevo escenario completamente distinto donde las diferencias han aumentado. De hecho, la desviación típica entre los países del euro de los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta un año de las familias se ha multiplicado por 3,2 de diciembre de 2007 a diciembre de 2012, mientras que en los depósitos de las empresas se ha multiplicado por 5,1.

Lo que esta creciente divergencia en tipos de interés de los depósitos implica es que la fragmentación de las fuentes de financiación (merGráfico 4

Tipo de interés (nuevas operaciones) de los depósitos a plazo (hasta 1 año) de las familias en la eurozona (porcentaje)



Fuente: BCE y elaboración propia.

cado interbancario y de deuda) ha forzado a los bancos a acudir intensamente a los depósitos minoristas como fuente de financiación, lo que ha obligado a los distressed countries a aumentar los tipos de interés, ofreciendo tipos de interés muy por encima del tipo de mercado. De hecho, como muestra claramente el gráfico 4, mientras que entre 2003 y 2007 el tipo de interés de los depósitos en los distressed countries se situaba por debajo del resto de países, a partir de entonces se invierte la situación y se abre un gap que aumenta inicialmente en 2009 tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 que supuso enormes tensiones en los mercados de financiación, y posteriormente aunque en menor medida en 2011 y 2012 en el contexto de la crisis de la deuda soberana. Concretamente, en 2012 el tipo de interés de los depósitos a plazo hasta un año de los distressed countries es casi el doble que el del resto de países. Obviamente estos mayores costes de financiación para los bancos se trasladan a los préstamos que cobran a sus clientes, con el perjuicio que supone para la inversión.

El coste de la financiación bancaria en España

En el caso concreto del coste de la financiación bancaria en España, el gráfico 5 muestra la evolución temporal desde 2003 de los tipos de interés de los préstamos tanto a empresas como a familias en comparación con la media de la eurozona, así como de los países distintos a los *distressed countries*. El interés de esta última comparación es analizar el sobrecoste que soportan las familias y empresas españolas y, por tanto, el ahorro potencial del que podrían beneficiarse si soportaran tipos de interés similares a los países que no han sufrido los efectos de la crisis de la deuda soberana sobre sus tipos de interés.

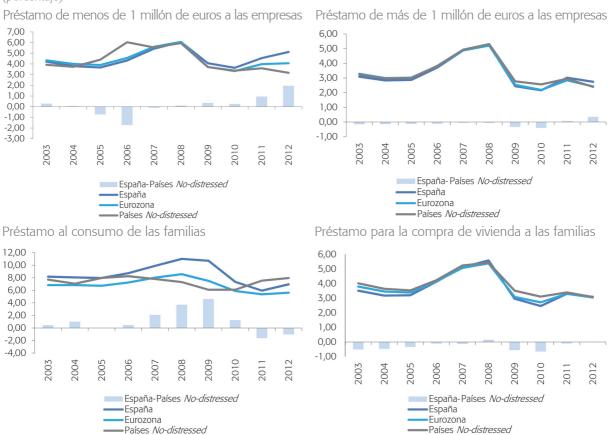
Para los préstamos a las empresas de importe menor a un millón de euros, las pymes españolas soportaban en los años previos al inicio de la crisis un coste de la financiación bancaria algo más reducido que la media de la eurozona y también de los países distintos a los distressed countries. En cambio, desde 2008 la situación se invierte, sobre todo en 2011 y, con mucha más intensidad, en 2012, situándose el tipo de interés de los préstamos en España 195 pb por encima de los *No-distressed countries* y 105 pb de la media de la zona del euro.

En los préstamos de mayor importe, es a partir de 2011 cuando las empresas españolas soportan tipos de interés superiores tanto a las empresas de la eurozona como de los *No-distressed countries*, con una diferencia en torno a 35 pb. Por tanto, son las pymes españolas las que sufren en mayor medida las restricciones en el acceso a la financiación, dado que pagaron de media en 2012 un tipo de interés que es 238 pb superior a las grandes empresas. También de media en la eurozona la banca fija un tipo de interés superior en los préstamos empresariales de menos de un

Gráfico 5

Fuente: BCE y elaboración propia.

Tipo de interés (nuevas operaciones) de los préstamos: España y eurozona (porcentaje)



millón de euros, si bien la diferencia con respecto a los préstamos de menor tamaño es más reducida que en España (164 vs. 238 pb).

Este mayor tipo de interés que soportan las pymes españolas está en consonancia con los resultados que ofrece la reciente encuesta del BCE sobre las condiciones de acceso de las pymes a la financiación. Así, 47% de las pymes españolas declara que la predisposición de los bancos a dar financiación ha empeorado en los últimos seis meses, siendo el porcentaje máximo de la eurozona compartido con Grecia. En esta misma línea, el 73% de las pymes españolas declara que el tipo de interés que fijan los bancos ha aumentado, frente a un 39% en las pymes de la UEM.

En el caso del préstamo para la compra de vivienda de las familias, los tipos de interés en España siempre se han situado en niveles muy parecidos a la media de la zona del euro, no superando en ningún momento los 30 pb. En 2011 y 2012 la diferencia prácticamente es nula, tanto respecto a la media europea como a la de los *Nodistressed countries*.

En cambio, en el préstamo al consumo, los tipos de interés en España se han situado siempre por encima de la media de la eurozona, alcanzándose la máxima diferencia en 2009, año en el que los bancos españoles fijaban un tipo de interés un 43% superior (320 pb) a los bancos de la UEM y un 75% (462 pb) por encima de los *No-distressed countries*.

¿Cómo ha impactado la fragmentación financiera en los tipos de interés de los depósitos en España?

En secciones anteriores de este artículo se ha constatado que desde el inicio de la crisis y con más intensidad en el contexto de la crisis de la deuda soberana, se ha abierto un gap en el tipo de interés de los depósitos bancarios entre los distressed countries y el resto de países de la zona del euro. La falta de confianza instaurada en

el mercado interbancario y el cierre de los mercados mayoristas de financiación han obligado a los bancos de los distressed countries a acudir a los depósitos minoristas para resolver sus problemas de financiación. En España, las restricciones en el acceso a los mercados mayoristas ha llegado a desencadenar en algunos momentos una guerra por la captación de depósitos con negativos efectos sobre la cuenta de resultados de los bancos. Así, como muestra el gráfico 6, el tipo de interés de los depósitos a plazo en España se sitúa en 2012 en 116 pb por encima de la media de los No-distressed countries, lo que supone soportar un 80% más de costes financieros. Esta situación era completamente distinta en los años previos a la crisis, donde los bancos españoles fijaban un tipo de interés en sus depósitos muy similar a los bancos europeos.

El tipo de interés de los depósitos a plazo en España se sitúa en 2012 en 116 pb por encima de la media de los No-distressed countries, lo que supone soportar un 80% más de costes financieros. Esta situación era completamente distinta en los años previos a la crisis, donde los bancos españoles fijaban un tipo de interés en sus depósitos muy similar a los bancos europeos.

Gráfico 6

Tipo de interés (nuevas operaciones) de los depósitos a plazo: España y eurozona

(porcentaje)

Fuente: BCE y elaboración propia.



La necesidad de recuperar la integración financiera: la importancia de la unión bancaria

La reducción del coste del capital es fundamental para reactivar el crecimiento económico. La caída en el coste del acceso a la financiación que tuvo lugar a través de la convergencia en tipos de interés tras el nacimiento del euro permitió que los países que partían de tipos de interés más elevados se beneficiaran del proceso de convergencia hacia el menor nivel de otros países, siendo una de las principales vías por las que la integración financiera impulsa su crecimiento.

Sin embargo, en el periodo de crisis en el que lleva inmersa ya casi seis años la economía europea se ha producido un proceso de fragmentación financiera, que ha supuesto un aumento de las diferencias en el coste de la financiación entre países, de forma que se ha abierto una brecha entre los países más afectados por la crisis de la deuda soberana y el resto de países. Así, en 2012, las empresas de los distressed countries soportan un tipo de interés en los préstamos de hasta un millón de euros, un 85% superior a las empresas

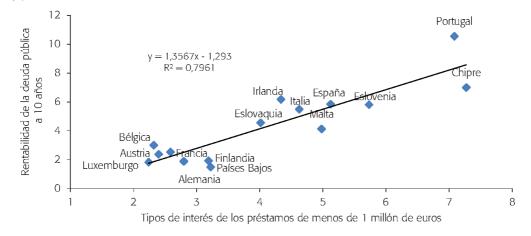
del resto de países de la UEM, siendo este tipo de préstamo el predominante en las pymes.

En un escenario de fragmentación financiera como el actualmente existente en Europa, el grado de respuesta de los tipos de interés de la financiación bancaria a los tipos de interés de intervención del BCE es muy desigual por países y muy reducido en los distressed countries. De esta forma, los tipos de interés que fijan los bancos se ven enormemente influenciados por la prima de riesgo soberana de su país, rompiéndose en consecuencia el principal canal de transmisión de la política monetaria. Así, como muestra el gráfico 7 con datos de 2012 para los países de la eurozona, existe una elevada correlación entre los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas (se ha tomado como referencia el de menos de un millón de euros) y los de la deuda soberana (rentabilidad de la deuda pública a 10 años).

En este contexto, recuperar la efectividad de la política monetaria exige acelerar la puesta en marcha de la unión bancaria. La hoja de ruta aprobada en el Consejo Europeo de diciembre de 2012 supone un serio compromiso para su construcción, si bien se ha puesto la prioridad en la

Gráfico 7

Relación entre el tipo de interés (nuevas operaciones) de los préstamos bancarios y la rentabilidad de la deuda pública a 10 años para los países de la eurozona 2012 (porcentaje)



Nota: Se excluye Grecia ya que el elevado tipo de interés de la deuda pública a 10 años (22,5%) distorsiona el gráfico. Fuente: BCE y elaboración propia.

puesta en marcha del mecanismo europeo de supervisión bancaria, relegando a un segundo término la creación de la autoridad y fondo de resolución de crisis bancarias y el fondo europeo de garantía de depósitos. Esta estrategia en dos etapas es pragmática por cuanto supone empezar la construcción de la unión bancaria por el pilar en el que hay más consenso. Pero hay que ser conscientes de que crear una genuina unión bancaria exige poner en marcha los tres pilares a la vez, tal y como reclama el FMI en su último informe de estabilidad financiera.

Dado que mientras tanto seguirán persistiendo importantes diferencias entre países en el coste del acceso a la financiación, es necesario articular instrumentos para hacer llegar el crédito a empresas y familias en buenas condiciones en términos de cantidad y precio. Así se han pronunciado recientemente tanto el BCE como el FMI, anunciando el primero la puesta en marcha de nuevas medidas de política monetaria no convencionales y el segundo reclamando en el Global Financial Stability Report mecanismos de financiación no bancaria y que cualquier restricción de la financiación a las pymes sea abordada prioritariamente para asegurar que el sistema financiero sea capaz de jugar el papel que le corresponde para facilitar la recuperación económica. En cualquier caso, la prioridad debe ser la pronta construcción de una genuina unión bancaria, ya que es la única forma en la que desaparecerán las enormes diferencias actualmente existentes en los tipos de interés a los que se financian las familias y empresas de los distintos países de la UEM.

Como reclama con acierto el Gobierno de España, la pronta puesta en marcha de la unión bancaria aceleraría la tan deseada recuperación de nuestra economía.

Como reclama con acierto el Gobierno de España, la pronta puesta en marcha de la unión bancaria aceleraría la tan deseada recuperación de nuestra economía. La última información disponible referida a febrero de 2012 muestra que las empresas españolas soportan un tipo de interés en los préstamos bancarios de menos de un millón de euros un 35% superior a las empresas de la eurozona, un 79% superior a las de los nodistressed countries y un 77% por encima de las empresas alemanas. En consecuencia, tan necesario es seguir avanzando en las reformas estructurales para que la economía gane competitividad, como eliminar la fragmentación actualmente existente en el mercado del crédito bancario europeo.

Progresos recientes en la reestructuración y recapitalización bancarias en España

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

En las últimas semanas se han producido avances significativos en la aplicación de medidas requeridas en el *Memorando de Entendimiento* (MoU) firmado con la UE para la ayuda al sector financiero. Estas medidas afectan a aspectos importantes de la reestructuración y recapitalización bancarias, así como a aspectos relacionados con la clasificación de préstamos refinanciados y aplazados que pueden tener consecuencias potenciales sobre las provisiones aplicadas para cubrir el riesgo de tales créditos. Asimismo, se han producido progresos referentes al inicio de la actividad de las Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb).

Entre marzo y mayo de 2013 se han adoptado en España medidas importantes en varias de las áreas estipuladas en el MoU. En cuanto a los mecanismos de reparto de pérdidas, el Fondo de Reestructuración Ordenada del Sector Bancario (FROB) ha aprobado descuentos en participaciones preferentes y deuda subordinada de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2 en un rango desde el 13% al 60%. En el caso de las reclasificaciones de préstamos, se espera que las medidas adoptadas tengan un impacto potencial sobre las exigencias de provisiones del sector, y como consecuencia de este esfuerzo adicional, sobre las condiciones crediticias. El Banco de España ha informado de que hay 208.210 millones de euros en préstamos refinanciados o aplazados, de los que 45.700 son créditos dudosos que no están cubiertos por provisiones. En cuanto a la actividad de la Sareb, las medidas contenidas en el plan de negocio deberían tener un efecto sobre los precios de la vivienda y ayudar a reequilibrar el mercado inmobiliario. El éxito de la Sareb será un determinante importante del éxito final de la resolución de la crisis bancaria.

La reciente recapitalización y las acciones de reparto de cargas

Uno de los principales retos en el proceso de resolución de la crisis bancaria en España y en otros países de la UE, es cómo "desandar" el camino de las nacionalizaciones bancarias. Esta es una tarea que va más allá de la crisis financiera, ya que habitualmente son necesarios varios años para retirar completamente la participación

^{*} Bangor Business School y Funcas.

^{**} Universidad de Granada y Funcas.

pública en las entidades afectadas. El Memorando de Entendimiento (MoU) firmado por España con las autoridades de la UE incluye una serie de hitos importantes para 2013 que afectan principalmente a estos bancos nacionalizados. Algunas de estas medidas ya se han llevado a cabo entre marzo y mayo de 2013 y se refieren principalmente a la reestructuración, recapitalización y medidas de reparto de las pérdidas.

El 22 de marzo de 2013, el FROB adoptó varias decisiones importantes con respecto a la reestructuración y liquidación de algunos bancos españoles nacionalizados: BFA-Bankia, NCG Banco y Calalunya Banc.

En el caso de Bankia, el proceso de recapitalización de la entidad requería una reducción del valor nominal de las acciones. Es necesario tener en cuenta que el valor patrimonial de Bankia se había fijado previamente en -4.140 millones de euros. En este sentido, el MoU requiere que los accionistas deben ser los primeros en absorber las pérdidas. En particular, en el marco del mecanismo de distribución de pérdidas aplicado, los accionistas de Bankia han tenido que hacer frente a una reducción del valor nominal de las acciones existentes desde alrededor de 2 euros a 1 céntimo de euro por acción. Tras la reducción de capital, con el fin de reducir el número de acciones en circulación y hacer que la negociación de las mismas sea operativa y manejable, el FROB decidió también realizar una operación de split inverso y reagrupación de acciones en proporción cien por una. La operación se hizo efectiva el 22 de abril. Esto hizo posible que el valor nominal de las acciones volviera a situarse alrededor de 1 euro por acción.

El segundo paso en la recapitalización de Bankia era inyectar el capital necesario para cumplir con las ratios de adecuación de capital regulatorio. Esto se ha hecho con dos operaciones simultáneas: i) un aumento de capital con derecho de suscripción preferente de 10.700 millones de euros, y ii) una segunda ampliación de capital de 4.500 millones de euros, con exclusión del derecho de suscripción preferente, para dar entrada a los titulares de participaciones preferentes y deuda subor-

dinada de Bankia en la nueva estructura de capital. En cuanto a la inyección de 10.700 millones de euros, fue suscrita por BFA, una institución que es propiedad del FROB. En cuanto a los tenedores de bonos, se convierten en accionistas de Bankia con las pérdidas que más adelante se indican.

Siguiendo el MoU, se esperaba que para BFA-Bankia "la entidad recomprara sus participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua de los titulares con un descuento respecto del valor nominal resultante de la aplicación de la metodología contenida en los planes aprobados por el FROB y el Banco de España, y en las decisiones de la Comisión Europea". En el caso de Bankia, el descuento medio para los tenedores de deuda subordinada perpetua ha sido del 36%. Como requiere la Comisión Europea, la recompra será reinvertida en acciones de Bankia. En cuanto a los tenedores de deuda subordinada con vencimiento, tendrán la opción de intercambio por acciones al precio de suscripción (después de la aplicación de la quita correspondiente) o por depósitos bancarios o bonos con el mismo vencimiento (también con un descuento). El descuento medio en estos casos se estima en el 13%.

También el 22 de marzo de 2013, el FROB aprobó los descuentos medios aplicables a las distintas categorías de instrumentos financieros de los otros bancos clasificados como Grupo 1 siguiendo los principios del MoU. En cuanto a NCG Banco, el descuento medio estimado para los tenedores de participaciones preferentes será del 43%. El descuento medio para los tenedores de deuda subordinada perpetua será del 40%. Al igual que en el caso de Bankia, los tenedores de deuda subordinada con vencimiento en NGC Banco tendrá la opción de cambiar los bonos por acciones de NCG o por depósitos bancarios, con un descuento medio de 13%. En el caso de Catalunya Banc, el FROB también requiere recomprar sus participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua de los titulares con un descuento contra el valor nominal. En este caso, el descuento medio se estima en 61% para los tenedores de participaciones preferentes. El descuento medio para los tenedores de deuda subordinada perpetua será del 40%. Como en los casos anteriores, los titulares de deuda subordinada con vencimiento tendrán la opción de intercambiarlos por acciones o depósitos bancarios o bonos con el mismo vencimiento, después de la aplicación de un descuento medio del 15%.

Es importante destacar que, aunque las pérdidas asumidas por los tenedores de bonos son consideradas como parte de los mecanismos de distribución en el marco del MoU, estos tenedores de bonos también tienen la posibilidad de solicitar un arbitraje si consideran que hubo malas prácticas en la venta de participaciones preferentes y deuda subordinada.

Es importante destacar que, aunque las pérdidas asumidas por los tenedores de bonos son consideradas como parte de los mecanismos de distribución en el marco del MoU, estos tenedores de bonos también tienen la posibilidad de solicitar un arbitraje si consideran que hubo malas prácticas en la venta de participaciones preferentes y deuda subordinada.

También es importante señalar que el FROB ha establecido asimismo criterios para la distribución de pérdidas de los bancos del Grupo 2. En particular, para el Banco Mare Nostrum, Liberbank y Caja3. Banco Mare Nostrum recibió una inyección de capital del FROB en forma de acciones de 700 millones de euros, mientras que la ayuda recibida por Liberbank (120 millones de euros) y Caja3 (400 millones de euros) se hizo en forma de capital contingente (CoCos). En cuanto a la otra entidad del Grupo 2, Banco CEISS, este banco ha aprobado un plan de reestructuración y ajustes el 10 de mayo de 2013 y se fusionará con Unicaja.

Un caso algo diferente es el de Banco Gallego. El FROB también requiere a este banco recomprar sus participaciones preferentes e instrumentos de deuda subordinada perpetua de los titulares con un descuento medio del 50% estimado para la primera y un 39% para la segunda. Sin embargo,

el FROB inició un proceso de subasta para la venta de este banco. En abril de 2013, el Comité Directivo del FROB anunció que Banco Sabadell adquiriría el Banco Gallego, con la transferencia de todas las acciones de Banco Gallego a Banco Sabadell por un euro.

Refinanciación de créditos: un nuevo marco interpretativo

Una de las cuestiones más controvertidas que rodea las diferentes evaluaciones sobre la situación de los bancos españoles y, en particular, las de los distintos test de estrés realizados, ha sido el punto hasta el cuál la clasificación actual de algunos préstamos refleja realmente la calidad crediticia de los mismos. En particular, la principal preocupación se ha centrado en los préstamos refinanciados y aplazados.

El Banco de España publicó unas recomendaciones sobre la clasificación de operaciones de refinanciación y aplazamiento de créditos que implicarán clasificar algunos préstamos actualmente considerados como "normales" como "subestándar".

A principios de 2013, un comité interno del Banco de España publicó un informe con recomendaciones sobre los procedimientos de supervisión bancaria. Esta iniciativa surgió en buena medida derivada de los esfuerzos de transparencia requeridos por el MoU. El informe incluía el establecimiento de un marco estandarizado para la adaptación de las medidas de control basadas en el perfil de riesgo de las entidades de crédito. El plan menciona la necesidad de reorientar la supervisión in situ y las recomendaciones formuladas en la divulgación de información bancaria. En parte como resultado de estos esfuerzos, la Comisión Ejecutiva del Banco de España publicó una nota el 30 de abril de 2013 con recomendaciones sobre la clasificación de operaciones de refinanciación y aplazamiento de créditos. Se espera que estas recomendaciones impliquen clasificar algunos préstamos actualmente considerados como "normales" como "subestándar". Los préstamos subestándar son los que tienen un riesgo de impago debido a la situación económica o los problemas en un negocio o sector específicos, incluso si el prestatario aún no ha incumplido sus pagos. Como los bancos deben dotar provisiones para pérdidas en los préstamos subestándar, las recomendaciones pueden implicar, de forma efectiva, más provisiones. Dada la posibilidad de que las diferencias entre bancos en los préstamos refinanciados y reprogramados "se deban a las prácticas contables", el supervisor ha emitido la nota antes mencionada para detallar los criterios de refinanciación y aplazamiento de préstamos. A raíz de la nota, los bancos estarán obligados a revisar la clasificación contable de los préstamos refinanciados o aplazados para garantizar el cumplimiento de estos criterios. Las entidades financieras tendrán que informar al Banco de España de los resultados de esta aplicación de criterios de clasificación antes del 30 de septiembre de 2013.

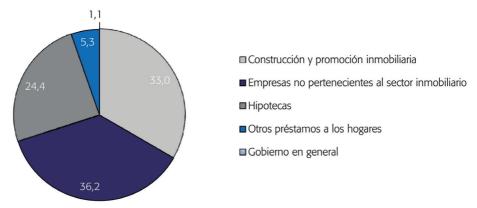
El último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del Banco de España (de mayo de 2013) ofrece algunos datos interesantes sobre la magnitud y el impacto potencial de la refinanciación y aplazamiento de préstamos. Por otra parte, el Banco de España publicó una nota especial el 9

de mayo de 2013 sobre "refinanciaciones y contraste de la prueba de estrés de Oliver Wyman en el IEF". Es importante destacar que el Banco de España reconoció que "en lo que respecta a los préstamos refinanciados y reprogramados, esta es la primera vez que se publica información detallada al respecto". El IEF muestra que la refinanciación y aplazamiento de préstamos asciende a 208.210 millones de euros, que es el 13,6% del crédito total al sector privado residente. El desglose por sector se muestra en el gráfico 1. El 33% corresponde a la construcción y promoción inmobiliaria (68.700 millones de euros); 36,2% a otras empresas (75.400 millones de euros); 24,4% a hipotecas (50.800 millones de euros); 5,3% a otros préstamos a los hogares (11.000 millones de euros), y 1,1% corresponde a las Administraciones Públicas (200 millones de euros). El Banco de España señala que "hay una cierta dispersión entre los bancos, lo que puede ser indicativo no solo de los diferentes modelos de gestión de riesgo empresarial, sino también de las diferencias en las prácticas contables".

Cabe destacar que el 42,4% de las operaciones de refinanciación y aplazamiento de crédito se clasifican como "normales", mientras que el 20,6% son clasificados como subestándar y el 37% como dudosos. Los préstamos subestándar están cubiertos en un 18,4% por provisiones,

Gráfico 1

Préstamos reestructurados y aplazados en el sector bancario español a diciembre de 2012 Desglose por sectores



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

mientras que en la categoría de dudosos la cobertura es de 40,6%. Esto implica que hay al menos 45.700 millones de euros en créditos dudosos que no están cubiertos por provisiones bancarias. El hecho de que una parte significativa de las operaciones refinanciadas sean préstamos a hogares (incluidas las hipotecas y otros préstamos) es un reto para los bancos en el contexto actual de elevado desempleo. En particular, como muestra el IEF, los préstamos morosos a hogares habían aumentado un 31,7% interanual en diciembre de 2012, en comparación con el 12,2% de 2011.

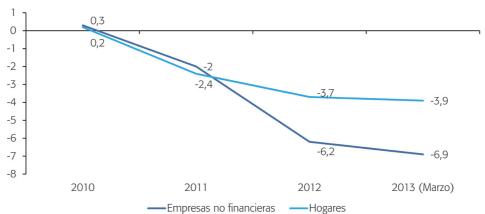
En cuanto a la evaluación de las proyecciones realizadas en los test de estrés realizados por Oliver Wyman (OW en adelante) en 2012, se observa que las probabilidades de impago para el sector bancario español en el año 2012 han sido inferiores a las probabilidades estimadas por OW, tanto en el escenario base como en el escenario adverso. Sin embargo, hay una excepción: en las grandes empresas y las carteras de obras públicas, los impagos reales en 2012 son superiores a la probabilidad de incumplimiento estimada en el escenario base de OW. Además, resulta importante señalar que el beneficio antes de provisiones de la banca en 2012 fue mayor que el estimado por OW.

La evolución de la economía y la presión regulatoria en la reclasificación de préstamos impondrán nuevos desafíos para los bancos españoles en un futuro próximo y puede que sea aún más difícil para las entidades financieras fomentar el crédito al sector privado.

Por lo que se refiere a la situación macroeconómica, el aumento de la tasa de desempleo y la caída de los precios de la vivienda en 2012 terminó estando muy cerca de las estimaciones de OW para el escenario adverso. La evolución de la economía y la presión regulatoria en la reclasificación de préstamos impondrán nuevos desafíos para los bancos españoles en un futuro próximo y puede que sea aún más difícil para las entidades financieras fomentar el crédito al sector privado. La tasa de crecimiento anual del crédito a los sectores residentes sigue disminuyendo. Como muestra el gráfico 2, en marzo de 2013, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras fue del -6,9% (fue del -6,2% en diciembre de 2012) y la tasa de variación interanual de los préstamos a hogares fue del -3,9% (-3,7% en diciembre de 2012).

El IEF del Banco de España ofrece algunos datos interesantes sobre la relación entre el esfuerzo

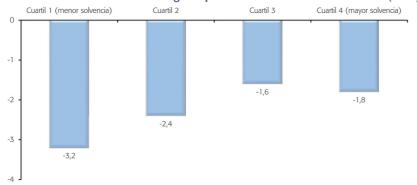
Gráfico 2 Crédito al sector privado en España. Tasa de crecimiento interanual (%)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Gráfico 3

Tasa de crecimiento interanual de crédito. Desglose por niveles de solvencia bancaria (2012)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

que están haciendo los bancos para reforzar sus niveles de solvencia y la evolución del crédito al sector privado. La variación anual promedio del crédito en 2012 para las entidades financieras con el menor nivel de solvencia (8,8% de media de la ratio Tier 1, de acuerdo con el Banco de España) es -3,2%. La caída es menos intensa de los bancos en el segundo cuartil (-2,4%) y en el tercer cuartil (-1,6%). Para los bancos del cuarto cuartil, con mayor nivel de solvencia, la caída del crédito en 2012 fue del -1,8%. El gráfico 3 indica que la relación entre la solvencia de los bancos y los préstamos no es lineal. La reducción del crédito en los bancos del tercer cuartil de solvencia ha sido menos intensa que la de las entidades del cuartil más alto de solvencia. Esto puede explicarse porque algunos bancos podrían estar tratando de crear colchones de solvencia para mejorar su credibilidad en el mercado mediante la señalización de una mayor capacidad de absorción de pérdidas.

Nuevo plan de negocio de la Sareb e inicio de la actividad

La Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), que ha absorbido una gran parte de los activos tóxicos del sector bancario, es un factor clave para el éxito de la resolución de la crisis bancaria en España. Esto no es solo debido a la función de Sareb como vehículo para abordar el deterioro de activos, sino también porque es probable que influya en los

precios de la vivienda en España y, por lo tanto, contribuya al ajuste restante de los precios de los activos inmobiliarios a los niveles de equilibrio. Sareb gestiona 197.474 activos y préstamos por valor de 50.400 millones de euros, 107.000 de los activos son bienes inmuebles y 90.474 son préstamos. Por lo tanto, su capacidad de influir en los precios de mercado es potencialmente significativa.

De enero a abril de 2013, Sareb ha ido definiendo su estructura corporativa y adaptando su plan de negocio una vez que las condiciones del mercado y el interés de los inversores por los activos de la cartera de Sareb ha sido calibrado. Sin embargo, incluso antes de que Sareb haya empezado a gestionar y vender los activos, su efecto más inmediato ha sido sobre la salud de las carteras de los bancos españoles. El cuadro 1 muestra la transferencia bruta y neta (después de aplicar el descuento) de los activos de los bancos del Grupo 1 y Grupo 2 (según la clasificación del MoU) a la Sareb.

La exposición a las actividades inmobiliarias de los bancos españoles se redujo en un 50% durante 2012 y 2013, teniendo en cuenta tanto los préstamos como los activos adjudicados, netos de provisiones. Alrededor del 60% de la reducción se estima que se debe a las transferencias a la Sareb, mientras que el 40% de la reducción se explica por las medidas adoptadas por los propios bancos. En cuanto a la morosidad (cartera vencida), el impacto de Sareb también ha sido significativo.

Cuadro 1

Transferencia de activos a Sareb para los bancos de los Grupos 1 y 2
(millones de euros)

	Bancos Grupo 1 (Diciembre 2012)	Bancos Grupo 2 (Febrero 2013)	Total			
Crédito						
Bruto	54.250	20.071	74.591			
Neto	39.313	11.056	39.369			
Activos						
Bruto	24.358	7.172	31.530			
Neto	8.397	2.967	11.364			
Total						
Bruto	78.878	27.243	106.121			
Neto	36.710	14.023	50.733			
Fuente: Banco de España. Elaboración propia.						

Tomando los datos más recientes, correspondientes a marzo de 2013, la ratio de morosidad se sitúa en el 10,5%.

En cuanto a la gestión de Sareb, el 21 de marzo de 2013 se presentó un plan de negocio actualizado. El plan reconoce la influencia de las recomendaciones del FMI y de la Comisión Europea que requiere que la planificación sea "sólida y creíble" para Sareb como uno de los elementos más importantes para recuperar la estabilidad financiera en España. Las principales características del plan de negocio son las siguientes:

- Se espera que dos tercios de los ingresos de Sareb se generen por la venta de activos y un tercio por la venta de los préstamos.
- Sareb espera vender casi la mitad de su cartera de activos en los primeros cinco años de actividad de sus quince años de horizonte de vida prefijado. En concreto, 42.500 activos.

- Sareb espera haber amortizado el 49,9% de su deuda senior en cinco años.
- La rentabilidad esperada por los inversores se estima alrededor del 13-14%.
- Sareb ha aprobado normas internas para evitar conflictos de intereses en las transacciones. En particular, los que podrían afectar a los miembros de su consejo en relación a los intereses de inversores en mercados similares a aquellos en los que opera Sareb.

En general, la gestión de Sareb será uno de los factores críticos que determinen el éxito en la resolución de la crisis bancaria en España. La dinámica de la economía puede afectar al alcance futuro de la Sareb. En general, Sareb determinará en gran medida los costes finales asumidos por los contribuyentes por el rescate de los bancos en España.

Relevancia y características del *burden-sharing* en la recapitalización de la banca española

Daniel Manzano*

El proceso de burden-sharing que se está llevando a cabo para la recapitalización del sistema bancario español según el Memorandum of Understanding (MoU) firmado con la UE es singular y de una magnitud no conocida en Europa. El objetivo de este ejercicio es reducir el coste final para los contribuyentes de la reestructuración bancaria y tendrá un impacto notable sobre los tenedores de los instrumentos híbridos de deuda y capital (subordinadas y participaciones preferentes).

Uno de los principales compromisos asumidos por España tras la firma del MoU con la UE para ayudar al sector financiero era llevar a cabo un ejercicio de burden-sharing, por el que, además de los accionistas, todos los tenedores de deuda subordinada deberían absorber parcialmente las pérdidas afloradas. Según las últimas estimaciones, esto aportará casi 13.000 millones de euros, una cuarta parte de las necesidades de capital que fueron detectadas en el ejercicio de estrés realizado al amparo del MoU. El impacto final de estas medidas para los tenedores de títulos será probablemente aún mayor que los recortes anunciados sobre los nominales de la deuda subordinada, debido a los mecanismos de canje establecidos para recapitalizar a las instituciones y los niveles de precios que definirán previsiblemente las acciones de los bancos que cotizan o vayan a cotizar.

Introducción

La hoja de ruta del proceso de reestructuración y recapitalización de la banca española definida en el *Memorandum of Understanding* (MoU), que firmaron las autoridades españolas para el acceso a las ayudas europeas, se está cumpliendo con razonable puntualidad. Así lo han puesto de manifiesto sendos informes de seguimiento del proceso publicados recientemente por la <u>Comisión Europea</u> y por el <u>Fondo Monetario Internacional</u>.

Entre los compromisos asumidos en el MoU estaba la puesta en marcha del denominado ejercicio de burden-sharing. Se entiende como tal el que (además de los accionistas) todos los tenedores de deuda subordinada que emitieron los bancos que ahora requieren ayudas deberían absorber parcialmente las pérdidas afloradas por estas entidades y contribuir a su recapitalización. Estarían obligados a compartir una parte de la carga de dicha recapitalización, con el fin de minimizar el coste para los contribuyentes derivado de

^{*} Socio-Director General de AFI.

la aportación de fondos públicos. A tal efecto, se modificó la legislación aplicable con el fin de hacer particularmente coercitivo para los tenedores de estos títulos el citado ejercicio de *burden-sharing* que, por otra parte, ha empezado a ser acometido por las entidades afectadas en las últimas semanas. En concreto, se están llevando a cabo de acuerdo con la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito, que dio forma legal a algunos compromisos del MoU.

La absorción de pérdidas se reparte entre el capital y los inversores en híbridos (instrumentos subordinados) sin seguir fielmente el orden de prelación de acreedores, en el que, por ejemplo, los recursos de los preferentistas hubieran tenido que agotarse antes de que los tenedores de deuda subordinada asumiesen pérdidas. No obstante, los antiguos accionistas sí las absorben previamente con toda su inversión, salvo en algunos casos (entidades cotizadas) en los que mantienen su presencia con importes simbólicos por motivaciones técnicas.

El objeto del presente artículo es realizar un análisis de las acciones que se están llevando a cabo en el marco establecido por el MoU para aquellas entidades que han percibido ayudas públicas (los denominados Grupos 1 y 2). En primer lugar evaluaremos la relevancia de las mismas en el proceso de recapitalización de las entidades españolas. Posteriormente revisaremos las características de los canjes obligatorios que van a llevarse a cabo en las entidades del Grupo 1, así como la única oferta de canje voluntario que se ha puesto en marcha hasta el momento (Liberbank) complementado con un posterior canje coercitivo. Finalmente, recogemos las principales conclusiones.

El papel del *burden-sharing* en la recapitalización bancaria española

En las últimas semanas, tanto el Ministerio de Economía y Competitividad, como el FROB, han publicado más información sobre las condiciones de los canjes de instrumentos híbridos —participaciones preferentes y deuda subordinada— que obligatoriamente deben llevar a cabo las entidades que han percibido ayudas públicas. En el momento de escribir estas líneas, incluso algunos de dichos canjes ya se han llevado a cabo (Banco de Valencia y Liberbank), mientras que otros están en proceso.

El procedimiento básico consiste en aplicar un recorte sobre el nominal de los títulos subordinados, de mayor o menor cuantía según sus características y naturaleza, al tiempo que se obliga a los tenedores a canjear el importe correspondiente por instrumentos de capital¹, típicamente acciones de la entidad, pero también en algunos casos obligaciones convertibles en acciones. Como ya se ha señalado, el objetivo de estas recompras obligatorias y su posterior canje por los nuevos instrumentos es lograr que los tenedores asuman parte de las pérdidas de las entidades, minimizando la factura para el contribuyente.

El FROB ha establecido canjes obligatorios (acción coercitiva) en las entidades del Grupo 1 –Bankia, Novagalicia Banco, Catalunya Banc y Banco de Valencia— y en CEISS. En el resto de entidades del Grupo 2 –Liberbank, BMN y Caja3—aunque se preveía la posibilidad de que se llevase a cabo una gestión mediante canjes voluntarios en condiciones menos gravosas para los inversores o con más alternativas que las que prevé el canje obligatorio, solo Liberbank ha utilizado finalmente esta alternativa. En todo caso ha debido complementarla con una acción coercitiva sobre aquellos tenedores que no acudieron al canje voluntario.

Cabría preguntarse en primer lugar sobre la relevancia de estas denominadas acciones de gestión de híbridos en el proceso de recapitalización. En este sentido, se estima que la aportación de nuevo capital para las entidades afectadas que se derivará de estas acciones alcanzará la nada despreciable cifra de casi 13.000 millones de euros; más de un 1% del PIB español y una

¹ Salvo en aquellos que no son perpetuos, en los que los tenedores podrán optar por depósitos o bonos *senior* de las entidades al mismo vencimiento que el título subordinado.

Cuadro 1 **Aumento esperado de capital por ejercicios de gestión de híbridos**(millones de euros)

BFA-Bankia 24.743 6.593 26,6 Catalunya Banc 10.824 1.553 14,3 Novagalicia Banco 7.175 2.027 28,3 Banco de Valencia 3.462 426 12,3		Millones euros	Necesidades estimadas de capital por Oliver Wyman	Aumento de capital por gestión de híbridos	Gestión de híbridos (%)
Banco de Valencia 3.462 426 12,3		BFA-Bankia	24.743	6.593	26,6
Banco de Valencia 3.462 426 12,3	00 1	Catalunya Banc	10.824	1.553	14,3
·	Grup	Novagalicia Banco	7.175	2.027	28,3
46 204 10 599 22 9		Banco de Valencia	3.462	426	12,3
10.555			46.204	10.599	22,9
BMN 2.208 182 8,2		BMN	2.208	182	8,2
Liberbank 1.197 714 59,6	20 2	Liberbank	1.197	714	59,6
Liberbank 1.197 714 59,6 CEISS 2.062 1.196 58,0	Grup	CEISS	2.062	1.196	58,0
Caja3 779 36 4,6		Caja3	779	36	4,6
6.246 2.128 34,1			6.246	2.128	34,1
Banco Popular 3.223 0 0,0	23	Banco Popular	3.223	0	0,0
<u>G</u> Ibercaja 225 0 0,0	Grupo	Ibercaja	225	0	0,0
3.448	Ğ		3.448		0,0
TOTAL 55.898 12.727 22,8		TOTAL	55.898	12.727	22,8

Fuentes: AFI, Spain: Financial Sector Reform: Second Progress Report, del FMI.

cuarta parte de las necesidades totales de capital que se estimaron para las mismas según se puede apreciar en el cuadro 1. Por consiguiente, este ejercicio, tanto por el tamaño como muy particularmente por sus características, ya que afecta no solo a inversores institucionales sino de forma incluso mayoritaria a inversores minoristas clientes de las entidades, no tiene parangón en Europa. Conviene reseñar, en todo caso, que en el proceso de recapitalización que se está llevando a cabo ha sido necesaria la aportación como capital de otros casi 40.000 millones de fondos públicos, adicionales a los que ya se inyectaron en etapas anteriores, cifra que triplica la aportada por los tenedores de deuda subordinada y preferente.

Una segunda cuestión interesante está relacionada con el hecho de si hubiese sido posible reducir aún más la mencionada aportación de fondos públicos en el caso de haberse aplicado recortes superiores a los tenedores de los títulos antes de su canje por instrumentos de capital. Nótese que la respuesta es negativa, si bien es cierto que habría tenido como resultado una mayor participación relativa del Estado en las entidades afectadas y, en consecuencia, una mayor participación en los beneficios futuros si las entidades volviesen a ser rentables.

Si bien cabría deducir que ello reduciría el coste neto que soportarían los contribuyentes por los apoyos públicos prestados, también se han valorado algunos efectos adversos. En particular, en contra de la conclusión anterior se ha argumentado el impacto comercial adverso en la clientela de mayores recortes, dada la doble condición de depositante/cliente, además de inversor minorista, de un número significativo de afectados. Esto podría minorar la capacidad de generación de rentabilidad futura de la entidad y, por ende, podría impedir a la postre la reducción del coste neto para los contribuyentes de las ayudas de Estado.

En definitiva, en términos efectivos, y como recoge el propio informe del FMI, no está claro *a priori* el balance final para las arcas públicas de haber impuesto recortes de mayor calado. En cualquier caso, como se señalará en los siguientes epígrafes los recortes efectivos van a ser, en general, muy sustanciales².

Canjes obligatorios

De acuerdo con los planes de reestructuración presentados por las entidades aprobados por la Comisión Europea, y con las acciones que ya se han formalizado, la metodología estándar para el cálculo de los recortes a aplicar sobre los instrumentos híbridos es la siguiente:

- Cálculo del Valor Actual Neto (VAN) de los mismos descontando sus flujos de caja con factores de descuento que van desde el 10% al 20% dependiendo del instrumento y asumiendo que no habrá pago de cupón en los títulos correspondientes según las condiciones específicas de cada emisión (p.e. en las preferentes, en aquellos ejercicios en los que sea previsible que la entidad no obtenga beneficio).
- El VAN podría incrementarse por una prima adicional de hasta el 30% para aquellos instrumentos en los que la conversión sea por acciones.
- En cualquier caso, operaría una restricción global que no permite que la tasa de conversión en acciones u otro instrumento de capital supere el 90% del valor nominal.
- Para el caso específico de la deuda subordinada con vencimiento, los tenedores pueden elegir entre el canje por: i) bonos o depósitos con el mismo vencimiento con un descuento sobre el nominal del 1,5% por mes desde el 1 de diciembre de 2012 hasta la fecha de

vencimiento de la emisión y; ii) acciones por el mayor valor de conversión resultante entre la metodología explicada en el punto i) y la metodología utilizada para las participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua.

El FROB ha dado a conocer los recortes medios. sobre el valor nominal que impondrá en estos canjes obligatorios de las entidades del Grupo 1 aplicando la metodología descrita. En media serán del 28%, alcanzando en el caso de las preferentes el 42% y en las subordinadas perpetuas el 38%. No obstante, debe tenerse en cuenta que, en los canjes por acciones, el impacto adverso para el tenedor de instrumentos híbridos de dichos recortes puede potencialmente amplificarse. Tanto más en aquellos casos en los que la valoración económica de las entidades haya sido especialmente negativa al no haber sido suficiente la absorción de costes o pérdidas por los accionistas originales mediante una reducción de capital de la entidad. La inyección de capital procedente tanto del canje de híbridos en los términos señalados, como de la propia aportación del FROB, deberán absorber en la práctica dicho valor económico negativo (no cubierto por los accionistas originales), con el presumible efecto final en el precio de la acción si esta cotiza. A continuación analizamos cada uno de los casos:

— En el caso de Bankia, en el que su valoración económica asciende a -4.148 millones de euros, además de los recortes anunciados sobre el valor nocional de las participaciones preferentes y deuda subordinada que asuman los inversores en las recompras, las acciones procedentes del canje deberán absorber la valoración económica negativa (no cubierta por la reducción de capital que afecta a los accionistas originales) de manera proporcional a su participación en la entidad recapitalizada, a través de una prima de emisión.

Se han previsto dos ampliaciones de capital: una primera que será suscrita prácticamente en su totalidad por el FROB por

² Dejo al margen de estas reflexiones el resultado final de las reclamaciones de aquellos tenedores minoristas afectados por malas *praxis* de venta de los instrumentos híbridos en los procesos de arbitraje y judiciales que se han abierto.

Cuadro 2

Recompra y canje por acciones de participaciones preferentes y deuda subordinada: Bankia*
(millones de euros)

Millones euros	Preferentes	Subordinadas perpetua	Subordinadas con vencimiento	Total	Inyección FROB
Saldos pre recortes	3.246	394	3.271	3.271	
Recorte medio (%)	38	36	13	26	
Saldos post-recortes nominales	2.013	252	2.846	5.110	10.700
Valoración económica	-4.148				
Valoración acciones recibidas tras absorción de pérdidas	1.485	186	2.099	3.770	7.893
Recorte efectivo (%)	54	53	36	45	

^{*} Supuesto que la totalidad de subordinadas con vencimiento se canjea por acciones. En realidad, el FROB estima inicialmente un canje por acciones de 4.840 millones de euros y no de los 5.110 millones de euros que aparecen en el cuadro.

Fuentes: AFI, FROB, planes de reestructuración de la entidad.

importe de 10.700 millones de euros y una segunda para dar entrada en el capital a los tenedores de instrumentos híbridos por 4.840 millones de euros, ambas al precio de 1 euro de nominal por acción, al que se agregará una prima de emisión para cubrir el valor negativo. De esta manera, y asumiendo que la acción acabase cotizando en torno a este valor nominal de 1 euro, que haría coincidir el nominal total con la valoración teórica de la entidad realizada por el FROB, los impactos efectivos en las partici-

paciones preferentes podrían llegar al 54%, 53% en el caso de la deuda subordinada perpetua y al 36% en las subordinadas con vencimiento. Lógicamente una cotización inferior a dicha referencia (en el momento de escribir este artículo su cotización se sitúa en torno a 0,65 euros/acción) se traduciría en una pérdida efectiva superior a dichos porcentajes.

 Con un análisis similar en los casos de Novagalicia Banco y Catalunya Caixa, las pérdi-

Cuadro 3

Recompra y canje por acciones de participaciones preferentes y deuda subordinada: Novagalicia Banco*
(millones de euros)

Millones euros	Preferentes	Subordinadas con vencimiento	Subordinadas con vencimiento	Total	Inyección FROB
Saldos pre recortes	1.174	211	992	2.377	
Recorte medio (%)	43	41	22	34	
Saldos post-recortes nominales	669	124	774	1.568	5.425
Valoración económica	-3.091				
Valoración acciones recibidas tras absorción de pérdidas	374	69	432	875	3.027
Recorte efectivo (%)	68	67	56	63	

^{*} Asumiendo que la totalidad de subordinadas con vencimiento se canjea por acciones. Fuentes: AFI, FROB, planes de reestructuración de la entidad.

Cuadro 4

Recompra y canje por acciones de participaciones preferentes y deuda subordinada: Catalunya Caixa*

(millones de euros)

Millones euros	Preferentes	Subordinadas perpetua	Subordinadas con vencimiento	Total	Inyección FROB
Saldos pre recortes	510	102	1.327	1.939	
Recorte medio (%)	61	40	15	28	
Saldos post-recortes nominales	199	61	1.128	1.388	9.080
Valoración económica	-6.674				
Valoración acciones recibidas tras absorción de pérdidas	72	22	409	503	3.291
Saldos pre recortes (%)	86	78	69	74	

^{*} Asumiendo que la totalidad de subordinadas con vencimiento se canjea por acciones. *Fuentes:* AFI, FROB, planes de reestructuración de la entidad.

das para los tenedores de híbridos también serían superiores a los porcentajes sobre nominales publicados.

A diferencia del resto de entidades del Grupo 1, las acciones de gestión de híbridos y deuda subordinada llevadas a cabo en Banco de Valencia supusieron recortes sustancialmente más elevados (85% en las obligaciones subordinadas y 90% en las participaciones preferentes) a cambio de bonos necesariamente convertibles (CoCos) o acciones ordinarias, dependiendo del perfil minorista o cualificado, respectivamente. Estos recortes, sustancialmente superiores a los anteriores, se justificaron por:

- Las singularidades del caso.
- La búsqueda de un reparto adecuado de los costes de resolución.
- Minimización de las ayudas públicas.

Canjes voluntarios

Liberbank ha sido la primera y única entidad hasta la fecha, dentro de las pertenecientes al Grupo 2 que, en el marco de la política fijada de gestión de híbridos, ha realizado una oferta de este tipo. En este caso, los inversores han disfrutado primero de la opción de canjear sus participaciones preferentes y deuda subordinada, bien por nuevas acciones o bien por un porcentaje de nuevas acciones (entre el 20-30% según la emisión) y la parte restante por distintas emisiones de CoCos (entre un 70-80%). Los inversores institucionales solo tenían la posibilidad de canje por nuevas acciones.

Los recortes medios sobre el nominal aplicados por Liberbank en esta oferta voluntaria de gestión de híbridos han estado entre el 7% y el 10%, según la opción escogida por los inversores. Esta oferta alcanzó un nivel de aceptación del 87,3% (inferior al 90% que el FROB establecía como nivel mínimo) por lo que el FROB impuso un ejercicio obligatorio de asunción de pérdidas para el 12,7% restante, en condiciones más gravosas para los inversores. En este caso los recortes oscilaron entre el 10% y el 54% según el tipo de instrumento y la modalidad de canje a escoger y de acuerdo a la metodología descrita anteriormente.

A efectos de los canjes las acciones de Liberbank se valoraron a 1,11 euros/acción, conforme a la valoración que el FROB había realizado de Liberbank. Sin embargo, después de que comenzase a cotizar el pasado 16 de mayo, las acciones de la entidad se han situado en niveles cercanos a 0,50 euros, por lo que las pérdidas efectivas serían significativamente superiores a las antes comentadas. No obstante, conviene señalar que, en este caso, las tres cajas de ahorros accionistas de la entidad (lógicamente no Liberbank) han arbitrado un mecanismo, con cargo a su propio patrimonio, para compensar a los tenedores minoristas clientes en el caso de que la acción cotice en el horizonte de dos años por debajo de la referencia utilizada para el canje.

En conclusión, aún siendo ya significativos los recortes teóricos que se aplicarán a dichos instrumentos antes de su canje por acciones u otros instrumentos de capital, el impacto final sobre los tenedores será preumiblemente muy superior, como consecuencia de los mecanismos diseñados para proceder a la recapitalización de las entidades (especialmente en aquellas entidades con valoración económica negativa). De hecho, globalmente y en términos efectivos, las pérdidas que soportarán los tenedores de híbridos probable-

mente acaben por superar el 50% de la inversión que realizaron. En buena medida dependerá de los niveles de precio que definan finalmente las acciones de las entidades sujetas a ayudas que cotizan o vayan a cotizar: hay que tener en cuenta que muy previsiblemente tales precios serán referencia para la fijación del de las no cotizadas, para las que está previsto que el FGD sea un proveedor de liquidez³.

Referencias

Comisión Europea (2013), "Financial Assistance Programme for the recapitalisacion of Financial Institutions in Spain: Update on Spain's compliance with the Programme-Winter 2013", Occasional Papers 126, enero.

Fondo Monetario Internacional (2013), Spain: Financial Second Progress Report, marzo.

³ Medidas contempladas en el Real Decreto-Ley 6/2013.

Programa Nacional de Reformas para 2013: saneamiento público y fomento del crecimiento

Sara Baliña*

El Gobierno español ha presentado, en el marco del Programa de Estabilidad y Crecimiento 2013-2016, el Programa Nacional de Reformas. Las nuevas medidas tratan de encontrar el equilibrio entre estimular el crecimiento económico y el saneamiento de las cuentas públicas.

Las principales líneas del Programa Nacional de Reformas son en su mayoría ya conocidas, porque se incluyeron en la versión anterior, o habían sido anunciadas de antemano. Los retrasos en la aplicación de algunas reformas, como las relacionadas con la racionalización de la administración pública, y la necesidad de desarrollar aún más los detalles de otras políticas que ya están en vigor, como las pensiones públicas o la reforma laboral, hacen que los elementos clave del Programa 2013 sean una extensión de los del año pasado.

El pasado mes de abril, el Gobierno español presentó, en el marco de la actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento para el período 2013-16, el Programa Nacional de Reformas (PNR, en adelante) para el año en curso. El PNR se plantea como un equilibrio entre las medidas orientadas a fomentar el crecimiento económico v aquellas que persiguen avanzar en el saneamiento de las cuentas públicas. Las recomendaciones realizadas por la Comisión Europea, en su revisión del cumplimiento de España con los criterios del procedimiento de déficit excesivo, quedan recogidas en los principales ejes de la reforma. Y es que, incluso en mayor medida que en años anteriores, la naturaleza del PNR debe entenderse en el marco de la estrategia de política económica definida por Europa. Desde que a mediados de 2012 se acordase dar prioridad a la implementación de las reformas estructurales en economías con desequilibrios macroeconómicos abultados y perspectivas débiles de crecimiento, como contrapartida a la flexibilización de los objetivos de déficit público, los programas nacionales de reformas adquirieron una mayor importancia relativa en la hoja de ruta de la política económica de los países periféricos del euro.

En el caso de España, la revisión al alza de las metas de déficit público fijadas para los tres próximos años, que supone retrasar a 2016 el objetivo de déficit del 3% del PIB, no resta peso a las medidas de consolidación fiscal en el PNR, aunque sí suaviza el potencial impacto de la reducción del gasto público corriente sobre el ciclo económico e incorpora la necesidad de introducir cambios en la estructura fiscal. Las modificaciones adicionales

^{*} Socia de Analistas Financieros Internacionales, S.A. (AFI).

que se espera tengan lugar en materia de legislación laboral y sistema de pensiones se emplazan, sin concreción por el momento, a la elaboración de un informe de evaluación del impacto de la reforma laboral de 2012, en el primer caso, y a las conclusiones del Comité de Expertos independientes, en el segundo.

En materia de impulso a la recuperación económica, el PNR aborda dos aspectos fundamentales: la mejora de los canales de financiación al sector privado y el apoyo al emprendimiento, así como la liberalización de algunos servicios, la simplificación de procedimientos administrativos y la garantía de la unidad de mercado.

Dado que el PNR para 2013 se desarrolla en un contexto de consolidación fiscal menos agresiva que la prevista en 2012 y bajo un escenario de previsiones económicas recogidas en el Programa de Estabilidad sustancialmente más negativo, el presente artículo se estructurará como sigue. En primer lugar, se definirá el nuevo escenario de crecimiento para el período 2013-16, enfatizando en aquellos aspectos en los que puede incidir el PNR, y las principales implicaciones de la senda revisada de déficit público para el mismo período. En segundo lugar, se analizarán las medidas de mayor calado del PNR y, en concreto, aquellas cuya implementación está prevista para un horizonte de doce meses. Por último, y a modo de conclusión, se recogerá el impacto estimado del PNR en términos de crecimiento económico y generación de empleo y se establecerán los focos de riesgo que pueden limitar su efecto.

Escenario macroeconómico y senda de consolidación fiscal para 2013-16

Uno de los elementos más destacados de la actualización del Programa de Estabilidad ha sido la fuerte revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento, no solo para 2013 (-1,3%) sino también en adelante: el avance del PIB en 2014 apenas rondará el 0,5% y se situará por debajo del 1,5% hasta 2016 según el escenario del Gobierno. El Plan Presupuestario 2013-14 elaborado el pasado verano y utilizado también como base de los Presupuestos Generales del Estado para este año, contemplaba una caída del PIB del 0,5% para 2013 y un crecimiento del 1,2% para 2014.

Cuadro 1

Cuadro macroeconómico del Gobierno español y la Comisión Europea para la economía española 2013-14

			Gobi	erno	Comisió	n Europea
Tasa anual (%)	2011	2012	2013	2014	2013	2014
PIB	0,4	-1,4	-1,3	0,5	-1,5	0,9
Hogares	-0,8	-2,2	-2,5	0,0	-3,1	-O, 1
AA.PP.	-0,5	-3,7	-4,4	-3,1	-3,7	-0,4
FBKF	-5,3	-9,2	-7,1	-0,9	-5,8	0,1
Demanda Nacional ¹	-1,9	-4,0	-3,7	-0,8	-4,0	-0,4
Exportaciones	7,7	3,1	4,1	5,9	0,0	4,7
Importaciones	-0,8	-5,0	-3,7	2,6	-4,0	2,0
Demanda externa ¹	2,3	2,6	2,4	1,3	2,6	0,0
Empleo (EPA)	-1,9	-4,5	-3,4	-0,4	0,0	0,0
Tasa de paro (EPA), %	21,6	25,0	27,1	26,7	27,0	26,4
Saldo Público (% PIB)	-9,4	-10,6	-6,3	-5,5	-6,5	-7,0

¹ Aportación al crecimiento del PIB.

Fuentes: AFI, Ministerio de Economía y Competitividad (Programa de Estabilidad 2013-16) y Comisión Europea. Las previsiones de la Comisión Europea no incorporan decisiones de política económica adicionales a las anunciadas hasta la fecha de su publicación.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento, alineadas ahora con las barajadas por los principales organismos internacionales y el consenso privado de analistas españoles, ha venido acompañado de un cambio sustancial en la composición del PIB. El drenaje de la demanda interna podría extenderse hasta 2015, lastrada por el práctico estancamiento del consumo familiar y la contracción persistente del consumo público (en este último caso, menos intensa en 2013 y 2014 que en el escenario previo pero todavía presente y elevada en ambos ejercicios). Sintomático de hasta qué punto la consolidación fiscal puede neutralizar, a corto plazo, el efecto positivo de las reformas estructurales sobre el crecimiento, es el retraso previsto en la recuperación del gasto en inversión fija. Después de acumular un ajuste superior al 40% desde el inicio de la crisis, no lograría crecer hasta 2015 y lo haría en apenas un 2%.

La persistencia del ajuste del gasto interno tiene su reflejo en los registros de mercado laboral: a la destrucción de empleo esperada para 2013 (del orden de 400.000 empleos) habría que sumar la pérdida de ocupados que podría tener lugar en el primer semestre de 2014. Con ritmos de generación de empleo por debajo del 1% anual hasta 2016, la tasa de paro se mantendrá por encima del 25% hasta entonces. El componente estructural del desempleo podría representar hasta un 60% del paro total.

El carácter recesivo que presenta el escenario previsto de demanda doméstica para el horizonte de previsión justifica la necesidad de adecuar la senda de consolidación fiscal al momento cíclico de la economía. El déficit público cerró 2012 en el 7,1% del PIB, una vez excluida la contabilización de las ayudas públicas al sector bancario, en cuyo caso se eleva hasta el 10,6%. Pese al incumplimiento con la meta fijada del 6,3% del PIB, respecto a 2011 supone una reducción de 1,8 puntos de PIB, con una contención del componente estructural del déficit próxima a 2,5 puntos.

Para 2013, la flexibilización de la estrategia fiscal establece como nueva meta de déficit para España el 6,3% del PIB, es decir, la misma que existía para 2012 y casi dos puntos superior a la vigente en el anterior Programa de Estabilidad. Por tanto, este año, la contención del déficit alcanza apenas ocho décimas, repartidas por tipo de administración del siguiente modo: la Administración Central deberá reducir su desequilibrio en cuatro décimas, hasta el 3,8% del PIB; las Comunidades Autónomas deberán hacerlo en seis décimas hasta el 1,2%; las Corporaciones Locales deberán alcanzar equilibrio presupuestario y la Seguridad Social verá incrementado su desequilibrio previsto desde el 1% del PIB en que terminó 2012 hasta el 1,4% anticipado para 2013.

En el caso de las Comunidades Autónomas, queda por ver cuál es el reparto del objetivo agregado por región, ya que en función del ajuste realizado en el pasado y de la capacidad para seguir realizándolo en adelante, se prevé la fijación de objetivos individuales de déficit por Comunidad Autónoma. Si el objetivo agregado del 1,2% del PIB se aplicase a todas las comunidades, tal y como se ha venido haciendo, por ejemplo Comunidad Valenciana y Murcia deberían reducir su déficit en dos puntos, mientras que seis regiones podrían aumentarlo respecto al cierre de 2012.

El hecho de que tanto la Administración Central como las Comunidades Autónomas tengan que realizar este año un esfuerzo de consolidación menor al de 2012 reduce, por el momento, los riesgos de asistir a subidas adicionales en los dos impuestos con mayor poder recaudatorio: IVA

Tanto la Administración Central como las Comunidades Autónomas tienen que realizar este año un esfuerzo de consolidación menor al de 2012.

e IRPF. Teniendo en cuenta que, de acuerdo con el propio Programa de Estabilidad y a la espera de que las Comunidades Autónomas reformulen sus presupuestos con los nuevos objetivos de déficit, existen medidas de consolidación fiscal aprobadas por 38.000 millones de euros, en principio, los ajustes adicionales que puedan anunciarse para evitar una desviación del déficit con la meta del 6,3% del PIB deberían ser menores.

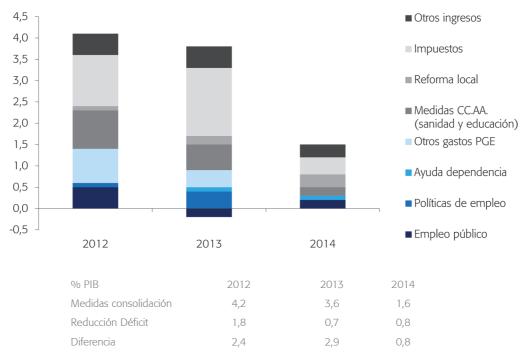
Y es que la actualización del Programa de Estabilidad mantiene prácticamente inalterado el importe total de los ajustes fiscales establecidos para 2013 antes de que tuviese lugar la flexibilización de los objetivos de déficit y la revisión de las previsiones de crecimiento del Gobierno (en total, medidas por casi un 4% del PIB para mejorar el déficit en ocho décimas). Las novedades incorporadas en el nuevo programa residen, fundamentalmente, en dos aspectos:

 i. el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento no se traduce en una rebaja del volumen de ingresos tributarios estimados para el conjunto de ejercicio. El impacto bruto de las medidas impositivas en vigor y de las que puedan adoptarse en materia de tributación medioambiental se estima en casi 17.000 millones de euros (1,6% del PIB). El deterioro cíclico y, en concreto, el de la demanda doméstica, sitúa el aumento neto de recaudación en, aproximadamente, 7.000 millones de euros. La prórroga hasta 2015 de las subidas adoptadas con carácter temporal para 2012 y 2013 en el impuesto sobre sociedades, IRPF e impuesto sobre bienes inmuebles da cuenta de la necesidad de consolidar el aumento de recaudación en estas figuras, ya que de revertirse en 2014-15 podría poner en serias dificultades la senda de consolidación a partir de 2013. Para 2014, la meta de déficit público está fijada en el 5,5% del PIB y para 2015 en el 4.1%.

ii. se reduce a la mitad el recorte previsto en el gasto por remuneración de asalariados. La

Gráfico 1

Impacto de las medidas de consolidación fiscal recogidas en el Programa de Estabilidad 2013-16 de España (% PIB). Efectos diferenciales respecto al año previo



Fuentes: AFI, Ministerio de Economía y Competitividad (Programa de Estabilidad 2013-16).

diferencia con el ajuste recogido en el plan anterior, y que ronda los 2.000 millones de euros, se cubrirá, según el Programa de Estabilidad, recortando en mayor medida el gasto ministerial general y mejorando la gestión de las políticas activas y pasivas de empleo.

En lo que respecta a las previsiones de ingresos, los datos de recaudación impositiva hasta marzo de este año, una vez descontado el efecto de las devoluciones, revelan las dificultades para el cumplimiento con el pronóstico del Programa de Estabilidad. Pese a las subidas impositivas que operan durante los primeros meses del ejercicio y que no estaban presentes hace un año, la recaudación total por impuestos registra un exiguo incremento de 800 millones de euros; un aumento que, además, viene íntegramente explicado por el IVA.

La revisión de la tributación medioambiental, con la posible creación de nuevas figuras ("impuesLa revisión de la tributación medioambiental y la modificación de los impuestos especiales, todavía pendientes de concreción, podrían contribuir a soportar la recaudación del ejercicio y dar respuesta a una de las principales recomendaciones de la Comisión Europea en materia impositiva: el desplazamiento de la fiscalidad desde el trabajo hacia los consumos que presentan mayores externalidades negativas.

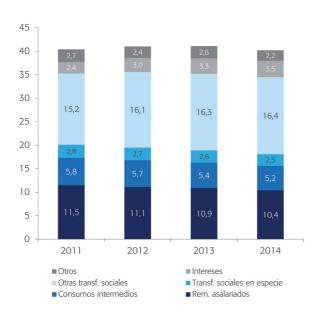
tos verdes"), y la modificación de los impuestos especiales (probablemente, los que gravan el alcohol y el tabaco), ambos aspectos incorporados en el capítulo de disciplina fiscal del PNR pero todavía pendientes de concreción, podrían contribuir a soportar la recaudación en la recta final del ejercicio y dar respuesta a una de las principales recomendaciones de la Comisión Europea

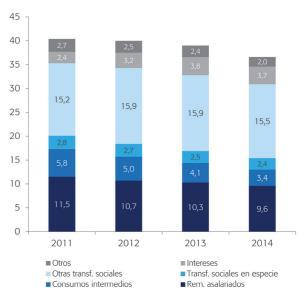
Gráfico 2 y 3

Gasto público corriente de España. Desagregación por principales partidas (% del PIB)

Actualización Programa de Estabilidad 2013-16

Previa flexibilización objetivos de déficit público





Fuentes: AFI, Ministerio de Economía y Competitividad (Programa de Estabilidad 2013-16).

en materia impositiva: el desplazamiento de la fiscalidad desde el trabajo hacia los consumos que presentan mayores externalidades negativas. En este sentido, cabe destacar que España está entre los países europeos de referencia con menor presión fiscal medioambiental. Según los datos de EUROSTAT para 2011, la recaudación por impuestos medioambientales¹ en España alcanza el 1,6% del PIB, lejos del 4,1% de Dinamarca (país pionero en aplicar impuestos de esta naturaleza) o del 2,4% de la media de la UE-27.

Otro de los cambios fiscales anticipados pero que tampoco disponen de detalle en el PNR, es la modificación del impuesto sobre sociedades para grandes empresas (aquellas con un volumen de facturación anual superior a 20 millones de euros), orientado a incrementar la base imponible del impuesto. La principal causa por la que el tipo efectivo del impuesto sobre sociedades de las pequeñas empresas es sustancialmente superior al de las grandes reside, sobre todo, en los ajustes fiscales aplicados al resultado contable y no tanto en las deducciones (por I+D+i, reinversión de beneficios, donativos, etc.) que operan sobre la cuota del impuesto. De hecho, el presupuesto de beneficios fiscales del impuesto para 2013 apenas asciende a 3.000 millones de euros.

Por la vertiente del gasto, la revisión al alza de la partida de remuneración de asalariados respecto a lo recogido en la versión previa del Programa de Estabilidad, en principio, debería contener el ritmo de destrucción de empleo público esperado para 2013 y 2014. Entonces, se contemplaba que este componente del consumo público pasase del 10,7% del PIB de 2012 al 9,6% de 2014 (-1,1 puntos). Finalmente, y pese a la supresión de la paga extraordinaria de diciembre a los funcionarios públicos, en 2012 se situó en el 11,1% del PIB. Para 2014, el nuevo programa recoge una corrección hasta el 10,4% del PIB, que en 2013 apenas alcanzaría las dos décimas.

Teniendo en cuenta la distribución de empleados públicos por tramo de salario mensual y sin considerar ajustes adicionales de salario, la destrucción de empleo público en 2013, de cumplirse la previsión del Programa de Estabilidad, podría ser inferior o similar a la de 2012 (-220.000 personas). Hay que tener en cuenta que solo en el primer trimestre de este ejercicio la caída de asalariados públicos se cifró en 70.000 efectivos. Igualmente significativa es la revisión, también al alza, del gasto en consumos intermedios.

Como resultado, el gasto público corriente del conjunto de administraciones se mantendrá en el 40% del PIB en 2014 frente al 36,6% recogido en el plan previo a la actualización de los objetivos de déficit. Es por ello que el consumo público podría registrar cesiones persistentes pero más moderadas hasta 2015.

Principales reformas estructurales: fomento del crecimiento y consolidación fiscal

El cuadro adjunto sintetiza los principales ejes del PNR para 2013. Dado que cada uno de ellos engloba un espectro amplio de decisiones, se abordarán a continuación aquellas que afectan a ámbitos clave de las finanzas públicas y que pueden resultar determinantes para la recuperación de la economía española a medio plazo. Para ello, se tomarán como referencia las decisiones cuya implementación tendrá lugar en un horizonte aproximado de doce meses.

Refuerzo de la supervisión, transparencia y disciplina presupuestaria, a través de la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, encargada de analizar, asesorar y controlar la política presupuestaria del conjunto de administraciones; la aprobación de la Ley de Transparencia, Acceso a la Información Pública y Buen Gobierno, y el desarrollo del

¹ La imposición medioambiental en España incluye: i) impuestos energéticos (I. Especial sobre hidrocarburos, I. Especial sobre la electricidad), ii) impuestos sobre el transporte (I. especial sobre determinados medios de transporte e I. sobre vehículos de tracción mecánica), y iii) impuestos autonómicos sobre contaminación, depósito de residuos y vertidos al mar.

Cuadro 2

Principales ejes del Programa Nacional de Reformas de 2013 para España

2013 Programa Nacional de Reformas

- 1. Saneamiento de las cuentas públicas: medidas de consolidación fiscal y Seguridad Social
- * Creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal
 - * Aprobación de la Ley de Transparencia, Acceso a la Información Pública y Buen Gobierno
 - * Lucha contra la morosidad de las Administraciones Públicas
 - * Revisión de la tributación con criterios de convergencia europea, en especial la fiscalidad medioambiental
 - * Regulación del factor de sostenibilidad del sistema público de pensiones
- 2. Reforma de la Administración Pública
 - * Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local
 - * Informe para la Reforma de las Administraciones Públicas, antes del 30 de junio
- 3. Nuevo Plan Anual de Política de Empleo 2013 y Estrategia Plurianual de Activación para el Empleo 2014-2016
 - * Impulso de la colaboración público-privada para facilitar la colocación de demandantes de empleo
 - * Estrategia de emprendimiento y empleo joven: 3.500 millones de euros (2013-2016)
- 4. Ley de Apoyo al Emprendedor y su Internacionalización
 - * Régimen especial en IVA (no ingresar el IVA hasta cobrar la factura), incentivos fiscales
 - * Desarrollo de fórmulas de financiación alternativas a la bancaria (Mercado Alternativo de Renta Fija)
 - * Apoyo a la iniciativa emprendedora: medidas de formación, reducción del riesgo y costes, agilización de trámites
- 5. Ley de Desindexación de la Economía Española
 - * Sustitución del IPC por otro índice a la hora de actualizar tarifas, tasas y otros conceptos en contratos de las AA.PP.
- 6. Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y Plan de Racionalización Normativa
 - * Libertad de establecimiento y circulación, eliminación de trabas administrativas
- 7. Ley de Servicios y Colegios Profesionales
 - * Ampliación de la lista de actividades exentas de licencia municipal
 - * Las restricciones de acceso a una profesión según criterios de cualificación profesional, solo por ley
 - * El acceso a una actividad profesional habilitará para su ejercicio en todo el territorio (no requisitos adicionales)
- 8. Buen Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social Corporativa
 - * Refuerzo del papel del accionista en la empresa
 - * Código de Buenas Prácticas, políticas de remuneración, de condiciones para acceder a órganos directivos

Fuentes: AFI, Ministerio de Economía y Competitividad.

Plan de Erradicación de la Morosidad en el sector público. Este último aspecto es muy relevante en un contexto como el actual, en el que aun cuando el fondo de pago a proveedores y el fondo de liquidez autonómica hayan contribuido a reducir el volumen de deuda comercial de la administración, existe el riesgo de que el retraso en el pago a proveedores continúe generando tensiones de liquidez significativas en el tejido

- empresarial más dependiente de los servicios públicos. En el PNR se contempla una tercera fase del Plan de Pago a Proveedores para limpiar el volumen de facturas pendientes de pago en la administración territorial.
- Desarrollo de la reforma de la Administración Pública (Proyecto de Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local), con el obje-

tivo de reducir el número de entidades locales, clarificar sus competencias y ordenar su estructura organizativa evitando duplicidades. Esta reforma empezó a forjarse en 2012 pero las dificultades para acelerar su implementación traslada a 2014-15 el grueso del ahorro público que puede generar. En concreto, el PNR cifra en 8.000 millones de euros el ahorro acumulado entre los dos ejercicios.

■ Definición y regulación del factor de sostenibilidad del sistema público de pensiones. La reforma que entró en vigor el pasado 1 de enero de 2013 ya incluía la introducción de un factor de sostenibilidad atendiendo a la evolución de la esperanza de vida, con el objetivo de mantener la proporcionalidad entre contribuciones y prestaciones. De esta forma, a partir de 2027, los parámetros fundamentales del sistema se revisarían (cada cinco años) por las diferencias entre la evolución de la esperanza de vida a los 67 años de la población en el año en que se efectúe la revisión, y la esperanza de vida a los 67 años en 2027. Sin embargo, la reforma no establece la definición del funcionamiento del factor de sostenibilidad y la Comisión Europea ha instado a España a explicitar cuanto antes dicho factor y a anticipar sensiblemente su entrada en vigor.

Para ello, el Gobierno ha constituido un Comité de Expertos, que deberá realizar un informe sobre el factor de sostenibilidad a efectos de que la Comisión del Pacto de Toledo pueda, entre junio y julio, elaborar las recomendaciones que deriven en la normativa reguladora del factor de sostenibilidad. Su aprobación se prevé para el tercer trimestre de este año 2013.

El Comité de Expertos deberá definir qué parámetros del sistema se ajustan de forma automática en función de la esperanza de vida: la edad de jubilación (a mayor esperanza de vida, mayor retraso de la edad legal de jubilación); el número de años cotizados (a mayor esperanza de vida, se requerirán más años de cotización para acceder a la jubilación u obtener el 100% de la base reguladora), y el importe de la pensión inicial (a mayor esperanza de

- vida, menor importe de la pensión de jubilación). No es descartable que el factor de sostenibilidad se aplique sobre la pensión inicial de los nuevos jubilados a partir de la entrada en vigor de la reforma, y no a partir de 2027 como se preveía inicialmente, y que el factor esté vinculado, además de a factores demográficos, a variables económicas que permitan reducir la brecha entre cotizaciones y prestaciones en fases recesivas del ciclo económico.
- Reforma laboral y de las políticas de empleo. En el PNR, los cambios adicionales en materia de legislación laboral se supeditan a la evaluación previa del impacto de la reforma de 2012 sobre las principales variables del mercado de trabajo. El informe de evaluación, realizado por el Ministerio de Empleo, será contrastado por un organismo independiente antes de julio de este año, de modo que las nuevas modificaciones que puedan realizarse en términos de coste de despido, acceso al sistema de prestaciones por desempleo, etc. podrían emanar de las conclusiones del estudio. El fomento de las políticas activas de empleo, mejorando la colaboración entre los servicios públicos de empleo autonómicos, potenciando la colaboración público-privada y aumentando la vinculación con las políticas pasivas, constituye la esencia de la nueva Estrategia de Políticas Activas de Empleo. Estas líneas generales de actuación están presentes en la política de empleo desde prácticamente el inicio de la crisis, con resultados, hasta el momento, poco satisfactorios si atendemos al porcentaje de colocación de los servicios públicos de empleo y a la baja probabilidad de transición del paro al empleo de muchos parados de larga duración. Es, sin duda, uno de los pilares que requieren de mayor impulso en materia laboral y que viene centrando las recomendaciones de los principales organismos internacionales.
- Creación de un entorno favorable a la iniciativa emprendedora (Ley de Apoyo a los Emprendedores y su Internacionalización, con el objetivo de que entre en vigor antes de 2014), basado, en gran medida, en el refuerzo de los

incentivos fiscales. Entre los más relevantes, cabe destacar:

- i. deducción del 20% en el IRPF por la aportación que realice un particular a una empresa de nueva creación. Este inversor particular (business angel) tendrá derecho a la exención por las ganancias obtenidas al vender su participación si las reinvierte en otra empresa de reciente creación.
- ii. deducción en el impuesto sobre sociedades para las empresas con un volumen de negocio inferior a 10 millones de euros de hasta el 10% de los beneficios empresariales que se reinviertan. Además, se les permitirá recuperar deducciones por I+D que no hubiesen podido aplicar en ejercicios anteriores (en la situación actual de pérdidas o beneficios muy reducidos, muchas empresas no pueden aplicarlas).
- iii. a partir del 1 de enero de 2014, pymes y autónomos con un volumen de negocio inferior a 2 millones de euros anuales podrán aplicar el criterio de caja en el IVA, como alivio a sus posibles tensiones de tesorería.

También se persigue reforzar los canales de financiación para pequeñas y medianas empresas, potenciando las líneas ICO de liquidez, la emisión de valores en el Mercado Alternativo Bursátil, u otras como alternativas a la financiación bancaria tradicional.

Impacto de las reformas estructurales previstas sobre el crecimiento y el empleo

El impacto de las reformas estructurales comentadas sobre el crecimiento y el empleo está altamente condicionado por la respuesta del gasto interno al ajuste fiscal que todavía se debe abordar y que, dada la fase del ciclo en la que se encuentra la economía española, supone profundizar en la corrección del gasto público corriente y en la racionalización del sistema de prestaciones y servicios

públicos. El PNR recoge la cuantificación de los efectos a corto y largo plazo de los ejes fundamentales de reforma. En concreto, los impactos más abultados se corresponden con las reformas asociadas al proceso de consolidación fiscal, el suministro de liquidez a la administración territorial, la reforma laboral ya en vigor y la Ley de Garantía de Unidad de Mercado.

Los efectos contractivos de la consolidación fiscal a corto plazo (un año) son relevantes. Según la estimación recogida en el PNR, podría restar algo más de 2,5 puntos de crecimiento y casi un 2% de empleo. A largo plazo, y en un plazo de diez años, el impacto positivo se dejaría notar, principalmente, en el mercado de trabajo, con un aumento del empleo de un 9% (algo menos de la mitad del empleo destruido desde el inicio de la crisis). La mejora de los instrumentos de provisión de financiación a las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales tendría un impacto sobre el PIB y el empleo equivalente a corto y largo plazo, próximo a un punto de crecimiento en ambos casos.

En lo que respecta a la reforma laboral, el traslado de impactos a la economía se establece en términos de "menor deterioro", es decir, si no tuviese lugar la reforma laboral, la caída del PIB y el empleo sería superior a corto plazo, pero sobre todo a largo plazo. El motivo es que, a un año vista y en ausencia de expectativas de recuperación de la demanda, la mayor flexibilidad laboral que introduce la reforma puede facilitar el despido, sobre todo en ciertos sectores de actividad. A largo plazo, por el contrario, debería sentar las bases para mejorar la contratación y dotar de mayor margen de actuación a las empresas para adecuar las condiciones laborales a la situación cíclica. Ahora bien, en la medida en que estas hipótesis de partida no necesariamente tienen por qué darse y la reforma laboral puede sufrir alteraciones adicionales, la cuantía de los impactos estimados debe tomarse con cautela (a largo plazo, el empleo registraría una mejora del 10% en relación a un escenario en el que no se llevase a cabo la reforma).

Por último, la Ley de Garantía de Unidad de Mercado, que persigue asegurar la libre circulación de bienes y la libre prestación de ser38

vicios en todo el territorio nacional, reduciendo las trabas administrativas, podría incrementar el PIB entre un 1-1,5%, tanto a corto como a

largo plazo. El impacto esperado para las medidas de fomento del emprendimiento no alcanzaría el 0,5% ni el caso del PIB ni del empleo.

Las exportaciones como impulsoras de la recuperación de la economía española

María Jesús Fernández*

La contribución del sector exterior al PIB ha sido positiva desde el comienzo de la crisis en 2008 merced al crecimiento de las exportaciones y, en mayor medida, a la caída de las importaciones. En este artículo se analizan los factores que limitan la capacidad del sector exterior para liderar de forma exclusiva la recuperación de la economía española.

El sector exportador de la economía española ha registrado una evolución positiva en los años de la crisis económica. Sin embargo, la valoración que habitualmente se hace sobre el comportamiento reciente de las exportaciones puede ser excesivamente optimista. La orientación al exterior de muchas empresas españolas ante la caída de la demanda interna podría ser coyuntural. Por otra parte, el peso relativo del sector exportador en el conjunto de la economía, si bien se ha incrementado con la crisis, sigue siendo menor que en otros países. Finalmente, el componente importado de nuestras exportaciones revela su escasa contribución a la generación de valor añadido. En crisis anteriores, el sector exterior pudo liderar la recuperación merced a devaluaciones competitivas y a un contexto internacional favorable, circunstancias que no se dan en la actual situación.

El papel de las exportaciones en la evolución reciente de la economía española

Desde 2008 la economía española se encuentra inmersa en un profundo proceso de ajuste y corrección de los desequilibrios generados durante la larga etapa de crecimiento anterior, que se ha reflejado en una caída de la demanda nacional, entre ese año y 2012, del 12,1% en términos reales. No obstante, la caída del PIB ha sido sensiblemente inferior a la de la demanda, un 5%, lo que se explica por el relativamente buen comportamiento del sector exterior, derivado del cre-

cimiento de las exportaciones pero también de la caída de las importaciones.

Desde 2009 las exportaciones españolas de bienes y servicios han crecido un 23,4% en términos reales, tasa algo mayor, aunque tampoco en gran medida, que la media de la zona del euro, un 21,4%, y su peso en el PIB ha aumentado desde el entorno del 26% en los años anteriores a la crisis hasta un 32,2% en 2012. Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios han registrado una caída del 14,8%, más intensa por tanto que la de la demanda nacional total, lo que podría explicarse por la concentración del descenso de la demanda en bienes de elasticidad-renta ele-

^{*} Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).

vada, que son importados en mayor medida que los bienes básicos, cuya demanda se ha contraído menos.

Como consecuencia de la expansión de las exportaciones y de la caída de las importaciones, la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB ha sido positiva todos los años desde 2008, a diferencia de lo sucedido durante la etapa de crecimiento, en la que la aportación fue siempre negativa. Además, el saldo de la balanza comercial de bienes y servicios en 2012 fue positivo por primera vez desde 1997.

Se ha destacado con frecuencia el dinamismo de las exportaciones españolas desde el inicio de la crisis en 2008. Sin embargo, el cambio de signo de la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB se debe también al papel que ha desempeñado la caída de las importaciones en ese mismo período, que ha sido incluso mayor que el del aumento de las exportaciones.

Se ha destacado el dinamismo de las exportaciones españolas desde el inicio de la crisis en 2008. Sin embargo, el cambio de signo de la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB se debe también al papel que ha desempeñado la caída de las importaciones en ese mismo período, que ha sido incluso mayor que el del aumento de las exportaciones.

Como se puede observar en el cuadro 1, la aportación media de las exportaciones al crecimiento del PIB entre 1996 y 2007 fue de 1,7 puntos porcentuales, mientras que su aportación media entre 2010 y 2012 fue de 1,9 puntos por-

Cuadro 1 **Aportación de las exportaciones y las importaciones al crecimiento del PIB** (puntos porcentuales)

	Aportación de las exportaciones	Aportación de las importaciones
1996	2,3	-2,0
1997	3,5	-3,1
1998	2,1	-3,8
1999	2,0	-3,7
2000	2,7	-3,1
2001	1,2	-1,5
2002	0,6	-1,2
2003	1,0	-1,8
2004	1,1	-2,8
2005	0,7	-2,3
2006	1,7	-3,2
2007	1,8	-2,6
2008	-0,3	1,7
2009	-2,7	5,6
2010	2,7	-2,4
2011	2,1	0,3
2012	0,9	1,5
Media 2001-2007	1,7	-2,6
Media 2010-2012	1,9	-0,2

Fuente: INE (Contabilidad Nacional).

centuales (se excluyen del análisis los años 2008 y 2009 por ser muy atípicos debido al hundimiento del comercio mundial tras la quiebra de Lehman Brothers). Con respecto a las importaciones, entre 1996 y 2007 restaron de media 2,6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, frente a 0,2 puntos porcentuales de media entre 2010 y 2012. Es decir, que el cambio experimentado en la aportación total del sector exterior al crecimiento, que fue de -0,8 pp entre 1996 y 2007 y de 1,7 pp entre 2010 y 2012, se ha debido en mayor medida a la caída de las importaciones que al aumento de las exportaciones.

Por otra parte, en lo que se refiere a la balanza comercial de bienes y servicios, el 65% del vuelco experimentado por su saldo entre 2007 y 2012 se ha debido al aumento de las exportaciones -la cuarta parte del cual ha tenido lugar en los servicios-, y el resto, a la caída de las importaciones. Pero hay que tener en cuenta que en este período se ha producido un empeoramiento de la relación real de intercambio. En el caso del comercio de bienes, los precios de las exportaciones crecieron en el mismo período un 3%, mientras que los de las importaciones ascendieron un 9%. En términos reales, el aumento del volumen de exportaciones fue del 18% y el de importaciones un -17,8%. A precios constantes, el descenso del déficit de la balanza de bienes entre 2007 y 2012 se debió en un 42% al aumento de las exportaciones, y en un 58% a la caída de las importaciones.

Factores explicativos de la evolución reciente de las exportaciones

Para analizar las causas que explican el comportamiento de las exportaciones en los últimos años, se ha estimado la función de exportaciones de bienes de la economía española con datos desde 1981 hasta 2012, a partir de la que se ha obtenido el valor de las elasticidades a corto plazo de estas con respecto a sus variables explicativas (cuadro 2). La primera de dichas variables es el crecimiento del mercado exterior, medido como

Cuadro 2

Elasticidades de las exportaciones a corto plazo

Crecimiento de los mercados exteriores	1,39
Competitividad-precio de las exportaciones (1)	-0,88
Crecimiento de la demanda nacional	-0,82

(1) Tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados; un aumento de este indicador significa una pérdida de competitividad, y un descenso implica una ganancia de competitividad.

Fuente: Elaboración propia.

el crecimiento medio ponderado de las importaciones de los países de destino de las exportaciones de bienes españolas. La segunda variable explicativa es la competitividad-precio de las exportaciones españolas, medida a través del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados, calculado con el índice de precios industriales. Finalmente, la función de exportaciones revela como variable estadísticamente significativa el crecimiento de la demanda nacional, que presenta un signo negativo, lo que significa que las empresas españolas reaccionan ante caídas del mercado nacional reorientando su actividad hacia los mercados exteriores. Este factor induce a pensar que una parte del crecimiento de las exportaciones podría ser meramente coyuntural, como reacción ante la contracción de la demanda nacional y que en el momento en que esta se recupere, podría ser en perjuicio del sector exterior.

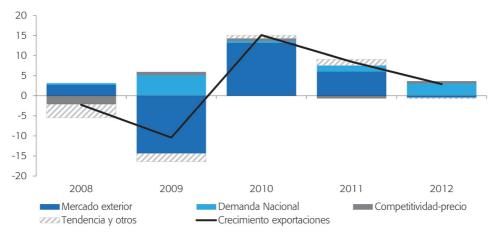
Esta última apreciación viene avalada por el hecho de que, de los 3,5 millones de empresas que hay en España, solo 130.000 exportaron en 2012, y solo 38.000 lo hacen de forma regular, cifra que además apenas ha experimentado cambios en los últimos diez años¹. Lo que confirmaría que la mayor parte de las empresas que ahora exportan lo hacen de forma coyuntural. Además, la exportación está muy concentrada en un pequeño número de empresas: apenas 1.000 de ellas exportan las dos terceras partes de todas las ventas españolas al exterior. Todo ello da cuenta de la escasa vocación exportadora de la economía española, tradición que podría estar cambiando,

¹ Datos del Instituto de Comercio Exterior (ICEX).

Gráfico 1

Factores determinantes del crecimiento de las exportaciones

Aportaciones al crecimiento en puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia.

aunque todavía es pronto para saber si de forma consolidada para el futuro.

El gráfico 1, representa, a partir de las elasticidades, la aportación de cada variable explicativa al crecimiento de las exportaciones de bienes desde el inicio de la crisis. El principal factor determinante del crecimiento observado en los últimos tres años ha sido, en 2010 y 2011, la recuperación de la demanda exterior, y en 2012, la caída de la demanda nacional. La ganancia de competitividadprecio apenas ha influido en la evolución de las ventas al exterior. Incluso en 2011 su efecto fue ligeramente negativo. De hecho, pese a la importante recuperación de competitividad en costes que ha supuesto el descenso de los costes laborales unitarios españoles desde 2009 -estos han caído un 15,3% en la industria manufacturera-, los precios de las exportaciones no han descendido, incluso, al contrario, han seguido creciendo.

Así por ejemplo, desde 2009 los precios de las exportaciones, medidos a través de los índices de valor unitario, han aumentado un 2,2% más que la media de los países desarrollados, mientras que el índice de precios industriales español ha crecido un 2,5% más. La ligera ganancia registrada por

Las empresas exportadoras españolas no han necesitado reducir precios para seguir siendo competitivas en los mercados internacionales, de manera que la rebaja de los costes laborales ha permitido aumentar sus márgenes de beneficios y proseguir el saneamiento financiero.

Por tanto, las empresas exportadoras españolas no han necesitado reducir precios para seguir siendo competitivas en los mercados internacionales, de manera que la rebaja de los costes laborales ha permitido aumentar sus márgenes de beneficios y proseguir el saneamiento financiero. Esto contradice la apreciación generalmente extendida de que las exportaciones españolas han crecido en los últimos años gracias a la mejora de la competitividad derivada del mencionado descenso de los costes laborales unitarios. Así, una

el tipo de cambio efectivo real a lo largo de este período, ya sea calculado con los precios industriales relativos o con los precios de las exportaciones relativos, ha obedecido enteramente a la depreciación del euro².

² Según datos del Banco de España.

mayor capacidad de generación de beneficios en los sectores exportadores favorece la reasignación de los recursos productivos hacia los mismos, contribuyendo a la necesaria reestructuración del sistema productivo. Además, supone una mejora de la ventaja competitiva de España que se refleja en una mayor capacidad para mantener o atraer inversión extranjera —como se ha comprobado recientemente en el caso de varias plantas automovilísticas—.

Capacidad de las exportaciones para impulsar la recuperación de la economía

La capacidad de las exportaciones españolas para arrastrar al conjunto de la economía e impulsar su recuperación es limitada por dos razones. En primer lugar, por el reducido peso que las exportaciones representan sobre el PIB. Pese al mencionado incremento de los últimos años, estas aún siguen representado un porcentaje del PIB muy inferior a la media de la UE, que en 2012 se situaba en el 44,7%, en comparación con el 32,2% de España. En el caso de las exportaciones solo de bienes, las cifras son de un 22% en España frente a un 33,8% en la UE.

Una segunda razón de la limitada capacidad de las exportaciones para impulsar el crecimiento económico en España se encuentra en el elevado contenido en productos importados presente en los bienes exportados por las empresas españolas. Esto implica que el valor añadido para la economía nacional que genera la demanda exterior es relativamente modesto. Se ha estimado la función de importaciones de bienes para la economía española, con datos para el período 1981-2012, a partir de la cual se ha obtenido la elasticidad a corto plazo de estas con respecto a un conjunto de variables explicativas (cuadro 3). Los resultados confirman que la evolución de las compras al exterior no solo está relacionada con el crecimiento de la demanda nacional y con la competitividadprecio de la producción nacional –calculada como el deflactor de las importaciones de bienes con respecto al índice de precios industriales-, sino también con la variación experimentada por el volumen de exportaciones.

Cuadro 3

Elasticidades de las importaciones a corto plazo

Crecimiento de las exportaciones	0,55
Crecimiento de la demanda nacional	2,40
Competitividad-precio de la producción	
nacional (1)	-0,41

(1) Deflactor de las importaciones en relación al índice de precios industriales; un aumento de este indicador significa una ganancia de competitividad, y un descenso implica una pérdida de competitividad.

Fuente: Elaboración propia.

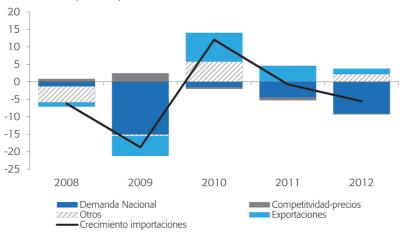
En el gráfico 2, que representa la aportación de cada una de las variables anteriores al crecimiento de las importaciones españolas a partir de dichas elasticidades, se observa que los principales factores que han influido en su evolución en los últimos años han sido, en un sentido negativo, la caída de la demanda nacional, y en un sentido favorable, el crecimiento de las exportaciones. Al igual que sucede con las ventas al exterior, la ganancia en competitividad-precio apenas ha influido en el descenso que han experimentado las importaciones desde 2008. Esto se debe a que, según el indicador utilizado como representativo de la competitividad en precios, esta apenas ha crecido en los últimos años, lo que demuestra, de forma semejante a como ha sucedido con la competitividad-precio de las exportaciones, que el descenso de los costes laborales unitarios no se ha aprovechado para reducir los precios interiores en relación a los precios de las importaciones.

A través de las elasticidades calculadas a partir de las funciones de importaciones y exportaciones se puede hacer un ejercicio de simulación de las condiciones que, a grandes rasgos, se requerirían para que el sector exterior español indujera tasas de crecimiento de la economía nacional suficientes para dar lugar a una reducción significativa del desempleo, es decir, de entre el 2,5% y el 3%, lo que nos ofrece una perspectiva de la viabilidad de un proceso de recuperación económica sustentado únicamente en las exportaciones.

Teniendo en cuenta las relaciones entre las variables expresadas a través de las elasticidades,

Gráfico 2 Factores determinantes del crecimiento de las importaciones

Aportaciones al crecimiento en puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia.

y suponiendo que las importaciones y exportaciones de servicios se mueven de forma paralela a las de bienes —lo cual es consistente con su comportamiento histórico—, si la demanda nacional presenta un crecimiento nulo —dadas las condiciones internas no es plausible esperar un crecimiento de la misma en los próximos años— y si no se producen ganancias en competitividad-precios, las exportaciones deberían crecer a un ritmo de entre el 17% y el 20% para que el PIB creciera al ritmo indicado, lo que requeriría un crecimiento de los mercados de destino de las exportaciones españolas de más del 12% anual, cifra superior a las que se han registrado incluso en los años de mayor crecimiento económico mundial.

Partiendo de la hipótesis de un crecimiento de los mercados exteriores españoles del 4%, cifra más realista que la anterior –incluso se podría considerar optimista, dada la situación actual de las principales economías receptoras de las exportaciones españolas—, y suponiendo siempre un crecimiento cero de la demanda nacional, la competitividad-precio tanto de las exportaciones españolas como de la producción interior debería mejorar, año a año, en torno al 5% para dar lugar a un aumento de las exportaciones e importaciones generador de tasas de crecimiento del PIB superiores al 2,5% anual.

Son muy reducidas las ocasiones en las que se han producido ganancias de competitividad de dicha magnitud en la serie histórica del indicador empleado en el cálculo de la función de exportaciones, tan solo cuando se han producido devaluaciones de la moneda nacional. Dada la imposibilidad de realizar ahora una devaluación, el diferencial de inflación —ya se mida esta con los precios industriales o con otro indicador— que se necesita para lograr ganancias de competitividad—precios de esta magnitud sería inalcanzable.

En anteriores crisis económicas fue el crecimiento de las exportaciones el que impulsó las salidas de las crisis en España, pero en aquellas ocasiones el entorno exterior era mucho más favorable y las devaluaciones fueron muy intensas, y como consecuencia de todo ello, las ventas al exterior crecieron de forma incluso más vigorosa que en la etapa actual.

En anteriores crisis económicas fue el crecimiento de las exportaciones el que impulsó las salidas de las crisis en España, pero en aquellas ocasiones el entorno exterior era mucho más favorable y las devaluaciones fueron muy intensas, y

como consecuencia de todo ello, las ventas al exterior crecieron de forma incluso más vigorosa que en la etapa actual. Además, la expansión de estas impulsó la reactivación de la demanda interna por la vía del estímulo a la inversión y, posteriormente, al empleo y al consumo. Esto es muy difícil que se produzca en una medida semejante en este momento, debido a la presencia de factores que a medio plazo están inhibiendo la capacidad de crecimiento de los diferentes componentes de la demanda nacional.

Conclusiones

No cabe duda de que el sector exportador de la economía española ha registrado una evolución positiva en los años de la crisis económica. Sin embargo, la valoración que habitualmente se hace sobre el comportamiento reciente de las exportaciones españolas puede ser excesivamente optimista. En este trabajo hemos ofrecido algunos elementos que conducen a matizar dicha valoración.

En cuanto a las cifras absolutas, el crecimiento que han experimentado nuestras exportaciones ha sido ligeramente mejor que el de las exportaciones europeas. Dadas las dificultades que atraviesa la economía española, se comprende el exceso de optimismo, porque los datos muestran un resultado positivo, pero debe saberse que no es extraordinario. Ello nos conduce a la segunda matización: la mejora de la contribución del saldo exterior al PIB se explica en mayor medida por la reducción de las importaciones derivada de la caída de la demanda nacional que por el aumento de las exportaciones. En consecuencia, la correc-

ción del desequilibrio exterior español que se ha logrado incorpora elementos coyunturales que invitan a tomar ese dato positivo con prudencia.

Por otra parte, la ganancia de competitividad derivada de la contracción de los costes laborales unitarios contribuye a la necesaria reestructuración de nuestras empresas, tanto las exportadoras como las restantes, pero no ha sido el factor determinante del impulso de las ventas al exterior. La mejora de los márgenes de explotación permite que las empresas españolas refuercen su competitividad exterior y también en los mercados nacionales.

Finalmente, el último elemento que debe matizar la confianza en el sector exportador español es su capacidad para inducir una recuperación sólida y sostenida de la economía. Como hemos visto, el tamaño relativo del sector exportador sigue siendo reducido y además el componente de bienes importados incorporados a las exportaciones es considerable, de modo que la contribución a la generación de valor añadido resulta modesta.

En suma, la recuperación económica no puede lograrse, como en ocasiones anteriores, por el impulso de las exportaciones si no viene acompañada de una reactivación de la demanda nacional. E incluso en ese caso, para que un incremento de la demanda no se traduzca inmediatamente en un nuevo desequilibrio exterior, porque las importaciones sean más competitivas que la oferta nacional, se requiere, además de la reducción de los costes laborales unitarios ya lograda, mejorar otros aspectos de la competitividad de nuestras empresas mediante reformas en los mercados de bienes y de servicios que estimulen la reestructuración en marcha.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Las políticas monetarias de las economías avanzadas tras la crisis

Pilar L'Hotellerie-Fallois y Javier Vallés*

La crisis económica y financiera ha supuesto cambios muy relevantes en la conducción de la política monetaria de las economías avanzadas. Ello obligó a los bancos centrales a innovar en su forma de operar, pues el arsenal de instrumentos convencionales –fundamentalmente los tipos de interés– empleados en la etapa anterior no resultaba suficiente. Las lecciones aprendidas desde 2007 muestran que no es posible volver a la forma de hacer política monetaria del pasado. Entre otras consecuencias, supondrán la asunción de nuevas responsabilidades en el ámbito de la estabilidad financiera por parte de los bancos centrales y por tanto cambios en los objetivos y en el diseño de los marcos de política monetaria.

Durante el prolongado período de crecimiento con baja inflación que precedió a la crisis, la política monetaria parecía haber encontrado las claves de su contribución a la estabilidad macroeconómica. Estas se centraban en el establecimiento de un objetivo claro, la estabilidad de precios, y de un marco de actuación caracterizado por la independencia con respecto a otras políticas y por el manejo de un conjunto reducido y bien definido de instrumentos. Las estrategias de objetivos de inflación obedecían a estas claves.

La crisis ha puesto en cuestión ese consenso sobre la política monetaria en varios frentes. Por un lado, la gran intensidad de la recesión a la que dio lugar y la lentitud de la recuperación posterior—sujeta al ajuste de importantes desequilibrios en los balances no solo del sector financiero, sino de gobiernos, familias y empresas— ha obligado a los bancos centrales a actuar en un entorno muy diferente del vigente en la etapa expansiva. Un entorno caracterizado por la recesión y el riesgo de deflación, en lugar de crecimiento e inflación,

y en el que, además, otras políticas, notablemente la política fiscal, agotaron pronto su capacidad para actuar contracíclicamente. Esto ha supuesto que los bancos centrales, aún dentro del cumplimiento de su mandato, hayan tenido que reorientar su actuación a evitar la caída en escenarios recesivos, primero, y a apoyar la débil recuperación económica, después, y, que hayan tenido que dar este apoyo casi en solitario.

Este cambio de entorno ha obligado a los bancos centrales a innovar en su forma de operar, pues el arsenal de instrumentos convencionales —los tipos de interés— empleados en la etapa anterior no resultaba suficiente. Así, han tenido que utilizar medidas no convencionales de carácter cuantitativo y nuevas estrategias de comunicación, lo que ha supuesto un cambio de instrumentación de gran calado. Aunque las acciones emprendidas hayan sido necesarias, primero para estabilizar el sistema financiero y evitar un derrumbe más drástico aun de la actividad y, después, para sostener la recuperación, la transición hacia escenarios más

^{*} Dirección general adjunta de Asuntos Internacionales, Banco de España. Las opiniones presentadas en este artículo son responsabilidad de los autores y no representan las posiciones del Banco de España sobre estos temas.

normalizados de crecimiento va a estar rodeada de retos importantes para los bancos centrales, que habrán de afrontar la salida de esas medidas extraordinarias.

Aunque las acciones emprendidas hayan sido necesarias, primero para estabilizar el sistema financiero y evitar un derrumbe más drástico aún de la actividad y, después, para sostener la recuperación, la transición hacia escenarios más normalizados de crecimiento va a estar rodeada de retos importantes para los bancos centrales, que habrán de afrontar la salida de esas medidas extraordinarias.

Pero más allá de las acciones inmediatas para normalizar el sistema financiero e impulsar la recuperación económica, que pueden tener un carácter temporal y en cierto modo extraordinario, las lecciones aprendidas de este episodio muestran que no es posible volver a la forma de hacer política monetaria del pasado. Aunque el debate sobre cómo diseñar el marco de actuación de la política monetaria, y del resto de políticas económicas del futuro no está ni mucho menos cerrado, algunos puntos ya parecen claros. En primer lugar, la necesidad de actuar en un contexto recesivo y la mayor incertidumbre sobre la relación entre precios y actividad económica ha puesto de manifiesto los límites de la versión más cerrada de las estrategias de objetivos de inflación. Por otra parte, la crisis se gestó durante la etapa expansiva, sin que la acumulación de desequilibrios macrofinancieros fuera percibida o, al menos, sin que se apreciara su verdadera trascendencia, denotando la falta de atención a los temas relacionados con la estabilidad financiera. Esta ha pasado a situarse ahora como objetivo primordial de la política económica, y sus puntos de interacción con la estabilidad de precios apuntan a que las consideraciones de estabilidad financiera serán, de alguna forma, parte del marco de decisión de los bancos centrales a partir de ahora.

El resto del artículo repasa los temas apuntados en los párrafos anteriores, empezando por recordar el consenso sobre política monetaria anterior a la crisis, para pasar luego a las lecciones aprendidas de esta última. A continuación, se describe la actuación de los bancos centrales durante la crisis y la etapa de recuperación, y se señalan los riesgos que estas actuaciones plantean en el medio plazo¹. El artículo termina con una serie de consideraciones sobre el diseño de los marcos de política monetaria en el futuro.

El consenso antes de la gran recesión

Durante las dos décadas de inflación estable y contenida que precedieron a la gran recesión en las economías avanzadas (gráfico 1) se configuró un consenso entre académicos y banqueros centrales sobre la mejor forma de ejecutar la política monetaria (véase, por ejemplo, Bean et al. 2010).

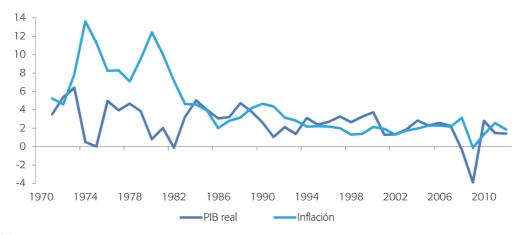
El objetivo prioritario era la estabilidad de precios en el medio plazo. De hecho, muchos bancos centrales en los noventa adoptaron una estrategia formal de objetivos de inflación (inflation targeting framework), incluyendo una referencia cuantitativa explícita, que trataban de cumplir en un horizonte determinado. Nueva Zelanda fue el primer país en instaurar formalmente esta estrategia en 1989, Reino Unido la adoptó en 1992 y España lo hizo entre 1994 y 1999. En la práctica la estrategia de objetivos de inflación ha terminado entendiéndose de forma flexible (flexible inflation targeting), pues el objetivo prioritario de estabilidad de precios queda de alguna forma matizado por otras consideraciones, como el crecimiento económico o la estabilidad financiera, lo cual da un cierto grado de discrecionalidad.

Hoy las estrategias de política monetaria basadas en el principio de estabilidad de precios están generalizadas, pero cada uno de los grandes bancos centrales conserva un mandato y una instrumentación diferentes. Así el Banco Central Europeo

¹ Una panorámica más extensa de estos temas puede verse en Berganza et al. (2013).

Gráfico 1

Evolución del PIB y la inflación en el G-7: 1971 - 2012
(% Variación interanual)



Fuente: OCDE.

tiene una estrategia de dos pilares para conseguir la estabilidad de precios, en la que se consideran de manera independiente la evolución del dinero y el crédito. La Reserva Federal tiene un mandato dual, que recientemente ha formulado en términos de desviaciones de la inflación respecto de un objetivo de medio plazo, y de desviaciones del desempleo respecto del nivel considerado normal. Por su parte, el Banco de Japón tras haber usado una referencia cuantitativa de estabilidad de precios en el medio plazo, teniendo en cuenta también el crecimiento y la estabilidad financiera, ha pasado a formular un objetivo de inflación del 2% en un plazo de dos años como forma de acabar con la deflación.

Hay varios elementos comunes que subyacen a estas estrategias. En primer lugar, la primacía otorgada a la estabilidad de precios, basada en la constatación de que altas tasas de inflación y una elevada variabilidad de precios tienen costes significativos para la sociedad, y que en el largo plazo no hay un *trade-off* entre actividad y precios. La situación de Japón en los noventa y la actual crisis financiera han reforzado la creencia de que no solo altas tasas de inflación sino también la deflación conllevan importantes riesgos.

En segundo lugar, la relevancia de las expectativas para lograr que la inflación esperada alcance en el largo plazo los objetivos marcados por el banco central. La rigidez de precios y salarios, y la incertidumbre sobre la estructura y la dinámica de la economía hacen que las decisiones monetarias se transmitan con retardo.

En tercer lugar, la utilización del tipo de interés como instrumento de política, dada la inestabilidad de la relación entre los agregados monetarios y los objetivos finales. Para contribuir a que los agentes formen sus expectativas, el banco central debe comunicar al público cómo responde de forma sistemática con el tipo de interés a los cambios en el entorno económico.

En cuarto lugar, la transparencia en la actuación del banco central, que supone explicar regularmente la situación económica, la forma en que actúa la política monetaria y las opciones para cumplir los objetivos marcados. Esto es más relevante si cabe bajo reglas de tipos de interés, que afectan a las variables de actividad a través del tipo de interés real (canal de expectativas).

Por último, la independencia del banco central y la asunción de responsabilidades para cumplir

50

los objetivos. Se trata de garantizar que los gobiernos no tienen incentivos a generar inflación en el corto plazo, alejándose del óptimo de medio y largo plazo. Y el compromiso del banco central con el cumplimiento de los objetivos encomendados y la comunicación de cómo se van a conseguir genera la necesaria credibilidad de su política.

Esta visión común sobre el marco en que opera la política monetaria, reforzó la creencia en su efectividad para contener la inflación y mantener el crecimiento alrededor de su nivel potencial. Además, el limitado rol estabilizador otorgado a la política fiscal, que era vista fundamentalmente como un instrumento útil para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, ayudaba a dar relevancia a la política monetaria como política contracíclica, apoyada en su mayor flexibilidad y su aislamiento de la presión política.

Las consecuencias de la crisis para la política monetaria

La crisis ha tenido al menos dos consecuencias, de diferente naturaleza, pero ambas muy importantes para los bancos centrales y su forma de hacer política monetaria. La primera sobre la respuesta adecuada a un *shock* de naturaleza financiera y carácter global, que se asemeja al que se produjo en la Gran Depresión. Y la segunda sobre cómo introducir las consideraciones sobre estabilidad financiera en el marco de actuación futuro.

En los meses alrededor del potentísimo *shock* de 2007-2008 los bancos centrales tuvieron un papel singular para estabilizar el sistema financiero. Como prestamistas de última instancia tomaron medidas extraordinarias de liquidez y de apoyo al crédito, algunas de ellas de forma coordinada dado el carácter global del *shock*. Se aumentó la cantidad y el plazo de las líneas de liquidez, flexibilizando la contrapartida de colateral y el conjunto de instituciones que podían acceder a las mismas. Las acciones en los sistemas de compensación y liquidación de pagos también evitaron un colapso de las transacciones entre los bancos tras la caída de Lehman.

Y por supuesto se relajaron los tipos de interés, en algunos casos alcanzando el límite de cero. Todo ello ayudó a contener las primas de crédito y de liquidez y evitar los riesgos deflacionistas. Junto a ello los supervisores decidieron analizar la solvencia de sus sistemas bancarios y tomar acciones para garantizar su sostenibilidad.

La rápida respuesta monetaria, junto con las acciones llevadas a cabo en el frente fiscal, posiblemente evitaron una Gran Depresión como la de 1930.

La rápida respuesta monetaria, junto con las acciones llevadas a cabo en el frente fiscal, posiblemente evitaron una Gran Depresión como la de 1930. Pero a pesar de ello la economía mundial y especialmente las economías avanzadas se sumieron en un período prolongado de bajo crecimiento e inflación reducida. Cinco años después, el bajo crecimiento en algunas economías avanzadas ha impedido recuperar los niveles de actividad previos a la crisis y lo que es más dramático ha generado la pérdida de millones de puestos de trabajo, elevando las tasas de paro estructural. Esto obligó a los bancos centrales como veremos más adelante, a actuar en un entorno muy diferente del que caracterizó a la etapa anterior.

En otro nivel muy diferente, la crisis puso en cuestión las bases conceptuales y analíticas del período de la *gran moderación*, desde mediados de los ochenta hasta 2007, al poner de manifiesto al menos tres puntos (Mishkin, 2012):

a) La estabilidad macroeconómica no garantiza la estabilidad financiera. La estabilidad de precios y el crecimiento sostenido no vinieron acompañados de estabilidad de los precios de los activos financieros o reales. De hecho países a un lado y otro del Atlántico experimentaron a lo largo de ese período un incremento muy significativo de los precios de la vivienda, acompañado de aumentos en el endeudamiento de empresas y hogares.

En algunos países desarrollados la composición del crecimiento estaba excesivamente sesgada hacia la demanda interna, en particular hacia la inversión en vivienda, y conllevó la generación de déficits por cuenta corriente persistentes que tenían que ser financiados recurrentemente por inversores externos, lo que suponía un debilitamiento de sus posiciones financieras. Como contrapartida, la generación de ahorro fundamentalmente por las economías emergentes (savings glut) permitió financiar esas posiciones. Seguramente los responsables económicos infraestimaron los riesgos que esta situación suponía en presencia de un shock financiero. Y tampoco se creía posible que la crisis financiera y los sudden stops de los países asiáticos en los ochenta pudieran repetirse en los países avanzados.

b) La relevancia de políticas monetarias excesivamente laxas en la formación de desequilibrios. Existe un debate sobre cómo afectaron los tipos de interés excesivamente bajos a la aparición de burbujas inmobiliarias y de crédito durante el período de *gran moderación*. En un entorno de tipos bajos inversores e instituciones financieras asumen mayor riesgo en busca de mayor rentabilidad y el mayor precio de los activos favorece el crecimiento del crédito (Bean *et al.*, 2010 y BIS, 2012).

Un elemento adicional de este debate es el de cómo se incorpora a las reglas de tipos de interés la posible sobrevaloración de activos o el exceso de crédito. Igualmente se ha abierto una discusión sobre cómo se combina la política monetaria con la regulatoria para garantizar la estabilidad financiera además de la estabilidad de precios y el papel que deben jugar los bancos centrales.

Sin duda hay otros factores que también influyeron en la formación de estos desequilibrios y que compiten con la explicación del sesgo monetario. La innovación y la desintermediación financiera, junto a un marco regulatorio insuficiente, aunque favorecieron el acceso al crédito y el reparto del riesgo, también propiciaron la existencia de riesgos ligados al desarrollo del ciclo financiero (Rajan, 2006).

c) Las crisis financieras tienen efectos duraderos y muy negativos. Un *shock* financiero reduce el valor de los activos y el de los colaterales que se utilizan para aminorar los problemas de riesgo moral, generando un bucle negativo entre caída de la actividad y caída del precio de los activos (FMI, 2012).

Además, las crisis que han venido anticipadas por incrementos muy significativos de la deuda privada conllevan, con una elevada probabilidad, la aparición de crisis bancarias, que suelen preceder a las crisis de deuda soberana como la que vive la eurozona en estos momentos.

La evidencia histórica indica que las crisis de origen financiero tienen un impacto muy negativo en la actividad y su efecto suele ser más duradero que las crisis originadas por otros *shocks*. Y esto es también así cuando hay una corrección severa en el precio de la vivienda.

En resumen, la crisis financiera ha tenido consecuencias sobre las acciones inmediatas de los bancos centrales, que han tenido que reaccionar al impacto recesivo y posterior debilidad económica sobre la base de un instrumental más apropiado para etapas expansivas. Pero también ha cuestionado que la propia estrategia definida en la etapa anterior a la crisis sea un marco adecuado de decisión en tiempos normales.

La actuación de los bancos centrales desde 2008

La actuación de los bancos centrales tras la crisis se puede plantear como un "crescendo" de medidas orientadas a intensificar el tono expan-

52

sivo de la política monetaria, a medida que la recesión se prolongaba e intensificaba. Además de categorizar estas actuaciones resulta relevante racionalizarlas dentro del marco operativo de cada uno de los grandes bancos y hacer una primera valoración de sus efectos.

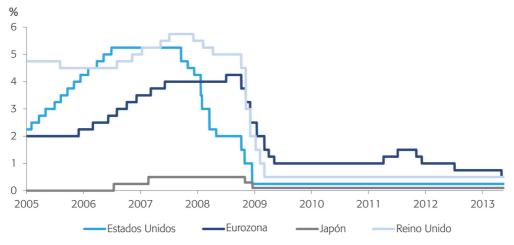
Las medidas no convencionales

Inicialmente, y antes de anunciarse la suspensión de pagos de Lehman, en septiembre de 2008, los bancos centrales de los cuatro mayores países desarrollados ya habían iniciado el proceso de reducción de los tipos de interés oficiales (gráfico 2). El estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU. y los problemas en algunos mercados financieros habían propiciado una política más laxa desde el verano de 2007, que se vio reforzada a partir de Lehman. Los recortes fueron rápidos y en el primer semestre de 2009 todos los tipos oficiales se situaban próximos a cero -en el 1% en el caso del BCF-.

Estos movimientos en los tipos de interés se complementaron con medidas extraordinarias de liquidez tratando de restaurar el normal funcionamiento de los mercados financieros, sobre todo tras el *shock* que supuso la caída de Lehman. Así la Fed hizo préstamos a instituciones no bancarias como fondos monetarios o primary dealers; dio liquidez en mercados específicos como papel comercial o ABS; e hizo préstamos en subastas competitivas (TAF) y a instituciones específicas con problemas. El BCE, ya en marzo de 2008, extendió el plazo de suministro de liquidez a los bancos y, en octubre, también flexibilizó los procedimientos, relajando los requisitos y eliminando las subastas. El Banco de Inglaterra puso en marcha una línea especial de liquidez que intercambiaba MBS y ABS por deuda pública en abril de 2008. El Banco de Japón tomó una medida similar a la del BCE para su sistema bancario en diciembre de 2008. Y la Fed abrió líneas de *swaps* con los principales bancos centrales del mundo para garantizar la liquidez en dólares. Como consecuencia de estas operaciones extraordinarias de liquidez el tamaño de los balances de las cuatro instituciones ya había aumentado significativamente a finales de 2008 (gráfico 3).

Sin embargo, más allá de la provisión de liquidez, tras la crisis se pusieron en marcha medidas no convencionales de expansión cuantitativa, o quantitative easing (QE), con objeto de aumentar la efectividad contracíclica de la política monetaria. La presunción es que niveles de liquidez por encima de los que requieren tipos de interés casi

Evolución del tipo de interés oficial

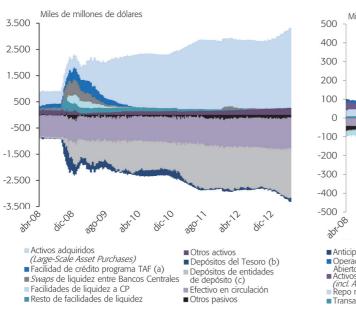


Fuente: Bloomberg

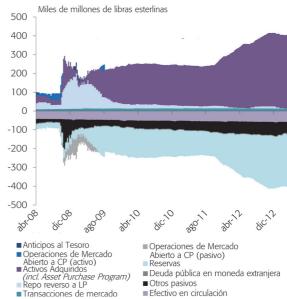
Gráfico 3

Balances de los bancos centrales

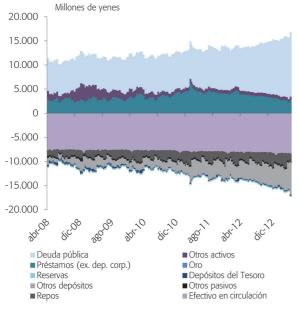
Balance de la Reserva Federal



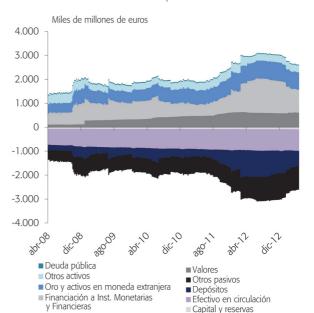
Balance del Banco de Inglaterra



Balance del Banco de Japón



Balance del Banco Central Europeo



Fuentes: BCE, Bloomberg y Datastream.

⁽a) Term Auction Facility.

⁽b) Los depósitos mantenidos por el Tesoro en la Reserva Federal incluyen *US Treasury General Account* y *US Treasury supplementary financing account*.

⁽c) Incluye reserve balances, clearing balances y excess balances.

nulos, acaban generando un aumento del gasto de los agentes o normalizando la transmisión de los impulsos monetarios.

La primera fase con actuaciones de expansión monetaria tuvo lugar entre el otoño de 2008 y finales de 2009. El programa QE1 de la Fed en noviembre de 2008 y marzo de 2009 era fundamentalmente para la compra de deuda y titulizaciones hipotecarias respaldadas por las agencias del gobierno (GSE) y en menor medida bonos del Tesoro. El Banco de Japón en diciembre de 2008 inició diversos programas de compra de deuda pública y deuda empresarial que continuaron a lo largo de 2009. En marzo de 2009, el Banco de Inglaterra anunció la compra en firme de deuda pública de medio y largo plazo, financiada con la emisión de reservas bancarias, a través de la Asset Purchase Facility (APF). Y en mayo de 2009 el BCE inicia la compra de bonos garantizados (covered bonds) a la vez que extendió a un año la liquidez a los bancos (LTRO). Como puede comprobarse en el gráfico 3 son los balances de la Fed y del BoE los que más aumentan durante este período ligado a la compra en firme de activos. En cambio la actividad del BCE y del Banco de Japón se centra más en dar préstamos a sus entidades financieras.

En mayo de 2010 comenzó una segunda fase de medidas no convencionales. En Europa con el estallido de la crisis de la deuda soberana se inicia la compra de deuda a través del Securities Markets Program (SMP). Sin embargo este programa difiere de otras compras de activos ya que no se anuncia ninguna cantidad y solo se utiliza para proveer liquidez en aquellos mercados que no funcionan adecuadamente. De hecho, dado que las compras eran esterilizadas para que no aumentara la liquidez total del sistema se puede considerar una medida de credit easing y no de quantitative easing. La mayoría de compras bajo este programa se realizó en la primavera/verano de 2010 y posteriormente en verano/otoño de 2011 al resurgir la presión sobre los países europeos bajo estrés sobre su deuda soberana. Además, en octubre de 2011 el BCE puso en marcha un segundo programa de compra de bonos garantizados (covered bonds) y, posteriormente, anunció la realización de subastas de liquidez a tres años (LTRO). Las dos subastas de este tipo dieron lugar a un significativo aumento del balance del BCE a principios de 2012. Finalmente, en agosto de 2012 se anunció el *Outright Monetary Transaction* (OMT) que sustituye al SMP, pero que no ha sido solicitado por ningún país miembro.

En EE.UU. los riesgos deflacionistas y la lenta recuperación económica llevaron a la Fed a anunciar un QE2 en noviembre de 2010 que consistía en la compra de bonos del Tesoro por una cantidad determinada hasta junio de 2011. En septiembre de 2011 anunció la compra de deuda pública de largo plazo y la venta de la de corto plazo (operación *Twist*) para reducir los tipos de interés de largo plazo. Y en septiembre de 2012 inició una nueva ronda de QE (QE3), consistente en comprar titulizaciones hipotecarias (MBS) y bonos del Tesoro por 85 billones de dólares al mes.

En Japón, primero en octubre de 2010 y después en otoño de 2011, se reconsideró la fórmula de compra de activos Asset Purchase Program, (APP) dentro de una estrategia más general Comprehensive Monetary Easing, (CME). Ello llevó a aumentar el volumen y el tipo de activos que se compraban, incluyendo fondos de inversión e inmobiliarios. Y en marzo de 2012 se ampliaron también las líneas de financiación a las instituciones financieras condicionadas al otorgamiento de crédito final Growth Supporting Funding Facility, (GSFF) que se habían iniciado en junio de 2010. La contracción de la actividad en la segunda mitad de 2012 llevó al banco central a una nueva ronda de compras de activos en octubre y diciembre de 2012; y a la creación de líneas de liquidez ilimitadas para nuevos créditos al sector no financiero Stimulating Bank Lending Facility, (SBLF) en octubre de 2012.

Igualmente, el Reino Unido aumentó la compra de activos, fundamentalmente títulos de deuda pública, a través de la APF, en octubre de 2011, febrero y julio de 2012. Y se lanzó el *Funding for Lending Scheme* (FLS) para favorecer la disponibilidad de crédito en julio de 2012. En abril de 2013 se ha ampliado el programa tratando de favorecer el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas dado que son los agentes que más dificultades de financiación están teniendo.

Algunos bancos centrales han acompañado la expansión cuantitativa con la utilización de la comunicación sobre cómo consideran que evolucionarán los tipos de interés en el futuro, en lo que se denomina manejo de las expectativas o forward guidance y que constituye el segundo elemento de política no convencional tras la crisis de 2008.

Algunos bancos centrales han acompañado la expansión cuantitativa con la utilización de la comunicación sobre cómo consideran que evolucionarán los tipos de interés en el futuro, en lo que se denomina manejo de las expectativas o forward guidance y que constituye el segundo elemento de política no convencional tras la crisis de 2008.

La teoría keynesiana argumentaba que la política monetaria era ineficaz cuando los tipos de interés están próximos a cero. Sin embargo, las investigaciones de Krugman (1998), entre otros, a raíz de la experiencia japonesa de finales del siglo pasado, y de Woodford (2012) apoyan la efectividad de los anuncios del banco central sobre tipos de interés en el futuro. Si se mantienen los tipos oficiales a cero incluso cuando la economía muestre un comportamiento más dinámico y estos anuncios son creíbles afectarán a las expectativas de los agentes. Y a través de la estructura temporal de tipos de interés y del precio de los activos los anuncios de una futura política acomodaticia afectarán al gasto presente.

La Fed comenzó a utilizar la forward guidance de forma implícita en diciembre de 2008 al afirmar que mantendría el tipo de interés reducido for some time y en marzo de 2009 for an extended period. Y fue más explicito al empeorar las condiciones económicas y financieras en agosto de 2011, utilizando una fecha específica primero mediados de 2013 y después (a partir de septiembre de 2012) mediados de 2015. Pero fue en diciembre de 2012 cuando hizo el anuncio de mantener los tipos de interés en el nivel actual condicionado al estado de la economía: mientras la tasa de paro no sea inferior al 6,5% y la tasa de inflación de medio plazo no supere el 2,5%.

El Banco de Japón introdujo la política de forward quidance en octubre de 2010 junto a acciones más agresivas tanto de compra de activos como de tipos de interés en las operaciones de mercado abierto. Se anunció que los tipos de interés se mantendrían en cero (alrededor de 0-0,1%) hasta conseguir la referencia de estabilidad de precios de medio plazo. En abril de 2013, con un nuevo gobierno y un nuevo gobernador, se han producido cambios sustanciales en el marco de actuación. Se ha elevado el objetivo de inflación del 1% al 2% y se ha fijado un horizonte de dos años para cumplirlo. Además, se ha pasado de una instrumentación de tipo de interés a otra de monetary easing en la que se pretende doblar la base monetaria en dos años, fundamentalmente con las compras de deuda pública.

Y recientemente también el Banco de Inglaterra, en marzo de 2013 y a petición del Tesoro, está analizando los beneficios de una estrategia monetaria más agresiva basada en *forward guidance*.

Racionalización de las actuaciones por parte de cada banco central

Aunque el conjunto de medidas no convencionales anteriormente descrito tiene muchas similitudes entre bancos centrales, cada uno de ellos ha adaptado dichas medidas a las singularidades de su sistema financiero, al mandato de su banco central y, en general, a su propio marco institucional.

Así, la Reserva Federal tiene un mandato dual de promover la estabilidad de precios y maximizar el empleo. Y en sus comunicados desde 2008 ha repetido que el propósito de la compra de activos ha sido favorecer la recuperación de la economía reduciendo los tipos de interés de largo plazo y asegurando que la inflación se mantiene en niveles consistentes con su mandato. Trata de impulsar la compra de activos con más riesgo recomponiendo la cartera de los intermediarios financieros. Pero igualmente al inicio de la crisis se preocupó especialmente (con el QE1) por la recuperación del sector inmobiliario, reduciendo el coste de financiación a través de la compra de MBS y otra deuda de las agencias federales.

La dificultad por parte del público de anticipar el comportamiento de la política monetaria al alcanzar los tipos de interés el límite inferior de cero llevó a la Fed a complementar la compra de activos con la forward quidance. La regla anunciada en 2012 con umbrales numéricos supone que los tipos de interés en los próximos años serían más expansivos que los que señalaría una regla de Taylor incluso si se pusiera más peso en las desviaciones de la actividad (Yellen, 2012). Los estudios sobre política monetaria óptima señalan que una regla que tenga por objetivo una senda de nivel de precios o de nivel de PIB nominal también permitiría recuperar el nivel de actividad y de precios previo a la crisis permitiendo transitoriamente desviaciones positivas de la tasa de inflación (Woodford, 2012). Se trata por tanto de un soporte teórico a reglas state contingent como la anunciada por la Reserva Federal.

El Banco de Inglaterra (BoE) tiene un objetivo de inflación en el medio plazo. Y la compra masiva de bonos públicos, al igual que en la Fed, pretende expandir la base monetaria y por tanto la demanda nominal de forma consistente con su objetivo de precios (flexible inflation target). En este contexto, en los Inflation Report de febrero y mayo de 2013 el Banco ha admitido la posibilidad de que la inflación pueda superar la referencia del 2% en un horizonte superior a dos años, siendo compatible con el cumplimiento del objetivo de precios. Además, el BoE también ha intervenido en sectores específicos aunque de forma menos activa que con la deuda pública. Inicialmente actuó comprando bonos privados para reducir los diferenciales de tipos de interés de estos segmentos del mercado; de manera más significativa, en la actualidad ha puesto en marcha un programa, junto con el Tesoro británico, centrado en reducir el racionamiento de crédito a través del sector bancario (FLS).

Japón tiene un objetivo de estabilidad de precios, pero contrariamente al caso inglés, el problema al que se ha enfrentado su banco central durante la crisis es luchar contra la deflación. Dada la importancia de su sector bancario, al igual que en la zona del euro, la mayor parte del aumento en la liquidez ha sido a través de préstamos a los bancos. Pero también, como el BoE y la Fed, ha realizado compras de deuda pública tratando de reducir el tipo de interés de largo plazo; asimismo, como el BoE, ha estimulado el crédito final por parte del sistema bancario abriendo líneas específicas de financiación. A partir de 2013, previsiblemente en los próximos dos años, para aumentar las expectativas de forma consistente con un mayor objetivo de inflación, el Banco de Japón realizará una instrumentación mucho más agresiva de los diferentes programas de compra de activos públicos y privados.

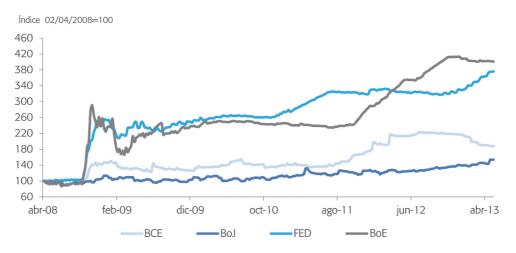
El BCE no sigue un esquema de inflation targeting pero también tiene una referencia cuantitativa de estabilidad de precios en el medio plazo. Su principal preocupación en la crisis ha sido restablecer la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la eurozona y proveer de la necesaria liquidez a través del sistema financiero. Las distintas actuaciones de liquidez (LTROs) han tratado de restablecer la normalidad del mercado interbancario reduciendo las primas existentes. Más recientemente el anuncio de la OMT (y anteriormente SMP) hace frente al riesgo de fragmentación del euro. Además, como el resto de bancos centrales, con la compra de bonos garantizados ha tratado de dar liquidez y reducir el riesgo de un segmento del mercado específico muy importante para la financiación de los bancos.

El efecto de las medidas no convencionales

Como consecuencia de estas medidas no convencionales los balances de los bancos centrales

Gráfico 4

Comparación del balance de los bancos centrales: total activos



Fuente: Datastream.

han alcanzado unos niveles y una composición nunca vistos anteriormente. Desde 2008, la Fed ha triplicado el tamaño del balance, el Banco de Inglaterra lo ha multiplicado por cuatro, el BCE lo ha doblado y el balance del Banco de Japón se habrá más que doblado en 2014 (gráfico 4). Aunque estas compras de activos se han ido desarrollando en diferentes etapas desde finales de 2008 y su impacto puede diferir en cada caso, es interesante hacer una valoración de las mismas en términos de su impacto en los mercados y en las variables finales de gasto. También son importantes los efectos sobre otras economías (fundamentalmente vía flujos de capitales y variación en los tipos de cambio), que pueden ser incluso más difíciles de medir pero que sin duda influyen en la estabilidad macrofinanciera global.

Recientemente el FMI (2013a) ha llevado a cabo un análisis de cómo han evolucionado el mercado interbancario, el de deuda hipotecaria y el de deuda soberana a raíz de la intervención de los bancos centrales. En el mercado interbancario de Japón y la zona del euro, la liquidez que están dando los bancos centrales es todavía muy elevada y explica una parte importante de los diferenciales de tipos de interés. La Fed se ha convertido en un agente relevante en el mercado de deuda

hipotecaria y su salida debería adecuarse a la normalización de las condiciones de funcionamiento.

La Fed y el BoJ tienen alrededor del 10% de la deuda pública de su país y el Banco de Inglaterra tiene el 25%, lo que puede suponer un riesgo para la estabilidad financiera. Aunque según el FMI las compras por parte de los bancos centrales parece que no han afectado a la liquidez del mercado, el diseño de la estrategia de salida que genere las menores distorsiones en su funcionamiento es un reto para el futuro. Igualmente desde el anuncio del programa OMT por parte del BCE las elevadas primas de riesgo de los países periféricos se han ido reduciendo.

Pero sin duda estas compras de deuda pública han tenido un efecto muy relevante en el nivel de los tipos de interés de largo plazo y por tanto en las decisiones de gasto de los agentes (gráfico 5). La mayor parte de las estimaciones econométricas han encontrado un efecto significativo. Por ejemplo, según el FMI (2013b), el primer programa QE1 en EE.UU. supuso una reducción de entre 90 y 200 pb en los bonos del Tesoro a diez años, aunque los efectos del programa QE2 son de menor magnitud. Más discusión suscitan los canales a través de los que ha operado esta reducción de tipos de interés. Parece que la compra masiva de

Gráfico 5

Tipos de interés a largo plazo. Bonos a 10 años



Fuente: Datastream.

deuda tiene un efecto señalización en los agentes económicos sobre el carácter más acomodaticio de la política monetaria que domina el propio efecto recomposición de la cartera de activos. Y este efecto señalización puede estar muy influido por la *forward guidance* que ha estado realizando la Fed (Woodford, 2012).

Las actuaciones llevadas a cabo por los bancos centrales han tenido como objetivo último el de apoyar la recuperación económica. A la hora de analizar el impacto en variables macroeconómicas, las diferencias entre metodologías y países son mayores. Aun así, cuando se utiliza una misma metodología se encuentran efectos significativos en el PIB (y en la inflación) de las cuatro áreas analizadas: una reducción en los tipos de interés de largo plazo de 100 pb eleva el crecimiento del PIB un 1%- 2% a lo largo de dos años, dependiendo de los países. Pero también estas magnitudes dependen del periodo muestral considerado y entrañan una elevada incertidumbre dada la inestabilidad que se ha encontrado en las estimaciones de los parámetros, en especial tras la crisis (FMI, 2013b).

En cualquier caso, lo que no se pone en duda es la influencia de todo este arsenal de medidas en restablecer la normalidad de los mercados financieros. Como prestamistas de última instancia, los bancos centrales han mitigado los problemas de liquidez y han favorecido el necesario desapalancamiento del sector bancario.

Los riesgos de las actuales medidas de expansión monetaria

En definitiva, los bancos centrales de las economías desarrolladas han imprimido un tono cada vez más expansivo a sus políticas monetarias, manteniéndolo por un tiempo récord. Esta prolongada expansión monetaria, y el tipo de medidas que se han utilizado para hacerla efectiva, no solo han generado una relajación de las condiciones financieras, sino que han elevado también, de manera sustancial, el peso de los bancos centrales en algunos segmentos de los mercados financieros, donde han pasado a jugar un papel central que no les correspondería en tiempos normales.

Sin embargo, la capacidad de la política monetaria para apoyar la recuperación es limitada, ya que no puede sustituir los procesos de reforma estructural ni solucionar los problemas de solvencia del sistema financiero. Frente a la tentación de mantener o intensificar la expansión monetaria más allá de lo razonable, sobrecargando la labor de los bancos centrales, es necesario plantear los riesgos que ello implica (Bernanke, 2012). Aunque la propia salida de la situación de expansión monetaria —deshaciendo las medidas no convencionales introducidas en estos últimos años—entraña riesgos importantes, los riesgos de no salir son también muy significativos:

- Entre los primeros está naturalmente el riesgo de una salida precipitada, que aborte la recuperación antes de tiempo; la incertidumbre sobre cómo actúan las medidas no convencionales plantea riesgos operativos a la hora de deshacerlas, que hay que tener en cuenta; además, en la medida en la que los tipos de interés aumenten y se produzcan pérdidas de capital sobre las tenencias de activos, pueden producirse efectos importantes sobre los balances de los agentes, a nivel doméstico e internacional, que ocasionen pérdidas de riqueza.
- Pero los riesgos de no salir a tiempo son también muy relevantes; incluso lo son los riesgos de mantener prolongadamente unas políticas muy expansivas, aún cuando desde el punto de vista de la recuperación tuviera sentido hacerlo, dados sus efectos colaterales sobre la estabilidad financiera, entre otros aspectos. En este sentido, el uso de medidas macroprudenciales puede mitigar esos efectos no deseados.

Entre los factores que constituyen posibles amenazas para la estabilidad financiera, en una situación prolongada de tipos de interés bajos y compras masivas de activos, cabe mencionar: la formación de nuevas burbujas, por la búsqueda de rentabilidades en un contexto de bajos tipos de interés; el retraso en la reestructuración de los balances bancarios, cuya necesidad puede quedar enmascarada por los tipos bajos, y la refinanciación de créditos no solventes; el deterioro de la capacidad de generar beneficios por parte de los bancos y las dificultades para obtener renta de los inversores institucionales, por el aplanamiento de la curva de tipos a largo plazo; y las distorsiones en el funcionamiento de los mercados monetarios, eslabón fundamental en

la transmisión de la política monetaria. Los incentivos a la consolidación fiscal pueden verse también afectados en este entorno de bajo coste de la deuda y compras masivas de deuda pública.

Un aspecto muy relevante de las políticas de relajación monetaria llevadas a cabo por las economías avanzadas es el impacto expansivo transmitido a las economías emergentes por la vía de una abundantísima liquidez, que se materializa en fuertes entradas de capital alentadas por los amplios diferenciales de tipos de interés. En la medida en la que estas economías se encuentran en una fase cíclica más avanzada que las desarrolladas, estos flujos ocasionan problemas para la gestión adecuada de las políticas monetarias, pues las necesarias subidas de tipos de interés pueden conllevar más entradas de capitales, que anulen el tono estabilizador necesario, y que además son difíciles de gestionar en mercados financieros estrechos y poco desarrollados. Al final, el tono global de las condiciones monetarias será más expansivo de lo adecuado, con el riesgo de generar burbujas en los mercados financieros de las economías emergentes. En general, es importante que las grandes economías avanzadas sean conscientes del impacto que tienen sus políticas sobre otras economías y de las consecuencias globales de las mismas.

Por otra parte, a más largo plazo, la persistencia de políticas monetarias muy expansivas -en un contexto de mayores expectativas de inflación para apoyar la recuperación económica- podría dar lugar a una pérdida de credibilidad en la capacidad o la voluntad del banco central para garantizar la estabilidad de precios. Como se ha señalado en este artículo, a lo largo de los últimos treinta años, la inequívoca orientación de las políticas monetarias hacia la estabilidad de precios ha sido un elemento fundamental en la reducción de la inflación y la consecución de una mayor estabilidad macroeconómica, generando réditos en términos de credibilidad para los bancos centrales. Si la inflación volviera a repuntar, impulsada en parte por ese desanclaje de expectativas, el retorno a la estabilidad de precios sería mucho más costoso.

Los límites entre política monetaria y política fiscal se han hecho menos nítidos. El aumento de los balances de los bancos centrales y, en particular, las compras de deuda pública han contribuido a ese acercamiento entre los ámbitos de actuación de ambas políticas, que puede comprometer la salida de las políticas monetarias expansivas.

La pérdida de credibilidad puede verse incrementada por una percepción de falta de independencia de los bancos centrales —que es una parte sustancial de su compromiso con la estabilidad de precios—, en un contexto en el que los límites entre política monetaria y política fiscal se han hecho menos nítidos. El aumento de los balances de los bancos centrales y, en particular, las compras de deuda pública han contribuido a ese acercamiento entre los ámbitos de actuación de ambas políticas, que puede comprometer la salida de las políticas monetarias expansivas.

En efecto, por una parte los bancos centrales han asumido riesgos en sus balances que les hacen vulnerables ante cambios en la situación financiera, como los que tendrían lugar en el proceso de normalización de las condiciones monetarias. Las subidas de tipos de interés podrían ocasionarles pérdidas que tendrían que ser enjugadas por los gobiernos, lo que podría ir en detrimento de su autoridad y su capacidad de maniobra.

Por otra parte, el entorno de consolidación fiscal y de necesidad de dar sostenibilidad a los elevados niveles de endeudamiento público que se dibuja para los próximos años puede dar lugar a situaciones de dominancia fiscal. Los gobiernos podrían intentar interferir en el ritmo de endurecimiento de las condiciones monetarias, dadas las implicaciones que este endurecimiento tendría para las finanzas públicas, en un contexto de elevado peso del servicio de la deuda. Además, la creciente involucración de los bancos centrales en los mercados de deuda pública agudizaría estas

presiones, ya que las ventas de deuda necesarias para reducir los balances de los bancos centrales podrían causar dificultades operativas a los tesoros.

En definitiva, cuanto más se prolongue la etapa de condiciones monetarias expansivas a través de medidas no convencionales, más agudas serán las vulnerabilidades generadas en el terreno de la estabilidad financiera y mayores las dificultades para una eventual salida, así como los riesgos asociados a la misma.

El futuro de la política monetaria

Aunque muchas de las actuaciones no convencionales adoptadas tras la crisis tienen un carácter extraordinario y temporal, de cara al futuro, cabe pensar que habrán de introducirse cambios permanentes en las estrategias y en la forma de hacer política monetaria. Los bancos centrales deben dotarse de instrumentos que les permitan hacer frente tanto a situaciones expansivas y potencialmente inflacionistas como a situaciones recesivas. En este contexto, cabe plantearse la utilidad de las medidas no convencionales en tiempos normales y las implicaciones para la coordinación de las políticas monetaria y fiscal.

Pero, además de los instrumentos, se ha abierto también un debate sobre la posibilidad de introducir cambios en los propios objetivos y en el diseño de los marcos de política monetaria. La flexibilización de las estrategias de objetivos de inflación parece el camino más seguro -y el más probado hasta ahora- para dar cabida a consideraciones que vayan más allá de la estricta estabilidad de precios, sin perder los avances conseguidos en este terreno. Estas nuevas consideraciones están relacionadas, en buena medida, con la estabilidad financiera, y con la incertidumbre en torno a la relación entre inflación y crecimiento, y podrían llevar a considerar, por ejemplo, plazos más largos en los horizontes de decisión de la política monetaria.

La flexibilización de las estrategias de objetivos de inflación parece el camino más seguro —y el más probado hasta ahora— para dar cabida a consideraciones que vayan más allá de la estricta estabilidad de precios, sin perder los avances conseguidos en este terreno.

Un tema de gran trascendencia para el futuro deriva, sin duda, de la constatación de que la estabilidad de precios no garantiza la estabilidad financiera. Como hemos señalado antes, el período de estabilidad de precios y de crecimiento que precedió a la crisis (la Gran Moderación) lo fue también de acumulación de importantes desequilibrios macrofinancieros —exceso de endeudamiento, dependencia de la financiación externa y precios excesivos de algunos activos, como el de la vivienda, en muchas economías desarrolladas—. Fueron estas vulnerabilidades las que, en presencia de un *shock* como el *subprime* producido en 2007-2008, alentaron la mayor crisis financiera global desde la Gran Depresión.

Por tanto, la crisis ha puesto de relieve la necesidad de contar con instrumentos para hacer frente a los riesgos de estabilidad financiera, mediante el desarrollo de políticas macroprudenciales, y de diseñar instituciones responsables de gestionar la política macroprudencial, que tengan en cuenta la interconexión entre los objetivos y los instrumentos de esta con la política monetaria. Para llevar a cabo estas funciones, diversos países han introducido reformas en su arquitectura regulatoria y supervisora que, en algunos casos, suponen la asunción de nuevas responsabilidades en el ámbito de la estabilidad financiera por parte de los bancos centrales². Pero, con independencia del grado en que el banco central pase o no a ser responsable de este objetivo, la coordinación entre la política monetaria y política macroprudencial será inevitable.

Referencias

- Bank for International Settlements (2012), 82nd Annual Report (1 April 2011 31 March 2012), Basilea, Bank for International Settlements.
- Bean, Ch., Paustian, M., Penalver, A. y T. Taylor (2010), "Monetary Policy After the Fall", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Berganza, J.C., Hernando, I. y J. Vallés (2013), Cambios recientes en las estrategias de política monetaria de las economías avanzadas, Banco de España, mimeo.
- Bernanke, B.S. (2012), "Monetary Policy since the onset of the crisis", Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Fondo Monetario Internacional (2012), World Economic Outlook, abril, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- (2013a), Global Financial Stability Report, abril, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- (2013b), Unconventional Monetary Policies- Recent Experience and Prospects, Abril, 2013.
- Krugman, P. (1998), "It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205.
- MISHKIN, F.S. (2012), "Central Banking After the Crisis", Annual Conference of the Central Bank of Chile, noviembre 15-16, 2012.
- RAJAN, R.G. (2006), Has Finance Made the World Riskier? *European Financial Management,* vol. 12 (septiembre), pp. 499-533.
- Woodford, M. (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Yellen, J.L. (2012), "Revolution and Evolution of Central Bank Communications". *Remarks at the Haas School of Business, University of California*, Berkeley, noviembre 13, 2012.

² Por ejemplo la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra han recibido recientemente nuevas competencias en este ámbito. En la Unión Europea comenzó a funcionar en 2011 la Junta Europea de Riesgo Sistémico como responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero en su conjunto. Y a ello se une el acuerdo en 2012 sobre el establecimiento de un Mecanismo Supervisor Único que supone nuevas competencias en este ámbito para el BCE.

La sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de EE.UU. y el problema del "precipicio fiscal"

Vicente Esteve* y María A. Prats**

Los ingresos públicos en EE.UU. se han situado desde el inicio de la crisis financiera de 2007-2008 por debajo de la media tras la II Guerra Mundial; mientras que los gastos, en porcentaje del PIB, se han situado por encima de la media. Esta situación ha provocado la aparición de déficit públicos, elevados y persistentes y una acumulación de deuda pública sin precedentes desde la posguerra.

Desde comienzos de 2013, ha entrado en vigor parte de la aplicación automática de fuertes recortes en el gasto público y de elevadas subidas de impuestos, en virtud de la Ley de Control Presupuestario de 2011 (parcialmente compensada por la Ley de Ayuda al Contribuyente Americano de 2012). El tamaño y la rapidez de la aplicación de esta política fiscal restrictiva (situación conocida como fiscal cliff o "precipicio fiscal") pueden conducir a la economía de EE.UU. a una nueva recesión económica, si las negociaciones entre demócratas y republicanos no fructifican en un acuerdo alternativo que sustituya a las leyes fiscales y de programas de gasto público vigentes. En contraposición, se ha asignado a la política monetaria un carácter acomodaticio y muy expansivo. La adopción de medidas no convencionales (Quantitative Easing, conocidas por sus siglas QE), basadas en una expansión del balance de la Reserva Federal sin precedentes, han colocado los tipos oficiales entre el 0 y el 0,25% desde diciembre de 2008 y de momento esta política va a permanecer inalterada, al menos mientras la tasa de desempleo no baje del 6,5%, y eso parece que no ocurrirá antes de 2015.

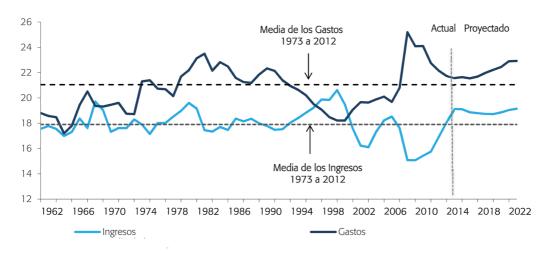
La evolución de las finanzas públicas de los EE.UU. y la estructura actual del presupuesto público

Los ingresos públicos de EE.UU., en porcentaje del PIB, se han situado, desde el inicio de la crisis financiera de 2007-2008, por debajo de la media del periodo 1973-2012 (17,90%) y de la media del periodo 1950-2008 (18%). En concreto, los ingresos en porcentaje del PIB se situaron en 2012 en el 15,8% del PIB, cifra que no se daba desde 1950 (gráfico 1).

^{*} Universidad de Valencia y Universidad de La Laguna.

^{**} Universidad de Murcia.

Gráfico 1 **Total ingresos y gastos**(en % del PIB)



Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

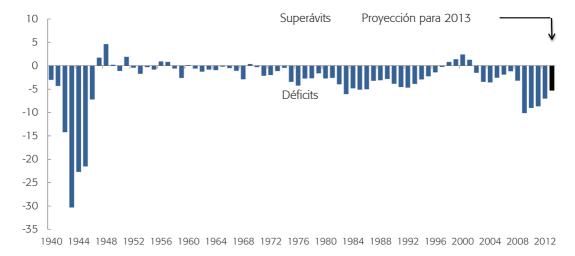
Por el contrario, los gastos públicos en porcentaje del PIB se han situado, desde el inicio de la crisis financiera, por encima de la media del periodo 1973-2012 (21,04%) y de la media del periodo 1950-2008 (20,0%). En concreto, como respuesta a la crisis financiera y a la recesión económica, el Gobierno de EE.UU. situó los gastos públicos en un promedio del 24% del PIB entre 2009 y 2012 (el máximo se alcanzó en 2009 con un 25% del PIB).

Esta divergencia en la dinámica temporal entre ingresos y gastos públicos ha provocado la aparición, desde 2008, de déficit públicos elevados y persistentes (véase gráfico 2) y un aumento constante del *stock* de deuda pública (véase gráfico 3). Con más detalle, el desequilibrio presupuestario llegó a situarse en 2009 en el -10,2% del PIB (cifra récord, si exceptuamos los años de la II Guerra Mundial), reduciéndose progresivamente hasta cerrar el año 2012 en el -7,0% del PIB. Por el contrario, el *stock* de deuda pública en manos del público ha alcanzado un nivel récord del 72,6% del PIB en 2012, cifra no registrada desde la posguerra, y muy por encima de la media de las cuatro últimas décadas (39% del PIB).

Las finanzas públicas de los EE.UU. se han situado, de este modo, en una senda insostenible; en consecuencia, su deuda pública perdió en agosto de 2011 la máxima calificación que otorga la agencia de calificación crediticia Standard and Poor's (de AAA" a "AA"). El origen de esta pérdida de ratinq¹ se encuentra en las negociaciones políticas para fijar el objetivo de déficit público y los problemas de la primera economía del mundo con su techo máximo de deuda pública. La agencia de calificación crediticia Moody's ya ha advertido en varias ocasiones de que podría rebajar también la máxima nota de solvencia de la deuda soberana de EE.UU., desde "Aaa" hasta probablemente "Aa1". Esta amenaza está relacionada con el resultado de las negociaciones que sobre el presupuesto de 2013 (para el año fiscal 2013-2014 que comenzará el próximo 1 de octubre) se están llevando a cabo en el Congreso. En concreto, si el resultado de las mismas no tiene como consecuencia un cambio en la tendencia alcista del déficit público de EE.UU., la primera potencia económica mundial podría perder también la máxima calificación de su deuda que otorga Moody's.

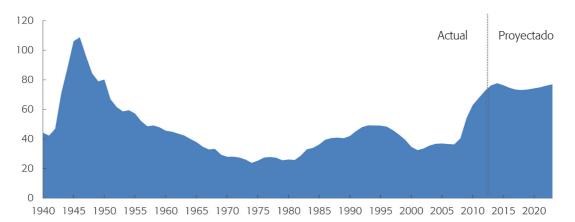
¹ El informe de la rebaja crediticia publicado por Standard and Poor's puede consultarse en: http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563

Gráfico 2 **Total déficits o superávits**(en % del PIB)



Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

Gráfico 3 **Deuda federal en poder del público** (en % del PIB)



Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

La situación de deterioro a largo plazo de las finanzas públicas de los EE.UU. tiene mucho que ver con la estructura actual del presupuesto público, tal y como muestran las cifras del gasto público para 2012 (véase gráfico 4).

El gasto público del presupuesto federal se divide en tres grandes partidas:

- a) Los pagos por intereses de la deuda pública, que representan el 6,3% del total.
- b) Los gastos obligatorios (mandatory spending), que recogen pagos por derechos derivados de leyes federales que representan el 21,72% del total. En esta rúbrica se incluyen los gastos de las pensiones de la seguridad social

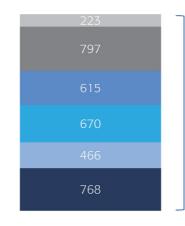
Gráfico 4

Estructura del gasto público de los EE.UU. en 2012

(miles de millones de dólares)



- ■Otros gastos obligatorios
- ■Gastos discrecionales excluyendo Defensa
- Defensa
- Medicare
- Seguridad Social



Gasto total en 2012 3,538 billones de dólares

Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

(el *OASDI*)², el *Medicare*³ y otros gastos de carácter obligatorio (pensiones públicas de funcionarios civiles, militares y veteranos de guerra; el *Medicaid*⁴; el programa *CHIP*⁵; y las prestaciones por desempleo y otros programas de apoyo a familias con bajos ingresos).

c) Los gastos no obligatorios o discrecionales (discretionary spending), que recogen pagos que son decididos cada año por el Congreso en la Ley Presupuestaria. En esta rúbrica se incluyen

los gastos de defensa y otros gastos discrecionales que no son de defensa (justicia, transporte, parques nacionales, ayuda exterior, fondos para desastres, e inversión en infraestructuras, principalmente).

Pero el problema de la sostenibilidad de las finanzas públicas tiene dos vertientes complementarias. Por un lado, la caída de los ingresos públicos por los efectos de las rebajas de impuestos de la Administración Bush (2001 y

² El Sistema Público de Pensiones es gestionado a través de un Fondo conocido como *Social Security Trust Fund* en el que se pagan las contribuciones de los impuestos sobre la nómina de los trabajadores y de los empresarios en la Seguridad Social y del sistema de pagos de beneficios que se hacen a los jubilados, descendientes, y los discapacitados, y para gastos generales de administración. El Fondo también genera intereses con los activos financieros invertidos. En la práctica el Fondo tiene a su vez dos fondos, el Fondo del Seguro de Vejez y Sobrevivientes (OASI) y el Fondo del Seguro por Incapacidad (DI), fondos fiduciarios que se denominan conjuntamente como los fondos OASDI. Los "sobrevivientes" son los posibles beneficiarios de la pensión en caso de fallecimiento del pensionista (hijos, viuda/o y cónyuge divorciado). Véase al respecto el siguiente enlace: http://www.ssa.gov/pressoffice/pr/trustee12-pr.html

³ El *Medicare* es el Programa de Seguro de Salud de los EE.UU. para las personas mayores de 65 años de edad bajo ciertos requisitos. El programa ayuda con los gastos de cuidado de salud, pero no cubre todos los gastos médicos ni la mayoría de los gastos de cuidado a largo plazo. Véase al respecto el siguiente enlace: http://www.socialsecurity.gov/pgm/medicare.htm

⁴ El Programa de Salud Pública *Medicaid* está destinado a la población bajo un determinado umbral de pobreza y es gestionado por el Departamento de Salud de los EE.UU. Véase al respecto el siguiente enlace: http://www.medicaid.gov/index.html

⁵ El Programa de Salud Pública *CHIP* está destinado a los niños de las familias que no pueden acceder al *Medicaid* por su umbral de ingresos, pero tampoco pueden cubrir con sus rentas un seguro privado para los niños. Programa gestionado por el Departamento de Salud de los EE.UU. Véase al respecto el siguiente enlace: http://www.medicaid.gov/medicaid-chip-program-information/by-topics/childrens-health-insurance-program-chip/childrens-health-insurance-program-chip. html

2003) y de la primera Administración Obama, junto a un conjunto de incentivos y deducciones fiscales y de rebajas de las cotizaciones sociales, aprobados también en la primera Administración Obama, cuyo objetivo era estimular el crecimiento para paliar la recesión económica. En concreto, los ingresos públicos se mantuvieron relativamente estables hasta la crisis financiera de 2008, con un promedio entre 1950 a 2008 del 18% del PIB, para caer al 15,8% en el año 2012. No obstante, aunque los niveles de ingresos volvieran a su media histórica de los últimos cuarenta años no serían suficientes para financiar en su totalidad los actuales niveles de gasto público.

Por otro lado, gran parte del gasto público se concentra en pocos programas de gasto, en concreto: en los pagos por intereses de la deuda y en los gastos públicos obligatorios, ya que conjuntamente suponen el 63,7% del presupuesto. Este problema va a empeorar con el paso del tiempo si no se introducen recortes drásticos, pues no solo es previsible que los pagos de intereses de la deuda crezcan indefinidamente si no se reduce drásticamente el déficit público primario; sino también porque es previsible que el envejecimiento de la población americana estimado para la próxima década presione al alza todos los programas de gasto público obligatorios relacionados con la salud (Medicaid, CHIP y Medicare, fundamentalmente) y también aquellos vinculados con los pagos de pensiones públicas (OASDI, pensiones de funcionarios civiles y militares, fundamentalmente).

Con el objetivo de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo ha entrado en vigor, en 2013, parte de la aplicación de un ajuste fiscal automático, que combina recortes sustanciales en el gasto público y fuertes subidas de impuestos, en virtud de la Ley de Control Presupuestario de 2011 (The Budget Control Act of 2011- Public Law 112-25)⁶. A esta ley se le ha

unido la expiración simultánea de varias rebajas fiscales y de prestaciones por desempleo aprobadas por la Administración Obama (y de otras medidas menores).

Este ajuste fiscal sin precedentes (en magnitud y velocidad) ha sido acuñado en los círculos económicos y financieros como el "precipicio fiscal". El tamaño y la rapidez de la aplicación de esta política fiscal, fuertemente restrictiva, pueden conducir a la economía de EE.UU. a una nueva recesión económica.

Este ajuste fiscal conjunto sin precedentes (en magnitud y velocidad) ha sido acuñado en los círculos económicos y financieros (y en la prensa norteamericana) como el "precipicio fiscal" o fiscal cliff. El tamaño y la rapidez de la aplicación de esta política fiscal, fuertemente restrictiva, pueden conducir a la economía de EE.UU. a una nueva recesión económica en el caso de que las negociaciones entre demócratas y republicanos no fructifiquen en un acuerdo alternativo que sustituya a las leyes vigentes, suponiendo que la política monetaria expansiva no compense dichos efectos.

El origen del "precipicio fiscal"

¿Qué se ha hecho recientemente para evitar el problema de la insostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de los EE.UU.?

En primer lugar, en diciembre de 2010, la Comisión Nacional de Reforma y Responsabilidad Fiscal (National Commission on Fiscal Responsibility and Reform) del Congreso de EE.UU. –propuesta por el Presidente Obama– ya alertó en su informe final que el país se encontraba en una senda fiscal insostenible⁷.

⁶ Véase el texto de la ley en el siguiente enlace: http://budget.house.gov/budgetcontrolact2011/

⁷ Las funciones de la Comisión Nacional de Reforma y Responsabilidad Fiscal pueden verse en el siguiente enlace: http://www.whitehouse.gov/the-press-office/executive-order-national-commission-fiscal-responsibility-and-reform y su informe final en: http://www.fiscalcommission.gov/sites/fiscalcommission.gov/files/documents/TheMomentofTruth12_1_2010.pdf

En segundo lugar, en agosto de 2011, el Senado de EE.UU. aprobó la Ley de Control Presupuestario de 2011 (*The Budget Control Act of 2011-Public Law 112-25*). Los rasgos más importantes de la ley son los siguientes:

- Autoriza un incremento del techo de deuda en 2,5 billones de dólares (14% del PIB) en un plazo de veinte años.
- Establece una reducción del gasto corriente de 917.000 millones de dólares hasta 2021.
- Crea el Comité Especial para la Reducción del Déficit (Joint Select Committee on Deficit Reduction) -coloquialmente denominado el "Supercomité" - compuesto por miembros de los republicanos y de los demócratas de las dos Cámaras legislativas de forma paritaria. Su objetivo era identificar 1,5 billones de dólares adicionales de ajuste estructural del déficit público en el horizonte temporal de una década (2012-2021). La Ley de Control Presupuestario de 2011 estipulaba que si el «Supercomité» no llegaba a un acuerdo antes del 23 de noviembre de 2011 se introducirían recortes automáticos de 1,2 billones de dólares hasta 2021, repartidos al 50% entre los programas de gasto en defensa y el resto de programas de gasto no obligatorios8.

Finalmente, este "Supercomité" no alcanzó un acuerdo de reducción del gasto y, por tanto, los recortes automáticos del gasto público (llamados sequester en Washington) deberían haber entrado en vigor a partir de enero de 2013.

Los cálculos basados en las estimaciones iniciales de la Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) (cuadro 1) sugieren que el tamaño del "precipicio fiscal" debería superar –si se aplicaran los recortes automáticos de gasto (sequester) y la expiración simultánea de varias rebajas fiscales y de prestaciones por desempleo aprobadas por la Administración Obama

(y de otras medidas menores)— los 668.000 millones de dólares en 2013 (un 4,1% del PIB), repartidos en:

- Un 80% en aumento de impuestos (532.000 millones):
 - 1 Caducidad de las rebajas fiscales de la Administración Bush de 2001 y 2003 y de la primera Administración Obama de 2009.
 - 2 Caducidad de la rebaja de cotizaciones sociales aprobadas por la primera Administración Obama.
 - 3 Caducidad de la posibilidad de amortizar de forma acelerada la inversión en capital fijo por parte de las empresas, medida aprobada por la primera Administración Obama.
 - 4 Caducidad de algunas deducciones fiscales aprobadas por la primera Administración Obama, incluido el aumento de los tipos impositivos sobre las rentas del trabajo y la inversión de los contribuyentes con altos ingresos.
- Un 20% de recortes del gasto público corriente (136.000 millones):
 - Recortes automáticos o sequester impuestos por la Ley de Control Presupuestario de 2011.
 - 2 Caducidad de las prestaciones por desempleo aprobadas por la primera Administración Obama.
 - 3 Reducción de las cuotas de pago del programa *Medicare* a los médicos.

En tercer lugar, este ajuste fiscal automático que se podría extender hasta 2021 –si antes no

⁸ Quedan exentos los recortes en el programa *Medicaid,* las pensiones de la Seguridad Social y otros programas federales destinados a ayudas a personas de renta baja.

Cuadro 1
Ajuste fiscal de estados unidos en 2013 derivado del fiscal cliff

	Miles millones de dólares	Porcentaje del PIB
De las políticas impositivas	532	3,3
Fin de las "rebajas fiscales de la era Bush" (diciembre de 2012)¹	295	1,8
Fin de la rebaja de las cotizaciones fiscales (diciembre de 2012)	127	0,8
Otras medidas que expiran (diciembre de 2012) ²	87	0,5
Algunas medidas tributarias en el marco de la Affordable Care Act (enero de 2013) ³	24	0,1
De las políticas de gasto público	136	0,8
Recortes automáticos derivados de la Ley de Control Presupuestario de 2011 <i>(sequester)</i> (enero de 2013)	87	0,5
Fin de las prestaciones de desempleo de emergencia (diciembre de 2012)	35	0,2
Reducción de las cuotas de pago del programa <i>Medicare</i> a los médicos (enero de 2013)	15	0,1
TOTAL	668	4,1

Nota: Las estimaciones de la CBO, realizadas para el ejercicio fiscal 2013 (octubre de 2012 a septiembre de 2013) se han ajustado para que correspondan al año natural 2013. No incluye las medidas suavizadoras introducidas por la Ley de Ayuda al Contribuyente Americano de 2012.

- 1) Incluye el fin de algunas disposiciones relativas al impuesto sobre la renta aprobadas originalmente en 2001, 2003 y 2009 y de la indiciación del impuesto mínimo alternativo (AMT).
- 2) Se refiere, principalmente, a la expiración prevista de la posibilidad de amortizar de forma acelerada la inversión en capital fijo.
- 3) Incluido el incremento de los tipos impositivos sobre las rentas del trabajo y la inversión de los contribuyentes con altos ingresos. *Fuente:* Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

se llega a un acuerdo político en el Congreso— ha sido parcialmente compensado por la aprobación de la ley conocida como el "Acuerdo sobre el precipicio fiscal" (The American Taxpayer Relief Act of 2012 - Public Law 112-240)⁹.

Esta Ley de Ayuda al Contribuyente Americano de 2012, que entró en vigor el 1 de enero de 2013, moderó significativamente el aumento de los impuestos, en relación al escenario del "precipicio fiscal", y aplazó el *sequester* hasta marzo de 2013. Las principales medidas de esta ley son:

- a) Por el lado de los ingresos públicos:
 - Prevé un aumento de las recaudaciones de impuestos de 600.000 millones de dólares durante los próximos diez años, pero la carga de este aumento de impuestos se distribuye de manera desi-

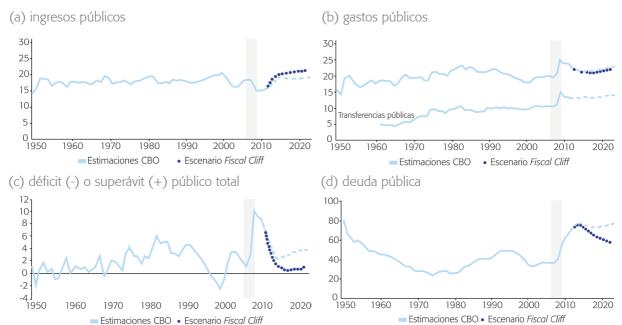
gual entre los grupos de ingresos, incidiendo en mayor medida en las rentas más altas.

- Convierte en permanente el nivel actual de los tipos impositivos para un 98% de las familias y un 97% de los pequeños negocios.
- Para los que ganan hasta 400.000 dólares al año (450.000 dólares en declaraciones conjuntas), el mayor impacto está en la eliminación de la reducción de los impuestos del seguro social de la nómina.
- Eleva el impuesto para las parejas con rentas anuales superiores a los 450.000 dólares a un tipo del 39,6%, como hace dos décadas, en lugar del 35% actual, y tam-

⁹ Véase el texto de la Ley en el siguiente enlace: http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr8enr/pdf/BILLS-112hr8enr.pdf

Gráfico 5

Evolución temporal y proyecciones de las principales variables macroeconómicas fiscales de EE.UU., 1950-2023 (en % del PIB)



Nota: El área sombreada es el periodo de la crisis financiera y la posterior recesión económica (2007-2009). Las transferencias públicas recogen los gastos públicos en prestaciones por desempleo, asistencia médica y pensiones, fundamentalmente. La deuda pública que aparece en el gráfico es la deuda en manos del público excluida las tenencias de las agencias federales.

Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

bién se les aumentan los tipos impositivos sobre las ganancias de capital y dividendos.

- b) Por el lado de los gastos públicos:
 - Aplaza por dos meses los recortes automáticos (sequester) previstos en el gasto del gobierno federal.
 - Amplía por un año el subsidio de emergencia por desempleo que beneficia a dos millones de estadounidenses.

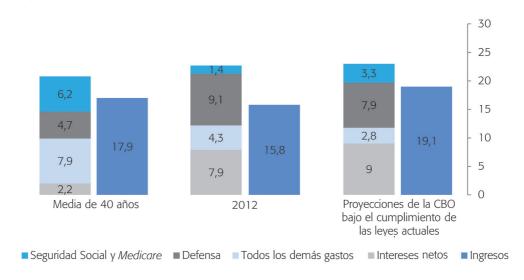
En el gráfico 5 se muestra la evolución temporal de los ingresos públicos, los gastos públicos, el

Se espera que el déficit público disminuya bruscamente en el escenario fiscal cliff del -6,9% del PIB en 2012, al -4,0 % en 2013, al -2,4 % en 2014, y al -1,2 % en 2015.

déficit público federal y el *stock* de deuda pública desde 1950, todo ello en porcentaje del PIB. También se presentan las cifras de las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) hasta 2023, bajo el supuesto de que las leyes actuales en vigor, relacionadas con los ingresos y gastos públicos, serán aplicadas y no serán modificadas (estimaciones CBO) y, alternativamente, con el escenario de la aplicación completa de la Ley de Control Presupuestario de 2011 (escenario *fiscal cliff*).

Como se puede observar en el gráfico 5, según las últimas estimaciones de la CBO se espera que el déficit público disminuya bruscamente en el escenario fiscal cliff del -6,9% del PIB en 2012, al -4,0 % en 2013, al -2,4 % en 2014, y al -1,2 % en 2015. Como consecuencia del ajuste rápido del desequilibrio presupuestario, el stock de deuda pública cae progresivamente del 76,2% del PIB, previsto en 2013, al 60% del PIB en 2023.

Ingresos públicos y estructura del gasto público en 2012, 2023 y media del periodo 1973-2012 (en % del PIB)



Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

Gráfico 6

El problema de este escenario es que tanto la CBO (2012b) como el FMI (2012) estiman que la aplicación estricta de esta política fiscal tan restrictiva, —en la hipótesis de que la actual política monetaria expansiva no varía— llevaría a una caída muy significativa del crecimiento de la economía de los EE.UU. y, en última instancia, a un alza en la tasa de desempleo.

En el gráfico 6 se comparan los ingresos públicos y las diferentes categorías de gasto público, en porcentajes del PIB, en tres escenarios: a) la media de los últimos cuarenta años (1973-2012); b) la situación actual, con cifras de 2012; c) las proyecciones de la CBO para el año 2023, bajo el supuesto de que las leyes actuales en vigor, relacionadas con los ingresos y gastos públicos, sean aplicadas y no sufran ninguna modificación en el futuro (escenario CBO sin la aplicación estricta del fiscal cliff).

De las cifras del gráfico 6 cabe destacar —si no se produjera ningun cambio en las leyes fiscales actuales en el horizonte del 2023— que seguirían aumentando los pagos por intereses de la deuda; y, sobre todo, los gastos obligatorios relacionados con la pensiones de la Seguridad Social y el *Medicare*. Este es el escenario que se vislumbra, y todo ello, a pesar de la caída sustancial de los gastos de defensa y del significativo aumento de los ingresos públicos, que se situarían en 2023 en el 19,1% del PIB, claramente por encima de la media de los últimos cuarenta años (17,9%). La consecuencia es que el déficit presupuestario terminaría en 2023 en el -3,9% del PIB, por encima de la media de los últimos cuarenta años (-3,1%); y el *stock* de deuda pública, en porcentaje del PIB, se mantendría a finales de 2023 en niveles del año 2013, en el 77%.

Las negociaciones políticas para evitar el "precipicio fiscal"

Entre los economistas académicos hay un consenso sobre los efectos negativos que los elevados porcentajes del *stock* de deuda pública sobre el PIB tienen sobre la economía en el medio y largo plazo: a) El efecto expulsión (*crowding-out*) de la inversión privada; b) La caída en el margen de maniobra de la política económica para responder a perturbaciones negativas sobre la economía; c) El

Cuadro 2 **Perspectivas presupuestarias bajo diferentes proyecciones**(en porcentaje del PIB)

	Media de 40 años	2012	Proyecciones de la Oficina de Presupuestos del Congreso bajo la ley actual	Estimaciones de los republicanos de la Cámara de acuerdo con su plan	Estimaciones de los demócratas del Senado de acuerdo con su plan
				2023	
Ingresos	17,9	15,8	19,1	19,1	19,8
Total Gastos	21,0	22,8	22,9	19,1	21,9
Seguridad Social y <i>Medicare</i>	6,2	7,9	9,0	8,8	8,9
Defensa	4,7	4,3	2,8	2,7	2,4
Intereses deuda pública	2,2	1,4	3,3	2,4	3,1
Resto de gastos	7,9	9,1	7,9	5,2	7,7
Déficit	-3,1	-7,0	-3,8	0,0	-2,2

Nota: Media de 40 años, 1973-2012.

Fuente: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

aumento de los riesgos de crisis de la deuda soberana y de posibles huidas de capitales al exterior (episodios de *sudden stop*).

No obstante, una rápida reducción del nivel de la deuda pública puede ser perjudicial para la economía, en el medio y largo plazo, si el ajuste en el déficit público se realiza aumentando en exceso los tipos marginales impositivos sobre el trabajo y el capital, y reduciendo en exceso la inversión pública o las transferencias públicas a los hogares de menor renta. Tampoco habría que olvidar los posibles efectos no deseados del ajuste fiscal sobre la distribución de la renta inter e intrageneracional.

Pero también parece emerger un nuevo consenso, derivado de la experiencia negativa de los recientes procesos de consolidación fiscal en la zona del euro. En este caso, un excesivo y rápido ajuste fiscal puede llevar a la economía, en el corto plazo, a una profundización de la recesión.

Teniendo en cuenta todos los argumentos, con el inicio del nuevo mandato de la Administración Obama se retomaron las negociaciones entre los republicanos y los demócratas para lograr un acuerdo para evitar la entrada en vigor del ajuste automático fiscal (*sequester*) aplazado del 1 de enero al 1 de marzo de 2013.

Como se puede ver en el cuadro 2, las propuestas de los dos partidos no difieren apenas respecto al escenario base de la CBO en el mantenimiento de los programas de gasto público obligatorios de la Seguridad Social y del programa de salud *Medicare*. Por el contrario, sus estimaciones divergen sustancialmente en el peso del ajuste presupuestario de los ingresos y de otros programas de gasto público obligatorios y no obligatorios, y en la necesidad de equilibrar o no el déficit público en el horizonte del 2023.

Por un lado, la mayoría republicana de la Cámara de Representantes propone el equilibrio presupuestario en el horizonte del 2023, manteniendo el aumento de los ingresos públicos previstos según el escenario base de la CBO, pero con grandes recortes en muchos programas de

gasto público obligatorios (pensiones públicas de funcionarios civiles, militares y veteranos de guerra, *Medicaid*, *CHIP*, prestaciones por desempleo y diversas ayudas públicas a hogares con rentas bajas, y también en diversos programas de gastos discrecionales no relacionados con la defensa). Estos recortes estarían recogidos en la rúbrica "otros gastos" y supondrían una caída de 2,7 puntos porcentuales del PIB respecto al escenario base de la CBO. Finalmente, dejarían inalterados el peso sobre el PIB de los gastos obligatorios de la Seguridad Social y el programa de Salud *Medicare* y los gastos no obligatorios de defensa.

Por otro lado, la mayoría demócrata del Senado propone mayores subidas en los ingresos, una mayor caída en los gastos no obligatorios relacionados con la defensa y el mantenimiento de los programas de gasto público recogidos en su conjunto en la rúbrica "otros gastos". En este caso, no se alcanzaría el equilibrio presupuestario en 2023, con una previsión del déficit presupuestario del -2,2% del PIB al final de los diez años de ajuste.

Finalmente, el acuerdo entre republicanos y demócratas para evitar el *sequester* no se alcanzó, y el 1 de marzo de 2013 entró en vigor el ajuste automático de los programas de gasto previstos en la Ley de Control Presupuestario de 2011. Los principales recortes suponen la reducción progresiva durante el año fiscal 2013 de 85.400 millones de dólares (y recortes similares se producirán en los años fiscales de 2014 hasta 2021) que

afectarán a los programas de Defensa, Aeropuertos, Aduanas y Protección de Fronteras, Educación, Becas y Ciencia, fundamentalmente. Bajo este ajuste automático, la CBO prevé que el PIB baje en 2013 el 0,7 puntos porcentuales y se destruyan al menos 750.000 puestos de trabajo.

Para el periodo 2014-2023, el *sequester* supondrá según las estimaciones de la CBO (2013a, 2013b) recortes totales de 995.000 millones de dólares, con un ahorro estimado de 228.000 millones de pagos por intereses de la deuda pública y una reducción de 1,2 billones en el *stock* de deuda pública.

Referencias

- Congressional Budget Office (2012a), *The 2012 Long-Term Budget Outlook*, CBO, Congress of the United States, Washington, junio.
- (2012b), Economic Effects of Reducing the Fiscal Restraint that is Scheduled to Occur in 2013, Washington, mayo.
- (2013a), The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023, CBO, Congress of the United States, Washington, febrero.
- (2013b), Updated Budget Projections: Fiscal Years 2013-2023, CBO, Congress of the United States, Washington, mayo.

FMI (2012), 2012 Spillover Report, IMF, Washington, julio.

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

FATCA: El control fiscal internacional de cuentas bancarias de ciudadanos estadounidenses

Daniel Coronas Valle*

Una nueva palabra surge en la terminología económica y financiera: FATCA. Se trata del acrónimo de *Foreign Account Tax Compliance Act* (Ley de Cumplimiento Fiscal para Cuentas en el Extranjero), una norma estadounidense aprobada en 2010, con entrada en vigor en 2013, cuyo objetivo es evitar la evasión fiscal de los contribuyentes norteamericanos que dispongan de cuentas y productos financieros en el extranjero. Una pieza clave para esta estrategia de la Administración de EE.UU. es lograr que una gran mayoría de países faciliten el intercambio de información fiscal sobre tales contribuyentes.

La legislación va dirigida a ciudadanos norteamericanos que residen fuera de EE.UU. y que obtienen rentas fuera del país (se calcula que entre seis y siete millones de personas en todo el mundo). Debe recordarse que en EE.UU. las obligaciones impositivas van aparejadas a la condición de ciudadano estadounidense, independientemente de dónde se resida, a diferencia de España y de la mayoría de los países, en los que prevalece el criterio de la residencia fiscal. En la actualidad se estima que residen en nuestro país unos 35.000 ciudadanos norteamericanos.

En un nivel teórico podemos distinguir entre:

- Dinero procedente del blanqueo de capitales con origen en actividades delictivas, tales como el tráfico de drogas, de armas y la trata de blancas.
- Dinero sin ese origen delictivo que incumple las obligaciones impositivas; la elusión, aunque no conlleva ilegalidad directa, permite que quienes la practican (incluyendo grandes grupos multinacionales a través de la "planificación fiscal agresiva") aprovechen vacíos legales en el sistema jurídico internacional para reducir notablemente sus pagos al fisco correspondiente.

El legislador norteamericano, desde el 11-S, busca equiparar ambos conceptos haciéndolos perseguibles y punibles en diferente medida; por eso FATCA se origina realmente como una norma de seguridad nacional para EE.UU.

Ya en el año 2001 aparece el régimen QI (Qualified Intermediary) que fue un primer intento de reducir por parte de la Administración norteamericana las ventajas del secreto bancario sobre productos como los valores en jurisdicciones offshore

^{*} Responsable de la Unidad FATCA de Unicaja Banco. Escribe este artículo a título personal.

(nótese que para EE.UU. offshore es todo aquello que esta fuera de sus fronteras). Mediante este régimen se trataba de identificar personas estadounidenses que invertían en valores USA a través de intermediarios extranjeros.

En el año 2007 la Autoridad Fiscal norteamericana (IRS) descubrió uno de los mayores fraudes fiscales de la historia de Estados Unidos al detectar que el ciudadano de origen ruso, pero de ciudadanía americana, Igor Olenicoff había defraudado al fisco cientos de millones de dólares a través de la creación de diversas sociedades offshore en paraísos fiscales mediante cuentas abiertas en la entidad suiza UBS. Aprovechando una laguna legal había dejado de declarar los beneficios de todas esas empresas pantalla creadas específicamente para dificultar el rastro de un único propietario y patrimonio. Curiosamente, la colaboración de su gestor bancario a la hora de revelar el entramado societario fue determinante para aflorar todo el proceso desembocando en la mayor recompensa por colaboración con las autoridades judiciales americanas de toda la historia judicial del país: 80 millones de dólares.

Desde ese momento fueron investigadas diversas entidades, no solo suizas, con base en Estados Unidos. El Gobierno americano supo cubrir el vacío legal concibiendo la creación de una ley que le permitiera conocer en todo momento qué ciudadanos americanos o residentes USA contribuyen al fisco y cuáles son sus inversiones y dónde se sitúan. FATCA es pues un instrumento de información que aspira a convertirse en mecanismo automático en el contexto internacional. Es evidente que todos los gobiernos del mundo, de cualquier signo y tipología, están interesados en una herramienta que les posibilite recaudar más y mejor. De hecho se estima que ya antes de su entrada en vigor FATCA ha recaudado cerca de 3 billones de dólares por su efecto disuasivo y movilizador.

La ONG Tax Justice Network, que habitualmente estudia y denuncia casos de corrupción política y financiera, estimó en un estudio publicado a finales de 2012 en 9,2 billones de euros el capital mundial que podría estar ubicado en paraísos fiscales. Otras fuentes elevan esa cifra a más de 11 billones, lo que en términos cuantitativos supondría casi un 80% del valor del PIB de EE.UU.

La Comisión Europea, en abril de 2013, ha estimado que el fraude fiscal en el conjunto de la Unión Europea puede tener un volumen anual de un billón de euros, cifra que superaría el presupuesto comunitario para los próximos siete años. Se infiere de todo ello la necesidad de una actuación urgente.

En este sentido, las cifras que arroja el fraude fiscal en España son alarmantes: entre un 7 y un 8% de nuestro PIB; Estos datos, recogidos en un estudio publicado en 2011 por la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas), inspiran comentarios como el del prestigioso economista profesor Victorio Valle al indicar que "una pérdida de ingresos tan notable que podría, de ser resuelta, hacer desaparecer el déficit público español" (Discurso de Investidura como Doctor Honoris Causa por la UNED 28-02-13).

En el plano internacional, EE.UU. negocia con más de 75 países de todo el mundo la aplicación de diversos acuerdos FATCA. En el ámbito de la UE destaca la firma de una Declaración Conjunta (febrero 2012) entre el llamado G-5 (Reino Unido, Alemania, Francia, Italia y España) y EE.UU. para la creación de acuerdos de aplicación directa de FATCA.

El 10 de abril de 2013 los ministros de Hacienda del mencionado G-5 han anunciado su intención de trabajar sobre la base de FATCA para crear un sistema de intercambio automático de información fiscal al mismo tiempo que urgen a la UE ,mediante el envío de una carta dirigida al comisario de fiscalidad Algirdas Semeta, sobre el desarrollo e implantación de los artículos 8 y 19 de la Directiva Comunitaria 2011/16/UE sobre cooperación administrativa en fiscalidad y asistencia mutua así como una actualización inmediata de la Directiva 2003/48/CE sobre fiscalidad de los rendimientos del ahorro.

En este sentido debemos interpretar las recientes actuaciones comunitarias frente a paraísos

fiscales europeos (caso de Chipre), claramente inspiradas por FATCA así como la disposición actual de países como Luxemburgo (para 2015) o Austria a suprimir/relajar el secreto bancario, aún vigente en ellos, al objeto de no quedar aislados en el panorama financiero europeo e internacional.

Deviene necesario actuar contra los paraísos fiscales y la evasión fiscal, propiciando la transparencia, dentro de esta tendencia general al intercambio automático de información fiscal entre Estados que tiene su origen en la OCDE y en sus manuales sobre intercambio de información (2006) y que ha sido impulsada decisivamente desde la Cumbre del G-20 en 2009.

Junto a esta legislación de origen norteamericano han surgido iniciativas como la suiza RUBIK, permitiendo el cumplimiento fiscal de contribuyentes con cuentas en Suiza, aunque sin intercambiar información personal acerca de los mismos. Actualmente Reino Unido y Austria tienen firmados acuerdos de esta naturaleza con Suiza, mientras que Alemania aún no lo ha ratificado.

Para poder cumplir con FATCA se puede optar entre dos escenarios alternativos:

- aplicación directa de las normas estadounidenses (US Final Regulations)
- mediante la suscripción de acuerdos bilaterales con EE.UU.

Estos acuerdos bilaterales se basan en dos modelos opcionales de acuerdo intergubernamental (IGA, en inglés) que facilitan la implantación de FATCA. En tales modelos se eliminan impedimentos legislativos domésticos (protección de datos, secreto bancario, etc.) y se adecúan los objetivos de la norma inicial reduciendo las cargas administrativas impuestas a gobiernos y entidades participantes.

Por el momento siete países han firmado tales acuerdos: Reino Unido, México, Dinamarca, Irlanda, Suiza, Noruega y España.

El 26 de julio de 2012 el Departamento del Tesoro norteamericano publicó el Modelo 1 de acuerdo intergubernamental basado en la idea de envío directo de datos fiscales por parte de las entidades financieras a la autoridad financiera de su país para que posteriormente la remita al IRS (Autoridad Fiscal norteamericana). Dentro de este tipo de acuerdo encontramos el que conlleva reciprocidad (no necesariamente simétrica) de información por los dos Estados firmantes (Modelo 1A) y el que no la conlleva (Modelo 1B).

El 14 de noviembre de 2012 se publicó el Modelo 2 por el cual una entidad firmante acuerda intercambiar directamente con el IRS información fiscal de clientes americanos. Este tipo de acuerdo no conlleva reciprocidad directa de información entre las partes firmantes.

La utilización de cualquiera de estos dos modelos no ofrece exenciones a la información requerida por FATCA en relación a las *Final Regulations* pero sí, como se ha explicado, un marco legal de mayor facilidad técnica para su cumplimiento.

Entre estas facilidades citamos la eliminación de retenciones de fondos y la posibilidad de obtener información tributaria recíprocamente. La reciprocidad es un elemento que beneficia a cualquier gobierno como una medida de transparencia y reparto equitativo de la presión fiscal.

Por otra parte los países que opten por aplicar directamente las *Final Regulations* mantienen la necesidad de que sus entidades financieras y aseguradoras retengan fondos.

La mención a la retención de un 30% de fondos tiene aquí una doble acepción:

- sobre ciertos pagos con origen en los Estados Unidos dirigidos a una entidad financiera no participante en FATCA,
- o de titulares de cuentas que no están dispuestos a proporcionar la información o documentación requerida, denominados por esta ley "recalcitrantes".

En la práctica todo esto acarrea para los países y sus entidades un riesgo de exclusión financiera internacional en el caso de no participar en FATCA. El régimen de retenciones será efectivo desde el 1 de enero de 2014.

España se ha acogido a la fórmula del acuerdo bilateral, y así el 20 de noviembre de 2012 se anunciaba por parte del Ministerio de Hacienda "la rúbrica de un acuerdo para la mejora del cumplimiento fiscal internacional y aplicación de FATCA. Dicho acuerdo se basa en el modelo elaborado en julio de ese año conjuntamente por Reino Unido, Alemania, Italia, Francia, Estados Unidos y España. La firma y publicación de este acuerdo está prevista a lo largo 2013" (notas de prensa del Ministerio de Hacienda de 20 de noviembre y 14 de enero de 2013).

El 12 de abril de 2013 el Consejo de Ministros autorizó la firma del Acuerdo con EE.UU. para "la mejora del cumplimiento fiscal internacional y la aplicación de FATCA" (nota de prensa del Ministerio de Hacienda de 12 de abril de 2013).

El 14 de mayo de 2013 se firmaba este *Acuerdo Bilateral* para la aplicación de FATCA entre España y los Estados Unidos de América.

El acuerdo sigue la línea marcada por la OCDE y la UE en su lucha contra el fraude fiscal y los paraísos fiscales intensificando la presión internacional de los gobiernos sobre los mismos.

Iniciativas como la recientemente aprobada Ley española contra el Fraude Fiscal (Ley 7/2012) así como la Resolución de 8 de marzo de 2013 de la Dirección General de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria por la que se aprueban las directrices generales del Plan Anual de Control Tributario y Aduanero de 2013 (BOE de 12 de marzo de 2013), están inspiradas y en sintonía con la filosofía marcada por FATCA.

A mayor abundamiento "la Agencia Tributaria potenciará el control de la actividad transfronteriza que realicen tanto los obligados tributarios españoles en el exterior como los inversores extranjeros en España para evitar el deterioro de las bases imponibles que deban tributar en España y prestará especial atención a las relaciones económicas de residentes en territorio español con territorios de baja tributación al objeto de evitar la elusión fiscal. Asimismo se realizarán análisis exhaustivos de los acuerdos de intercambio de información suscritos con los mencionados territorios al objeto de garantizar su correcto cumplimiento y explotación para la detección de bolsas de fraude constituidas al amparo de dichas jurisdicciones o en otro caso denunciar su falta de cumplimiento".

Como consecuencia de esta última Resolución se crea la Oficina Nacional de Fiscalidad Internacional, que será la encargada, muy previsiblemente, entre otras funciones, de coordinar la implantación de FATCA y recabar la información anual de cada entidad financiera antes de remitirla a EE.UU. así como recibir, por la reciprocidad del acuerdo, los datos de contribuyentes españoles que tengan rentas o patrimonio en EE.UU.

Para aplicar FATCA, en cualquiera de los dos escenarios mencionados, las entidades financieras, tendrán que registrarse *online* ante el IRS antes del 25 de octubre de 2013 tras lo cual recibirán un número de identificación (GIIN) con el que operar en el ámbito de esta ley. Posteriormente, el IRS publicará con carácter periódico una lista de entidades participantes en FATCA, la primera de las cuales verá la luz el 2 de diciembre de 2013.

Los tres ejes sobre los que FATCA pivota son:

- a) Identificación/verificación de los ciudadanos americanos (en base a unos indicios para clientes/cuentas preexistentes y autocertificados del cliente para clientes/cuentas nuevas).
 - b) Reporting.
 - c) Retenciones, en su caso.

¿A quién afecta FATCA?

La norma clasifica en dos los tipos de personas: físicas *(US persons)* y jurídicas *(US entities)*, aque-

llas empresas o sociedades donde una *US person* tiene más del 25% del capital social. La norma cataloga hasta ocho tipos de sociedades posibles y detalla sus características y régimen legal.

Dentro de estas reglas específicas, los llamados "indicios", ayudan a determinar que no solo la nacionalidad norteamericana acarrea obligaciones tributarias en los Estados Unidos; casos más complejos como supuestos de doble nacionalidad siendo una de ellas norteamericana, la residencia en EE.UU. o el lugar de nacimiento otorgan la condición de contribuyente norteamericanos.

Entre los conceptos que determinan un *US* person podemos mencionar aquellos ciudadanos con doble nacionalidad (norteamericana y otra), ciudadanos norteamericanos aun cuando no residan en EE.UU., personas físicas con pasaporte americano, nacidos en EE.UU. salvo renuncia expresa a la nacionalidad, residentes permanentes en EE.UU. (titulares de *green card*), test de presencia sustancial para un extranjero que permanece al menos 183 días con contrato o supuestos de estancias menores y que excluyen a diplomáticos, profesores, deportistas o estudiantes.

Conviene recordar que territorios como Puerto Rico, Islas Vírgenes americanas, Samoa americana, Isla de Guam o Islas Marianas del Norte son fiscalmente territorio estadounidense sujeto a tributación bajo normas estadounidenses.

Según cada caso se solicitará una documentación al cliente (habitualmente el documento americano W-8BEN) para acreditar su auténtico estatus: residente o nacional americano u otra situación jurídica.

En el caso de las cuentas nuevas, abiertas desde el 1 de enero de 2014, bastará con solicitar y obtener del cliente un autocertificado *(self certification)* que defina su estatus.

Por su parte, los clientes de las entidades financieras se encuentran obligados a aportar la documentación que les sea solicitada (TIN o Número de Identificación Fiscal norteamericano, modelos norteamericanos como el W9 o W8-BEN, pasa-

porte, *green card*, certificado de residencia, *self certification*, etcétera).

Como se ha expresado, la labor de localización e informe de los activos de contribuyentes americanos recae en las entidades financieras y de seguros de todo el mundo que deberán aportar datos de sus clientes norteamericanos a la autoridad fiscal competente. Los datos que, por lo general, una entidad financiera o aseguradora está obligada legalmente a facilitar al fisco son entre otros: nombre y número fiscal del cliente, saldo de cuentas, dirección etc.). Estos datos en el caso de España van a ser remitidos a la Autoridad Fiscal española para su posterior reenvío al IRS.

Precisamente por esto las entidades financieras y aseguradoras deberán comunicar a sus clientes el inicio del régimen legal implantado por FATCA y para ello tendrán que analizar previamente sus bases de datos buscando la identificación/verificación de esos clientes con perfil inicial norteamericano.

Asimismo estas entidades se verán compelidas a introducir ciertos clausulados en los contratos de productos afectados por la regulación FATCA y previsiblemente habrán de formar a su personal en esta nueva legislación de obligado cumplimiento como legislación nacional.

¿A qué productos afecta FATCA?

- Capital, donde incluimos entre otros: cuentas corrientes, depósitos, acciones, bonos, pagarés, swaps, cds, participaciones en instituciones de inversión colectiva, seguros de ahorro, seguros de rentas.
- Rentas, donde incluimos entre otros: intereses, dividendos, otros conceptos abonados en las cuentas financieras, importes derivados de venta de activos financieros, rentas de contratos de seguros u otros.

Estos productos habrá que informarlos a partir de unos *umbrales mínimos* que incluirán todos los saldos acumulados del cliente:

- Cuentas de menor valor: aquellas que contengan entre 50.000 a 1.000.000 de dólares (o su contravalor correspondiente); para estos casos la entidad financiera/aseguradora satisface la ley confiando a efectos de indicios en la información electrónica de que disponga.
- Cuentas de mayor valor: aquellas que superen el millón de dólares (o su contravalor). Se requiere por parte de la entidad financiera/aseguradora una búsqueda manual adicional en sus archivos junto a la información electrónica.

Las reglas aplicables sobre agregación de saldos implican:

- a) todas las cuentas en las que el titular tenga disposición,
- b) se computa el 100% de la cuenta (indistintamente de si el cliente sí es autorizado o cotitular).

¿Desde cuándo actúa FATCA?

La fecha de apertura de la cuenta o producto determina el régimen aplicable, de tal suerte, que aquellas que lo hayan sido antes del 31 de diciembre de 2013 se consideran preexistentes y se consideran nuevas, aquellas que lo sean desde el 1 de enero de 2014.

Una vez llegado el momento del envío de información (fase denominada en la ley *Reporting*) este se realizará escalonadamente, de forma que cada año, hasta el 2017, se agregará algún dato nuevo más sobre la información del año anterior.

El primer informe o *Reporting* se realizará con fecha límite el 30 de septiembre de 2015 y comprende información de los años 2013 y 2014. En él se incluirá nombre, dirección, TIN (Número Identificativo Fiscal norteamericano), número de cuenta o producto, nombre y número de la entidad financiera y saldo del contrato a finales de 2014 o cierre de esa cuenta o contrato.

El segundo informe, con información de 2015, se entregará con fecha límite el 30 de septiembre de 2016 e incluirá la misma información del primer reporte y, en casos de contratos de custodia, el importe bruto total de intereses o dividendos, sobre depósitos, así como el importe bruto total de intereses pagados en cuenta y, en otros casos, el importe bruto total de lo pagado al tenedor correspondiente.

Los siguientes informes, siempre con periodicidad anual y fecha límite 30 de septiembre del año correspondiente, afectarán a información sobre 2016 y años sucesivos incluyendo la misma información del segundo informe citado junto a los ingresos brutos totales derivados de la venta o amortización de activos respecto de las cuentas de depósito.

En paralelo será preceptivo el nombramiento en cada entidad financiera o de seguros de un responsable (denominado en la ley Responsible Officer), figura que coordinará el adecuado cumplimiento de su entidad con respecto a FATCA y certificará, en diversas ocasiones, que la entidad cumple con las exigencias de esta normativa. Estas certificaciones serán remitidas a la Autoridad Fiscal norteamericana (IRS). El modelo de certificación está inspirado en los modelos piramidales de responsabilidad aplicados por el organismo regulador de los mercados norteamericanos de valores, la Securities and Exchange Commission (SEC).

Así en una primera certificación habrá de asegurarse que ningún empleado de la entidad en cuestión ha revelado información alguna a clientes tendente a la elusión de la propia FATCA. El periodo incluido en esta certificación abarca desde el 6 de agosto de 2011 hasta la fecha efectiva del acuerdo FATCA para la entidad financiera en cuestión. En esta línea las entidades están optando por publicar circulares internas con estas instrucciones o remitir por medios telemáticos tal información a sus empleados.

Una posterior certificación garantizará la completa revisión de todas las cuentas preexistentes de mayor valor de una entidad (aquellas de más de un millón de dólares o su contravalor).

Otra certificación garantizará que la entidad financiera ha completado los procesos de identificación y

documentación para todas las cuentas preexistentes y que no se ha ocultado ninguna información en el proceso.

Las certificaciones deben renovarse cada periodo de tres años.

Por último hay que recordar que FATCA ha entrado en vigor el 1 de enero de 2013 y por tanto es una legislación plenamente efectiva pese a que parte de su desarrollo irá generándose posteriormente.

Conclusión

Como puede apreciarse, se aproxima un auténtico aluvión de cambios legalmente necesarios para la industria bancaria, auténtica protagonista de la aplicación y cumplimiento de esta normativa; un número considerable de estos cambios incidirá desde un inicio en los procedimientos de contratación de productos o servicios de banca y seguros por lo que cualquier cliente se verá afectado indirectamente por ellos. Los deberes de los clientes consisten básicamente en aportar la documentación que se les solicite para determinar su estatus de nacionalidad/residencia y consiguientemente, su tributación. Pese a quedar pendientes determinados aspectos de desarrollo legislativo, esta innovadora normativa debe ser considerada un "organismo vivo en constante crecimiento". Al mismo tiempo devendrán necesidades técnicas (herramientas informáticas específicas para la diligencia debida con la posible creación/adopción incluso de una solución sectorial en España), pero podemos afirmar sin duda que estamos ante un corpus jurídico que configurará un hito en la cooperación fiscal internacional contra el fraude, los paraísos fiscales y la evasión fiscal.

El espíritu y la finalidad de FATCA como Acuerdo Internacional es evitar la ocultación de patrimonios (en sentido amplio), así como servir de "patrón" para posteriores acuerdos multilaterales. En esta línea encuadramos las palabras del presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durao Barroso, al reclamar "un enfoque global para mejorar la gobernanza fiscal en todas partes" (Discurso ante la Asamblea de Naciones Unidas de 14 de abril 2013).

FATCA permitirá que los fiscos, hoy norteamericano y español y pronto de toda la UE y gran parte de los países de la OCDE, conozcan información fiscal relevante de sus ciudadanos de manera automática, con independencia de donde se localicen sus cuentas y rendimientos.

En un entorno globalizado, la lucha contra el fraude y la presión internacional sobre este, debe ser también global.

Este automatismo es el factor más novedoso de FATCA.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

					Г	Constru	Bruta de Capital Fi	JO			Domanda	د ماط-
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Total	Total	Vivienda	Otras	Bienes de equipo y otros productos	Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterio (a)
				Volum	en enca	denado,	tasas de crecim	iento interanua	ales			
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	-2,1	-3,7	-9,1	-11,5	-8,0	-14,6	-4,9	3,1	-5,0	-3,9	2,5
2013	-1,5	-3,0	-3,4	-7,4	-9,2	-7,9	-10,4	-4,5	3,0	-4,4	-3,9	2,4
2014	0,7	-0,3	-1,5	-2,5	-4,6	-3,6	-5,5	0,5	6,3	1,7	-0,9	1,6
2012 I	-0,7	-1,3	-3,8	-7,4	-9,5	-6,8	-11,9	-3,5	2,1	-5,9	-3,1	2,4
II	-1,4	-2,2	-2,8	-9,2	-11,6	-7,9	-14,9	-4,7	2,7	-5,2	-3,8	2,4
III	-1,6	-2,1	-4,0	-9,7	-12,4	-8,7	-15,8	-4,8	4,2	-3,4	-4,0	2,4
IV	-1,9	-3,0	-4,1	-10,3	-12,3	-8,7	-15,7	-6,5	3,2	-5,4	-4,7	2,8
2013 I	-2,0	-3,9	-4,3	-9,0	-11,3	-9,1	-13,3	-5,2	4,5	-5,1	-4,9	2,9
II	-1,8	-3,3	-4,2	-7,7	-9,5	-8,1	-10,8	-4,9	4,4	-4,0	-4,4	2,6
III	-1,6	-3,2	-2,5	-7,8	-8,6	-7,9	-9,3	-6,5	0,5	-6,8	-3,9	2,3
IV	-0,7	-1,5	-2,5	-4,9	-7,3	-6,5	-8,0	-1,2	2,9	-1,8	-2,2	1,6
2014 I	0,1	-1,2	-1,6	-4,3	-6,0	-5,0	-7,0	-1,8	6,0	0,4	-1,7	1,8
II	0,6	-0,6	-1,7	-3,0	-5,0	-3,9	-6,0	0,0	6,0	1,2	-1,1	1,6
Ш	1,0	0,0	-1,3	-1,8	-4,1	-3,1	-5,0	1,4	6,5	2,3	-0,6	1,5
IV	1,2	0,5	-1,5	-0,8	-3,2	-2,5	-3,9	2,5	6,8	2,8	-0,3	1,5
			Volume	n enca	denado,	tasas de	crecimiento int	tertrimestrales	anualizadas			
2012 I	-1,8	2,1	-4,2	-9,5	-13,8	-7,8	-18,9	-1,2	-9,9	-7,7	-1,2	-0,6
II	-1,5	-4,2	-1,3	-11,8	-14,8	-11,0	-18,2	-6,4	7,3	-5,2	-5,3	3,7
III	-1,3	-2,1	-9,8	-4,9	-9,8	-6,3	-13,1	3,9	21,8	11,3	-4,4	3,1
IV	-3,1	-7,6	-1,0	-14,5	-10,8	-9,5	-12,2	-20,4	-3,7	-17,9	-7,8	4,7
2013 I	-2,1	-1,5	-4,7	-4,4	-9,6	-9,4	-9,5	4,2	-5,2	-6,5	-2,6	0,5
II	-0,8	-2,1	-1,0	-6,7	-7,7	-7,2	-8,2	-5,0	6,6	-0,5	-2,8	2,0
III	-0,3	-1,3	-3,2	-5,0	-6,4	-5,4	-7,3	-2,8	4,8	-1,1	-2,4	2,0
IV	0,6	-1,0	-1,2	-3,7	-5,5	-4,1	-6,8	-0,8	6,0	1,2	-1,4	2,0
2014 I	0,9	-0,3	-1,0	-2,0	-4,5	-3,2	-5,6	1,4	6,4	1,9	-0,7	1,5
II	1,2	0,4	-1,4	-1,2	-3,5	-2,8	-4,2	2,2	6,7	2,9	-0,3	1,5
III	1,2	0,8	-1,4	-0,4	-2,8	-2,1	-3,4	2,9	6,9	3,0	0,0	1,2
IV	1,3	1,0	-2,2	0,2	-2,1	-1,8	-2,3	3,4	7,0	3,2	0,2	1,1
	Precios corrientes (mm.					Porce	entaje del PIB a	precios corrie	ntes			
2007	euros)	F7.4	10.7	707	21.0	10.0	0.7	2.2	200	77.0	1007	
2007	1.053,2	57,4	18,3	30,7	21,9	12,2	9,7	8,8	26,9	33,6	106,7	-6,7
2008	1.087,8	57,2	19,5	28,7	20,2	10,8	9,4	8,4	26,5	32,3	105,8	-5,8
2009	1.048,1	56,5	21,3	23,6	16,8	8,1	8,7	6,8	23,9	25,8	101,9	-1,9
2010	1.048,9	58,0	21,4	22,3	15,1	7,1	8,0	7,2	27,2	29,4	102,2	-2,2
2011	1.063,4	58,3	20,9	21,1	13,6	6,4	7,2	7,4	30,3	31,1	100,8	-0,8
2012	1.049,5	59,2	20,1	19,1	11,8	5,6	6,2	7,3	32,2	31,2	99,0	1,0
2013	1.043,7	58,6	19,7	17,5	10,4	4,9	5,5	7,2	33,8	30,2	96,4	1,9
2014	1.059,4	58,2	18,9	16,8	9,6	4,6	5,0	7,2	36,0	30,7	94,7	5,3

^{*} Datos corregidos de estacionalidad y calendario. (a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

Gráfico 1.1 - PIB Tasas de crecimiento 5 4 3 2 1 0 -1 -2 -3 -4 -5 -6 -7 -8 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 13 2007 | 2008 Tasas intertrimestrales anualizadas

Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB Puntos porcentuales 5 4 3 2 1 0 -1 -2 -3 -4 -5 -6 -7 -8 -9 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 13 Demanda nacional Saldo exterior

Gráfico 1.3 - Consumo final

Tasas interanuales

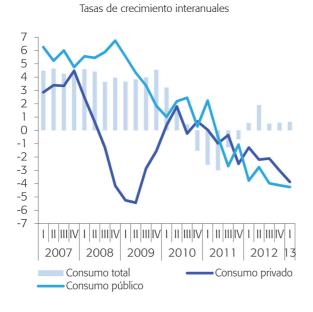


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico*

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto a precios básicos Servicios													
									9	Servicios				
		Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones		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	Impuesto netos sobre los producto
					Volu	men er	cadenado, t	asas de crecir	niento int	eranuales				
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
800		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		-1,5	2,2	-2,9	-8,1	-0,4	-1,2	1,1	0,1	1,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,3
2013		-1,6	0,4	-2,5	-4,8	-1,0	-1,3	-1,3	-1,6	0,4	-0,8	-1,6	0,5	-0,9
2014		0,8	1,1	1,8	-2,6	1,0	1,7	2,0	-1,2	3,0	1,2	-0,6	0,4	-0,6
2012	I	-0,8	2,5	-3,2	-7,5	0,7	0,0	1,5	2,7	2,0	-0,1	0,6	1,3	-0,4
	Ш	-1,5	2,2	-3,1	-7,7	-0,3	-1,5	0,9	2,6	1,8	-1,5	0,2	-1,5	-0,2
	Ш	-1,8	2,4	-2,9	-8,9	-0,6	-1,1	1,2	-1,2	2,0	-0,4	-1,4	-1,2	-0,2
	IV	-2,1	1,9	-2,4	-8,5	-1,2	-2,1	0,6	-3,4	1,3	-0,8	-1,2	-1,3	-0,5
2013	ı	-2,1	0,6	-3,9	-6,3	-1,3	-2,2	-1,8	-2,2	0,4	-0,7	-0,8	-0,1	-0,9
	Ш	-1,9	0,9	-3,2	-4,9	-1,3	-1,9	-1,3	-2,5	0,2	0,1	-2,0	2,1	-1,5
	Ш	-1,7	0,4	-2,1	-3,9	-1,4	-1,5	-0,7	-0,9	-0,2	-2,3	-1,8	-0,2	-0,8
	IV	-0,7	-0,2	-0,8	-4,1	-0,3	0,5	-1,5	-0,7	1,3	-0,3	-1,6	0,2	-0,3
2014	1	0,3	1,0	1,1	-4,0	0,5	0,5	1,5	-1,8	3,0	0,6	0,1	-0,6	-1,8
	П	0,7	1,1	1,4	-3,0	1,0	2,0	1,8	-1,3	3,0	1,2	-1,0	0,3	-0,7
	Ш	1,1	1,1	2,0	-2,1	1,2	2,2	2,5	-1,0	3,0	1,5	-0,8	0,9	-0,1
	IV	1,3	1,1	2,5	-1,2	1,3	2,2	2,0	-0,7	3,0	1,5	-0,7	1,0	0,0
				Vo	lumen enc	adenac	lo, tasas de o	recimiento ir	tertrimes	trales anu	alizadas			
2012	1	-2,6	1,4	0,1	-11,8	-1,9	2,8	-0,8	-1,7	0,1	-2,8	-8,9	-0,6	7,9
	Ш	-1,5	-1,6	-1,7	-11,0	-0,1	-4,4	-1,0	-1,1	3,9	-4,0	8,8	-10,6	-1,9
	Ш	-1,0	4,2	-4,0	-8,4	0,6	-0,2	-3,4	-8,2	4,6	10,5	-2,1	8,1	-5,2
	IV	-3,2	3,6	-3,8	-2,4	-3,4	-6,2	7,9	-2,2	-3,1	-6,3	-1,9	-1,0	-2,2
2013		-2,8	-3,6	-6,0	-2,9	-2,0	2,1	-9,8	3,2	-3,5	-2,2	-7,4	4,3	5,9
	II	-0,4	-0,5	1,3	-5,7	-0,2	-2,9	1,0	-2,5	3,0	-1,0	3,7	-2,7	-4,2
	III IV	-0,1	2,1	0,4	-4,4	0,2	1,3	-1,0	-2,0	3,0	0,5	-1,5	-1,4	-2,5
	I	0,7 0,9	1,4 1,2	1,3 1,6	-3,5 -2,5	1,0 1,1	1,5 2,2	4,2 2,0	-1,5	3,0 3,0	1,5 1,5	-1,0 -0,8	0,8 1,0	-0,3 0,0
2014									-1,0					
	II	1,3	-0,3	2,3	-1,5	1,5	3,0	2,0	-0,8	3,0	1,5	-0,7	1,0	0,0
	III	1,4	2,2	2,9	-0,8	1,2	2,1	2,0	-0,6	3,0	1,5	-0,6	1,0	0,0
	IV	1,4	1,5	3,4	-0,1	1,1	1,7	2,0	-0,4	3,0	1,5	-0,5	1,0	0,0
		Precios corrientes nm. euros)					Porcen	taje del VAB a	precios	corrientes				
2007		946,0	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		997,0	2,5	16,9	13,6	67,0	23,1	4,1	5,4	6,9	7,2	16,7	3,4	9,1
2009		973,4	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		957,8	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		976,3	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		964,4	2,7	16,9	9,1	71,3	25,5	4,3	4,3	8,1	7,6	17,7	3,8	8,8
2013		955,0	2,9	16,8	8,5	71,8	25,2	4,3	4,5	8,2	7,7	18,1	3,9	9,3
2014		970,7	2,9	17,0	8,1	72,0	25,8	4,3	4,5	8,4	, 7,8	17,4	3,8	9,1

^{*} Datos corregidos de estacionalidad y calendario. *Fuentes:* INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 2.1 - VAB por sector



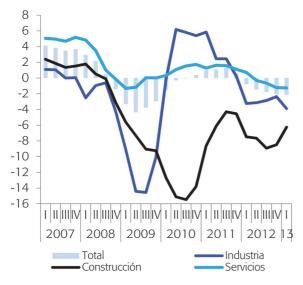


Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

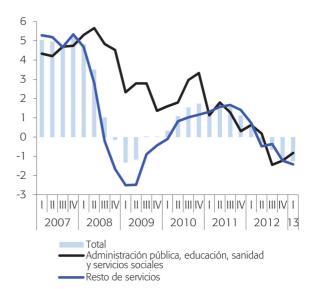


Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales

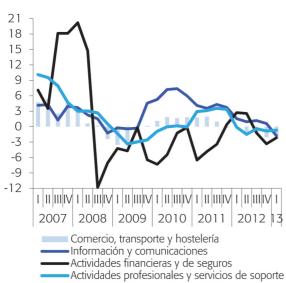
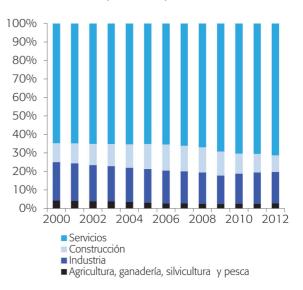


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

			Total eco	onomía					Manuf	acturas		
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Producti- vidad del trabajo	Remune- ración por asalariado	Costes labo- rales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Producti- vidad del trabajo	Remune- ración por asalariado	Costes labo- rales unitarios nominales	
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
			Íne	dices, 2000	= 100, corre	gidos de	estacionalida	d y calendar	io			
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	105,4	114,9	143,6	125,0	90,9	92,8	69,1	134,4	155,4	115,6	85,2
2013	119,3	101,5	117,6	144,3	122,7	88,3	90,2					
2014	120,1	100,6	119,4	144,0	120,5	86,1	91,8					
2011 II	123,2	111,3	110,7	144,0	130,2	94,8	97,9	73,9	132,4	151,7	114,5	86,3
III	123,1	110,3	111,6	143,7	128,8	93,8	96,1	73,6	130,5	152,2	116,6	88,5
IV	122,5	108,6	112,8	145,0	128,5	93,3	94,2	72,4	130,1	154,0	118,4	85,8
2012 I	122,0	107,0	114,0	145,5	127,6	93,0	94,2	70,1	134,4	154,4	114,9	84,8
II	121,5	106,1	114,5	144,4	126,1	91,8	93,5	69,3	135,0	155,6	115,2	85,6
III	121,1	105,2	115,2	143,9	125,0	90,6	92,8	69,0	134,4	155,2	115,5	86,9
IV	120,1	103,4	116,1	140,6	121,1	88,1	90,8	67,9	133,8	156,3	116,8	83,6
2013 I	119,5	102,1	117,0	144,6	123,6	89,2	90,3	66,3	136,2	156,1	114,6	84,0
					Tasas de cr	ecimiento	interanuales					
2007	3,5	3,0	0,5	4,7	4,2	0,9	0,3	-2,5	-0,8	7,2	1,5	-2,0
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	-4,4	3,2	-0,3	-3,4	-3,5	-3,9	-5,8	2,0	2,1	0,1	-1,2
2013	-1,5	-3,7	2,3	0,4	-1,8	-2,8	-2,9					
2014	0,7	-0,9	1,6	-0,2	-1,8	-2,5	1,8					
2011 II	0,5	-0,9	1,5	0,1	-1,4	-2,5	2,7	-0,5	3,1	-0,8	-3,8	-6,8
III	0,6	-1,6	2,3	0,7	-1,6	-2,4	2,7	0,0	2,7	0,0	-2,6	-6,2
IV	0,0	-2,9	2,9	1,4	-1,5	-2,2	0,1	-2,2	2,3	0,3	-2,0	-4,8
2012 I	-0,7	-3,7	3,1	1,4	-1,6	-1,8	-4,3	-4,6	0,3	2,6	2,3	0,3
II	-1,4	-4,7	3,5	0,2	-3,1	-3,2	-4,5	-6,3	1,9	2,6	0,6	-0,8
III	-1,6	-4,6	3,1	0,1	-2,9	-3,4	-3,4	-6,2	3,0	2,0	-1,0	-1,8
IV	-1,9	-4,7	2,9	-3,0	-5,8	-5,6	-3,6	-6,3	2,9	1,4	-1,4	-2,6
2013 I	-2,0	-4,5	2,6	-0,6	-3,2	-4,0	-4,2	-5,5	1,4	1,1	-0,2	-0,9

⁽a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB. *Fuentes:* INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía índices, 2000=100

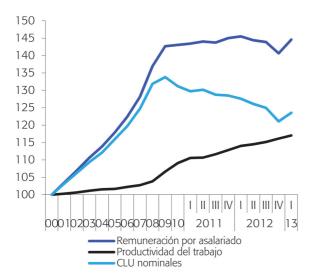


Gráfico 3.3.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

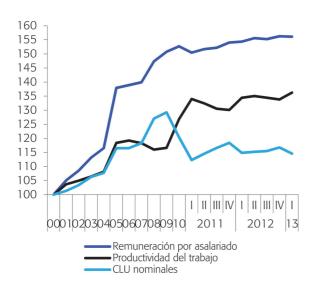


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía índices, 2000=100

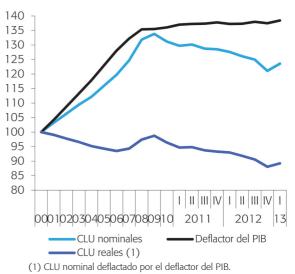
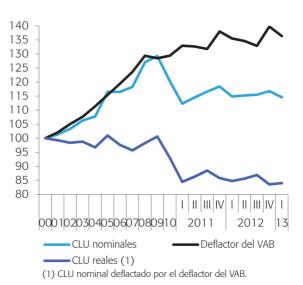


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas Índices, 2000=100



Cuadro 4

Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución

Previsiones en azul

		PIB	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la produc- ción y las importacio- nes	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo trans- ferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)		Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importa- ciones
		1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
				N	IM euros, su	uma móvi	l 4 trime	stres				Por	centaje de	l PIB
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		1.049,5	481,0	474,6	93,9	-14,9	1.034,6	-4,7	1.029,9	832,6	197,3	45,8	45,2	8,9
2013		1.043,7	461,6	483,3	98,8	-17,0	1.026,7	-4,0	1.022,7	816,8	206,0	44,2	46,3	9,5
2014		1.059,4	455,2	505,4	98,7	-23,5	1.035,9	-3,7	1.032,2	817,4	214,7	43,0	47,7	9,3
2011	П	1.058,0	511,2	452,7	94,1	-19,2	1.038,8	-6,3	1.032,5	840,4	192,1	48,3	42,8	8,9
	Ш	1.062,4	510,1	458,8	93,5	-21,6	1.040,7	-5,9	1.034,8	842,5	192,4	48,0	43,2	8,8
	IV	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	1.062,0	505,3	465,9	90,9	-24,8	1.037,2	-7,2	1.030,0	842,8	187,2	47,6	43,9	8,6
	П	1.058,7	499,0	470,1	89,6	-23,2	1.035,5	-7,5	1.027,9	841,6	186,4	47,1	44,4	8,5
	Ш	1.055,8	492,5	473,1	90,2	-19,4	1.036,5	-6,9	1.029,5	839,6	189,9	46,6	44,8	8,5
	IV	1.049,5	481,0	474,6	93,9	-14,9	1.034,6	-4,7	1.029,9	832,6	197,3	45,8	45,2	8,9
2013	1	1.046,3	473,7	477,7	94,9	-11,9	1.034,3	-3,7	1.030,7	826,8	203,8	45,3	45,7	9,1
				1	asas de cre	cimiento	interanua	ales					en puntos bre el año	porcentua anterior
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		-1,3	-5,4	2,2	3,7	-37,9	-0,5	-31,9	-0,2	-1,2	4,0	-2,0	1,6	0,4
2013		-0,6	-4,0	1,8	5,2	13,7	-0,8	-15,0	-0,7	-1,9	4,4	-1,6	1,1	0,5
2014		1,5	-1,4	4,6	-0,1	38,2	0,9	-7,5	0,9	0,1	4,3	-1,3	1,4	-0,1
2011	П	1,2	-1,4	2,2	11,1	13,9	0,9	-5,6	1,0	1,6	-1,6	-1,2	0,4	0,8
	Ш	1,5	-1,1	4,8	0,4	22,9	1,1	-21,5	1,3	1,6	0,2	-1,3	1,4	-O, 1
	IV	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	I	0,9	-1,3	4,5	-4,1	30,3	0,3	16,5	0,2	0,6	-1,2	-1,1	1,5	-0,4
	П	0,1	-2,4	3,8	-4,8	20,7	-0,3	20,0	-0,4	0,1	-3,0	-1,2	1,6	-0,4
	Ш	-0,6	-3,4	3,1	-3,5	-10,5	-0,4	16,6	-0,5	-0,3	-1,3	-1,4	1,6	-0,3
	IV	-1,3	-5,4	2,2	3,7	-37,9	-0,5	-31,9	-0,2	-1,2	4,0	-2,0	1,6	0,4
2013	1	-1,5	-6,2	2,5	4,4	-51,9	-0,3	-49,4	0,1	-1,9	8,9	-2,3	1,8	0,5
									,					

⁽¹⁾ Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones. *Fuentes*: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres

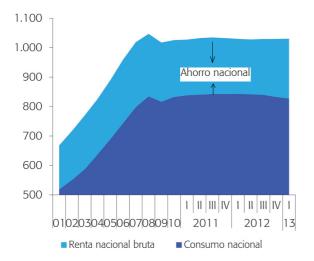


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.

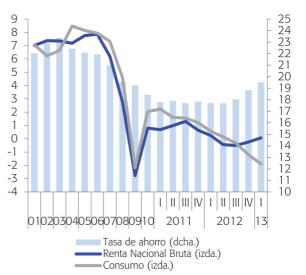


Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional Variación interanual en %



Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la rentaPorcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo Previsiones en azul

		Bienes	y servicios			Transfe-		Transfe-	Capacidad (+) o	Aho	rro-inversión	-déficit
	Total	Bienes	Servicios turísticos	Servicios no turísticos	Rentas	rencias	Cuenta corriente	rencias de capital	necesidad (+) de financiación	Ahorro nacio- nal bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3	+4 2	3	4	5	6	7=1+5+6	8	9=7+8	10	11	12=7=10-11
					MM eur	os, suma n	nóvil 4 trim	nestres				
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	10,7	-25,4	33,6	2,5	-14,9	-4,7	-8,9	6,6	-2,4	197,3	206,2	-8,9
2013	38,0	-5,0	34,3	8,8	-17,0	-4,0	17,0	5,9	22,9	206,0	189,0	17,0
2014	56,3	7,0	36,4	12,9	-23,5	-3,7	29,1	5,6	34,7	214,7	185,6	29,1
2011	II -17,4	-45,2	31,0	-3,2	-19,2	-6,3	-42,9	6,8	-36,2	192,1	235,0	-42,9
I	II -13,1	-42,9	32,4	-2,7	-21,6	-5,9	-40,7	6,5	-34,2	192,4	233,1	-40,7
l\	V -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 -5,5	-38,2	33,1	-0,4	-24,8	-7,2	-37,5	4,6	-32,9	187,2	224,7	-37,5
	II -2,1	-34,9	33,0	-0,2	-23,2	-7,5	-32,8	4,9	-27,9	186,4	219,2	-32,8
I	II 3,2	-31,4	33,6	1,0	-19,4	-6,9	-23,1	5,1	-18,0	189,9	213,0	-23,1
ľ	V 10,7	-25,4	33,6	2,5	-14,9	-4,7	-8,9	6,6	-2,4	197,3	206,2	-8,9
2013	I 19,2	-18,9	33,9	4,3	-11,9	-3,7	3,7	7,3	11,0	203,8	200,2	3,7
				Po	rcentaje d	lel PIB, sur	na móvil 4	trimestre	5			
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	1,0	-2,4	3,2	0,2	-1,4	-0,4	-0,9	0,6	-0,2	18,8	19,6	-0,9
2013	3,6	-0,5	3,3	0,8	-1,6	-0,4	1,6	0,6	2,2	19,7	18,1	1,6
2014	5,3	0,7	3,4	1,2	-2,2	-0,3	2,7	0,5	3,3	20,3	17,5	2,7
2011	II -1,6	-4,3	2,9	-0,3	-1,8	-0,6	-4,1	0,6	-3,4	18,2	22,2	-4,1
I	II -1,2	-4,0	3,1	-0,3	-2,0	-0,6	-3,8	0,6	-3,2	18,1	21,9	-3,8
ľ	V -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 -0,5	-3,6	3,1	0,0	-2,3	-0,7	-3,5	0,4	-3,1	17,6	21,2	-3,5
	II -0,2	-3,3	3,1	0,0	-2,2	-0,7	-3,1	0,5	-2,6	17,6	20,7	-3,1
I	II 0,3	-3,0	3,2	0,1	-1,8	-0,7	-2,2	0,5	-1,7	18,0	20,2	-2,2
ľ	V 1,0	-2,4	3,2	0,2	-1,4	-0,4	-0,9	0,6	-0,2	18,8	19,6	-0,9
2013	I 1,8	-1,8	3,2	0,4	-1,1	-0,3	0,3	0,7	1,0	19,5	19,1	0,3

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

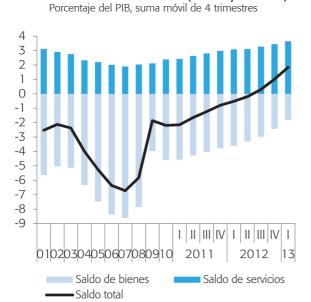


Gráfico 5.2.- Balanza de serviciosPorcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

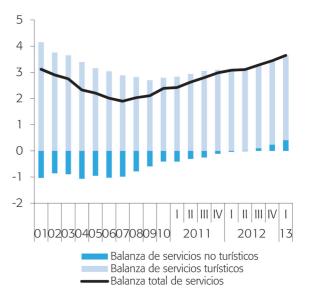


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

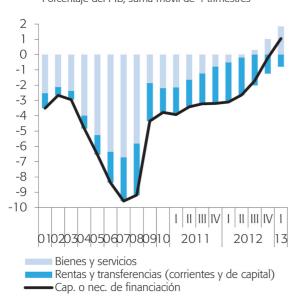
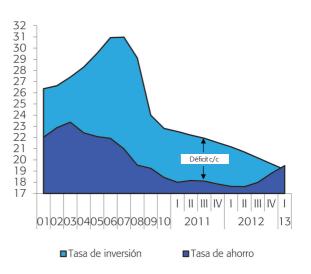


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares Previsiones en azul

			Renta dispon	ible bruta (RDB)									
	Total	Remunera- ciones 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	Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transfe- rencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financia- ción en % del PIB
	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, s	uma móvi	l 4 trimes	tres					
2007	671,2	503,9	262,7	197,3	206,3	86,5	604,7	70,0	10,4	3,5	101,5	-28,0	-2,7
2008	717,0	537,6	264,1	217,0	216,9	84,7	622,4	99,0	13,8	5,4	91,1	13,3	1,2
2009	720,9	524,5	248,0	233,8	209,3	76,1	592,4	128,6	17,8	5,8	65,4	69,0	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	677,5	481,0	234,6	244,5	200,4	82,3	621,2	55,1	8,1	3,5	49,5	9,1	0,9
2013	666,0	461,6	237,9	245,9	195,3	84,1	611,3	53,7	8,1	2,6	44,1	12,2	1,2
2014	672,5	455,2	249,3	246,8	193,8	85,0	617,0	54,5	8,1	2,2	42,2	14,4	1,4
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
1	II 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
ľ	V 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 694,9	505,2	235,8	242,1	206,4	81,9	622,0	73,0	10,5	5,0	54,2	23,8	2,2
	II 688,9	498,9	234,4	242,2	204,4	82,3	622,1	66,9	9,7	4,7	52,7	19,0	1,8
- 1	II 685,3	492,5	234,2	245,2	203,9	82,6	622,1	62,5	9,1	3,9	50,4	16,1	1,5
Γ	V 677,5	481,0	234,6	244,5	200,4	82,3	621,2	55,1	8,1	3,5	49,5	9,1	0,9

		Ta	sas de crecir	miento inter	anuales, sun	na móvil 4 tr	rimestres			Diferencia sobre año anterior		ns de crecim nuales, sum trimestres	móvil 4	Diferencia sobre año anterior
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	41,5	3,4	55,5	-10,2		3,9
2009		0,6	-2,4	-6,1	7,8	-3,5	-10,2	-4,8	29,9	4,0	7,3	-28,2		5,4
2010		-2,9	-2,2	-5,1	2,1	-1,0	4,5	2,7	-28,6	-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		-2,7	-5,4	-0,4	1,4	-3,2	1,1	0,2	-28,1	-2,9	-29,8	-11,0	-	-1,6
2013		-1,7	-4,0	1,4	0,6	-2,5	2,2	-1,6	-2,6	-0,1	-25,0	-11,0	-	0,3
2014		1,0	-1,4	4,8	0,4	-0,8	1,1	0,9	1,5	0,0	-15,0	-4,2	-	0,2
2011	1	-2,5	-1,7	-4,3	1,9	0,0	4,1	2,9	-29,2	-4,6	18,8	-9,3		-2,7
	П	-1,7	-1,4	-2,2	2,0	0,5	3,7	2,4	-25,2	-3,6	30,3	-9,1		-1,9
	Ш	-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	1	-0,6	-1,3	0,4	1,2	-0,6	2,9	1,5	-15,1	-1,8	-29,2	-5,2		-1,2
	П	-1,2	-2,4	-0,3	0,9	-1,9	2,1	1,0	-17,2	-1,9	-37,7	-6,1		-1,3
	Ш	-1,8	-3,4	-0,8	1,8	-1,8	1,8	0,5	-20,1	-2,1	-48,1	-10,2		-1,3
	IV	-2,7	-5,4	-0,4	1,4	-3,2	1,1	0,2	-28,1	-2,9	-29,8	-11,0		-1,6

⁽a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones. *Fuentes:* INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Hogares: Renta disponible bruta Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres

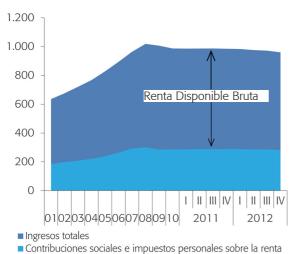


Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorroTasas de crecimiento interanual y % de RDB, suma móvil 4 trimestres



Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres

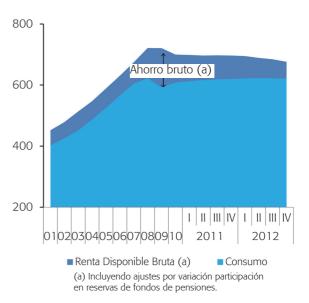
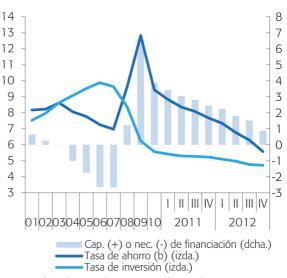


Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(b) Incluye transferencias netas de capital.

Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras

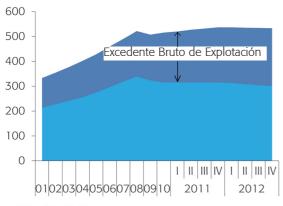
Previsiones en azul

		Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la produc- ción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propie- dad netas	Transfe- rencias corrientes netas	renta	Ahorro bruto	Transfe- rencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financia- ción 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 euro	os, suma r	móvil 4 trim	estres					
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		533,7	301,1	232,6	-45,7	-9,9	20,9	156,2	9,7	129,7	36,3	3,5	43,6	24,3
2013		526,4	288,2	238,2	-56,2	-10,0	16,9	155,2	8,3	122,2	41,2	4,0	45,3	23,2
2014		538,1	286,2	251,8	-58,8	-10,1	17,8	165,2	7,5	120,9	51,8	4,9	46,8	22,5
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
	Ш	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	312,5	224,6	-54,7	-10,1	16,5	143,3	10,9	134,3	19,9	1,9	41,8	25,0
	II	535,6	308,3	227,2	-52,8	-9,8	17,3	147,3	11,2	135,1	23,4	2,2	42,4	25,2
	Ш	534,6	304,1	230,5	-52,3	-9,9	16,7	151,6	10,3	134,1	27,9	2,6	43,1	25,1
	IV	533,7	301,1	232,6	-45,7	-9,9	20,9	156,2	9,7	129,7	36,3	3,5	43,6	24,3
			Tasas	de crecimi	ento inter	anuales, s	suma móv	il 4 trimest	res				ncia sobre anterior	año
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	-4,4	4,6	-14,9	-2,3	25,7	10,1	-15,5	-3,7		1,7	2,2	-0,8
2013		-1,4	-4,3	2,4	22,8	1,0	-19,0	-0,6	-15,0	-5,7		0,5	1,7	-1,1
2014		2,2	-0,7	, 5,7	4,6	1,0	5,2	6,5	-10,0	-1,1		0,9	1,5	-0,8
2011	1	2,0	-1,6	7,9	10,7	-0,8	-20,0	12,3	-13,2	3,4		0,8	2,2	0,3
	П	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		3,2	-0,8	9,2	13,2	-1,6	4,8	9,1	-10,5	2,1		0,7	2,3	-0,3
	11	1,6	-2,2	7,0	7,1	-6,6	16,3	7,1	-12,1	2,3		0,5	2,2	0,2
	III	0,5	-3,5	6,2	4,5	-4,8	14,1	6,8	-20,4	0,1		0,7	2,3	-0,1
	IV	-0,6	-4,4	4,6	-14,9	-2,3	25,7	10,1	-15,5	-3,7		1,7	2,2	-0,8

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

Gráfico 7.1.- Sociedades no financieras: Excedente Bruto de Explotación

Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres



- Valor Añadido Bruto
- Remuneración de los trabajadores e impuestos netos sobre la producción (pagados)

Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres

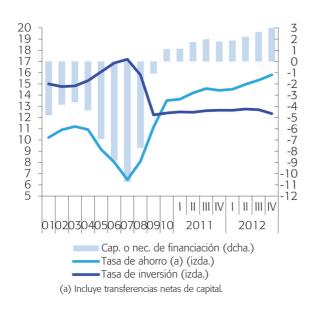


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y ahorro

Tasas de crecimiento interanual, suma móvil 4 trimestres

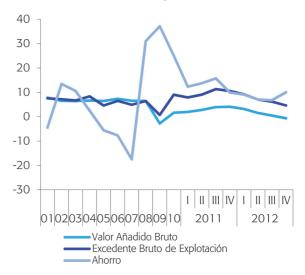
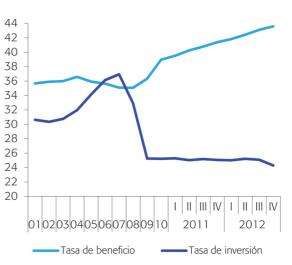


Gráfico 7.4.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión

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



Cuadro 8

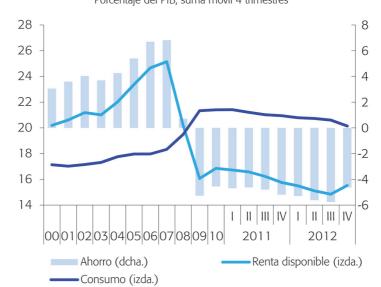
Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas

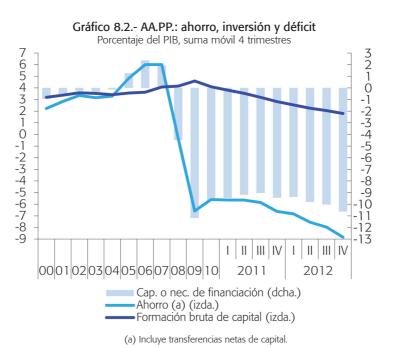
Previsiones en azul

FIEVISI	ones e	II azui												
	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la produc- ción y las impor- taciones (recibidos)	Impues- tos sobre la renta y el pa- trimonio (recibi- dos)	Cotiza- ciones sociales (recibi- das)	Remune- ración de asalaria- dos	Intereses y otras rentas del capital netas (pa- gadas)	Cotiza- ciones sociales (paga- das)	Subvencio- nes y trans- ferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o ne- cesidad (-) de financia- ción	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
					r	MM euros,	suma mo	óvil 4 trimes	stres					
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	137,9	107,3	106,3	135,0	116,1	21,1	168,5	17,8	163,0	211,4	-48,5	63,1	-111,6	-73,3
2013	135,7	111,4	103,5	132,1	113,1	26,2	170,8	15,6	157,0	205,5	-48,5	19,3	-67,8	-67,8
2014	133,8	110,7	105,4	131,8	110,3	29,2	171,6	14,6	156,0	200,5	-44,4	17,1	-61,5	-61,5
2011		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
I	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
	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
I۷		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		104,9	101,6	139,5	123,3	17,1	165,0	20,8	164,6	220,8	-56,2	43,3	-99,5	-94,3
	144,5	102,8	102,6	138,7	122,8	18,7	166,5	20,8	159,9	219,5	-59,6	44,2	-103,8	-93,2
	143,7	103,1	102,2	137,9	122,0	20,2	168,2	19,9	156,7	217,6	-60,8	45,0	-105,8	-90,7
IV	137,9	107,3	106,3	135,0	116,1	21,1	168,5	17,8 a móvil 4 tr	163,0	211,4	-48,5	63,1	-111,6	-73,3
2007	11,9	11,6	13,0	13,0	10,2	0,6		1,8	25,1	18,3	6,8	4,9	1,9	1,9
2007	12,6	9,8	10,7	13,0	10,2	0,5	11,6 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	13,1	10,2	10,1	12,9	11,1	2,0	16,1	1,7	15,5	20,1	-4,6	6,0	-10,6	-7,0
2013	13,0	10,7	9,9	12,7	10,8	2,5	16,4	1,5	15,0	19,7	-4,6	1,8	-6,5	-6,5
2014	12,6	10,4	10,0	12,4	10,4	2,8	16,2	1,4	14,7	18,9	-4,2	1,6	-5,8	-5,8
2011	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
I	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
I۷	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	13,6	9,9	9,6	13,1	11,6	1,6	15,5	2,0	15,5	20,8	-5,3	4,1	-9,4	-8,9
II.	13,6	9,7	9,7	13,1	11,6	1,8	15,7	2,0	15,1	20,7	-5,6	4,2	-9,8	-8,8
Ш	13,6	9,8	9,7	13,1	11,6	1,9	15,9	1,9	14,8	20,6	-5,8	4,3	-10,0	-8,6
IV	13,1	10,2	10,1	12,9	11,1	2,0	16,1	1,7	15,5	20,1	-4,6	6,0	-10,6	-7,0

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

Gráfico 8.1.- AA.PP.: renta, consumo y ahorro Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres





Cuadro 9

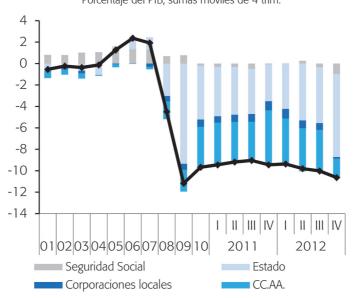
Déficit y deuda de las AA.PP. por nivel de gobierno

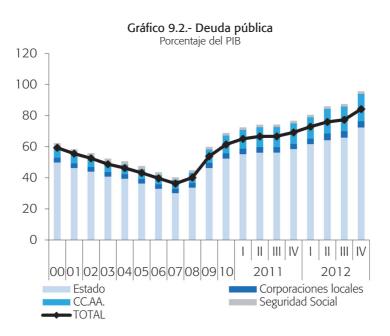
Previsiones en azul

				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 e	euros, suma	móvil 4 trimest	res			MM e	euros, final de p	eriodo	
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 ((a)	-36,6	-54,1	-9,0	-0,8	-100,4	622,3	141,4	35,4	17,2	736,5
2012 ((a)	-81,5	-18,4	-1,6	-10,1	-111,6	760,3	185,0	42,0	17,2	884,4
2013		-37,8	-15,7	0,0	-14,3	-67,8	-	-	-	-	984,1
2014		-33,7	-10,6	0,0	-17,2	-61,5	-	-	-	-	1.067,4
2011	-	-48,6	-41,4	-6,2	-3,3	-99,5	581,9	126,7	37,3	17,2	685,7
	П	-47,3	-39,6	-7,0	-3,3	-97,2	594,8	135,7	37,6	17,2	705,5
	Ш	-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	ı	-45,0	-45,1	-9,4	0,0	-99,5	655,4	146,4	36,9	17,2	774,9
	II	-56,2	-42,6	-7,7	2,7	-103,8	680,2	168,3	45,0	17,2	804,6
	Ш	-55,3	-40,5	-6,6	-3,4	-105,8	695,5	167,5	43,8	17,2	817,2
	IV	-81,5	-18,4	-1,6	-10,1	-111,6	760,3	185,0	42,0	17,2	884,4
		Porcentajo	e del PIB, su	ma móvil 4 trim	estres						
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 ((a)	-3,4	-5,1	-0,8	-0,1	-9,4	58,5	13,3	3,3	1,6	69,3
2012 ((a)	-7,8	-1,8	-0,1	-1,0	-10,6	72,4	17,6	4,0	1,6	84,3
2013		-3,6	-1,5	0,0	-1,4	-6,5			-	-	94,3
2014		-3,2	-1,0	0,0	-1,6	-5,8	-	-		-	100,8
2011	-	-4,6	-3,9	-0,6	-0,3	-9,4	55,3	12,0	3,5	1,6	65,1
	П	I -4,5	-3,7	-0,7	-0,3	-9,2	56,2	12,8	3,6	1,6	66,7
	Ш	-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	ı	-4,2	-4,2	-0,9	0,0	-9,4	61,7	13,8	3,5	1,6	73,0
	П	I -5,3	-4,0	-0,7	0,3	-9,8	64,3	15,9	4,3	1,6	76,0
	Ш	l -5,2	-3,8	-0,6	-0,3	-10,0	65,9	15,9	4,1	1,6	77,4
	IV	-7,8	-1,8	-0,1	-1,0	-10,6	72,4	17,6	4,0	1,6	84,3

⁽a) Las cifras para la Admón. Central y total AA.PP. incluyen los gastos por los rescates a las entidades financieras. *Fuentes:* Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Déficit públicoPorcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trim.





Cuadro 10

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

		Población							Tasa de	Tasa de ocu-		Tasa de deser	mpleo (c)	
		Población entre 16 y 64 años	Població	n activa	Ocup	ados	Desemp	oleados	actividad 16-64 años (a)	pación 16-64 años (b)	Total	16-24 años	Españo- les	Extranje- ros
			Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			CVE			
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13
				Millo	nes						Porcenta	je		
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		75,1	56,2	25,0	53,2	23,1	36,0
2013		30,1	22,7		16,7		6,0		74,8	54,9	26,5			
2014		29,6	22,2		16,5		5,7		74,7	55,3	25,8			
2011	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
	Ш	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	- 1	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
	Ш	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
	Ш	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
2013	- 1	30,2	22,8	22,8	16,6	16,8	6,2	6,0	74,8	55,0	26,4	56,1	24,4	38,1
			Та	sas de crec	imiento (d)			Dif	erencia sobr	e el año a	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	-0,2		-4,5		15,4		0,3	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,2
2013		-1,3	-1,7	-	-3,6		4,1		-0,2	-1,3	1,5	-	-	
2014		-1,6	-1,8	-	-0,9		-4,5		-0,2	0,4	-0,7	-		
2011	П	-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
	Ш	-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	- 1	-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
	Ш	-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
	Ш	-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
2013	- 1	-1,2	-1,0	-3,1	-4,6	-4,5	10,0	0,9	0,0	-2,0	2,7	5,2	2,8	2,2

⁽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) 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 10.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE

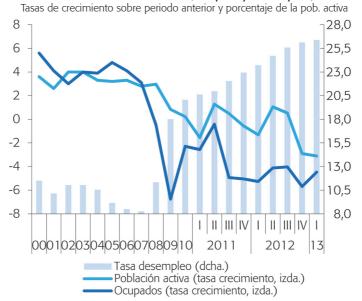
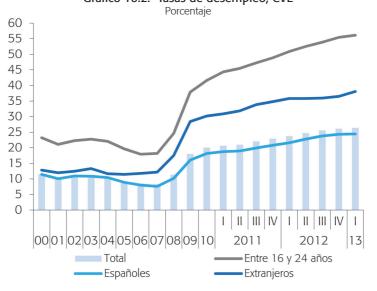


Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE



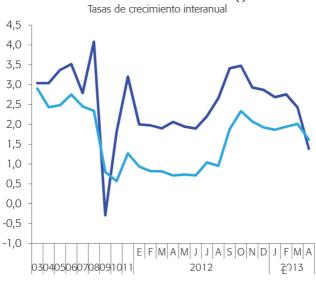
Cuadro 11

Índice de precios al consumo Previsiones en azul

				Sin alimentos no elab	orados ni ener	gía	Alimentos no		
	Total	Total sin alimentos ni energía	Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elabo- rados	elaborados	Energía	Alimento
% del total er 2011	100,0	66,73	81,41	26,99	39,74	14,67	6,41	12,18	21,09
				Índices, 2011 = 100					
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	102,5	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,8
2013	103,9	102,7	103,3	101,7	103,3	106,0	105,4	107,8	105,8
			Tasa	ns de crecimiento intera	nual				
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	2,5	1,3	1,6	0,9	1,6	3,1	2,2	9,0	2,8
2013	1,4	1,4	1,7	0,9	1,8	2,8	3,0	-1,0	2,9
2012 Ei	ne 2,0	0,9	1,3	0,2	1,4	2,8	1,0	8,0	2,2
F	eb 2,0	0,8	1,2	0,1	1,3	2,8	1,8	7,9	2,5
N	1,9	0,8	1,2	0,3	1,2	2,7	1,4	7,5	2,3
P	Abr 2,1	0,7	1,1	0,1	1,1	2,9	2,1	8,9	2,7
M	lay 1,9	0,7	1,1	0,2	1,1	3,0	1,1	8,3	2,4
J	un 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
А	go 2,7	1,0	1,4	0,7	1,1	3,2	2,7	11,9	3,1
S	ер 3,4	1,9	2,1	2,0	1,8	2,9	2,8	13,4	2,9
C	Oct 3,5	2,3	2,5	2,0	2,6	3,0	2,7	11,2	2,9
N	ov 2,9	2,1	2,3	1,7	2,3	3,1	3,3	7,5	3,2
Γ	Dic 2,9	1,9	2,1	1,5	2,2	3,1	3,9	7,6	3,3
2013 Ei	ne 2,7	1,9	2,2	1,3	2,2	3,6	4,3	5,3	3,8
F	eb 2,8	1,9	2,3	1,4	2,2	3,6	3,1	5,9	3,5
N	1ar 2,4	2,0	2,3	1,4	2,4	3,6	2,5	3,2	3,3
P	Abr 1,4	1,6	1,9	1,5	1,7	3,1	2,7	-2,5	3,0
M	lay 1,6	1,7	1,9	1,5	1,8	2,8	3,4	-1,7	3,0
J	un 1,8	1,7	1,9	1,5	1,8	2,9	2,6	0,6	2,8
	Jul 1,4	1,4	1,7	0,6	1,9	2,9	3,3	-1,8	3,0
А	go 1,1	1,6	1,8	0,9	2,0	2,9	3,0	-4,7	2,9
S	ер 0,2	0,8	1,1	-O,1	1,4	2,5	3,1	-6,7	2,7
C	Oct 0,4	0,7	1,0	0,0	1,2	2,2	3,1	-4,6	2,4
N	ov 0,8	0,9	1,1	0,3	1,3	2,0	2,7	-1,9	2,2
[Dic 0,9	0,9	1,1	0,3	1,3	2,0	2,6	-1,6	2,2

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)





Sin alimentos ni energía

■Índice general



Cuadro 12

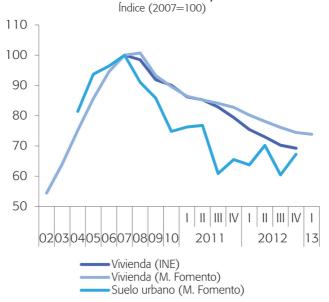
Otros indicadores de precios y costes

				de precios ustriales	Precio de	la vivienda		Encuesta	a trimestral de o	costes labora	les	Incrementos
		Deflactor del PIB (a)	Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)	Precios del sue- lo urbano (M. de Fomento)	Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	salariales pactados en negociación colectiva
		2000=100	200	05=100		2007=100			2000=10	00		
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	111,0	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,5	
2010		136,0	116,5	113,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	
2011		137,3	124,6	117,7	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	
2012		137,5	129,3	119,7	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	
2013	(b)	138,4	130,1	121,2	-	73,9	-	-	-	-		
2011	II	137,3	125,2	118,2	85,2	85,2	76,8	146,9	145,2	152,3	153,0	
	III	137,3	125,5	117,8	82,9	84,1	60,9	138,9	134,9	151,2	159,8	
	IV	137,8	128,7	118,5	79,4	82,8	65,5	151,7	151,3	152,9	163,6	-
2012	1	137,2	128,4	119,4	75,4	80,2	63,7	142,2	137,9	155,1	144,7	
	II	137,3	130,2	120,2	73,0	78,1	70,2	146,5	145,3	150,2	154,1	
	III	138,0	129,9	120,7	70,2	76,1	60,4	138,8	135,2	149,7	159,8	
	IV	137,5	130,8	121,2	69,2	74,5	67,3	146,9	145,8	150,2	160,0	-
2013	1	138,4	128,2	121,0		73,9	-	-		-		
2013	Feb		131,6	121,3					-			
	Mar		129,6	121,2								
	Abr		128,2	121,0								
					Tasa	as de crecimien	to interanuale	s				
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	4,5	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,1	4,6	3,6
2009		0,1	-3,4	-2,3	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,6	2,3
2010		0,4	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,6	1,5
2011		1,0	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,1
2012		0,1	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,3
2013	(c)	0,9	1,1	2,1		-3,7				-		
2011	II	1,2	7,1	4,3	-6,8	-5,2	1,5	0,8	0,6	1,5	1,5	2,7
	III	0,8	5,9	2,9	-7,4	-5,6	-11,1	1,5	1,2	2,2	4,8	2,6
	IV	0,8	4,6	1,4	-11,2	-6,8	-19,9	1,6	1,4	2,2	2,5	2,1
2012	I	0,2	3,1	1,2	-12,6	-7,2	-16,4	1,1	1,2	0,9	1,4	2,2
	II	0,1	3,9	1,7	-14,4	-8,3	-8,6	-0,3	0,0	-1,4	0,7	1,7
	III	0,5	3,5	2,5	-15,2	-9,5	-0,7	-0,1	0,3	-0,9	0,0	1,3
	IV	-0,2	1,6	2,3	-12,8	-10,0	2,7	-3,2	-3,6	-1,8	-2,2	1,3
2013	1	0,9	-0,2	1,4		-7,9		-				0,6
2013	Feb		2,2	2,3		-	-	-	-			0,6
	Mar	-	0,0	1,9		-		-	-			0,6
	Abr	-	-0,5	1,4		-		-			-	0,6

⁽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 12.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano







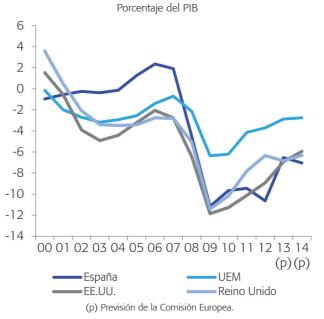
CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 234 | MAYO/JNIO

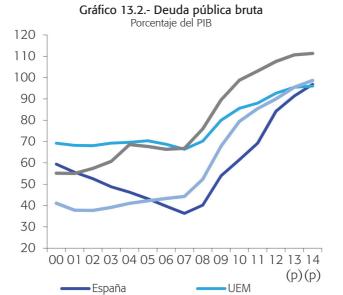
Cuadro 13 **Desequilibrios: comparación internacional** En azul: previsiones de la Comisión Europea

	an acai, previsiones de la comision Europea											
		Saldo de	las AA.PP.			Deuda p	ública bruta		Bala		s por cuenta dad Nacional	
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
				Mil	les de mille	ones de mo	al					
2005	11,5	-207,7	-402,9	-43,1	392,5	5.729,9	8.502,9	533,2	-67,8	36,4	-645,5	-25,9
2006	23,3	-118,5	-272,8	-36,6	391,1	5.884,1	8.837,5	577,1	-88,9	42,4	-556,1	-39,1
2007	20,2	-62,5	-385,1	-39,7	382,3	5.994,3	9.328,4	624,7	-105,2	38,7	-704,0	-32,2
2008	-48,9	-197,1	-913,4	-72,6	437,0	6.490,0	10.797,1	753,6	-104,3	-64,2	-676,5	-14,4
2009	-117,1	-567,1	-1.647,4	-159,9	565,1	7.137,4	12.445,9	950,8	-49,9	5,5	-500,4	-17,7
2010	-101,5	-569,0	-1.626,6	-149,3	644,7	7.852,6	14.236,9	1.164,8	-46,0	22,8	-472,4	-37,3
2011	-100,4	-390,2	-1.517,3	-118,4	736,5	8.295,2	15.456,0	1.295,4	-39,4	29,3	-497,7	-20,2
2012	-111,6	-351,8	-1.392,3	-97,8	883,9	8.794,6	16.777,3	1.387,4	-8,9	173,0	-473,3	-57,7
2013	-68,7	-275,2	-1.119,9	-108,0	960,0	9.157,3	17.873,2	1.505,0	16,9	240,6	-447,2	-42,3
2014	-75,5	-271,0	-1.005,7	-102,9	1.037,9	9.466,0	18.866,3	1.607,9	31,0	261,2	-504,6	-33,0
					Por	centaje del	PIB					
2005	1,3	-2,5	-3,2	-3,4	43,2	70,3	67,7	42,2	-7,5	0,4	-5,1	-2,1
2006	2,4	-1,4	-2,0	-2,7	39,7	68,7	66,4	43,3	-9,0	0,5	-4,2	-2,9
2007	1,9	-0,7	-2,8	-2,8	36,3	66,4	66,8	44,2	-10,0	0,4	-5,0	-2,3
2008	-4,5	-2,1	-6,4	-5,0	40,2	70,2	75,9	52,3	-9,6	-0,7	-4,8	-1,0
2009	-11,2	-6,4	-11,9	-11,4	53,9	80,0	89,5	67,8	-4,8	0,1	-3,6	-1,3
2010	-9,7	-6,2	-11,3	-10,2	61,5	85,6	98,7	79,4	-4,4	0,2	-3,3	-2,5
2011	-9,4	-4,1	-10,1	-7,8	69,3	88,0	103,1	85,5	-3,7	0,3	-3,3	-1,3
2012	-10,6	-3,7	-8,9	-6,3	84,2	92,7	107,6	90,0	-0,9	1,8	-3,0	-3,7
2013	-6,5	-2,9	-6,9	-6,8	91,3	95,5	110,6	95,5	1,6	2,5	-2,8	-2,7
2014	-7,0	-2,7	-5,9	-6,3	96,8	96,0	111,3	98,7	2,9	2,7	-3,0	-2,0

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.





(p) Previsión de la Comisión Europea.

Reino Unido

■EË.UU.

INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

			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
2013**	47.059.533	41,89	17,71	50,63	26,67	14,06
Fuentes:	PMC	PMC	PMC	PMC	PMC	ID INE

ID INE: Indicadores Demográficos INE. PMC: Padrón Municipal Continuo. * Los datos de los ID INE se refieren al periodo Julio 2011 - Junio 2012.

Tasa de dependencia: población menor de 16 + población mayor de 64/ población mayor de 15 y menor de 65 años, en %. Tasa de dependencia mayores de 64 años: población mayor de 64 años/población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Cuadro 2

Familias y hogares

			Hogares	
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (miles)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (miles)
2005	15.327,1	2,81		
2006	15.856,2	2,76	8,4	8,7
2007	16.280,5	2,74	8,8	8,73
2008	16.742,0	2,71	9,3	8,68
2009	17.068,2	2,68	9,7	8,87
2010	17.173,9	2,67	10,0	8,8
2011	17.344,1	2,65	10,3	9,02
2012*	17.434,4	2,63		
2013**	17.391,5	2,63		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad										
	Tasa de nupcialidad	Separaciones y divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Porcentaje de matrimonios del mismo sexo	Porcentaje de matrimonios en los que uno de los cónyuges es extranjero					
2005	9,57	149.367	31,7	29,4	0,61	10,83					
2006	9,34	155.628	32,2	29,7	2,08	12,04					
2007	9,04	141.304	32,2	29,9	1,56	13,21					
2008	8,57	131.060	32,4	30,2	1,62	14,84					
2009	7,64	124.594	32,8	30,6	1,74	17,21					
2010	7,33	127.682	33,2	31,0	1,87	17,03					
2011	7,01	124.702	33,6	31,4	2,17						
2012*	7,16	127.160	33,7	31,5							
2013**											
Fuentes:	ID INE	CGPJ, Memoria	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE					

^{**} Datos provisionales.

			Fecundidad		
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad	Porcentaje de nacimientos de madre no casada	Porcentaje de nacimientos de madre extranjera	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-49 años)
2005	29,34	1,34	26,57	15,07	8,24
2006	29,32	1,38	28,38	16,54	9,05
2007	29,45	1,39	30,24	18,98	9,86
2008	29,30	1,46	33,15	20,82	10,08
2009	29,60	1,39	34,47	20,72	9,72
2010	29,83	1,38	35,51	20,55	9,93
2011	30,12	1,36	37,34	19,51	
2012*	30,23	1,35			
2013**					
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE

CGPJ: Consejo General del Poder Judicial. EPA: Encuesta de Población Activa. ID INE: Indicadores Demográficos INE.

Indicador coyuntural de fecundidad: número medio de hijos que tendría una mujer residente en España a lo largo de su vida fértil en caso de mantener la misma intensidad fecunda por edad que la observada en ese año.

Cuadro 3 **Educación**

		Formación al	canzada	
	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
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alu	ımnos matricu	lados en enseñanzas n	o obligatorias		Gasto en e	educación
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 ^{er} y 2° ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto de los hogares (€)
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		
2012							
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	Contabilidad Nacional del INE

EPA: Encuesta de Población Activa.

MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

^{*} Los datos de los ID INE se refieren al periodo Julio 2011 - Junio 2012.

^{**} Los datos se refieren al primer trimestre de 2013.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones

				Pre	staciones cont	ributivas				
	Des	empleo	Jubila	ación	Incapacidad pe	ermanente	Viudedad		Favor f	amiliar
	Número	Cuantía media diaria bruta	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio
2005	687.033	23,4	4.678.269	686,6	832.789	700,0	2.165.881	455,3	40.071	349,9
2006	720.384	24,1	4.809.298	722,7	859.780	731,5	2.196.934	476,7	39.120	374,6
2007	780.205	25,4	4.863.256	760,0	888.776	760,7	2.225.501	498,3	38.283	398,3
2008	1.100.879	26,8	4.936.839	814,5	906.835	801,5	2.249.904	529,0	37.801	428,2
2009	1.624.792	27,7	5.038.861	854,1	920.863	831,5	2.270.283	553,9	37.730	446,8
2010	1.471.826	28,1	5.140.554	884,0	933.730	849,9	2.290.090	571,7	37.679	459,3
2011	1.328.020	28,4	5.246.241	915,2	938.491	869,5	2.309.332	586,4	37.898	472,4
2012	1.381.261	28,7	5.330.195	946,3	943.296	887,3	2.322.938	601,5	38.225	485,7
2013*	1.440.437		5.402.089	971,0	938.830	904,7	2.329.707	615,3	37.603	498,0
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales										
	Desempleo	Segurida	d 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							
2013*	1.376.271										
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL							
* Datos referidos a Enero y Febrero.											

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales.

Cuadro 5

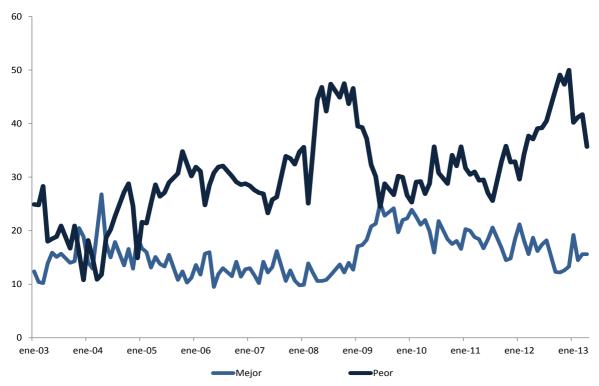
Protección social: sanidad

	Gasto total por habitante (€)	Gasto público por habitante (€)	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	Porcentaje de población mayor de 45 años que considera su estado de salud "bueno o muy bueno"
2005	1.604,89	1.146,87	4,59	5,32	1,37	0,71	
2006	1.728,07	1.245,43	4,61	5,38	1,37	0,72	51,27
2007	1.838,28	1.332,33	4,63	5,41	1,36	0,74	
2008	1.971,68	1.444,13	4,67	5,46	1,35	0,75	
2009	2.011,18	1.503,33	4,76	5,55	1,38	0,74	
2010	1.959,56	1.471,03	4,84	5,69	1,39	0,74	
2011			4,9	5,8	1,41		58,70
Fuentes:	INCLASNS	OCDE	INE	INE	INE	INCLASNS	ENS

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud. OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo.

PMC: Padrón Municipal Continuo. ENS: Encuesta Nacional de Salud.





Pregunta: ¿Cree Ud. que dentro de un año la situación económica del país será mejor, igual o peor que ahora? Fuente: Barómetros del CIS (Enero 2003 - Abril 2013).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 31 de mayo de 2013

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,1	Marzo 2013
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,8	Marzo 2013
Dudosos (% var. mensual medio)	0,8	Marzo 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	758.155	Abril 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	257.215	Abril 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	26.747	Abril 2013
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	47,18	Diciembre 2012
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	4.701,87	Diciembre 2012
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	30.110,18	Diciembre 2012
Ratio "oficinas/entidades"	219,09	Diciembre 2012

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Abril	2013 Mayo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,4	1,5	3,0	2,4	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	3,1	1,4	0,6	0,21	0,20	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,2	2,0	1,1	0,54	0,48	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,6	5,4	5,8	4,92	4,42	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	4,6	5,0	4,8(a)	3,84	3,76	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": El Euribor vuelve a registrar un mínimo histórico en mayo, cerrando el tipo a tres meses en el 0,20% y el de un año en el 0,47%. No se esperan nuevas bajadas de tipos a corto plazo por parte del BCE, en un contexto de moderada inflación en la mayor parte de los países europeos. Por otro lado, el tipo de interés del bono español a 10 años ha vuelto a reducirse en mayo hasta alcanzar el 4,42%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Marzo	2013 Abril	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	20,1	81,6	84,7	89,1	76,7	(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	78,1	112,6	64,8	58,4	66,6	(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	0,4	2,2	1,7	3,8	2,0	(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	4,5	3,3	2,2	3,4	3,1	(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	3,0	1,6	0,6	0,2	0,1	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	503,9	684,4	751,1	776,3	803,8	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	0,9	-0,8	3,9	-2,7	5,4	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,7	1,6	-24,8	23,1	11,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	987,7	857,7	824,7	798,4	839,10(a)	Con base 1985=100
15. lbex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.748,3	8.566,7	7.583,2	7.920,0	8.320,6(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/ rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,8	9,7	18,2	14,8	13,9(a)	Ratio "cotización/ rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Marzo	2013 Abril	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	2,8	15,1	-15,1	-29,1	148,8	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,8	59,24	73,9	-6,9	169,4	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	3,2	1,9	2,3	2,2	2,4	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	-15,8	-10,8	0,6	6,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,3	-25,9	54,1	-18,8	-17,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 31 de mayo de 2013.

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 un ligero incremento en la de bonos y obligaciones del Estado. El mercado bursátil ha experimentado un descenso en mayo, fruto, en parte, del enfriamiento de las expectativas de continuación de la expansión monetaria en Estados Unidos y de los datos macroeconómicos de China, peores de lo esperado. El IBEX-35 ha bajado hasta los 8.320 puntos tras haber cerrado abril en los 8.419 y el índice General de la Bolsa de Madrid se sitúa en 839 puntos (848 en abril). Por otro lado, se observa un aumento del 6,9% de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y una reducción del 17,9% de las operaciones realizadas con opciones financieras.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2003-2009	2010	2011	2012 III T.	2012 IV T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,6	1,9	-3,4	-1,7	-0,2	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	-1,7	-4,0	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	303,0	312,6	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 III T.	2012 IV 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	89,9	79,8	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	1,2	2,9	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	-2,2	-0,7	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el cuarto trimestre de 2012, se produjo una reducción del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 0,2% del PIB, algo más moderada que en el trimestre precedente. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se redujo de forma significativa, pasando del -1,7% en el tercer trimestre de 2012 al -4% en el cuarto. Se observa también una leve reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 79,8% del PIB. Finalmente, se registra un ligero incremento del *stock* de activos financieros en el balance de las familias del 2,9%, mientras que se observa una disminución del *stock* de pasivos del 0,7%.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996- 2009	2010	2011	2013 Febrero	2013 Marzo	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	14,7	0,3	-3,8	-1,6(a)	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	0,3	0,8	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	4,1	3,1	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	0,5	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	-7,9	-7,8	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 mer- cado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996- 2009	2010	2011	2013 Febrero	2012 Marzo	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	28,3	16,2	28,3	-5,2(a)	0,8	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	1,8	13,9	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de acti- vos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,0	-6,4	37,9	0,6	-1,2	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito

⁽a) Variación tras la transferencia de activos de las entidades financieras a la Sareb.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, referido a marzo de 2013, muestra un incremento mensual del crédito al sector privado del 0,1%, así como un incremento de la captación de depósitos del 0,8%. Por otro lado, se ha producido un ligero aumento del 0,8% de la morosidad con respecto del mes precedente. La tasa de morosidad registró descensos en diciembre y en febrero como consecuencia del traspaso de activos a la Sareb, primero por parte de las entidades financieras englobadas en el Grupo 1 y en el Grupo 2.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Septiembre	2012 Diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	207	188	189	181	173	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	85	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	39.317	37.903	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	758.155(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	257.215(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 Septiembre	2012 Diciembre	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	26.747(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

⁽a): Último dato a abril de 2013.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": abril de 2013, la apelación neta al Eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 33,92% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la Eurozona. Este préstamo neto se viene reduciendo de forma continua desde marzo de 2012.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1996-2009	2010	2011	2012 Septiembre	2012 Diciembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/ margen ordinario"	BE	55,73	46,53	49,85	44,15	47,18	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)		3.074,38	4.605,69	4.512,30	4.579,13	4.701,87	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	28.446,84	30.110,18	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/ entidades"	BE	187,24	155,41	205,38	215,87	219,09	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/ oficinas"	BE	6,1	3,6	6,5	6,2	6,9	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,10	0,86	0,40	-0,36	-0,12	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,83	0,31	0,06	-1,20	-1,93	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impues- tos/activos totales medios
50. ROE	BE	13,54	5,73	3,28	-17,98	-18,74	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 cuarto 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 134. El sector energético español

N.º 135. Crisis, desigualdad económica y mercado de trabajo en España

PANORAMA SOCIAL

N.º 15. Generaciones y relaciones intergeneracionales

N.º 16. Imagen y presencia exterior de España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 232. El problema de la financiación de las pymes

N.º 233. Reforma del mercado hipotecario

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 2, N° 2 (2013). An assessment of the Spanish mortgage framework: Issues, policy options, and implications Vol. 2, N° 3 (2013). Fixing EU financial market fragmetation for Spain to grow again

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 61. Discapacidad y mercado de trabajo: tres análisis empíricos con la muestra continua de vidas laborales

N.º 62. El análisis de los impuestos indirectos a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2013

		Suscripción	Números sueltos					
Publicación	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	Distribucción 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



Siempre a la vanguardia en tecnología









http://www.fnmt.es/tarjetas