

Cuadernos

de Información Económica

236

SEPTIEMBRE/OCTUBRE
2013

La reducción de la deuda del sector privado: un proceso en curso



ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Desendeudamiento
de los hogares

Ayudas públicas
a la banca

Mercado de la vivienda
en España

Reforma eléctrica
condicionada
por la austeridad

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Lucha contra
la corrupción y salida
de la crisis

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Las depositarias
de fondos de inversión

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

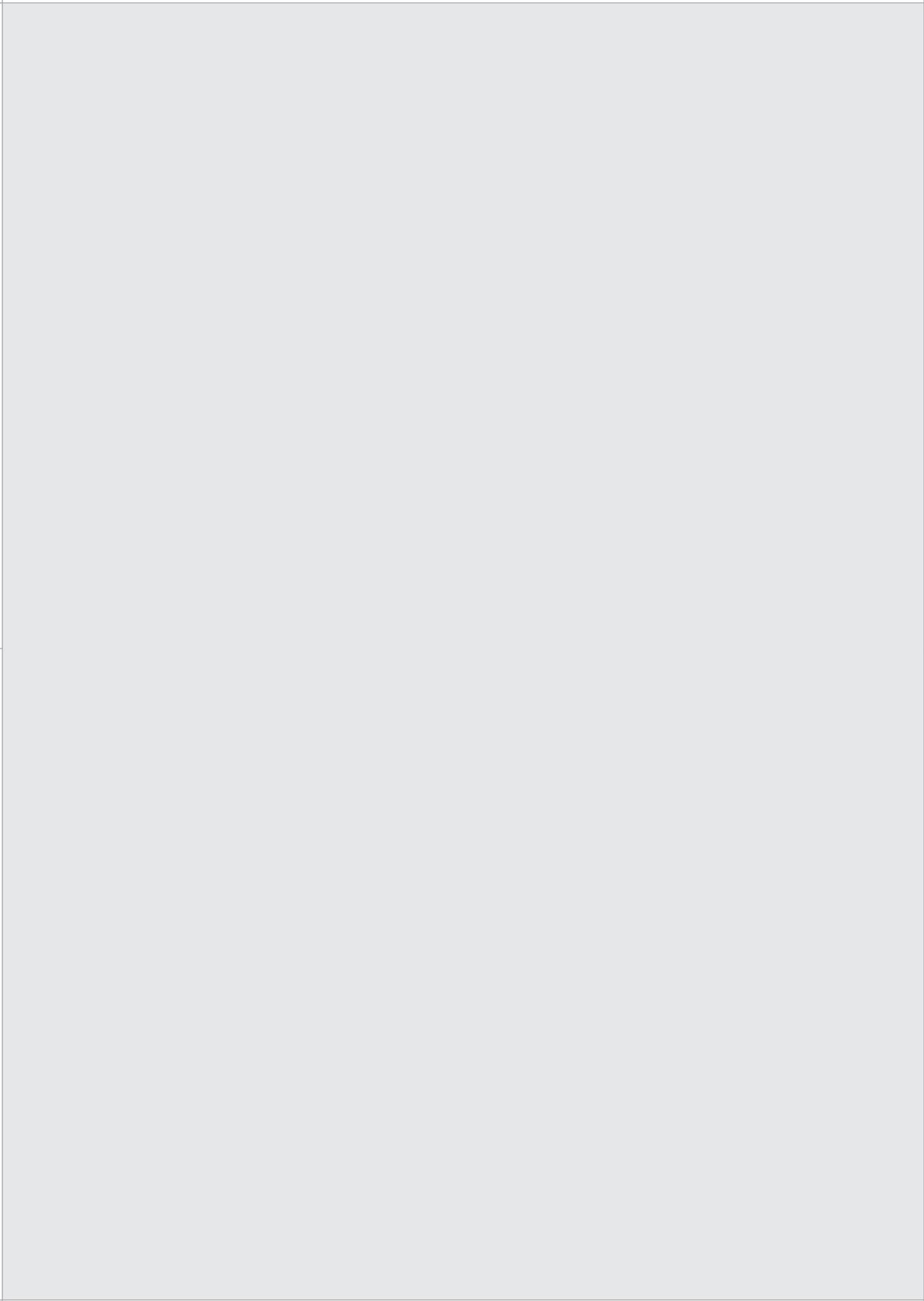
Cuadernos

de Información Económica

236

SEPTIEMBRE/OCTUBRE
2013





CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 **Evaluación del proceso de despalancamiento de los hogares en España**
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 11 **Ayudas públicas a la banca española en el contexto europeo**
Joaquín Maudos
- 19 **Mercado de la vivienda en España: ¿se ha completado el ajuste?**
José García Montalvo
- 31 **Una reforma eléctrica condicionada por la austeridad**
María Paz Espinosa
- 43 **El Mecanismo Único de Resolución: segundo pilar de la unión bancaria**
Francisco J. Valero
- 51 **La economía sale de la recesión, pero con lentitud y un fuerte endeudamiento público**
Ángel Laborda y María Jesús Fernández
- 63 **Implicaciones del futuro TAFTA UE-EE.UU., el mayor tratado comercial bilateral de la historia**
Verónica López Sabater y Álvaro Martín Enríquez

ECONOMÍA INTERNACIONAL

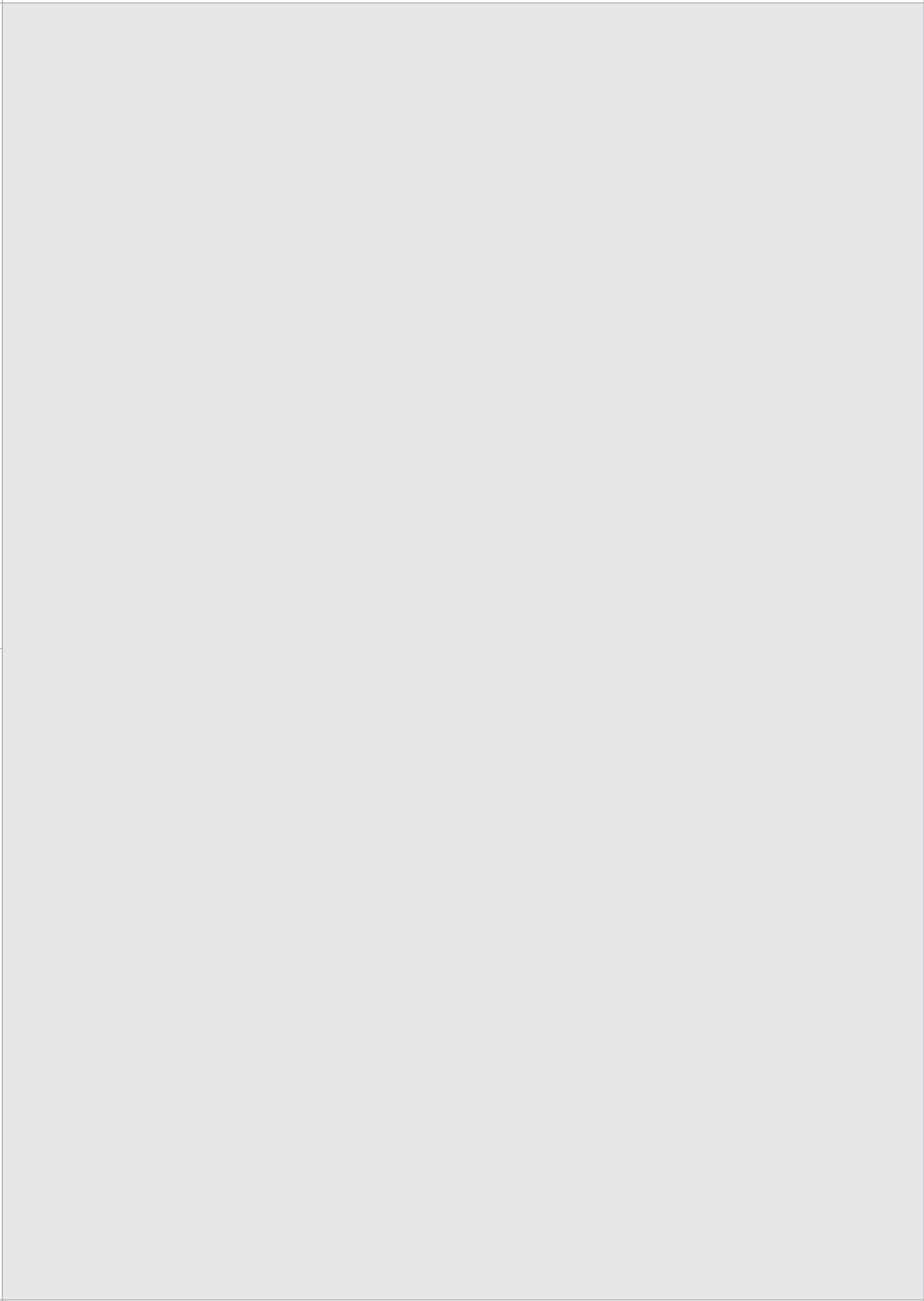
- Página 71 **Luchar contra la corrupción y salir de la crisis económica: dos caras de una misma moneda**
Juan José Ganuza

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- Página 85 **Las depositarias de fondos de inversión en España**
Sergio Mayordomo

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 97 **Indicadores económicos**
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 125 **Indicadores sociales**
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 131 **Indicadores financieros**
Dirección de Estudios Financieros de Funcas



Carta de la redacción

La economía española sale lentamente de la crisis merced, entre otras, a la reforma del sistema financiero. Los tres primeros artículos de este número 236 de *Cuadernos* se ocupan de diferentes aspectos del saneamiento financiero en curso. SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ, muestran que entre 2005 y 2008 la deuda financiera de las familias aumentó unos 260.000 millones de euros hasta alcanzar los 913.400 millones y posteriormente disminuyó para situarse en 822.800 millones en el primer trimestre de 2013. En términos de PIB, la deuda de los hogares pasó del 71,9% en 2005 al 86,5% en 2009 y en el primer trimestre de este año se sitúa en el 78,6%. Esto muestra que queda por delante un largo proceso de desendeudamiento, pero en los últimos meses se está observando una aceleración en la reducción de la deuda gracias a las correcciones del mercado inmobiliario y la restauración progresiva de la estabilidad financiera.

Por lo que se refiere al saneamiento bancario, JOAQUÍN MAUDOS evalúa en términos comparados con la Unión Europea (UE) las ayudas públicas otorgadas, tanto para la liquidez de las entidades como para garantizar su solvencia. La banca española ha recibido ayudas públicas en forma de capital por un importe de 54.000 millones de euros, equivalente a un 5,2% del PIB, lo que las sitúa en los valores medios de la UE. A estas ayudas directas hay que añadir los pasivos contingentes que suman otros 105.000 millones de euros, un 10%

del PIB, porcentaje que en este caso duplica la media europea. En cuanto al coste para el contribuyente español, la Comisión Europea considera perdidos 39.600 millones de euros, un 3,8% del PIB, solo por detrás de Irlanda, con unas pérdidas que representan el 24% de su PIB.

Un factor determinante en la superación de la crisis financiera será la Unión Bancaria Europea. Se está debatiendo sobre la creación de un procedimiento único de resolución de crisis bancarias que junto con la propuesta de creación de un nuevo Mecanismo Único de Supervisión, constituyen los dos pilares principales de la unión bancaria. La existencia de un Mecanismo Único de Resolución (MUR) de crisis bancarias garantizaría la ausencia de cualquier distorsión competitiva en esta materia dentro del mercado único y tendría como principal objetivo que si un banco sujeto al Mecanismo Único de Supervisión se enfrentase a graves dificultades, pudiera procederse a su resolución de manera eficiente y con un coste mínimo para los contribuyentes y la economía real. Aunque el mecanismo de decisiones en la UE es lento y complicado FRANCISCO J. VALERO considera que a lo largo del próximo año debiera estar en funcionamiento el MUR.

Además del sistema financiero, en este número de *Cuadernos* nos ocupamos de dos sectores relevantes de la economía real. Por un lado, JOSÉ GARCÍA MONTALVO

analiza el ajuste del mercado inmobiliario español, que se ha llevado a cabo hasta ahora más por cantidades que por precios. A los tres años de iniciarse la crisis, los precios de la vivienda en Irlanda y Estados Unidos acumulaban caídas del 30%, mientras que en España el descenso era del 10%. Sin embargo, mientras que en ese periodo las ventas cayeron un 25% en Estados Unidos, en España el descenso fue del 50%. La evolución reciente de los índices de precios de la vivienda y las tendencias en el mercado de la vivienda en España, invitan a un prudente optimismo sobre la recuperación del sector.

Por otro lado, dedicamos un artículo a la reciente reforma del sector eléctrico, dada su relevancia para la economía en su conjunto. El Gobierno ha abordado el grave problema del déficit tarifario, de difícil resolución, pero que era muy necesario afrontar. En el trabajo de MARÍA PAZ ESPINOSA se señala que las medidas adoptadas reducirán el déficit de tarifa, pero posiblemente no conseguirán eliminarlo en su totalidad. Según la autora, el riesgo regulatorio que introduce la reforma puede afectar a la imagen de España como destino estable de la inversión extranjera.

La economía española sale de la recesión, pero con lentitud, lastrada por un fuerte endeudamiento público en un contexto internacional que ha mejorado. Esta es la conclusión de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, que exponen su análisis de la coyuntura económica. Así, el resultado del PIB del segundo trimestre ha confirmado los indicios que apuntaban a que la economía se encuentra en una senda de rápida estabilización. A la vista de la información más reciente, dicha senda se ha mantenido en el tercer trimestre del año, en el que probablemente ya se registrará una tasa de crecimiento positiva, con lo que las previsiones de crecimiento del PIB

para 2013 y 2014 se sitúan en -1,2% y 1,0%, respectivamente.

La Zona de Libre Comercio Transatlántica (*Transatlantic Free Trade Area*—TAFTA) es un acuerdo comercial que acaba de iniciar su negociación entre la Unión Europea y los EE.UU. VERÓNICA LÓPEZ SABATER y ÁLVARO MARTÍN ENRÍQUEZ estudian dicho proceso, que habrá de superar las dificultades de reducir o eliminar las barreras no arancelarias existentes. Sin embargo, los efectos de alcanzar un acuerdo de libre comercio entre los más importantes bloques económicos son significativamente positivos y se estiman, en el escenario más optimista, en casi 120.000 millones de euros al año, desde la perspectiva de la Unión Europea. La evaluación de impacto *ex ante* aventura que España saldrá bien posicionada como uno de los países con mayores ganancias de bienestar.

En la sección de economía internacional incluimos un artículo de JUAN JOSÉ GANUZA que se ocupa de la relación entre la corrupción y la evolución económica de los países. Utilizando los índices de percepción de la corrupción de Transparencia Internacional se muestra evidencia del impacto negativo de la corrupción sobre el desarrollo económico y se identifican los principales elementos que debería tener una política contra la corrupción. Ello permite al autor defender la tesis de que la lucha contra la corrupción es complementaria a las políticas que deberían implementarse para superar la crisis.

Finalmente, en la sección “Estudios de la Fundación” publicamos un trabajo de SERGIO MAYORDOMO que presenta un análisis descriptivo de la actividad de las depositarias de fondos de inversión en España entre 1999 y 2012.

Evaluación del proceso de desapalancamiento de los hogares en España

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La reducción de los niveles de endeudamiento de los hogares es uno de los principales retos de la economía española. En los últimos meses, se observa una cierta aceleración del desapalancamiento, respaldado por los avances en la corrección de los precios en el mercado inmobiliario y en la consecución de un entorno de mayor estabilidad financiera.

Los altos niveles de deuda del sector privado asociados a las burbujas de precios de los activos inmobiliarios y a un aumento sustancial del crédito en los años anteriores a las crisis, hacen del desapalancamiento un ajuste común y doloroso para superar esas crisis. El presente artículo analiza estas cuestiones, identificadas como una de las preocupaciones señaladas por el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea respecto a los esfuerzos pendientes de la economía española en los próximos años. En este contexto, se presenta un análisis de la evolución reciente y las perspectivas de la deuda de los hogares y las tasas de ahorro financiero en España. Los niveles de deuda del sector privado se han incrementado rápidamente en los últimos años en comparación con la mayoría de los socios europeos, y la tasa de ahorro financiero familiar ha sido negativa hasta 2012 debido a la carga de la deuda acumulada. Sin embargo, nuestro análisis revela que, si bien el esfuerzo de reducción de la deuda todavía puede llevar algunos años, el desapalancamiento parece estar acelerándose recientemente. Las estimaciones de Funcas para 2013 apuntan a una aceleración constante en el esfuerzo de desapalancamiento de las familias españolas, que permite aumentar progresivamente el ahorro financiero y su riqueza financiera neta.

El trade-off entre el desapalancamiento del sector privado y el crecimiento económico

Durante las épocas de expansión económica, los analistas macroeconómicos siguen la evolu-

ción de la tasa de ahorro del sector privado de un país como un indicador adelantado de la posible evolución de la inversión agregada y el crecimiento económico. Sin embargo, durante las crisis financieras, el ahorro de los hogares y las empresas tiende a reducirse considerablemente por los altos

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

niveles de deuda del sector privado. Esta deuda se asocia con frecuencia a las burbujas de precios de los activos y a variaciones de crédito por encima de niveles de equilibrio, como es el caso de la actual crisis financiera en muchos países.

En el último informe sobre la situación de la economía española¹ de agosto de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señala al desapalancamiento como uno de los principales retos pendientes en España en los próximos años. El FMI destaca que la recuperación de una crisis financiera suele ser más débil que una recuperación normal debido a los sacrificios que se derivan de la consolidación fiscal y los esfuerzos de desapalancamiento del sector privado. En cuanto al sector privado español, el informe menciona que las empresas se desapalancan mediante la reducción de empleo y la inversión “a pesar de una costosa financiación y unas perspectivas de demanda débil”, y esta tendencia está ayudando a muchas empresas a convertirse en prestamistas netos para el resto de la economía. En el caso de los hogares, aunque su nivel de deuda es relativamente menor que el de las empresas, el esfuerzo de reducción de deuda es más complicado, ya que la mayoría de sus pasivos son a largo plazo (hipotecas) y los bienes inmuebles que sirven de garantía para dicha deuda ha perdido valor significativo.

En general, el FMI estima que, incluso si se trata de un ajuste necesario, el desapalancamiento puede crear “algunas presiones que puede generar un ciclo de retroalimentación macro-financiero negativo que no solo afecta a la dificultad de reducción de la deuda privada, sino también a la reputación de la deuda pública”.

Preocupaciones similares se han expresado en un informe reciente de la división de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea (CE)². La CE observa que los procesos de desapa-

lancamiento en el sector privado son una característica común en varios países de la UE, que, “si bien necesarios, representan una fuente de preocupación por sus implicaciones para la actividad económica.” El informe ofrece alguna evidencia empírica que compara los niveles actuales de deuda de los hogares y las sociedades no financieras, con los niveles precrisis. El análisis sugiere que “las presiones para el desapalancamiento son más acusadas en Chipre, Portugal y, aunque en menor medida, en España, donde el crédito asumido por los hogares y su riesgo asociado son elevados”.

Una de las principales consecuencias del desapalancamiento de los hogares, como mostramos en este artículo para el caso español, es una disminución de la inversión en vivienda y del consumo. En el informe de la CE, se realiza un ejercicio de simulación de un *shock* o perturbación inducido por el desapalancamiento del que se estiman efectos negativos significativos sobre el empleo, “especialmente cuando la economía se caracteriza por importantes rigideces de los salarios nominales y reales”.

Como muestra el cuadro 1, la magnitud de la deuda del sector privado en España ha alcanzado niveles muy elevados. En 2005, la deuda total del sector privado en forma de valores distintos de acciones y préstamos fue de 1.604.900 millones de euros. Esta cifra creció rápidamente hasta 2.344.300 millones de euros en 2011 y su reducción solo ha ocurrido en los últimos dos años, situándose en 2.145.300 millones de euros en el primer trimestre de 2013. En el caso de los hogares, la deuda ha aumentado de 653.400 millones de euros a 913.400 millones de euros entre 2005 y 2008, pasando después a 822.800 millones de euros en el primer trimestre de 2013. En cuanto a las empresas no financieras, la deuda aumentó de 951.500 a 1.494.800 millones de euros entre

¹ Informe para la consulta del Artículo IV de 2013, preparado por los economistas del FMI, siguiendo a las discusiones que finalizaron el 19 de junio de 2013, con los representantes oficiales de España sobre el desarrollo de la economía y política económica.

² En particular el informe titulado: “Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment” de Carlos Cuerpo, Inês Drumond, Julia Lendvai, Peter Pontuch y Rafal Raciborski. (*European Economy. Economic Papers*. 477, abril de 2013. Bruselas).

Cuadro 1

La magnitud del desapalancamiento: deuda del sector privado en España

Deuda del sector privado en forma de valores distintos de acciones y préstamos (miles de millones de euros)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(1T)
Empresas no financieras	951,5	1.191,3	1.385,3	1.474,7	1.461,1	1.494,8	1.470,0	1.365,0	1.322,5
Hogares	653,4	780,7	876,6	913,4	906,1	901,7	874,3	837,2	822,8
Sector privado – Total	1.604,9	1.972,0	2.261,9	2.388,1	2.367,2	2.396,5	2.344,3	2.202,2	2.145,3
Deuda del sector privado en forma de valores distintos de acciones y préstamos (% PIB)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(1T)
Empresas no financieras	104,3	120,9	131,5	135,6	139,4	142,5	138,2	130,1	126,4
Hogares	71,9	79,2	83,2	84,0	86,5	86,0	82,2	79,8	78,6
Sector privado - Total	176,2	200,1	214,7	219,6	225,9	228,5	220,4	209,9	205,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

2005 y 2010, puesto que el desapalancamiento solo se ha producido a partir de 2010 y la deuda pendiente asciende a 1.322.500 millones de euros en el primer trimestre de 2013.

En términos del PIB, la deuda total de los hogares españoles era del 71,9% en 2005. Alcanzó su punto máximo en 2009 (86,5%) y descendió a 78,6% en el primer trimestre de 2013. En el caso de las sociedades no financieras, la ratio de deuda

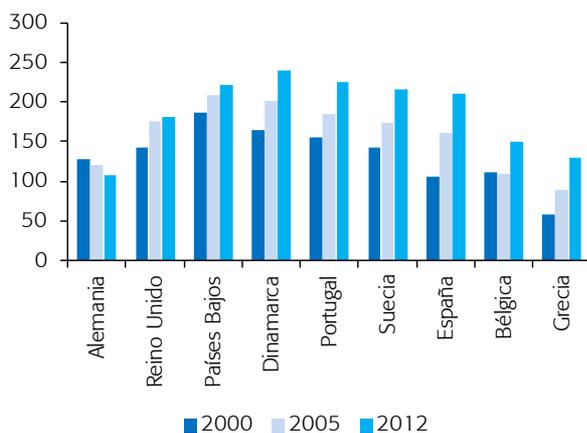
respecto al PIB aumentó del 104,3% en 2005 a 142,3% en 2010 y se redujo a 126,4% en el primer trimestre de 2013.

Empleando los datos de Eurostat (gráfico 1), se observa que la relación deuda-PIB privado en España en 2012 (210%) fue de magnitud similar a la de otros países como Dinamarca (238%), Países Bajos (221%), Portugal (224%) o Suecia (215%).

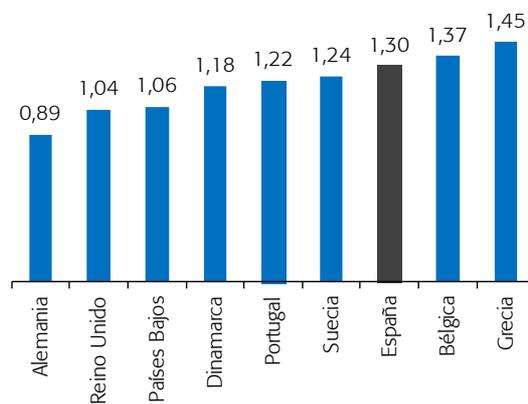
Gráfico 1

Deuda del sector privado: comparaciones entre países de la UE

Deuda del sector privado / PIB (%)



Deuda del sector privado 2012 / Deuda del sector privado 2005



Fuente: Eurostat y elaboración propia

Sin embargo, como se muestra en la parte inferior del gráfico 1, el aumento neto de la deuda del sector privado entre 2005 y 2012 es considerable. La ratio deuda/PIB en 2012 era 1,30 veces mayor que en 2005, una relación que solo se supera en Grecia (1,45) y Bélgica (1,37). En general, la magnitud de la deuda del sector privado en España es considerable. Sin embargo, la velocidad de aceleración de esta deuda es tal vez más importante y la reducción se ha convertido en un gran reto, como se muestra más adelante en este artículo.

La tasa de ahorro financiero de los hogares de España

Centrándonos en los hogares españoles, nos preguntamos hasta qué punto el aumento de los niveles de deuda en los años previos a la crisis (e incluso durante los primeros años de la crisis) ha afectado la tasa de ahorro de los hogares españoles. El flujo activos y pasivos financieros en manos de las familias españolas (denominados técnicamente como “adquisiciones netas de activos financieros” y “pasivos financieros netos contraídos”, respectivamente) se muestra en el cuadro 2.

Existen dos tendencias principales referidas a las transacciones financieras de los hogares españoles. En primer lugar, la adquisición neta de activos financieros se redujo considerablemente entre 2005 (93.200 millones de euros) y 2012 (-16.200 millones de euros). La disminución se debe tanto a una reducción en la adquisición de activos financieros, así como a una reducción en el valor de mercado de esos activos. Los datos más recientes, a partir del primer trimestre de 2013, muestran que la mejora en las condiciones del mercado está permitiendo a las familias españolas aumentar el valor de su adquisición neta de activos financieros en los últimos meses. Esta variación de activos fue del 2,4% en el primer trimestre de 2013. La segunda tendencia se refiere a los pasivos financieros netos contraídos. Solo en 2005, los hogares españoles aumentaron el flujo de la deuda representada por los préstamos y otros pasivos en 105.100 millones de euros. En 2012, la situación ya era completamente diferente puesto que se registró un flujo negativo de 29.600 millones de euros. Este esfuerzo de desapalancamiento continuó en el primer trimestre de 2013 con unos pasivos netos contraídos (reducción neta de deuda) de 5.700 millones de euros solo durante ese trimestre.

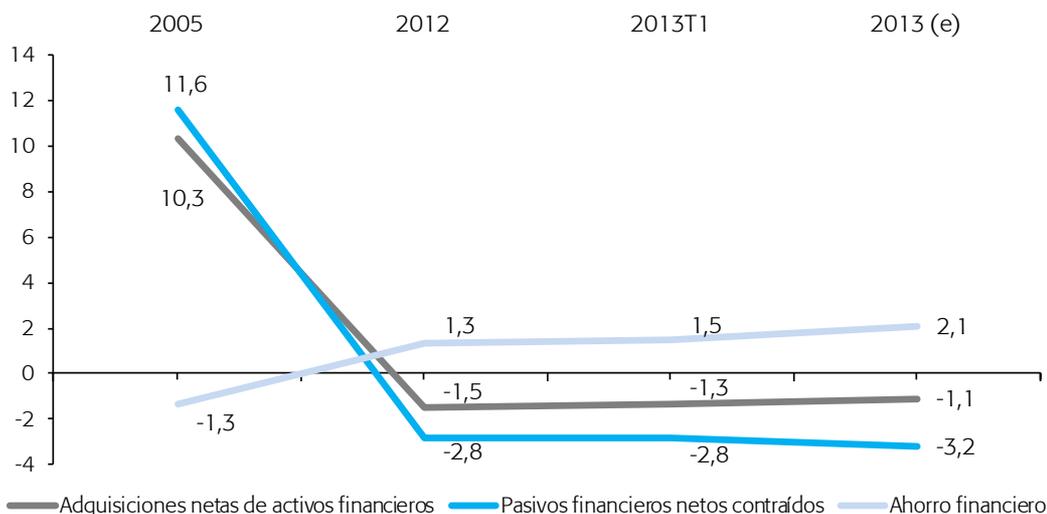
Cuadro 2

Transacciones financieras: hogares españoles (miles de millones de euros)

	2005	2012	2013T1
Adquisiciones netas de activos financieros	93,2	-16,2	2,4
Efectivo y depósitos	50,1	2,9	6,8
Valores distintos de acciones	1,8	-14,1	-12,6
Acciones y otras participaciones	17,5	5,9	5,5
Reservas técnicas de seguro	17,1	-1,2	4,8
Otras cuentas pendientes de cobro	6,6	-9,7	-2,2
Pasivos financieros netos contraídos	105,1	-29,5	-5,7
Préstamos	111,8	-35,1	-12,9
Otras cuentas pendientes de pago	-6,7	5,7	7,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

Ahorro financiero de los hogares sobre el PIB (%)

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

La tasa de ahorro financiero se calcula como la diferencia entre la adquisición neta de activos financieros y los pasivos netos contraídos, como porcentaje del PIB. Como muestra el gráfico 2, esta tasa fue negativa en 2005 (-1,3% del PIB), debido a una gran emisión de pasivos (11,6%) en comparación con los activos (10,3%). Ambos componentes del ahorro financiero se redujeron considerablemente a partir de entonces, y desde 2012 en adelante se observa una caída significativamente mayor en los pasivos, lo que permitió que la tasa de ahorro aumentara hasta el 1,3% a finales del pasado año. Nuestra previsión es que en 2013 el esfuerzo de desapalancamiento continuará acelerándose, lo que permitirá a los hogares aumentar su tasa de ahorro financiero al 2,1% del PIB a finales de 2013.

La deuda de los hogares: el papel de las hipotecas

Entre los factores determinantes del aumento de la deuda de los hogares, algunos de los más importantes son la burbuja inmobiliaria y el cre-

cimiento relacionado con las hipotecas y otros préstamos. En este sentido, la forma en que el proceso de desapalancamiento se desarrolla está fuertemente ligada a la evolución de los mercados hipotecarios. A primera vista, la reducción de la deuda hipotecaria podría llevarse a cabo por medio de la venta del activo subyacente al préstamo (la vivienda), o dedicando más recursos para realizar los pagos anticipados o cancelaciones parciales de estos préstamos. Ambas alternativas no parecen estar disponibles para la mayoría de los hogares españoles, dada la evolución reciente de desempleo, salarios, ahorro y expectativas de renta. En tales situaciones, otras

Entre los factores determinantes del aumento de la deuda de los hogares, algunos de los más importantes son la burbuja inmobiliaria y el crecimiento relacionado con las hipotecas y otros préstamos. En este sentido, la forma en que el proceso de desapalancamiento se desarrolla está fuertemente ligada a la evolución de los mercados hipotecarios.

soluciones, como el establecimiento de leyes de procedimiento de quiebra de los hogares y las normas que permiten renegociaciones de pago de préstamos, también son útiles en la reducción de la presión de la deuda hipotecaria. Algunas de estas soluciones se discuten en las conclusiones de este artículo³.

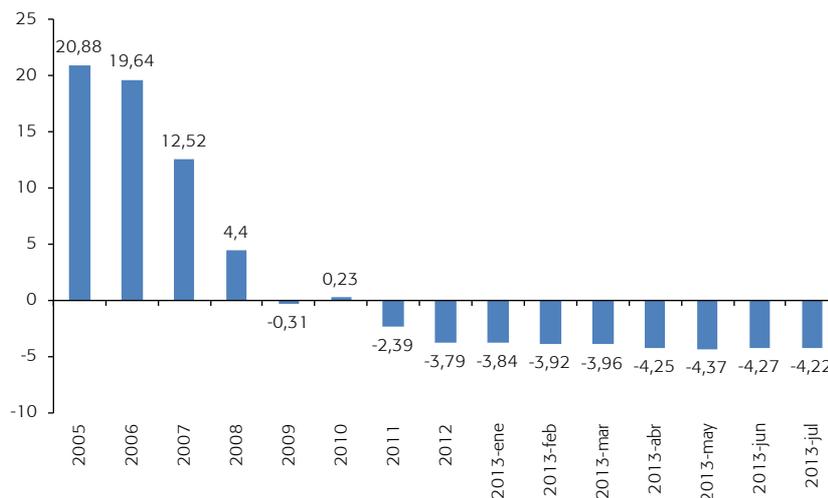
Junto con la reducción en el volumen de deuda, el desapalancamiento también requiere un ajuste de los flujos de crédito. Esto está ocurriendo claramente en España, como se muestra en el gráfico 3, que ofrece la variación anual en el flujo de efectivo de financiación a las familias españolas. La variación anual fue de 20,88% en 2005 y se redujo progresivamente hasta el 4,4% en 2008, volviéndose negativa a partir de 2010. Durante 2012 y 2013, esta reducción en los flujos de financiación se ha acelerado y en el primer semestre de 2013, la variación interanual de la financiación a los hogares se ha situado alrededor de -4%. Esta reducción en la financiación de las familias españolas representa un paradigma del

trade-off que supone el desapalancamiento, ya que aunque ayuda a la corrección de los desequilibrios de deuda existentes tiene un coste en términos de inversión y consumo. En cualquier caso, el gráfico 3 sugiere que, aunque el desapalancamiento probablemente llevará aún varios años para llegar a un nivel más sostenible, parece que se ha acelerado en los últimos meses.

Las otras alternativas para acelerar la reducción de la deuda hipotecaria serían la venta de la vivienda que sirve de garantía o la amortización anticipada (al menos parcial) del préstamo. Ambas posibilidades están limitadas por las condiciones macroeconómicas y también debido a que parte del ajuste en el mercado inmobiliario aún no se ha completado. Este ajuste afectaría negativamente a la verdadera riqueza de los hogares pero permitiría un aumento en el número de transacciones de compraventa de vivienda, a la vez que reactivaría y estabilizaría el mercado inmobiliario y, en general, aceleraría el proceso de desapalancamiento mediante la venta de activos. Sin embargo,

Gráfico 3

Financiación de los hogares (variación anual en el flujo efectivo de préstamos)

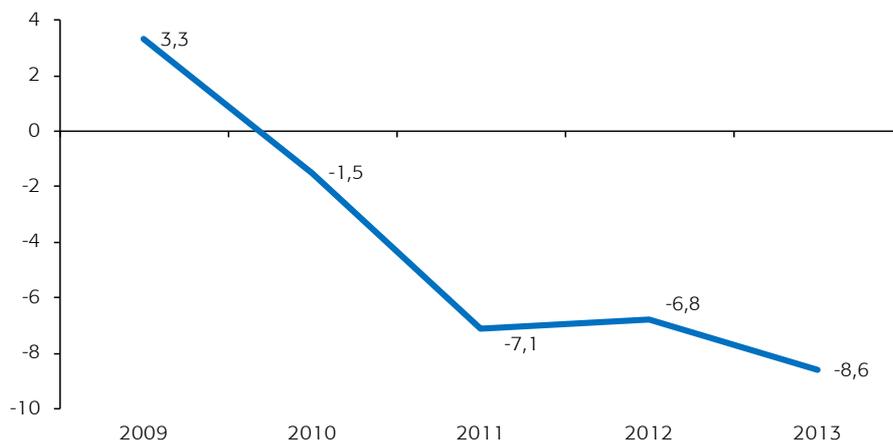


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

³ Una revisión detallada de las iniciativas en curso para hacer frente a los problemas socioeconómicos relacionados con impagos de hipotecas se resumen en el volumen 2, número 2 de *Spanish Economic and Financial Outlook* (SEFO) titulado: "An assessment of the Spanish mortgage framework: Issues, policy options, and implications": <http://www.funcas.es/publicaciones/Sumario.aspx?IdRef=20006>

Gráfico 4

Evolución de la tasa mensual del número de transacciones inmobiliarias (Variación en junio comparado con mayo del mismo año, %)



Nota: La variación de mayo a junio es el último dato disponible y muestra la coyuntura más reciente en este mercado.

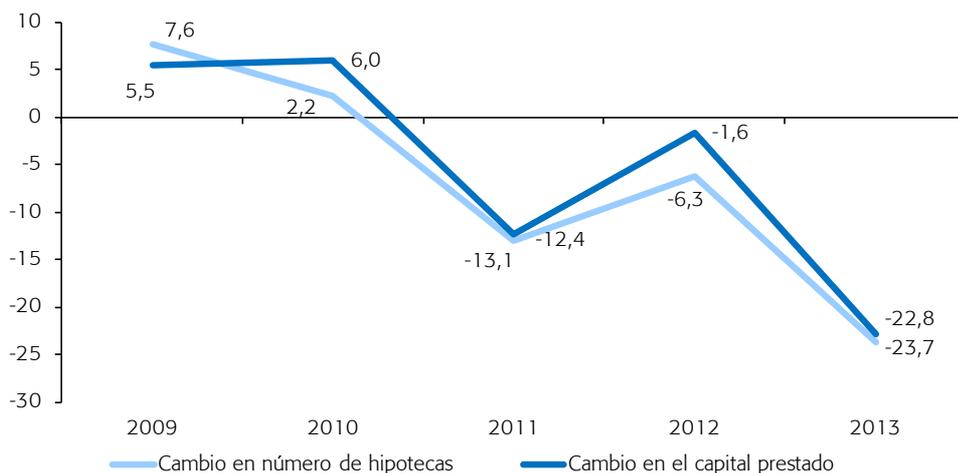
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

como se muestra en el gráfico 4 –sobre la base de los datos más recientes a partir de junio de 2013– el número de transacciones inmobiliarias no está aumentando, sino que sigue disminuyendo a un ritmo cada vez mayor, lo que sugiere que el ajuste en el mercado inmobiliario aún debe completarse.

El número de transacciones inmobiliarias no está aumentando, sino que sigue disminuyendo a un ritmo cada vez mayor, lo que sugiere que el ajuste en el mercado inmobiliario aún debe completarse.

Gráfico 5

Variación mensual de las hipotecas constituidas en España. (Variación en junio comparado con mayo del mismo año, %)



Nota: La variación de mayo a junio es el último dato disponible y muestra la coyuntura más reciente en este mercado.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La misma conclusión se aplica en el análisis de la variación mensual de las hipotecas constituidas. Con los datos más recientes, a junio de 2013, se observa una reducción en el número de estos contratos de un 23,7% solo entre mayo y junio de este año. Del mismo modo, el capital prestado en los nuevos contratos hipotecarios se ha reducido en un 22,8% durante el mismo período mensual.

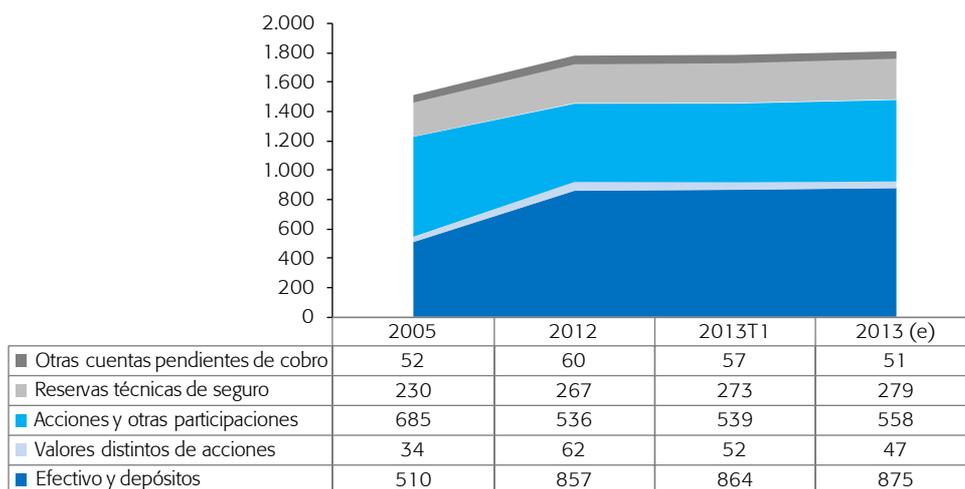
La salud financiera de los hogares españoles

Junto con los flujos financieros, la evolución de la riqueza financiera de las familias españolas (el *stock* de activos netos de pasivos) es un indicador muy importante de la capacidad de estos hogares para reducir su deuda. Esto se debe a que

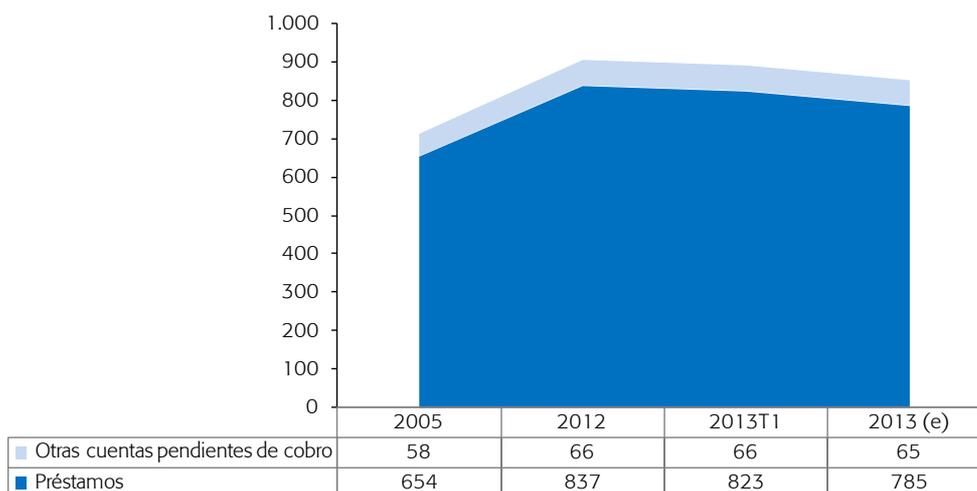
Gráfico 6

El balance financiero de los hogares españoles (2005, 2012, 2013 (1T), y proyección para 2013, en miles de millones de euros)

Activos



Pasivos



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

reducir el apalancamiento es más factible cuando el valor de los activos es mayor y pueden dedicarse más recursos al servicio de la deuda.

La evolución de la estructura del balance de las familias españolas en los últimos años, así como nuestras estimaciones para 2013, se muestran en el gráfico 6. Se observa que los activos han crecido a un ritmo más lento en los últimos años por las dificultades de los españoles para adquirir nuevos activos financieros, así como resultado de la disminución en el valor de algunos de estos activos (en particular, aquellos cuya rentabilidad está relacionada con los mercados de valores, tales como las acciones). En cualquier caso, el total de activos financieros pendientes fueron 1.590.000 millones de euros en 2005, 1.780.000 millones de euros en 2012 y 1.790.000 millones de euros en el primer trimestre de 2013. Estimamos que para finales de 2013 el total de activos se elevará a 1.810.000 millones de euros. Los pasivos, sin embargo, se han reducido considerablemente, y la caída ha sido especialmente significativa en los últimos dos años. El total de préstamos ascendía a 837.000 millones de euros en 2012 y en el pri-

mer trimestre de 2013 era de 823.000 millones de euros. La proyección es que los préstamos se reducirán a 785.000 millones de euros a finales de 2013.

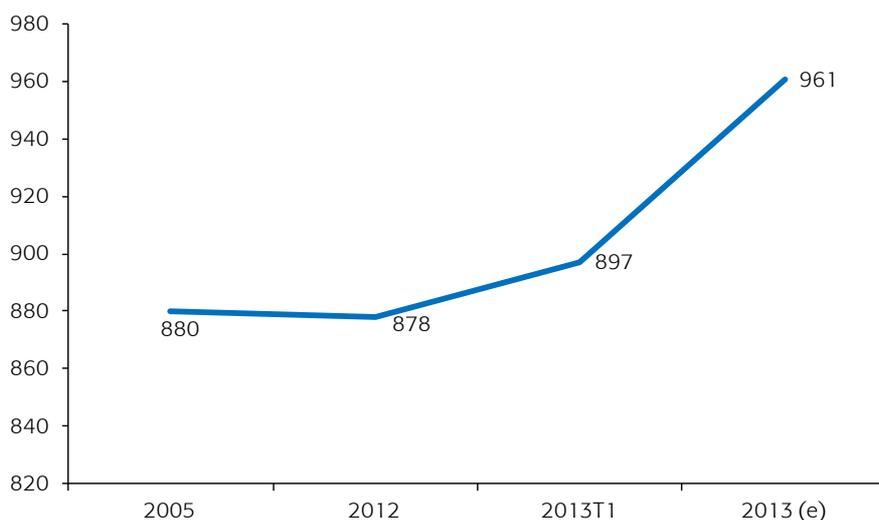
La diferencia entre los activos y pasivos en manos de las familias españolas se conoce como “activos financieros netos” o “riqueza financiera de los hogares”. Esta cifra se muestra en el gráfico 7. Hay algunas noticias positivas como que la reciente aceleración del proceso de desapalancamiento —así como la relativa mejora del rendimiento del mercado de valores— han permitido a los españoles aumentar sus activos financieros netos hasta 897.000 millones de euros en el primer trimestre de 2013. Nuestra estimación es que la riqueza financiera de los hogares se situará en 961.000 millones de euros a finales de 2013, lo que representa un incremento del 9,4% con respecto a 2012.

Conclusiones

Entre 2005 y 2008, los hogares españoles aumentaron su deuda financiera en alrededor de

Gráfico 7

Activos financieros netos de los hogares españoles (2005, 2012, 2013 [1T]) y proyecciones para 2013, miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

260.000 millones de euros. De 2009 a 2012, esta deuda se ha reducido en 90.000 millones de euros, lo que sugiere que queda por delante un largo proceso de desapalancamiento. Esta es una característica común en las crisis financieras, en particular cuando los países se ven afectados considerablemente por burbujas inmobiliarias, como ha sido el caso en España.

Incluso si el proceso de desapalancamiento todavía pueda tardar algunos años para completarse, se observa que se ha producido una aceleración relativa en los últimos meses, dado el progreso en las correcciones en el mercado inmobiliario y la restauración progresiva de la estabilidad financiera.

Incluso si el proceso de desapalancamiento todavía pueda tardar algunos años para completarse, se observa que se ha producido una aceleración relativa en los últimos meses, dado el progreso en las correcciones en el mercado inmobiliario y la restauración progresiva de la estabilidad financiera.

La razón por la que el proceso de desapalancamiento puede necesariamente llevar años, es que algunas de las soluciones estándar para reducir la deuda de los hogares –como la amortización anticipada de préstamos o venta de vivienda– actualmente no están disponibles en un país que sufre un alto desempleo y una disminución del valor de los activos inmobiliarios. Incluso si las operaciones de compra de vivienda con el tiempo aumentaran, habrá una pérdida de bienestar necesariamente, ya que la deuda hipotecaria vinculada a la vivienda es, en muchos casos, mayor que el valor de venta de la vivienda.

Dada esta situación, los esfuerzos –de acuerdo, entre otras cosas, con las recomendaciones del

FMI– deben centrarse en hacer que el proceso de desapalancamiento sea lo más eficiente posible. Esto debería incluir medidas jurídicas, como facilitar las leyes de quiebra personal –que apenas se habían desarrollado en España en comparación con otras jurisdicciones de la UE– y también medidas sociales para paliar algunas de las consecuencias negativas de la reducción de deuda, que aunque son inevitables en gran medida pueden paliarse en algunos casos, como las ejecuciones hipotecarias y los desahucios.

Como señala el FMI en su evaluación más reciente de la economía española de agosto de 2013, hay algunas acciones de políticas positivas que se están desarrollando actualmente en España, como por ejemplo “mecanismos de alivio de la deuda, que están previstas para las personas físicas sujetas a procedimientos de quiebra. También medidas adicionales, como el establecimiento de un régimen especial de insolvencia personal, deben sopesarse cuidadosamente, con las precauciones precisas para preservar y reforzar la estabilidad financiera y mantener una cultura de pago de las deudas, que debe preservarse en España. También es importante analizar la eficiencia global de estas medidas desde el punto de vista macroeconómico”.

En general, una recuperación económica progresiva, así como un proceso de desapalancamiento necesario (aunque doloroso) deben conducir a las familias españolas a reequilibrar su deuda a niveles más adecuados para la reactivación de la demanda interna y el logro de mayores tasas de crecimiento económico. En este contexto, otros mecanismos de solución más drásticos adoptados en situaciones de crisis internacionales anteriores –como la imposición de quitas hipotecarias– no son necesarios y serían perjudiciales para la estabilidad financiera.

Ayudas públicas a la banca española en el contexto europeo

Joaquín Maudos*

A lo largo de la crisis, numerosos gobiernos de la Unión Europea han proporcionado ayudas a sus bancos para atender problemas de liquidez y de solvencia, dando lugar a incrementos del déficit público. Dado los retos que todavía afrontan varios sistemas bancarios europeos, es probable que determinadas ayudas se conviertan en déficits públicos adicionales en los próximos años.

En el caso de los sectores bancarios de la Unión Europea, en el periodo 2007-2012 las ayudas públicas en forma de capital han alcanzado la cifra de 673.000 millones de euros, lo que representa el 5,2% del PIB de la UE-27. Y de esas ayudas públicas, casi la cuarta parte se da por perdida, lo que supone un aumento acumulado del déficit público del 1,2% del PIB. Dado que además de las ayudas públicas en forma de capital, los gobiernos han asumido riesgos en forma de pasivos contingentes por un valor equivalente al 4,6% del PIB de la UE-27 a finales de 2012, no se descarta que el déficit público imputable a las ayudas a la banca pueda volver a aflorar en el futuro incrementado la factura para el contribuyente. En total pues, entre pasivos contingentes e inyecciones de capital, las ayudas públicas concedidas a la banca europea desde el inicio de la crisis alcanzan un total de casi 1,3 billones de euros, equivalente al 10% del PIB de la UE-27.

Desde que comenzara la crisis bautizada como la gran recesión hace ya seis años, los gobiernos de un elevado número de países han tenido que salir al rescate de sus bancos para solventar sus problemas de liquidez y solvencia. En el primer caso, el cierre de los mercados mayoristas de financiación obligó a los bancos centrales a actuar como prestamistas de última instancia, multiplicando en poco tiempo el tamaño de sus balances ofreciendo abundante liquidez a tipos de interés reducidos. Pero los gobiernos también articularon medidas de liquidez, principalmente mediante la

emisión de avales y la compra de activos financieros, lo que ha incrementado sustancialmente el riesgo que asumen en forma de pasivos contingentes. Además, en algún caso (como en España), han garantizado la emisión de los bonos emitidos por los bancos malos creados, asumiendo en consecuencia más riesgos.

En el segundo caso, el deterioro y la pérdida de valor de los activos bancarios con motivo de la crisis han pasado factura sobre la solvencia de las entidades financieras, obligando a sus gobiernos a

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

inyectar capital en los bancos elevando la deuda pública. En muchos casos, las ayudas públicas concedidas han absorbido pérdidas, lo que ha tenido efectos negativos sobre los déficits públicos.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar las ayudas públicas al sector bancario español en comparación con el resto de sectores bancarios de la UE-27, utilizando para ello la rica información que proporciona la Comisión Europea (en concreto, Eurostat) para el periodo 2007-2012. La información permite analizar por separado las ayudas a la solvencia y las del resto de ayudas que generan pasivos contingentes (principalmente ayudas a la liquidez), así como el efecto que las ayudas públicas a la banca han tenido sobre el déficit público. El desglose de los datos para cada uno de los años del periodo de crisis es de gran valor, ya que permite analizar el distinto grado de reacción de los gobiernos europeos a la crisis, no solo en la cuantía de los fondos movilizados, sino en la rapidez de la respuesta.

Ayudas públicas a la solvencia bancaria

Las ayudas públicas en forma de capital se materializan en préstamos concedidos, compra de

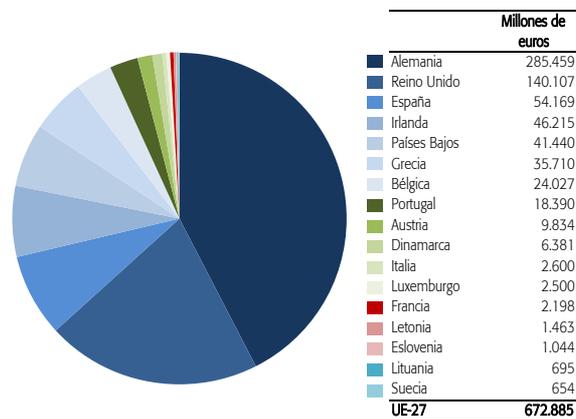
activos o inyección directa de capital. Como muestra el gráfico 1, para los sectores bancarios de la UE-27, el total acumulado para el periodo 2007-2012 de ayudas a la solvencia de las entidades bancarias asciende a 672.885 millones de euros. Del total, los países de la eurozona concentran el 78% de las ayudas. Por países, destaca sobre todo Alemania, con una inyección pública de capital de 285.000 millones de euros. Le sigue en importancia, aunque a mucha distancia, el Reino Unido con un importe de 140.000 millones de euros. El tercer país en ayudas a la solvencia es España, con 54.000 millones de euros.

Obviamente, el valor de las ayudas concedidas está condicionado por el tamaño del sector bancario. Por este motivo, el panel b) del gráfico 1 muestra el *ranking* de los sectores bancarios de la UE-27 ordenado según el importe de las ayudas como porcentaje del PIB de cada país. Es de destacar sobre todo el caso de Irlanda, un país que ha visto quebrar a la práctica totalidad de su sector bancario que ha obligado a su Gobierno a inyectar fondos públicos por un importe equivalente a algo más de la cuarta parte del tamaño de su economía (en concreto, el 28,2% del PIB). También las ayudas públicas a la solvencia de la banca griega son de gran importancia, ya que representan el 18,4% de su PIB.

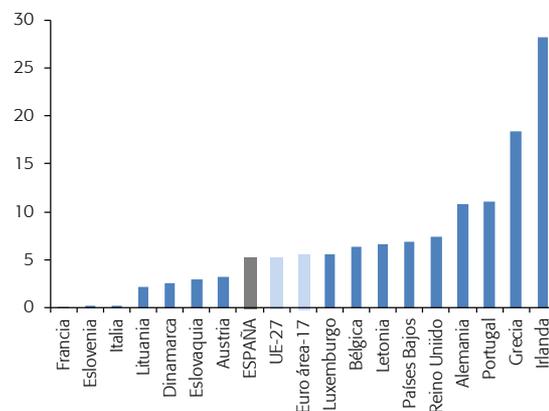
Gráfico 1

Ayudas públicas a la banca de la UE-27 en forma de capital en el periodo 2007-2012

a) Distribución en millones de euros



b) Porcentaje del PIB



Fuente: Comisión Europea y elaboración propia.

De los países más grandes de la UE-27, la inyección de capital público en la banca de Alemania y el Reino Unido son de elevada cuantía, con porcentajes respecto a sus PIB del 10,8% y 7,4%, respectivamente, frente a un valor promedio del 5,2% en la UE-27 y del 5,5% en la eurozona. También Portugal (11,1%), Holanda (6,9%) y Bélgica (6,4%) se sitúan por encima de la media europea. En el caso de la banca española, las ayudas públicas en forma de capital representan el 5,2% de su PIB en 2012, ligeramente por debajo de la UE-27 y de la eurozona. En el caso de Francia y Portugal, las inyecciones públicas de capital son marginales en relación al tamaño de sus economías.

Entre pasivos contingentes e inyecciones de capital, las ayudas públicas concedidas a la banca europea desde el inicio de la crisis alcanzan un total de casi 1.300 millones de euros, equivalente al 10% del PIB de la UE-27.

El detalle por años que ofrece la información de la Comisión Europea permite analizar la distinta velocidad de reacción a los gobiernos de la UE-27 a la hora de hacer frente con fondos públicos a los problemas de sus sectores bancarios. Centrando la atención en el caso español, el porcentaje más elevado del total de ayudas concedidas en forma de capital tiene lugar en 2012, ya que en ese año se concedieron ayudas por un importe que más que duplica el concedido en todos los años anteriores. En cambio, para el total de la UE-27, la mayor parte de los fondos se movilaron de 2008 a 2011. Por países, de los que más ayudas a la solvencia bancaria han concedido, también la mayor parte de las ayudas se concedieron en los primeros años de la crisis hasta 2010, como es el caso de Alemania, Reino Unido, Holanda e Irlanda. Junto con Grecia y Portugal, España es el país que más recursos públicos ha movilizado en 2012 para resolver los problemas de solvencia de sus bancos.

Otros riesgos asociados a las ayudas públicas a la banca: los pasivos contingentes

Desde que estallara la crisis a mediados de 2007, el Banco Central Europeo ha multiplicado por 2,6 su base monetaria para hacer frente a los problemas de liquidez de las entidades financieras, sobre todo con las dos subastas extraordinarias que realizó a finales de 2011 y principios de 2012 donde inyectó algo más de un billón de euros en los países de la eurozona. Pero además de estas ayudas en forma de liquidez, los gobiernos europeos también han contribuido a paliar los problemas de liquidez de las entidades financieras, principalmente mediante la compra de activos financieros y la concesión de avales a la emisión de deuda bancaria. Estas operaciones, si bien a corto plazo generan ingresos a favor de Tesoro por las comisiones cobradas, conllevan la asunción de riesgos para el sector público por la posible pérdida de valor de los activos o por la potencial ejecución de la garantía otorgada. Por ese motivo, estas ayudas se clasifican como pasivos contingentes. También son pasivos contingentes los bonos emitidos por los bancos malos que cuentan con la garantía de los Estados, como es el caso español de la Sareb.

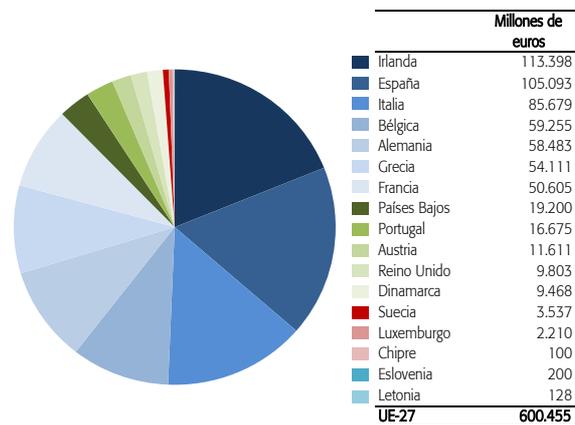
Como muestra el gráfico 2, para el total de la UE-27, el valor de los pasivos contingentes existentes a finales de 2012 es de 600.000 millones de euros. Tres países (Irlanda, España e Italia) concentran la mitad del total. En Irlanda, las garantías otorgadas por el Gobierno a la banca llegaron a ascender a 352.000 millones de euros en 2008, si bien a finales de 2012 la cifra se reduce a 113.000 millones de euros, de los que 29.000 corresponden a los avales a las emisiones de bonos del banco malo (NAMA). En España e Italia, el total de pasivos contingentes es de 105.000 y 86.000 millones de euros, respectivamente.

Como porcentaje del PIB, el Gobierno de Irlanda es con diferencia el que asume un mayor riesgo por los avales otorgados a favor de sus bancos, hasta representar casi el 70% del PIB. También las ayudas concedidas por el Gobierno de

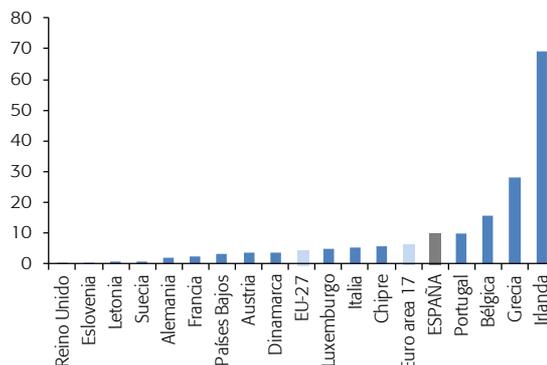
Gráfico 2

Pasivos contingentes asociados a las ayudas bancarias en la UE-27

a) Distribución en millones de euros



b) Porcentaje del PIB



Fuente: Comisión Europea y elaboración propia.

Grecia son muy importantes, ya que representan el 28% del PIB. En España, el riesgo que asume el Gobierno por las ayudas concedidas a la banca distintas al fortalecimiento de la solvencia representan el 10% del PIB en 2012, porcentaje que duplica la media de la UE-27. Los pasivos contingentes aumentaron más de un 60% en 2012 respecto al año anterior como consecuencia del aval del Estado con que cuenta la emisión de deuda de la Sareb utilizada para la adquisición de los activos tóxicos relacionados con el sector inmobiliario de los bancos con ayudas públicas (los llamados bancos de los grupos 1 y 2 en la jerga del *Memorándum de Entendimiento* entre la UE y España).

El impacto sobre el déficit público de las ayudas públicas a la banca

Las ayudas públicas a la banca solo suponen un coste para el contribuyente cuando conllevan el reconocimiento y asunción de pérdidas. De igual forma, pueden generar superávit presupuestarios si los ingresos asociados a las ayudas concedidas (por ejemplo, en forma de intereses por los préstamos concedidos o las comisiones cobradas por los avales concedidos) superan a sus costes. En el caso de las ayudas en forma de capital, a corto

plazo pueden generar déficit públicos cuando absorben pérdidas, aunque a largo plazo puede contribuir a reducir el déficit si se generaran plusvalías con la venta de las participaciones bancarias.

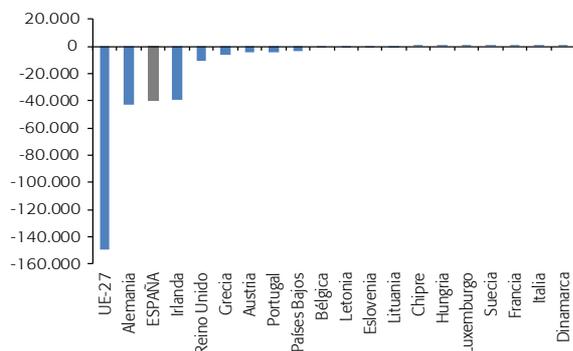
El gráfico 3 muestra el valor acumulado de las ganancias/pérdidas netas para el periodo 2007-2012 que generan superávit/déficit públicos, así como el porcentaje que representan del PIB de 2012. Para el total de la UE-27, las ayudas bancarias han supuesto un aumento del déficit público de 149.000 millones de euros. En algunos países (en concreto, en seis) las ayudas otorgadas han generado ingresos netos. Y del resto de países en los que las ayudas han incrementado el déficit público, tres (Alemania, España e Irlanda) concentran el 81,5% del total, con importes cercanos a 40.000 millones euros en los tres casos.

Como porcentaje del PIB, Irlanda es con diferencia el país que ha asumido la factura más elevada por el rescate bancario, ya que las pérdidas acumuladas reconocidas representan el 24% del PIB de 2012. España es el segundo país de la UE-27 con mayor coste bancario para el contribuyente, con pérdidas equivalentes al 3,8% del PIB (39.600 millones de euros). En Grecia y Portugal el impacto de las ayudas sobre el déficit público ascienden al 2,9% y 2,5% del PIB respec-

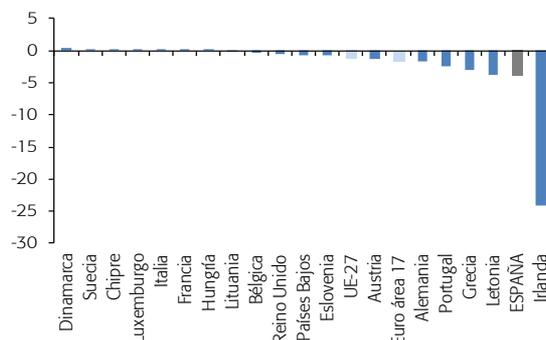
Gráfico 3

Impacto acumulado 2007-2012 de las ayudas públicas a la banca sobre el déficit/superávit público de los países de la UE-27

a) Millones de euros



b) Porcentaje del PIB de 2012



Fuente: Comisión Europea y elaboración propia.

tivamente, mientras que en Alemania representan el 1,6%. En consecuencia, si bien en países como Alemania, Holanda, Reino Unido, Portugal y Grecia los fondos públicos movilizados para inyectar capital a sus bancos son en relación al PIB de mucha mayor cuantía que en España, hasta finales de 2012 el porcentaje que se da por perdido y que por tanto aumenta el déficit público, es de menor cuantía. En Alemania, por ejemplo, las ayudas públicas concedidas para mejorar la solvencia de sus bancos son muy elevadas (10,8% de su PIB), pero su impacto en el déficit público es de solo el 1,6% del PIB. En cambio, en España, las ayudas concedidas son la mitad que la alemanas (5,2% del PIB), pero las pérdidas materializadas en el déficit público son más del doble (3,8%) al considerarse gran parte de las ayudas de capital

En Alemania las ayudas públicas concedidas para mejorar la solvencia de sus bancos son muy elevadas (10,8% de su PIB), pero su impacto en el déficit público es de solo el 1,6% del PIB. En cambio, en España, las ayudas concedidas son la mitad que la alemanas (5,2% del PIB), pero las pérdidas materializadas en el déficit público son más del doble (3,8%).

transferencias para absorber pérdidas y no transacciones financieras como la compra de acciones.

Análisis desagregado de las ayudas públicas al sector bancario español y coste para el contribuyente

Con objeto de hacer lo más compatible posible el análisis detallado del caso español que se ofrece a continuación con las estadísticas de Eurostat de la Comisión Europea manejadas con anterioridad, en los datos que se reportan a continuación de ayudas públicas a la solvencia no se tiene en cuenta ayudas que si bien inicialmente fueron concedidas, ya se han recuperado. De igual forma, tampoco se tienen en cuenta ayudas inicialmente concedidas por el FROB que posteriormente fueron asumidas por el FGD, ya que aunque la Comisión Europea lo considera público, el origen de su financiación es privado.

Como muestra el cuadro 1, las ayudas concedidas por el FROB1 (en forma de préstamo materializado en compra de participaciones preferentes) ascienden a 8.317 millones de euros. La cifra inicial fue superior (9.674 millones de euros), pero se ha descontado la ayuda de 977

millones de euros concedida a Banca Cívica que tras su absorción posterior por Caixabank, ya ha sido devuelta al FROB. También se ha descontado 377 millones de ayuda a Unnim que fue asumida por el FGD.

En el caso del FROB2 (inyección de capital en forma de compra de acciones) la cuantía es de 5.183 millones de euros. La cifra inicial fue de 5.751 millones de euros, a la que se ha descontado 568 millones de euros de ayuda a Unnim asumida posteriormente por el FGD.

En el caso de los fondos con cargo al MEDE, la cifra es de 39.078 millones de euros, cifra que no incluye la participación del FROB en la Sareb ya que no es una ayuda a la solvencia bancaria.

Con este desglose, la cifra final de ayudas públicas a la banca española en forma de capital hasta 2012 (sin incluir las ayudas del FGD) es de 52.578 millones de euros. Si incluimos los fondos del MEDE utilizados para la constitución de la

Sareb (2.192 millones de euros), la cifra aumenta a 54.770 millones de euros, cifra muy próxima a la que aparece en las estadísticas de la Comisión Europea (54.169 millones de euros)¹.

De los 52.578 millones de ayudas públicas en forma de capital a la banca española, cuatro entidades absorben el 93%: 22.424 millones de euros en el caso de Bankia (42,6% del total), 12.052 millones de euros en Catalunyaacaixa (22,9%), 9.052 millones en NovaGaliciacaixa (17,2%) y 5.500 millones de euros en el Banco de Valencia (10,5%).

En el caso de los pasivos contingentes, el Estado ha concedido avales a las emisiones de deuda bancaria desde 2008 hasta 2012 por importe de 108.329 millones de euros, de las que más de la mitad ya se han amortizado a fecha de julio de 2013 (última información facilitada por el Tesoro). También se creó un Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) que compró activos bancarios por importe 19.341 millones de euros,

Cuadro 1

Ayudas públicas a la solvencia y liquidez del sector bancario español realizadas hasta finales de 2012

Millones de euros

	a) Capital	b) Pasivos contingentes	
FROB 1	8.317	Avales emisiones deuda bancaria (09/07/13)	55.032
FROB 2	5.183	Bonos garantizados de la Sareb	46.600
MEDE	39.078		
Total	52.578	Total	101.632
Sareb	2.192		
Total con Sareb	54.770		

Fuente: FROB y elaboración propia.

¹ Si se incluye la ayuda del FGD y la del FROB a Banca Cívica por un importe de 977 millones euros (que fue posteriormente devuelta por Caixabank), la ayuda total se acerca a la que estima el Banco de España en su nota informativa publicada el 2 de septiembre de 2013, por importe de 61.366 millones de euros. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en este artículo nos hemos centrado en la ayuda concedida hasta final de 2012 (dado que las comparaciones internacionales a partir de los datos de Eurostat solo pueden hacerse en esa fecha). Por el contrario, el Banco de España incluye también las ayudas concedidas por el FGD y los datos de 2013, sin deducir la ayuda de 977 millones concedida a Banca Cívica que ha sido devuelta al FROB.

que ya ha sido totalmente liquidado. Finalmente, los bonos que ha emitido la Sareb para adquirir los activos transferidos por los bancos que han recibido ayudas públicas (grupos 1 y 2) cuentan con el aval del Estado, cuyo importe es de 46.600 millones de euros. En concreto, del balance de la Sareb por importe 50.653 millones de euros, los bonos garantizados representan el 92%, siendo el 8% restante sus recursos propios (2% de capital y 6% de deuda subordinada).

Con estas cifras, el total de pasivos contingentes que siguen vivos a fecha de 9 de julio de 2013 es de 55.032 millones de euros, que sumados a los 46.600 de deuda avalada de la Sareb arroja un total de pasivos contingentes de 101.632 millones de euros, cifra cercana a los 105.093 millones de euros que aparecen en las estadísticas de la Comisión Europea a fecha de 31 de diciembre de 2012.

La repercusión sobre el déficit público de las ayudas públicas al sector bancario español asciende a 39.637 millones de euros según los cálculos de la Comisión Europea. La cifra es superior (43.479 millones de euros) en el caso de las inyecciones de capital que se dan por pérdidas y que corresponden a Bankia (18.302 millones de euros), Catalunya-caixa (11.126 millones de euros), Novagaliciacaixa (7.601 millones de euros), Banco de Valencia (5.498 millones de euros) y Unnim (953 millones de euros). La inclusión de la ayuda a Unnim como déficit público (la pérdida fue asumida por el FGD) se debe al hecho de que la Comisión Europea considera al FGD parte del Estado y, por tanto, público. El efecto neto sobre el déficit público es menor a las inyecciones de capital que se dan por pérdidas como consecuencia de los ingresos que el Estado ha obtenido de las ayudas concedidas en forma de comisiones o ingresos por intereses.

Si en lugar de utilizar los datos de la Comisión Europea sobre las ayudas a la solvencia de la banca española que computan como déficit público (transferencias de capital para absorber pérdidas y no transacciones financieras en forma de compra de acciones por importe 43.479 millones de euros), realizamos el análisis en términos de pér-

didias hasta ahora realizadas según las cuentas anuales del FROB hasta 2012, la suma asciende a 36.197,1 millones de euros hasta finales de 2012. Esa cifra agregada corresponde a las pérdidas de Bankia (13.641 millones de euros), Catalunya-caixa (9.642 millones de euros), Novagaliciacaixa (6.649,43 millones de euros), Banco de Valencia (5.498,448 millones de euros), Ceiss (525 millones de euros) y BMN (241,255 millones de euros). En consecuencia, la diferencia con el cómputo de la Comisión Europea hasta 2012 es de 7.281,9 millones de euros y reside en el mayor importe de las pérdidas que imputa Eurostat a Bankia (4.661 millones más), Catalunya-caixa (1.484 millones de euros más) y Novagaliciacaixa (951,57 millones de euros más), así la incorporación al déficit público de la pérdida de Unnim (953 millones de euros) que asumió el FGD. Sin embargo, la Comisión Europea no ha llevado a déficit público deterioros de activos en Ceiss y BMN, al contrario de lo que ha hecho el FROB.

¿Qué parte de las ayudas a la solvencia se han perdido? Si comparamos los datos de ayudas concedidas con las pérdidas reconocidas y nos centramos en las cuatro entidades que absorben el mayor porcentaje de las ayudas concedidas, según los datos de la Comisión Europea, en Bankia se ha perdido el 82%, en Catalunya-caixa el 92%, en Novagaliciacaixa el 84% y en el Banco de Valencia el 100%. Y según los datos de las cuentas anuales del FROB, el porcentaje de pérdidas es el 61% en Bankia, el 80% en Catalunya-caixa, el 73% en Novagaliciacaixa y el 100% en el Banco de Valencia. En consecuencia, en estas cuatro entidades, de media, se ha perdido el 87% de las ayudas concedidas según el criterio de la Comisión Europea y del 72% según el del FROB.

Conclusiones

Cinco mensajes emergen con claridad del análisis realizado de las ayudas públicas al sector bancario español:

- 1) como porcentaje del PIB, las ayudas a la solvencia se sitúan en un valor similar

a la media europea (5,2%) y por debajo de países como Reino Unido (7,4%) y Alemania (10,8%), y muy por debajo de los países que han sufrido con más intensidad los efectos de la crisis (18,4% en Grecia y 28,2% en Irlanda);

- 2) la reacción a la crisis ha sido más tardía en España ya que en los años iniciales 2007-2010, frente a una inyección pública de capital del 5% del PIB de la UE-27, en España los fondos movilizados representan justo la mitad, el 2,5% del PIB. Seguramente si se hubieran movilizado los fondos públicos mucho antes tal como hicieron otros países (como Alemania, Reino Unido y Holanda), la resolución de los problemas de una parte del sector bancario español se hubieran producido antes. No obstante, fue necesario realizar un esfuerzo previo de consolidación para asegurar el uso eficiente de los fondos públicos;
- 3) los efectos sobre el déficit público de las ayudas públicas a la banca española son muy superiores a la media de la UE-27, ya que de forma acumulada ascienden al 3,8% del PIB de 2012, frente a un 1,15% en la UE-27. De hecho, solo el colapso de la banca irlandesa ha tenido un mayor impacto sobre el déficit público (24,1%) que en España;
- 4) en el caso de las ayudas públicas a la solvencia, la Comisión Europea considera pérdidas (y por tanto déficit público) por importe 43.479 millones de euros, mientras que el FROB la cifra de pérdidas por deterioro en sus activos es inferior (36.197,1 millones de euros) en el caso del FROB;
- 5) al margen de las ayudas en forma de capital, los riesgos que ha asumido el Gobierno español por otras ayudas concedidas a la banca en forma de pasivos contingentes (10% del PIB en 2012, sobre todo en avales a la emisión de deuda bancaria y los bonos emitidos por la Sareb) son de una cuantía muy superior a la media europea (4,7%).

En resumen, al igual que en otros países, la resolución de la crisis bancaria en España ha obligado a movilizar fondos públicos que han supuesto una carga para el contribuyente. Las ayudas públicas concedidas en forma de capital han sido de menor cuantía en España en relación a otros países europeos, si bien su impacto en el déficit público ha sido mayor. No obstante, dados los problemas que todavía presentan otros sectores bancarios europeos, es posible que también en esos países aumente en los próximos años el déficit público imputable a las pérdidas de las ayudas concedidas a sus bancos.

En el caso de la banca española, solo el tiempo y la recuperación del cuadro macroeconómico dirán si las ayudas públicas a la banca se traducirán en una nueva carga para el contribuyente, ya que de esa recuperación dependerá el valor de venta de las entidades nacionalizadas, las potenciales pérdidas asociadas a los esquemas de protección de activos (EPA) otorgados por el FROB en la adjudicación de algunas entidades, y la rentabilidad del plan de negocio de la Sareb, cuyos bonos están garantizados por el Estado y una parte de su capital es propiedad del FROB. En cualquier caso, el coste de la crisis bancaria es muy superior al que asume el contribuyente, ya que hay que añadir el que han asumido las propias entidades financieras saneando el activo con provisiones (cerca de 250.000 millones de euros desde el inicio de la crisis) y utilizando el Fondo de Garantía de Depósitos (casi 21.000 millones de euros entre pérdidas ya asumidas y otras estimadas en los EPA concedidos), y las pérdidas soportadas tanto por los accionistas como por los poseedores de instrumentos híbridos (participaciones preferentes y deuda subordinada), en este último caso estimadas inicialmente en casi 13.000 millones de euros. En consecuencia, es el sector bancario y sus propietarios el que ha asumido con diferencia el mayor coste de la crisis, destinando una cantidad equivalente a más del 25% del PIB que de no haber sido por la crisis, se hubiera dedicado principalmente a reforzar la solvencia, a retribuir a sus accionistas y a dotar fondos a la obra benéfico-social.

Mercado de la vivienda en España: ¿se ha completado el ajuste?

José García Montalvo*

Existen señales, como la evolución reciente de los índices de precios de la vivienda, las operaciones cerradas y las tendencias en el mercado de la vivienda en España, que invitan a un prudente optimismo sobre la recuperación del sector. Los precios de la vivienda continúan sobrevalorados, pero mantienen una línea descendente.

El ajuste del mercado de la vivienda tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en España ha supuesto un reto sustancial para la economía. Hasta el momento, dicho ajuste se ha producido en gran medida vía cantidades y no vía precios. No obstante, la evolución reciente de los índices de precios de la vivienda, si bien no constituyen un aproximador exacto, permite colegir que los precios se han ajustado y siguen describiendo una senda descendente. Además, las operaciones cerradas en el mercado inmobiliario han aumentado tras los recientes cambios regulatorios en el sector financiero, a lo que se añaden algunas tendencias clave, como la irrupción de los bancos como uno de los principales actores del sector inmobiliario, el incremento de las compras al contado y el creciente papel jugado por los inversores y fondos de inversión extranjeros. Las últimas transacciones por parte de los bancos y el denominado “banco malo” (Sareb) también son un dato alentador. Pese a todos estos desarrollos, el stock de viviendas nuevas por vender continúa prácticamente inalterado y los bancos siguen acumulando inmuebles adjudicados en sus balances. Las ratios muestran que, si bien el mercado de la vivienda en España continúa estando sobrevalorado, el proceso de ajuste sigue su curso.

Introducción

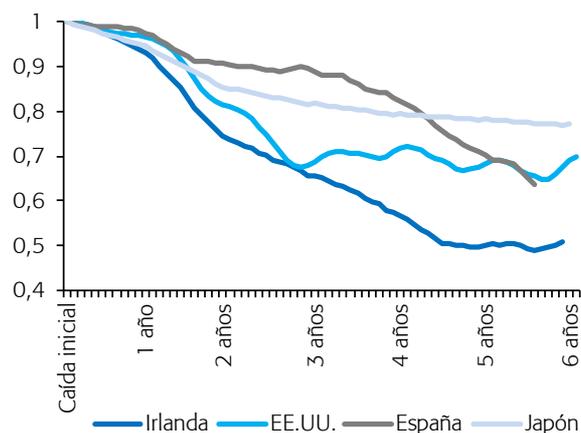
El mercado de la vivienda en España constituye el típico ejemplo de una enorme burbuja inmobiliaria que se pinchó tras el estallido de la crisis financiera en 2008. Las características específicas del mercado inmobiliario español han hecho que la evolución de los principales indicadores del sector de la vivienda difiera bastante de la de otros

países donde también se produjo una burbuja similar. Mientras que en algunos países, como Estados Unidos, el sector inmobiliario parece haber comenzado a recuperarse, en otros países como España persisten las dudas sobre el grado de recuperación. En este contexto, el presente artículo examina si el ajuste del mercado inmobiliario español se ha completado o no. Para analizar esta cuestión, se describe la situación actual del

* Catedrático de Economía, Universitat Pompeu Fabra y Fellow de ICREA-Academia.

Gráfico 1

Evolución de los precios de la vivienda en varios países tras el pinchazo de una burbuja



Fuentes: US: índice compuesto Case-Shiller de 20 ciudades. España: INE. Irlanda: National Residential Property Price index. Japón: Nationwide residential urban land price (Japan Real Estate Institute); y cálculos propios.

mercado de la vivienda en España y sus perspectivas futuras.

La principal característica del mercado español es su ineficiente proceso de ajuste. A diferencia de los mercados eficientes, en España el ajuste se produce normalmente vía cantidades y no vía precios. Un ejemplo extremo de esto lo encontramos en el mercado laboral, donde pese al alarmante crecimiento del número de desempleados, el salario real ha seguido aumentando hasta hace muy poco. El mercado inmobiliario español es otro

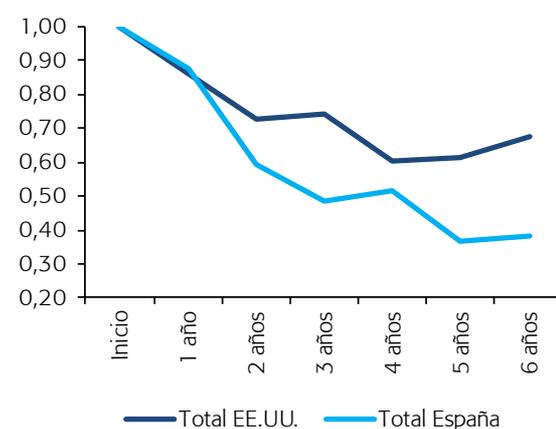
La principal característica del mercado español es su ineficiente proceso de ajuste. A diferencia de los mercados eficientes, en España el ajuste se produce normalmente vía cantidades y no vía precios.

¹ La caída inicial tiene lugar en periodos diferentes en cada país. En Japón, sucede en enero de 1991; en Estados Unidos, en julio de 2006; en Irlanda, en diciembre de 2006; y en España, en septiembre de 2007.

² El mensaje del cuadro es idéntico si trabajamos con precios deflactados de la vivienda. Existe una gran divergencia durante muchos años entre la rapidez del ajuste de los precios de la vivienda en España y en otros países donde también se produjo una gran burbuja inmobiliaria.

Gráfico 2

Evolución de compraventas de viviendas desde el inicio de la crisis



Fuentes: NAR, Census Bureau, Ministerio de Fomento y cálculos propios.

ejemplo de este tipo de ajuste. El gráfico 1 muestra el ajuste de los precios de la vivienda desde el inicio de la crisis en cuatro países representativos: España, Japón, Estados Unidos e Irlanda¹. En el gráfico se observa que la caída acumulada por los precios de la vivienda tras tres años de crisis en el sector fue de alrededor del 30% en Irlanda y en Estados Unidos. En España, dicha cifra se sitúa en torno al 10%². Incluso en Japón, donde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria comenzó en 1991, el ajuste de precios se produjo inicialmente con mayor rapidez que en España, si bien se desaceleró al iniciarse el segundo año de crisis, y ha continuado hasta el día de hoy.

Como es obvio, la falta de ajuste de los precios de la vivienda con la rapidez adecuada conduce a un desplome de las ventas. El gráfico 2 revela que, transcurridos tres años desde la crisis, las ventas de viviendas en Estados Unidos mostraban una caída de un 25%, mientras que en España el des-

censo era de un 50%. Este hecho se ha traducido en un fuerte desplome de la construcción residencial nueva, cuya caída desde el máximo, en el caso de España, es del 92%.

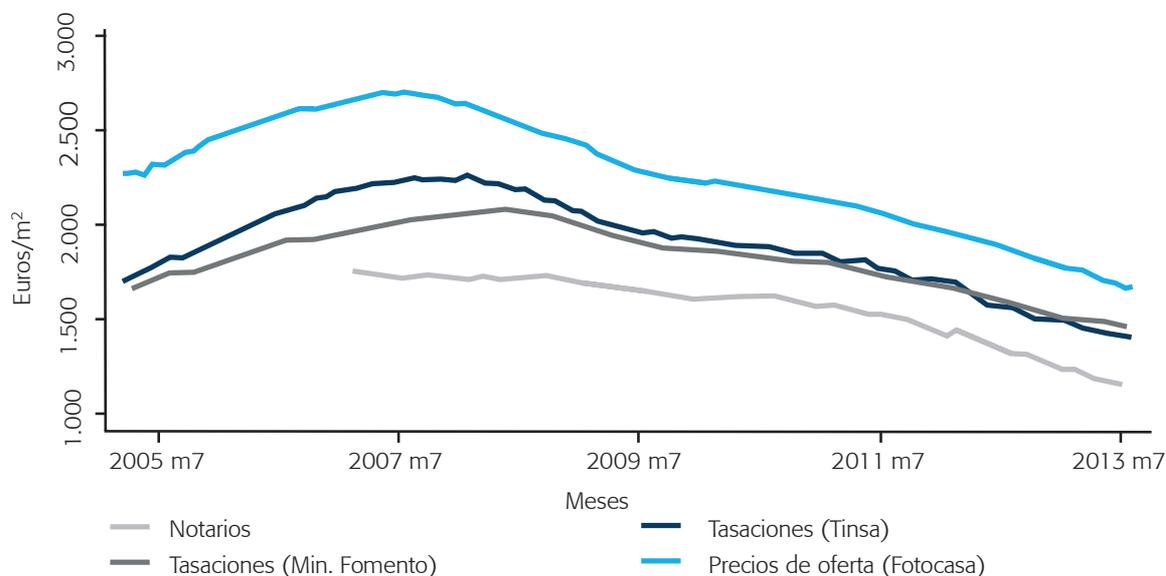
Evolución reciente

En todo caso, el análisis de la evolución de los precios de la vivienda en España se ve complicado por la existencia de una multiplicidad de indicadores, ninguno de los cuales se basa, estrictamente hablando, en precios de mercado. Es posible realizar alguna inferencia sobre el proceso de ajuste del mercado residencial español comparando la evolución de los diferentes indicadores de precios. El gráfico 3 muestra el nivel de cuatro índices: el precio de oferta de las viviendas construidas el-

borado por Fotocasa; el precio oficial de la vivienda según datos del Ministerio de Fomento (anteriormente, Ministerio de Vivienda), que se basa en la agregación de precios de tasación suministrados por numerosas sociedades tasadoras; los precios de la vivienda aportados por el Consejo General del Notariado de España³; y el índice del mercado inmobiliario español (IMIE), calculado por Tinsa, una de las principales tasadoras de España⁴. Es razonable esperar que los precios de oferta sean superiores a los precios de tasación y a los precios de los notarios. La diferencia entre los precios de tasación y los precios de los notarios se explica por la inercia del sesgo a "sobretasar" los inmuebles durante la burbuja, así como por la presencia de pagos de efectivo no declarados en muchas operaciones de adquisición de vivienda. Montalvo y Raya (2012)⁵ estiman que la divergencia entre el precio declarado y el efectivamente pagado

Gráfico 3

Evolución de varios indicadores alternativos de los precios de la vivienda en España



Fuentes: Centro de Información Estadística del Notariado, Ministerio de Fomento, Tinsa, Fotocasa y cálculos propios.

³ Existe otro índice de precios oficial elaborado por el Instituto Nacional de Estadística pero, al tratarse de un índice, no permite calcular los niveles originales. En principio, el índice de los notarios debería exhibir un nivel similar, puesto que la mayoría de las ventas son primero escrituradas ante notario y, posteriormente, se inscriben en el Registro de la Propiedad.

⁴ Téngase en cuenta que la metodología utilizada para construir estos indicadores es diversa y su cobertura geográfica podría no coincidir exactamente.

⁵ "What is the right price of Spanish residential real state?" 1 (3), en *Spanish Economic and Financial Outlook*, septiembre de 2012, 22-29.

Cuadro 1

Variación de los precios de la vivienda desde el pico

	Pico	Última observación	Cambio desde pico
Ministerio-Precios tasación	mar-08	jun-13	-29,5%
INE-Precios registrales	sep-07	mar-13	-36,2%
Fotocasa-Precios de oferta (Vivienda usada)	jun-07	jun-13	-33,6%
Colegio del Notariado	jul-07	jun-13	-34,9%
Soctas	dic-07	jun-13	-27,6%
Viviendas nuevas			
IMIE-Precios tasación	dic-07	jul-13	-37,6%

Fuente: Varias fuentes, como se indica en el cuadro, y cálculos propios.

se sitúa, de media, en el 8%. Como argumentamos en las siguientes páginas, el aumento de la proporción de compradores que no recurren a financiación ajena se ha traducido en la pérdida de relevancia de los índices basados en las tasaciones.

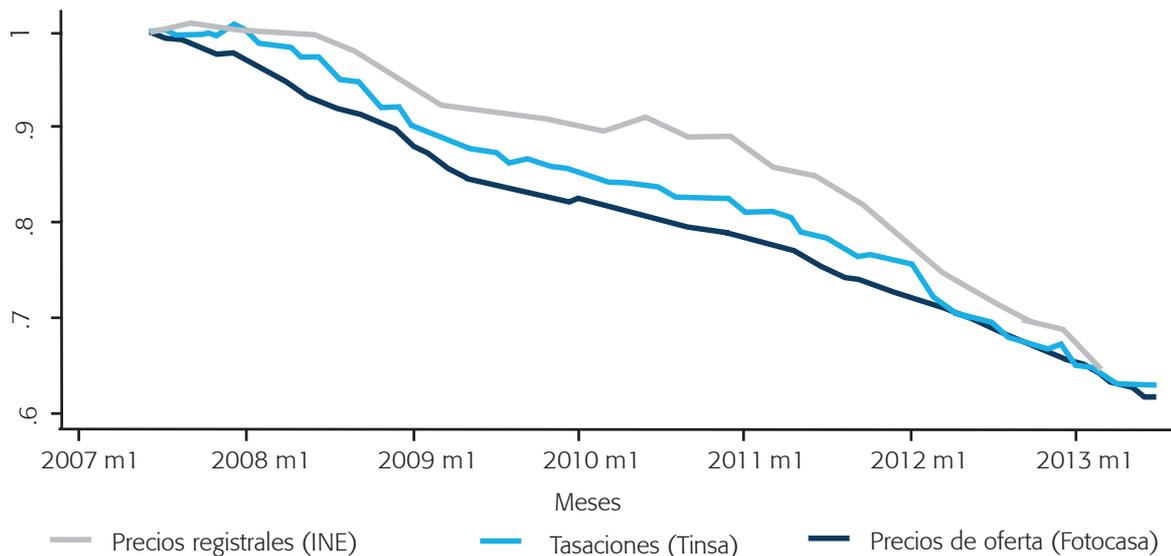
Existen algunos otros índices de precios. El cuadro 1 recoge todos los indicadores relevantes de los precios de la vivienda. Además de los anterior-

mente descritos, está el precio elaborado por la Sociedad de Tasación (Soctas) referente a la obra nueva residencial, y el índice del Instituto Nacional de Estadística (INE), que utiliza como fuente los datos del Registro de la Propiedad.

El cuadro 1 indica que la variación de los precios desde el máximo es aproximadamente del 35%, y dicha cifra es muy parecida en todos los indicadores a excepción del Soctas, probable-

Gráfico 4

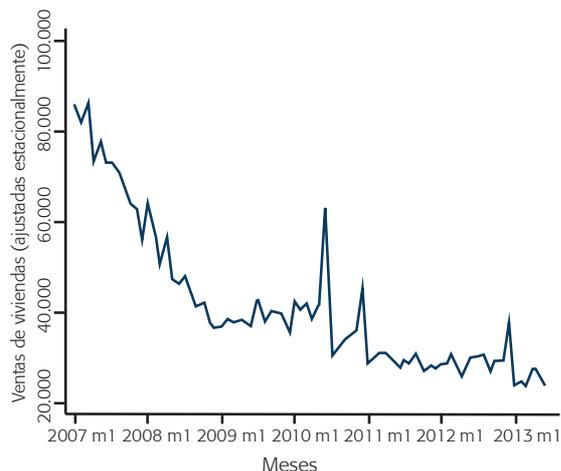
Evolución de los precios desde el inicio de la crisis inmobiliaria



Fuentes: Banco de España, Tinsa y cálculos propios.

Grafico 5

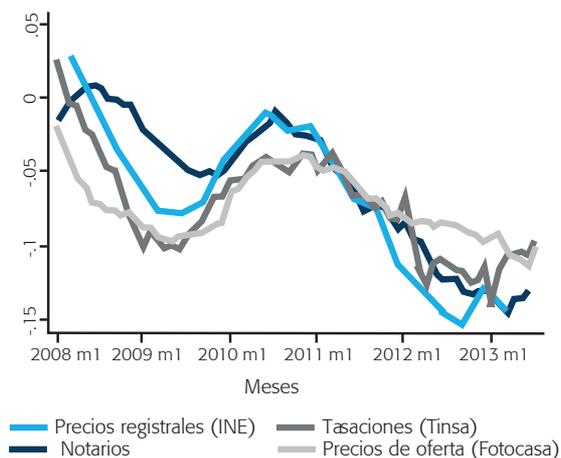
Compraventas de viviendas ajustadas por estacionalidad



Fuentes: Centro de Información Estadística del Notariado.

Gráfico 6

Variación de los precios según indicadores alternativos



Fuentes: INE, Tinsa, Consejo General del Notariado, Fotocasa y cálculos propios.

La variación de los precios de la vivienda desde el máximo es aproximadamente del 35%, y dicha cifra es muy parecida con independencia del indicador de precios utilizado.

mente porque este último se circunscribe solo a la vivienda nueva. El *timing* de la variación en los precios es tan interesante como la magnitud de la caída acumulada. El gráfico 4 muestra que los precios de la vivienda fueron convergiendo en los diferentes indicadores durante los primeros años tras el comienzo de la crisis. Así, los precios de oferta descendieron inicialmente con más rapidez que los precios de tasación, y estos con más rapidez que los precios del INE. Los precios de tasación se han ajustado a la baja con gran rapidez a partir de 2012, básicamente por el impacto de los decretos conocidos como Guindos I y II (reforma financiera impulsada por el Gobierno), que elevaban las provisiones sobre los préstamos al sector inmobiliario y sobre los activos adjudicados que figuraban en los balances de los bancos. No obstante, en

los últimos meses, los precios de tasación y los precios de oferta han moderado su ritmo de descenso, en tanto que el ajuste a la baja de los precios del INE se ha acelerado.

La evolución de las compraventas de viviendas muestra un patrón descendente con esporádicos repuntes, explicados por los frecuentes cambios en las condiciones fiscales aplicables a la compra de vivienda desde el inicio de la crisis. En el gráfico 5 se observa la evolución de las ventas ajustadas por estacionalidad tomando como fuente los datos del Consejo General del Notariado⁶. Pese a su carácter ajustado por la estacionalidad, los datos dejan entrever tres claros picos. El primero se produce en junio de 2010 antes de la subida del Impuesto sobre el Valor Añadido y del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales. Este último afectaba únicamente a algunas regiones (entre las más significativas, Cataluña, Andalucía y Extremadura). En diciembre de 2010 se aprecia otro pico ligado al aprovechamiento del último periodo de desgravación general de los intereses y el capital en los préstamos destinados a adquisición de vivienda.

⁶ La información de los Registros de la Propiedad ofrecida por el Ministerio de Fomento no es apropiada para analizar esta cuestión, ya que el proceso de registro puede tardar hasta tres meses, lo que distorsiona el patrón temporal de las ventas reales.

A partir de esa fecha, se suprime la desgravación por compra de vivienda para los contribuyentes con bases imponibles superiores a 24.107 euros. En enero de 2012, el nuevo gobierno investido tras las elecciones volvería a introducir la deducción general por compra de vivienda, que sería finalmente eliminada en diciembre de 2012. Ello se corresponde con el último pico del gráfico 5. Durante 2010, hubo una estabilización de las ventas y una desaceleración del ajuste de los precios (gráfico 6), atribuible básicamente a las expectativas de eliminación de los incentivos fiscales generales a la vivienda.

Situación actual

La situación actual se caracteriza por varios elementos distintivos. En primer lugar, el sector bancario se ha convertido en un actor fundamental del mercado de la vivienda y, por extensión, del mercado inmobiliario. Durante el primer semestre de 2013, los cinco mayores bancos de capital privado (La Caixa, BBVA, Santander, Sabadell y Popular) más el banco malo, el Sareb, vendieron cerca de 35.000 inmuebles, de los cuales el 5% correspondió al Sareb. Los inmuebles vendidos suponen el 25,5% de todas las transacciones realizadas sobre inmuebles en fincas urbanas (viviendas y otras propiedades vinculadas a ellas) durante el primer semestre declaradas por el Consejo General del Notariado. Esta proporción debería verse como una mera aproximación ya que, en sus datos publicados, los bancos no separan algunos inmuebles urbanos (viviendas, apartamentos, garajes y trasteros) del suelo y los inmuebles comerciales. Si tenemos en cuenta el número total de transacciones referidas a inmuebles urbanos, la proporción es del 20,2%. Es interesante observar cómo, pese a disponer solo de datos parciales, podemos concluir que los bancos están generando beneficios en estas ventas, ya que los precios a los que están cerrando las operaciones están, de media, por encima de su valor neto contable. La razón es que la obligación impuesta en 2012 por los decretos Guindos I y II de provisionar

los créditos dudosos y los inmuebles adjudicados redujo en gran medida su valor neto contable. La tendencia general a vender sus inmuebles aprovechándose de esta situación conducirá al final de estos beneficios.

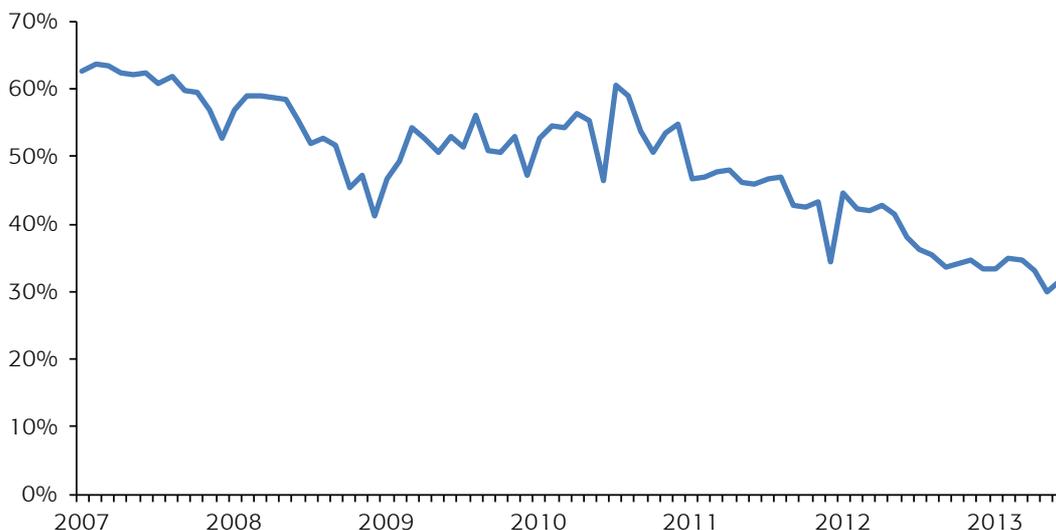
En segundo lugar, la proporción de compradores de vivienda que pagan al contado ha aumentado drásticamente⁷. Varias causas explican este fenómeno. Primero, la brusca reducción del precio de los inmuebles ha permitido a los compradores con ciertos ahorros costear el precio sin necesidad de solicitar una hipoteca. Segundo, los bancos han ajustado sus criterios de riesgo y han decidido reducir su exposición al sector inmobiliario. Ello ha provocado que resulte más difícil conseguir una hipoteca, y, cuando se consigue, el diferencial respecto al interés de referencia (euríbor) se ha multiplicado por entre 4 y 6 veces durante el último año y medio. Por último, el retorno de las opciones de inversión alternativas, y en particular de los depósitos, ha descendido de forma bastante significativa. A partir de los datos de Tecnocasa, un intermediario del mercado residencial, estimamos que durante el primer trimestre de 2013 la proporción de viviendas adquiridas sin financiación ajena fue de alrededor del 55%, y alcanzó el 60% en Barcelona. El Consejo General del Notariado estima que cerca del 70% de todas las transacciones se concluyeron sin mediar hipoteca (véase gráfico 7). Esta cifra se ha calculado dividiendo el número de nuevas hipotecas concedidas para compra de vivienda entre las ventas de viviendas en fincas urbanas. Banco de Sabadell sitúa el porcentaje de los inmuebles vendidos por su entidad sin hipoteca durante el primer semestre de 2013 en el 70%.

La tendencia hacia operaciones pagadas íntegramente al contado está asociada con la vuelta de los inversores al mercado. Según datos de Tecnocasa, estimamos que el 21% de los compradores durante el primer trimestre de 2013 fueron inversores, y las viviendas adquiridas tuvieron en su mayoría un valor inferior a los 100.000 euros. Conviene señalar que la recuperación del mercado

⁷ Esta tendencia convierte en menos relevantes los índices de precios basados en las tasaciones, al hacer redundante en muchas operaciones la necesidad de tasar la vivienda.

Gráfico 7

Proporción de ventas de viviendas financiadas con una hipoteca



Fuente: Consejo General del Notariado.

estadounidense también comenzó con una proliferación de operaciones por parte de inversores que se dedicaban a comprar propiedades baratas (entre 70.000 y 100.000 dólares) para convertirlas en alquileres. Este proceso fue acompañado de un incremento considerable del porcentaje de ventas al contado. Por ejemplo, durante el primer trimestre de 2013, el 65% de las viviendas en Miami se vendieron en operaciones al contado, frente al 16% en 2007. La proporción nacional de viviendas pagadas íntegramente al contado en Estados Unidos ha experimentado un fuerte salto en los últimos años, si bien existen discrepancias sobre su nivel exacto: la Asociación Estadounidense de Agentes Inmobiliarios (NAR) cifra dicha proporción en el 31%, mientras que según Goldman Sachs habría alcanzado el 57%, y Realty Trac la sitúa en un 40%. La NAR también estima que el 70% de todos los inversores en Miami no precisaron de hipoteca.

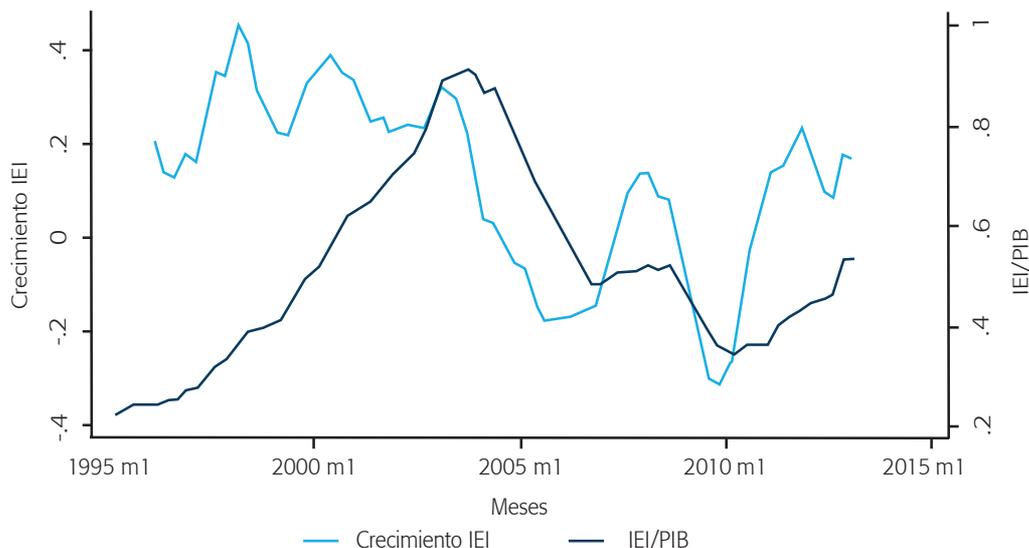
En tercer lugar, los compradores extranjeros están retornando al mercado inmobiliario español. El gráfico 8 muestra que la inversión extranjera en el mercado inmobiliario español crece a un ritmo del 16%. En el pasado, el comportamiento de los

inversores extranjeros tendió a anticiparse a los cambios en la evolución del sector. La inversión extranjera cayó a comienzos de 2005 en previsión del pinchazo de la burbuja. No obstante, si bien ha crecido desde el mínimo alcanzado en 2010, la ratio de inversión extranjera en inmuebles sobre PIB aún dista mucho de los niveles previos al estallido de la burbuja. Otra prueba de la creciente importancia de los extranjeros en el mercado inmobiliario español consiste en la proporción de extranjeros que adquieren inmuebles según datos del Registro de la Propiedad. Durante el primer trimestre de 2013, los inversores foráneos se apuntaron el 17,5% de las compraventas, mientras que en 2012, dicha cuota era de cerca del 12% y un año antes rondaba el 10%. De esos extranjeros, el 91,4% tenían su residencia en España.

Una última indicación es el interés de los fondos de inversión extranjeros, sobre todo durante los últimos meses, en la compra de inmuebles en España. Durante el primer semestre de 2013, las ventas de inmuebles no residenciales alcanzaron casi los 900 millones de euros (DTZ Consulting), aunque el primer trimestre no fue especialmente positivo. En contraposición con la situación de

Gráfico 8

Inversión extranjera en el mercado inmobiliario de España



Fuentes: Banco de España. IEI: Inversión extranjera en el sector inmobiliario.

2012⁸, cuando muchas grandes operaciones tuvieron como protagonistas a compradores españoles como Amancio Ortega⁹, los fondos internacionales están apostando por los inmuebles españoles. El cuadro 2 reúne algunas de las operaciones más relevantes y un puñado de operaciones pendientes de cierre durante 2013. También muestra que la actividad de los inversores internacionales se ha acelerado durante julio y agosto. El consenso entre los gestores de los fondos inmobiliarios internacionales era que, como condición previa para su entrada en el mercado inmobiliario español, requerían algunas operaciones de cierta envergadura, en concreto, a cargo del Sareb. Las recientes operaciones BULL y Bermudas del Sareb han ayudado a mejorar la confianza hacia la inversión en el mercado inmobiliario español (véase cuadro 2).

Hay que reconocer que algunas de estas operaciones no fueron transacciones sencillas en las

El consenso entre los gestores de los fondos inmobiliarios internacionales era que, como condición previa para su entrada en el mercado inmobiliario español, requerían algunas operaciones de cierta envergadura, en concreto, a cargo del Sareb. Las recientes operaciones BULL y Bermudas del Sareb han ayudado a mejorar la confianza hacia la inversión en el mercado inmobiliario español.

que se intercambiaba una carteras de inmuebles por efectivo. Por ejemplo, al vender una filial inmobiliaria de un banco nacionalizado, la operación no conlleva la transferencia de ningún inmueble, sino el derecho a gestionar los contratos del Sareb y recibir (una parte de) los honorarios y comisiones por la venta de las propiedades. El proyecto BULL tampoco es una operación sencilla. Según los tér-

⁸ La inversión en inmuebles por parte de los inversores internacionales es muy dependiente de las condiciones macroeconómicas en España. La mayoría de la inversión (42%) en 2012 tuvo lugar durante el cuarto trimestre, tras los comentarios de Mario Draghi sobre su compromiso de hacer todo lo que fuera necesario para mantener la unidad de la zona del euro. En 2012, los inversores extranjeros representaron el 46% de la inversión total.

⁹ Presidente fundador del grupo de moda Inditex. A principios de 2013 ocupaba el tercer lugar del ranking de Forbes de las personas más ricas del mundo, con un patrimonio neto valorado en 57.000 millones de USD.

Cuadro 2

Operaciones relevantes seleccionadas durante 2013

Mes	Activo	Vendedor	Precio (millones)	Inversor
Febrero	Fontanella 6-8 (Barcelona)	Generalitat Catalunya	25	Avignon Capital
Abril	Castellana 18 (Madrid)	Deutsche Bank	42	Ram Bhavnani
Abril	Edificio Apot	Ayuntamiento de Madrid	42,5	Rilafe
Mayo	Ronda Sant Pere 5	Casacuberta Inmuebles	19	Deka inmobilien
Junio	Antigua sede de Altae	Bankia	9	Norman Foster
Junio	Hotel Vela (Starwood)	FCC,Comsa-Ente, OHL y BCN Godia	200	Fondo Catarí Diar
Junio	Edificios públicos (13)	Generalitat Catalunya	172	AXA Real Estate
Junio	Caspe 6 (Barcelona)	Longshore (Drago Capital)		Inversor internacional
Julio	VPO Madrid (IVIMA): 1860 viviendas en alquiler controlado	Comunidad de Madrid	128,5	Blackstone y gestión de Magic Real Estate
Julio	@Mar Building	AXA Real Estate	17	Autonomy
Julio	Los Alcores, Mirador de Cuenca y Almazora	Morgan Stanely y Grupo Lar	30	Incus Capital Advisors
Julio	Serrano 60	La Caixa	42,5	Meyer Bergman
Julio	Edificio Corte Inglés (Plaza Catalunya)	El Corte Inglés	100	IVA Capital Partners
Julio	1.000 viviendas	BBVA	Aprox. 100	Grupo Baupost
Agosto	Operación BULL	Sareb	100	HIG Capital y gestión de Monthisa
Agosto	Operación Bermudas	Sareb	245	Burlington Loan Management Limited
Agosto	VPO Madrid (IVIMA): 2932 viviendas	Comunidad de Madrid	201,2	Goldman Sachs & Azora
Agosto	Parque Principado	SONAE y CBRE Global Investors	145	Intu Properties
Agosto	CXI Inmobiliaria	Catalunya Banc	40	Kennedy Wilson y Värde Partners
Agosto	953 propiedades inmobiliarias en un vehículo	Banco Sabadell		
Septiembre	Bankia Habitat	Bankia	40-90 ¹	Cerberus Capital Management
Septiembre	Servihabitat Gestión In (51%)	La Caixa	127-189 ²	Texas Pacific Group
Septiembre	Serrano 83	Dafor	14,6	Crescendo

Nota: Los precios de las transacciones se basan en la información pública disponible.

¹ Dependiendo del grado de desarrollo del plan del negocio.

² Valor final dependerá del volumen de activos de CaixaBank que serán gestionados por Servihabitat durante los próximos cinco años.

Operación	Vendedor	Descripción	Comprador potencial
Operación HARVEST	Sareb	22 parcelas (suelo), 5700 ha	
Operación RUNNER	Sareb	35% Parque Corredor (Torrejón de Ardoz)	
Operación BLUE	Sareb	Paquete de <i>resorts</i>	
Operación TEIDE	Sareb	Edificios terminados y en construcción	
Operación CORONA	Sareb	Espacio de oficinas alquilado en Madrid	
Edificios públicos	Gobierno España	1.500 edificios públicos	

Fuente: Elaboración propia.

minos del acuerdo alcanzado, el fondo de capital riesgo estadounidense HIG (51%) y el Sareb (49%) participarán en un Fondo de Activos Bancarios (FAB). El modelo es *vendor financed*, lo que significa que el Sareb financiará parte del precio pagado por Bayside Capital, una filial de HIG Capital. Banco de Sabadell ha vendido un vehículo de titulización que cuenta como subyacente con 953 viviendas de la antigua caja de ahorros CAM. Solvia, la inmobiliaria de Banco de Sabadell, seguirá encargándose de encontrar compradores para ellas, y percibirá a cambio comisiones de mantenimiento y sobre las ventas.

Aunque muchos expertos han pronosticado que la participación del Sareb en el mercado inmobiliario

ejercerá una fortísima presión a la baja sobre los precios de la vivienda, es improbable que esto suceda. Contrariamente a lo que solemos escuchar, el Sareb es, mayormente, un tenedor de créditos inmobiliarios. Con unos activos totales de 50.700 millones de euros, sus inmuebles en cartera (suelos y edificios en construcción y terminados) suponen únicamente 11.300 millones de euros. Y el número de unidades terminadas a la venta asciende a algo más del 10% del *stock* total de viviendas nuevas por vender¹⁰. La gran aceleración en el ajuste de los precios de la vivienda se produjo tras los decretos sobre provisiones Guindos I y II, que eliminaron parcialmente los incentivos de los bancos para seguir valorando a precios de tasación inflados los activos inmobiliarios adjudicados.

Cuadro 3

Ejecuciones hipotecarias de los principales bancos privados españoles

	Fin dic. 2012		Fin jun. 2013		jun-13	Dic. 2012-Jun. 2013	jun-13
	NAV	Cobertura	NAV	Cobertura	GAV 2013	Aumento NAV	Cobertura
De promotoras y constructoras							
Santander	2.906	3.650	3.125	3.917	7.042	7,54%	55,62%
Popular	3.772	3.613	4.158	3.845	8.003	10,23%	48,04%
BBVA	4.001	4.893	3.876	4.987	8.863	-3,12%	56,27%
Sabadell	4.037	3.217	4.473	4.110	8.583	10,80%	47,89%
Grupo "La Caixa"	5.417	5.531	6.071	6.708	12.779	12,07%	52,49%
De hogares							
Santander	707	454	728	446	1.174	2,97%	37,99%
Popular	665	351	732	379	1.111	10,08%	34,11%
BBVA	1.492	1.020	1.766	1.142	2.908	18,36%	39,27%
Sabadell	2.397	1.197	2.073	1.014	3.087	-13,52%	32,85%
Grupo "La Caixa"	1.458	946	1.599	1.240	2.839	9,67%	43,68%
Total							
Santander	4.323	4.913	4.562	5.213	9.775	5,53%	53,33%
Popular	5.402	5.191	5.998	5.508	11.506	11,03%	47,87%
BBVA	5.873	6.103	6.081	6.489	12.570	3,54%	51,62%
Sabadell	6.712	4.735	6.643	5.463	12.106	-1,03%	45,13%
Grupo "La Caixa"	7.174	6.720	8.065	8.329	16.394	12,42%	50,81%
TOTAL	29.484	27.662	31.528	31.002	62.530	6,93%	49,58%

Nota: NAV significa Valor Neto Contable. El Valor Bruto Contable se representa con las siglas GAV. La rúbrica total incluye además otros deudores e instrumentos de capital y de financiación de empresas con inmuebles ejecutados. Fuente: Información financiera publicada por los bancos (1^{er} semestre) y cálculos propios.

¹⁰ Nótese que las unidades del Sareb incluyen viviendas de nueva construcción y usadas.

Pese a las tendencias anteriormente mencionadas en el mercado de la vivienda en España, persisten dos cuestiones importantes por abordar. La primera es la evolución del *stock* de viviendas nuevas por vender. Pese a la falta de estadísticas oficiales actualizadas, algunos cálculos aplicando la metodología más reciente adoptada por el Ministerio de Fomento cifran dicho volumen en 811.000 viviendas a finales del primer semestre de 2012¹¹. Este número ha oscilado en torno a las 800.000 unidades desde finales de 2010, lo que significa que el mercado sigue siendo incapaz de absorber las construcciones nuevas, aun cuando la actividad constructora se ha ralentizado notablemente respecto al periodo anterior. La segunda cuestión atañe a la cantidad total de activos adjudicados contabilizados en los balances de los grandes bancos que no transfirieron la mayoría de sus carteras inmobiliarias al Sareb. Ya hemos mencionado que los grandes bancos españoles están vendiendo sus activos adjudicados a un ritmo mucho mayor que en el pasado. Con todo, están acumulando activos inmobiliarios, lo que significa que nuevos inmuebles están entrando en sus balances más

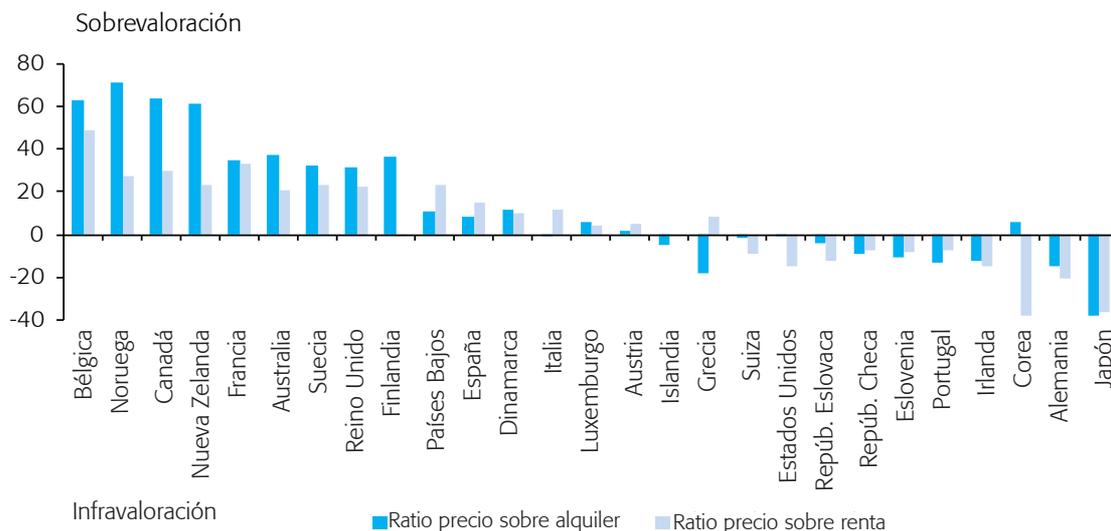
rápido de lo que son capaces de venderlos. Así, el cuadro 3 muestra que durante el primer semestre de 2013, los cinco mayores bancos acumularon cerca de 62.000 millones de euros (valor bruto contable) y sus posiciones inmobiliarias se incrementaron en un 6%. En torno a un 72% de dichos activos proceden de promotores y constructores, y un 57% corresponde a suelo. Las ejecuciones hipotecarias y daciones en pago de clientes minoristas son el 18% del total, aunque el repunte de la tasa de morosidad entre el segmento minorista podría traducirse en una aceleración de los activos adjudicados en el futuro. Su valor neto contable asciende a 31.000 millones de euros entre los cinco mayores bancos, y alcanza hasta los 39.000 millones de euros para el conjunto del sector.

Lo que deparará el futuro

Existe una percepción, generalmente aceptada, de que dos ratios son más idóneas que los precios para analizar la situación del mercado de la vivienda¹². La primera es la ratio de precio de la

Gráfico 9

Ratios de precio sobre alquiler y precio sobre renta familiar: comparativa internacional



Fuentes: OCDE.

¹¹ CatalunyaCaixa (2013), *Informe sobre el sector inmobiliario residencial en España*.

¹² Desafortunadamente, la Unión Europea decidió recientemente incluir solo el índice de los precios de la vivienda en el procedimiento de desequilibrio excesivo, en lugar de estos dos indicadores.

vivienda sobre alquileres, que básicamente calcula la rentabilidad del mercado del alquiler. Este indicador es relevante para los inversores (especialmente hoy, pues el futuro del mercado de la vivienda en España pasa por el mercado del alquiler) y para la demanda de servicios inmobiliarios (la decisión entre comprar o alquilar). El segundo parámetro es el precio sobre la renta familiar, que es el indicador más relevante para la demanda local. El gráfico 9 muestra la estimación de la OCDE de ambos indicadores respecto a su media a largo plazo en una amplia muestra de países. En Estados Unidos, los precios de la vivienda han tocado fondo *undershoot* y están subiendo. De hecho, el indicador compuesto según la metodología Case-Shiller usando una muestra de 20 ciudades ha aumentado a una tasa anual del 12,1% durante el ejercicio terminado en junio de 2013, si bien el ritmo de subida se está frenando. Los precios de la vivienda en Irlanda también parecen estar infravalorados y en fase de estabilización. España figura en el grupo de países con sobrevaloración, y donde los precios de la vivienda continúan tendiendo a la baja. Según el índice precio-renta disponible de la OCDE, la magnitud de la sobrevaloración sería del 15%, mientras que según la ratio precio-alquiler es del 8%¹³. Ahora bien, estos índices son sensibles al período utilizado para calcular la media a largo plazo y a la forma de definir las variables. Si utilizamos la renta familiar disponible como denominador de la segunda ratio, y lo comparamos con la media del período anterior a 2001, la sobrevaloración según el índice precio-alquiler seguiría siendo del 29%. Obsérvese que aunque los precios de la vivienda (numerador)

están disminuyendo, también lo está haciendo la renta disponible (denominador), lo que reduce la velocidad de ajuste de la ratio para una caída de los precios de la vivienda. Por su parte, la ratio precio de la vivienda-alquiler sigue estando muy lejos de su media a largo plazo, pues la rentabilidad del alquiler ronda el 4,53%, cuando la media a largo plazo es de alrededor del 6%. De todos modos, este segundo indicador es menos fiable en el caso de España, debido a que la encuesta sobre el mercado de alquiler de 2006, utilizada para fijar el alquiler de referencia, es cuestionable.

De forma adicional, los modelos VAR predicen una caída de los precios del 9% en 2013¹⁴, con una leve aceleración durante los dos trimestres finales. Por último, los precios de la vivienda usada son bastante sensibles a los cambios en el sentimiento del mercado. Cuando el mercado mejora y los precios se recuperan o frenan su ritmo de caída, la vivienda usada se encarece más rápido que la obra nueva. Lo contrario sucede cuando el mercado se deteriora. No hay ninguna señal en la evolución relativa de los precios de la vivienda usada frente a los de la obra nueva que nos lleve a esperar un cambio de tendencia, y todo apunta a nuevos descensos de los precios. En resumen, prevemos que los precios de los activos inmobiliarios y, en particular, del segmento residencial, continúen cayendo con rapidez durante algún tiempo. Quizá esto no sea una mala tendencia si sigue atrayendo inversores extranjeros, pues ayudará a mejorar el acceso a la vivienda para las familias españolas y estimulará el mercado del alquiler.

¹³ *The Economist* utiliza un período de referencia diferente y concluye que la sobrevaloración actual de los inmuebles residenciales en España es del 12,9% según la ratio precio sobre renta y del 11,1% según el índice precio sobre alquiler.

¹⁴ García-Montalvo (2013), *Predicción de los precios de los activos inmobiliarios en el segmento residencial*, mimeo.

Una reforma eléctrica condicionada por la austeridad*

María Paz Espinosa**

La última reforma energética aprobada por el Gobierno revela un esfuerzo por contener el déficit de la electricidad, agudizado recientemente por la reducción de la demanda y el exceso de capacidad instalada, aunque no está claro si será suficiente para eliminar dicho déficit, así como para resolver la incertidumbre regulatoria y mejorar el clima de inversión en el sector.

En julio de 2013, el Gobierno aprobó una profunda reordenación del sector eléctrico español dirigida a corregir los desequilibrios existentes, que han generado un aumento exponencial de los costes regulados de la electricidad y un enorme déficit tarifario. La reforma ataca el problema de la sostenibilidad financiera del sector, seriamente agravada por el actual contexto de reducción de la demanda y sobrecapacidad. La anterior regulación, introducida entre 2012 y principios de 2013 y orientada asimismo a asegurar la estabilidad financiera del sector, fracasó en su intento de corregir el desajuste e hizo precisas nuevas medidas regulatorias para reducir los 4.500 millones de euros de déficit proyectado en 2013. Los frecuentes cambios de las reglas del juego en el sector han creado una sensación de inseguridad, máxime al no estar claro que la presente reforma baste para eliminar el déficit. Además, el Gobierno ha dejado entreabierto la posibilidad de nueva regulación para abordar el sistema de formación de precios. En general, los criterios financieros de corto plazo han imperado en la reforma frente a los principios de eficiencia y de una visión de largo plazo.

La necesidad de reforma

El volumen del déficit tarifario en el sector eléctrico supone un riesgo potencial para las cuentas públicas de España y, por tanto, constituye un reto económico a afrontar con urgencia. Este déficit es consecuencia del profundo e incesante desajuste entre el precio pagado por los consumidores y

todas las partidas incluidas como costes regulados de la electricidad¹.

La Comisión Europea (CE, 2013) y el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2013) ya habían recomendado acometer una exhaustiva revisión de la regulación del sector eléctrico para encontrar una solución duradera al déficit de tarifa. A

* Agradecemos la financiación del Ministerio de Economía y Competitividad (ECO2012-35820), del Gobierno Vasco (DEUI, IT-783-13) y de la Universidad del País Vasco (UFI 11/46 BETS).

** UPV/EHU.

¹ Véase Espinosa (2013) y Espinosa y Pizarro-Irizar (2012).

finales de mayo de 2013, la Comisión Europea advirtió de que las medidas introducidas durante 2012 y a principios de 2013 en el mercado eléctrico español no eran suficientes para frenar el creciente déficit tarifario, y recomendó una reforma integral². Según la Comisión Europea, el nivel del déficit tarifario de la electricidad implica un pasivo contingente de importe potencialmente considerable para los Presupuestos del Estado y riesgos macroeconómicos nada despreciables.

No cabe duda de que la evolución del déficit tarifario actúa como una pesada losa para la economía. Según estimaciones gubernamentales, el desfase entre ingresos y gastos habría crecido hasta los 10.500 millones de euros este año (1% del PIB español) de no ser por las medidas adoptadas en 2012 y principios de 2013. Pese a que estas medidas de política se proponían conseguir el equilibrio financiero para el sistema eléctrico, una vez transcurridos unos meses su eficacia no se ha revelado tal. La nueva estimación que baraja el Gobierno para 2013 es un déficit tarifario de 4.500 millones de euros, que se sumaría a la deuda viva del sector eléctrico de 26.060 millones de euros por los desequilibrios acumulados durante la última década³.

Así, la presión ejercida por el abultado déficit financiero en el sector eléctrico ha hecho inevitable la reforma. El pasado mes de febrero, el Congreso tuvo que aprobar un crédito de 2.200 millones de euros para financiar el déficit de las actividades reguladas en el mercado eléctrico. Es obvio que resultaba perentorio tomar alguna medida urgente. La reforma de julio ha repartido el peso del desfase proyectado de 4.500 millones de euros anuales entre la factura eléctrica de los consumidores (900 millones de euros), las empresas (2.700 millones de euros) y los Presupuestos Generales del Estado (900 millones de euros). No obstante, distribuir el desequilibrio

tarifario del sector eléctrico entre los participantes del mercado no era ni mucho menos el único problema; el crecimiento exponencial de los costes del sistema, entre ellos la amortización de la deuda, es también un síntoma de importantes deficiencias en la organización del mercado, que no se abordan en la presente reforma.

Principales características de la reforma

La reforma del sistema eléctrico español se instrumentará a través de una nueva Ley del Sector Eléctrico que se aprobará antes de que termine 2013, un Real Decreto-ley de medidas urgentes con efecto inmediato y varios decretos y órdenes ministeriales. Este cambio regulatorio acarrea un elevado precio para el sector eléctrico. La cotización de las empresas del sector se hundió en Bolsa al conocerse el anuncio, y las compañías eléctricas españolas fueron puestas en lista de vigilancia por Fitch Ratings para una posible rebaja de su calificación. La reforma también castigará duramente a los consumidores, que verán aumentar su factura de la luz. Los inversores tanto nacionales como extranjeros del sector de las energías renovables han expresado su absoluta oposición a estas medidas, que se traducen en un desplome de la rentabilidad de sus proyectos, y han avanzado que interpondrán demandas por el carácter retroactivo de la reforma.

La nueva regulación prevé un fuerte recorte de los costes regulados (que retribuyen la actividad de distribución, transporte y generación de energías renovables) y un incremento de la factura eléctrica de los consumidores con efectos inmediatos. Se estima que las medidas urgentes de reducción de costes adoptadas, que entrarán en vigor en el segundo semestre de 2013, solo cubrirán 1.400 millones de euros de los 4.500

² Las recomendaciones de la Comisión también incluyen la mejora de la competencia en el mercado eléctrico minorista y la creación de un observatorio independiente. Por lo que respecta a la infraestructura de transporte, el informe concluye que es abundante, aunque existe margen para que la selección de las inversiones sea más estricta y priorizar el mantenimiento eficiente de las redes existentes.

³ El déficit acumulado ronda los 38.000 millones de euros, pero 11.800 millones de euros ya se han recuperado a través de la tarifa.

millones necesarios, procediendo el resto de un crédito de 2.200 millones de euros aprobado por el Congreso en febrero y de la aportación de 900 millones de euros a cargo de los Presupuestos Generales del Estado.

La nueva regulación fija un tope al déficit de tarifa y reduce la posibilidad de transferir los derechos de cobro al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico (FADE). Cualquier desajuste futuro entre los ingresos y los costes regulados será financiado por las empresas con ingresos regulados, recibiendo el tipo de interés de mercado, y se les devolverá a lo largo de los cinco años siguientes, en principio a través de subidas de los peajes.

Lo que es más importante, la nueva regulación fija un tope al déficit de tarifa y reduce la posibilidad de transferir los derechos de cobro al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico (FADE). Cualquier desajuste futuro entre los ingresos y los costes regulados deberá ser financiado por las empresas con ingresos regulados, recibiendo por ello el tipo de interés de mercado, y se les devolverá a lo largo de los cinco años siguientes, en principio a través de subidas de los peajes.

La generación de energías renovables soportará el grueso de los recortes

El impacto de la reforma se dejará sentir sobre todo en la regulación y los incentivos a las energías renovables. Según estimaciones del Gobierno, el recorte será de 1.500 millones de euros al año (equivalente a un 15% de las primas al régimen especial).

El sistema de subvenciones en forma de primas, o *feed-in-tariffs* (FIT), se ha eliminado completamente para todas las instalaciones de generación de energía renovable existentes⁴. En sustitución del FIT, la reforma introduce un nuevo

régimen retributivo, según el cual los generadores recibirán el precio de mercado por la electricidad que generen, con una retribución adicional, en caso de resultar necesario, para garantizarles una rentabilidad específica durante toda la vida útil del proyecto. Durante los próximos seis años, esa tasa de rentabilidad (antes de impuestos) estará referenciada al rendimiento de la Obligación del Estado a diez años más un diferencial de 300 puntos básicos, es decir, en torno a un 7,5%; esta es una referencia poco habitual, pues el WACC (coste medio ponderado del capital, tanto propio como ajeno) es el parámetro generalmente utilizado para las actividades reguladas (Miles y Ezzell, 1980; Nantell y Carlson, 1975).

Para determinar el nivel de subvención cada año, la fórmula tiene en cuenta todas las subvenciones e ingresos pasados del proyecto. Si la tasa de retorno anterior sobre los activos es superior al valor regulado, la subvención en ese año se reducirá en consecuencia hasta alcanzar la rentabilidad especificada para la vida del proyecto. Además, la fórmula utiliza, a modo de referencia, la inversión y los costes de explotación correspondientes a una instalación "tipo", con lo que la rentabilidad podría ser mayor o menor en función de la referencia utilizada en la regulación, que aún no se ha definido.

A la espera de mayor concreción, está previsto que la regulación donde se defina la referencia tecnológica de cada planta esté ultimada para final de año. Esta nueva regulación fijará los parámetros relativos a la inversión, los costes de explotación y la vida útil regulatoria de la instalación "tipo" para cada tecnología, así como las estimaciones del precio de mercado que determinará la retribución de las diferentes instalaciones de energía renovable.

La fijación de la inversión y los costes de explotación estándar es una tarea extremadamente complicada, debido a la enorme variabilidad entre las distintas plantas dependiendo de su localización, dimensión y periodo de la inversión. Los costes de las energías renovables son específicos a

⁴ Las medidas anteriores incluían la eliminación de los incentivos a los nuevos proyectos en renovables y la limitación del número de horas primadas de funcionamiento de las instalaciones solares.

cada instalación, pues los recursos (viento, horas de sol,...) no están distribuidos de forma homogénea entre las regiones. Otro factor que dificulta aún más esta evaluación de costes es la rápida curva de aprendizaje y los significativos descensos de los costes a lo largo del tiempo. En consecuencia, el coste nivelado de la energía (LCOE, ratio de costes incurridos respecto de la electricidad generada durante toda la vida útil, ambos conceptos actualizados a un mismo año de referencia utilizando un tipo de descuento que refleje el coste medio del capital) para cada tecnología renovable no puede determinarse con exactitud a menos que se vincule a la localización, la dimensión y el periodo de inversión (véase IRENA, 2013⁵). Si los costes estándar se establecen en función de medias ponderadas, muchas plantas podrían no ser capaces ni siquiera de cubrir sus costes.

Dado que la nueva metodología se aplica a las subvenciones pasadas del proyecto, tiende a penalizar a las instalaciones de generación más maduras, sobre todo a las centrales eólicas (algunas de las cuales podrían haber superado el umbral crítico de rentabilidad, por lo que no tendrían derecho a percibir subvención). Además, las primas en el sistema FIT eran proporcionales a la energía producida, por lo que las instalaciones más eficientes, con mayores volúmenes de producción, verán reducirse más drásticamente sus retornos futuros.

Dado que la nueva metodología se aplica a las subvenciones pasadas del proyecto, tiende a penalizar a las instalaciones de generación más maduras, sobre todo a las centrales eólicas. Además, las primas en el sistema FIT eran proporcionales a la energía producida, por lo que las instalaciones más eficientes, con mayores volúmenes de producción, verán reducirse más drásticamente sus retornos futuros.

El cuadro 1 presenta la proyección de incentivos según la Comisión Nacional de la Energía para las distintas tecnologías renovables en 2013, antes del cambio de metodología (CNE, 2013). Las nuevas subvenciones modificarán probablemente la distribución entre las distintas tecnologías.

Actualmente, España es el tercer mayor productor de energía solar en la Unión Europea, tras Alemania e Italia. Según datos de las asociaciones sectoriales, la inversión de la industria española en energía solar desde 2007 asciende a 38.000 millones de euros, la mayoría de los cuales es deuda que deberá amortizarse a lo largo de los próximos 10 a 15 años. Las rentabilidades previstas sobre la energía solar ya habían sufrido un fuerte recorte con los primeros cambios regulatorios en 2010, y la nueva reforma reduce aún más los ingresos de

Cuadro 1

Incentivos al régimen especial, 2013

Tecnología	Capacidad 31/12/2013 (MW)	Energía 2013 (GWh)	Horas 2013	Equivalente FIT(€/MWh)	Total FIT (mill. €)
Cogeneración	6.314	27.122	4.296	73,6	1.997
Fotovoltaica	4.405	7.151	1.623	402,4	2.877
Termosolar	2.521	4.778	1.895	251,8	1.203
Eólica	24.188	54.943	2.271	42,7	2.344
Pequeña hidrául.	2.064	6.509	3.154	43,2	281
Biomasa	779	4.777	6.135	75,2	359
Residuos	576	2.532	4.398	29,3	74
Tratamiento res.	658	4.440	6.747	103,7	461
Total	41.505	112.252	2.705	85,5	9.596

Fuente: CNE (2013).

⁵ Agencia Internacional de Energías Renovables.

todo el parque de renovables, hasta el punto de que, en algunos casos, podrían ser insuficientes para cubrir incluso el servicio de sus préstamos. La menor retribución asignada a la generación de energía renovable podría hacer necesario que los bancos refinancien sus préstamos al sector o se adjudiquen los activos.

Como era previsible, sobre la reforma se cierne la amenaza de litigios, debido a su enfoque retroactivo. El hecho de tener en cuenta las subvenciones y los ingresos pasados de los proyectos de renovables para calcular las futuras subvenciones a la inversión equivale a aplicar la nueva regulación, y por consiguiente la menor rentabilidad, a la totalidad de la vida útil del proyecto, con lo que se alteran las condiciones en las que se decidió emprender la inversión.

Los enormes recortes a las energías renovables se producen después de que el generoso sistema de subvenciones al sector generase una burbuja inversora. La falta de un mecanismo de mercado, que adaptase el nivel de las subvenciones a las necesidades y la capacidad de pago del sistema, condujo a la aparición de obligaciones financieras insostenibles. La reforma no aborda este tema, que se encuentra en el centro de los problemas que penden sobre el sector. La nueva metodología define el principio de igual rentabilidad para todas las fuentes de energía renovable, pero no tiene en cuenta su diferente coste de producción y ni siquiera considera el *mix* de tecnologías óptimo. La reforma ha perdido la oportunidad de introducir mecanismos de mercado que pudieran emitir las señales correctas a los inversores a largo plazo⁶. Incluso en las circunstancias actuales, en que no se requiere inversión debido a la sobrecapacidad existente, la reforma debería haber considerado el *mix* de tecnologías óptimo y haber promovido las medidas oportunas para reducir el peso de las tecnologías menos eficientes.

⁶ Véase Ciarreta y otros 2012a,b y 2013a,b.

⁷ En el sistema de autoconsumo "con balance neto", los consumidores reciben un derecho de compensación al menos por una parte de la electricidad solar o eólica que vierten a la red.

⁸ En Arizona se está planteando un "impuesto solar" similar (*convenience fee*), pero con un "periodo de gracia de 20 años" antes de su sujeción a la nueva política.

Por último, la reforma también ha introducido cambios que lastran el análisis coste/beneficio para la generación distribuida (*on-site*). No se contempla el mecanismo del balance neto⁷ para las instalaciones residenciales, y la creación del "peaje de respaldo" amenaza el futuro de la generación solar o eólica para autoconsumo, al reducir drásticamente la rentabilidad financiera que los propietarios de viviendas y las empresas obtendrían sobre su inversión⁸. Tras la reforma, estos usuarios podrían encontrarse con que les resulta más caro producir su propia energía que adquirirla de la red. Además, la obligación para todas las unidades existentes de conectarse a la red (al objeto de permitir gravar la energía producida en los hogares), con multas que van desde los 6 millones hasta los 30 millones de euros (claramente desproporcionadas para familias con unos pocos paneles solares en sus tejados), ha sido fuertemente criticada.

Distribución y transporte

Uno de los objetivos prioritarios de la reforma era la revisión de la retribución de las actividades de distribución y transporte. Según las estimaciones del Gobierno, la nueva regulación de las actividades de transporte y distribución de la energía eléctrica y de los sobrecostes del sistema extrapeninsular permitirá ahorrar 1.000 millones de euros anuales, lo que supondrá un gran impulso a la estabilidad financiera del sector.

Tras la reforma, el régimen retributivo de la distribución y el transporte garantizará una tasa de retorno fija sobre los nuevos activos netos (la parte de la inversión no amortizada). Durante el periodo regulatorio de los próximos seis años, esta tasa de retorno (antes de impuestos) estará referenciada al rendimiento de la Obligación del Estado más un diferencial de 200 puntos básicos, en torno al 6,5%. De nuevo, llama la atención la

referencia a la Obligación del Estado a diez años; el WACC (coste medio ponderado del capital) es la herramienta regulatoria más estándar para retribuir los activos en el sector de servicios públicos (véase Cambini y Rondi, 2009). Además, cada año el regulador fijará el nivel máximo de inversión que tendrá derecho a acogerse a esta retribución, acotando así los costes regulados.

En cuanto a los incentivos introducidos por el proyecto de ley, la Comisión Nacional de la Energía ha recomendado que se vinculen los pagos por rendimiento a las consecuencias que tendría para los consumidores una interrupción del suministro, a fin de que las señales recibidas por las compañías eléctricas sean correctas desde un punto de vista económico.

Capacidad

Aparte del recorte de los pagos por capacidad anuales, que se justifica por la situación de sobrecapacidad del sistema (véase cuadro 2), la reforma también habilita la posibilidad del cierre temporal

El aumento exponencial de los costes del sistema y la consiguiente insostenibilidad financiera están en parte relacionados con las deficiencias en la organización del mercado, causantes de la situación de sobrecapacidad. El fomento a las energías "verdes" mediante el pago de primas sin tener en cuenta la capacidad renovable instalada en el sistema o el *mix* tecnológico óptimo incentivó una inversión excesiva, que ahora hay que corregir. La reforma promueve el cierre de instalaciones de energía renovable para reducir la capacidad y aminorar los pagos destinados a retribuir la generación de energías renovables, lo que debería contribuir a la estabilidad financiera. No obstante, conviene señalar que los costes de la inversión son irre recuperables (hundidos), y que estas instalaciones presentan un coste marginal casi nulo, lo que hace poco lógico su cierre desde un punto de vista económico.

Factura eléctrica de los consumidores

De acuerdo con las estimaciones del Gobierno, la subida de la factura eléctrica supondrá 900

Cuadro 2

Evolución del margen de reserva en España

	Capacidad instalada, Ci (GW)	Capacidad disponible, Cd (GW)	Ratio Ca/Cd	Demanda pico extrema (GW)	Margen reserva
2000	52,83	38,22	72,36	33,24	1,15
2005	73,97	48,58	65,68	43,38	1,12
2010	99,04	55,59	56,13	44,12	1,26
2012	101,83	59,78	58,70	43,01	1,39
Mínimo requerido					1,10

Fuente: Ciarreta et al. (2013b).

de instalaciones ("hibernación"), que afectará a la generación en centrales de ciclo combinado. Pese a que la intermitencia de la producción renovable hace necesarias estas instalaciones, en las condiciones actuales de baja demanda, algunas de las plantas de ciclo combinado están operando a un 10% de su capacidad. La nueva regulación permitirá la hibernación de 6.000 MW, lo que reducirá las pérdidas.

millones de euros anuales y 450 millones de euros en 2013. Casi la mitad de la factura eléctrica satisfecha por los consumidores corresponde al pago por la energía consumida, desglosándose en una parte fija y otra variable. El término fijo se deriva del hecho de tener disponible el servicio, con independencia de cuánta electricidad se consuma, y depende exclusivamente de la potencia máxima (kW) contratada. El término variable, o consumo,

depende del consumo de electricidad. La nueva regulación aumenta de forma sustancial el término fijo (en un 77% para los consumidores con una

De media, se estima que la factura final se encarecerá un 3,2%, con una amplia horquilla alrededor de dicho porcentaje según el perfil de consumo. El cambio del precio pagado por los consumidores, haciendo mayor hincapié en el componente fijo de la factura, no parece justificado por la estructura de costes del sistema eléctrico, y obedece principalmente a la necesidad de aumentar los ingresos en el actual contexto de escasez de demanda.

potencia contratada igual o inferior a 10 kW) y reduce ligeramente el precio pagado por cada kWh consumido. El resultado es que la factura eléctrica aumentará considerablemente para los consumidores con un consumo bajo y disminuirá para aquellos con altos niveles de consumo. De media, se estima que la factura final se encarecerá un 3,2%, con una amplia horquilla alrededor de dicho porcentaje según el perfil de consumo.

El cambio del precio pagado por los consumidores, haciendo mayor hincapié en el componente fijo de la factura, no parece justificado por la estructura de costes del sistema eléctrico, y obedece principalmente a la necesidad de aumentar los ingresos en el actual contexto de escasez de demanda (CNE, 2013). Aunque los consumidores con una elevada elasticidad-precio podrán disminuir sus facturas reduciendo la potencia contratada⁹, la nueva regulación no incentiva medidas de eficiencia para reducir el consumo.

Así, el cambio regulatorio persigue incrementar los ingresos elevando el término fijo en las facturas de los consumidores, donde la elasticidad suele ser muy baja, pero no realiza ningún esfuerzo por mejorar la eficiencia emitiendo a los consumido-

res las señales adecuadas. Además, los peajes de acceso deberían estar diseñados para repartir los costes regulados de un modo que refleje los costes que los consumidores imponen al sistema. Este principio promovería la toma de decisiones eficientes por los agentes.

El impacto de la reforma sobre el déficit tarifario

El Gobierno estima que, con la reforma, en 2013 se conseguirá reducir los costes de transporte en 180 millones de euros, los costes de distribución en 348 millones de euros y las primas a energías renovables en 750 millones de euros. El cuadro 3 presenta los ingresos y los costes regulados de 2013 tras la reforma.

En cuanto al déficit de tarifa en 2013, la Comisión Nacional de la Energía (CNE, 2013) considera que la incertidumbre sobre los ingresos de las tarifas es muy grande. En primer lugar, los ingresos son muy sensibles a la demanda. Si la demanda disminuyese entre un 1,5% y un 3,5%, los ingresos descenderían en 200-300 millones de euros. En segundo lugar, como reacción al encarecimiento del término fijo de su factura, los consumidores podrían decidir reducir la potencia contratada en sus contratos.

Una cuestión importante consiste en saber si, con esta reordenación sectorial, se ha atajado el déficit de tarifa de forma contundente. Más allá de su efecto sobre el déficit en 2013, la nueva ley se ha anunciado como la reforma definitiva que descarta la aparición de futuros desequilibrios. A este fin, la reforma instaura ajustes automáticos en la regulación del sector, limitando la introducción de nuevos costes en el sistema sin que venga acompañada de un aumento equivalente de los ingresos.

La Ley Eléctrica¹⁰, que debería aprobarse antes del final de año, establece un tope a la cuantía del

⁹ La Comisión Nacional de la Energía ha recomendado que los nuevos sistemas de precios no se apliquen de forma inmediata, y ha solicitado un periodo transitorio de información sobre la reforma que dé tiempo a los consumidores a cambiar sus contratos con las empresas comercializadoras de la electricidad (CNE, 2013).

¹⁰ Anteproyecto de Ley del Sector Eléctrico.

Cuadro 3

Proyecciones de costes e ingresos en 2013 tras la reforma

(Millones de euros)	INGRESOS	COSTES
Ingresos regulados	14.678	
Costes regulados (peaje de acceso, pagos por capacidad y otras actividades reguladas)		20.581
Transporte		1.492
Distribución		5.070
Feed-in-tariffs y diversificación		10.075
Recuperación de déficit procedente de activ. reguladas		2.629
Generación extrapeninsular		925
Otros		390
Ingresos regulados-costes regulados		-5.903
Otros ingresos	5.922	
Medidas fiscales (Ley 15/2012)	2.647	
Subastas emisión CO ₂	150	
Presupuestos Generales del Estado	925	
Crédito	2.200	

Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo. Propuesta de orden por la que se revisan los peajes de acceso de energía eléctrica, julio de 2013.

déficit. En concreto, dicho tope queda fijado en el 2% de los ingresos del sistema, y el déficit acumulado no podrá superar el 10% de los ingresos previstos en el año. El desajuste, hasta esos límites, será financiado por las empresas en proporción a sus derechos de cobro, y dicha cantidad les será devuelta durante los cinco años siguientes. Por encima de esos límites, se revisarán los peajes para cubrir la cuantía superada.

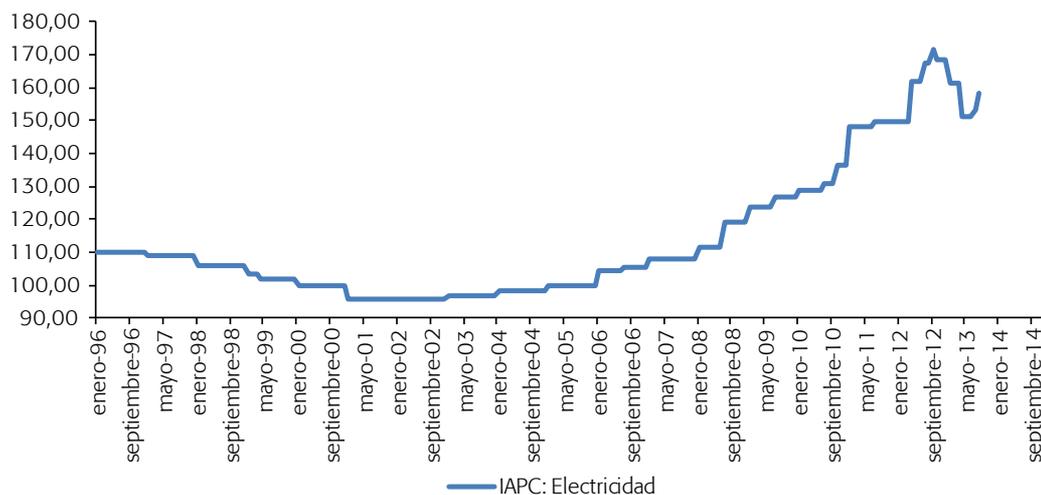
Si el desajuste rebasa los límites citados, la Ley (artículo 19) dispone que se aumenten las tarifas para cubrir el exceso. No obstante, si el desajuste sobrepasara un umbral crítico, dicho aumento podría resultar impracticable, con lo que podrían ser necesarios nuevos cambios regulatorios para impedir subidas de precios excesivas a los consumidores. De hecho, según el Gobierno, la presente reforma se ha concebido para evitar una subida de precios del orden del 42% en 2013, que habría sido necesaria para cubrir el déficit de tarifa.

El problema es que, si bien todo déficit debería ir seguido de un aumento del precio de la electricidad, puede que nuevas subidas de precios a los consumidores en una magnitud suficiente para cubrir déficits significativos sencillamente no sean factibles. El gráfico 1 muestra la evolución mensual del Índice Armonizado de Precios de Consumo: Electricidad en España (Eurostat)¹¹. El precio de la electricidad pagado por los consumidores en agosto de 2013 supera en más de un 58% el del mismo mes en 2005.

Esta evolución reciente de los precios de la electricidad puede hacer imposible la compensación de los déficits futuros con nuevas subidas de tarifas. En cualquier caso, hasta que no se conozcan más detalles sobre los entresijos de la reforma y los participantes del mercado no sean capaces de reaccionar a las medidas, es complicado evaluar si la reforma bastará o no para contener el déficit a corto plazo.

¹¹ <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/CP0451ESM086NEST>

Gráfico 1

Índice Armonizado de Precio de Consumo: electricidad en España. Año 2005=100¹²

Fuente: Eurostat.

Perspectivas de futuro

Pese a la controversia suscitada en torno a la reforma, existe consenso en cuanto a la necesidad de un cambio regulatorio que asegure la estabilidad financiera. Pero la regulación propuesta ha recibido contestación en varios frentes. Primero, no está claro que el déficit vaya a eliminarse con los cambios propuestos, aunque presumiblemente se reducirá el desajuste anual entre ingresos y gastos. Segundo, la reforma podría enfrentarse a acciones legales en los tribunales tanto nacionales como internacionales por su carácter retroactivo. Tercero, la reforma afecta negativamente al sistema financiero por la elevada deuda asociada a los proyectos de generación eólica y solar, lo que podría ocasionar una sucesión de impagos de préstamos. Cuarto, la batería de medidas probablemente irá seguida de nueva regulación relativa al diseño del mercado y el sistema de formación de precios, por

lo que no resuelve la incertidumbre de los agentes afectados.

El efecto sobre el clima inversor dependerá de cómo se perciba la reforma en el mercado. En su comunicado difundido tras el anuncio de nuevas medidas regulatorias por parte del Gobierno, Fitch Ratings considera el proyecto de ley como “una nueva señal del incrementado riesgo político existente en el sector”. Además, según el informe de la agencia, no hay confianza en que la nueva regulación elimine el déficit de tarifa: “Hay dudas de que la nueva legislación consiga reducir el déficit tarifario, después de que las medidas regulatorias introducidas en 2012 y a principios de 2013 fracasaran en dicho objetivo”.

Aunque sea difícil valorar exactamente el impacto de los continuos cambios regulatorios

¹² El índice HICP para la Unión Europea lo calcula Eurostat tomando como fuente estadísticas de los Estados miembros sobre variaciones de los precios y pautas de consumo entre los ciudadanos de sus respectivos territorios económicos. La información sobre precios de la electricidad comprende tanto a los hogares como a consumidores industriales. Cada categoría de consumidor doméstico estándar se corresponde con un determinado nivel de consumo anual y un tipo de vivienda estándar, compuesto por instalaciones y electrodomésticos específicos. Los consumidores industriales estándar son los usuarios con un consumo eléctrico anual superior a los 30.000 kWh, y se agrupan en varias categorías, definidas exclusivamente en función del nivel de consumo anual.

sobre un clima inversor ya de por sí deteriorado, está claro que la reforma no solo ha perdido la oportunidad de disipar la incertidumbre sino que su carácter retroactivo ha causado un daño irreparable a las perspectivas de inversión futuras en varios sectores. El riesgo regulatorio lastra sin duda la imagen de España como destino estable para los flujos de inversión.

En un mercado en el que las decisiones de inversión tienen consecuencias durante décadas, es esencial trabajar con una visión a largo plazo. Sin embargo, presionada por los desequilibrios financieros, la reforma solo aborda el reparto del peso del déficit. No se ha tomado ninguna medida para mejorar el diseño del mercado o el *mix* tecnológico, ni para promover la eficiencia energética. Mientras que una buena regulación debería configurar un entorno en el que las decisiones de inversión y de consumo se rijan por señales económicas, la reforma penaliza al parque de instalaciones renovables más maduras y eficientes y empeora los incentivos para el ahorro de energía entre los consumidores.

Esta reforma se inscribe dentro del compromiso de España con la austeridad, y está justificada desde el punto de vista de la estabilidad financiera, pero no debería haber descuidado los aspectos de la eficiencia y el diseño del mercado. En concreto, la regulación aplicable a las energías renovables debería tener en cuenta el *mix* de tecnologías óptimo del país (véase Ciarreta y otros, 2013b). En vez de fijar un régimen retributivo con un supuesto periodo de validez de 15-25 años, cuya cuantía se ha revelado imposible de mantener, los incentivos a las energías “verdes” deberían vincularse explícitamente a las condiciones del mercado y a la capacidad instalada, y los inversores deberían ser conscientes de ello al acometer sus decisiones de inversión. Un sistema de incentivos bien diseñado habría evitado medidas retroactivas, cuyo efecto es cambiar las reglas de juego a la mitad del partido.

La reforma del mercado mayorista de la electricidad (el *pool*), anunciada para 2014, podría contribuir adicionalmente a la estabilidad financiera

del sector, pero no debería soslayar los aspectos relativos a la eficiencia. La regulación debe elaborarse con una visión a largo plazo, y el diseño del mercado no debe funcionar únicamente en las actuales circunstancias de escasez de demanda y exceso de capacidad, sino también a largo plazo, al objeto de proporcionar estabilidad al sector y eliminar la incertidumbre regulatoria.

Referencias

- Anteproyecto de Ley del Sector Eléctrico. Ministerio de Industria, Energía y Turismo.
- CAMBINI, C. y L. RONDÌ (2010), Incentive regulation and investment: evidence from European energy utilities, *Journal of Regulatory Economics* 38(1): pp. 1-26.
- CIARRETA, A.; M.P. ESPINOSA y C. PIZARRO-IRIZAR (2012a), The Effect of Renewable Energy in the Spanish Electricity Market, *Lecture Notes in Information Technology* 9, pp. 431-436.
- (2012b), “Efecto de la energía renovable en el mercado diario de electricidad. Escenario 2020”, *Cuadernos Económicos de ICE* 83, pp. 101-116.
 - (2013a), Is green energy expensive? Empirical evidence from the Spanish electricity market. Ponencia presentada en el 13º Congreso Europeo de IAEE, celebrado en Düsseldorf del 18 al 21 de agosto de 2013.
 - (2013b), Switching from Feed-in Tariffs to a Tradable Green Certificate Market. *Lecture Notes in Energy*, de próxima publicación.
- COMISIÓN NACIONAL DE LA ENERGÍA (2013), Informe 14/2013 de la CNE sobre la propuesta de orden por la que se revisan los peajes de acceso de energía eléctrica.
- COMISIÓN EUROPEA (2013), Recomendación del Consejo sobre el programa nacional de reformas de España en 2013. Opinión del Consejo sobre el programa de estabilidad de España para 2012-2016, Bruselas, 29.5.2013.
- ESPINOSA, M.P. (2013), Understanding the Electricity Tariff Deficit and its Challenges. *Spanish Economic and Financial Outlook* 2(2): pp. 47-55.

- ESPINOSA, M.P. y C. PIZARRO-IRÍZAR (2012), Políticas para la reducción del déficit tarifario, *Papeles de Economía Española* 134: pp. 117-126.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013), Consulta del Art. IV de 2013 con España- Declaración final de la misión, Madrid, 18 de junio de 2013.
- HOLBURN, G.L.F. (2012), Assessing and managing regulatory risk in renewable energy: Contrasts between Canada and the United States, *Energy Policy* 45: pp. 654-665.
- IRENA (2013), Agencia Internacional de Energías Renovables. Costes de generación de la energía renovable en 2012: Visión general.
- MILES, J.A. y J.R. EZZELL (1980), The weighted average cost of capital, perfect capital markets and project life: a clarification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15(3): pp. 719–730.
- NANTELL, T.J. y C.R. CARLSON (1975), The Cost of Capital as a Weighted Average. *Journal of Finance* 30(5): pp. 1343-1355.

El Mecanismo Único de Resolución: segundo pilar de la unión bancaria

Francisco J. Valero*

La UE está debatiendo sobre la creación de un procedimiento único de resolución de crisis bancarias que junto con la propuesta de creación de un nuevo Mecanismo Único de Supervisión, constituyen los dos pilares principales de la unión bancaria. Las negociaciones están avanzando lentamente y dados los condicionantes políticos, esperamos más cambios que deben introducirse antes de la aprobación definitiva de la directiva.

La existencia de un Mecanismo Único de Resolución de crisis bancarias garantizaría la ausencia de cualquier distorsión competitiva en esta materia dentro del mercado único y tendría como principal objetivo que si un banco sujeto al Mecanismo Único de Supervisión se enfrentase a graves dificultades, pudiera procederse a su resolución de manera eficiente y con un coste mínimo para los contribuyentes y la economía real. Aunque el mecanismo de decisiones en la UE es lento y complicado, parece que a lo largo del próximo año debiera estar en funcionamiento.

Introducción

La Comisión Europea (CE) propuso el 10 de julio de 2013 el Mecanismo Único de Resolución (MUR) de crisis bancarias, dentro de la denominada unión bancaria (UB), que se tradujo en una propuesta de reglamento, COM(2013) 520. Esta debe tramitarse por el procedimiento habitual de codecesión, es decir, con la aprobación del Consejo de la Unión Europea (UE) y del Parlamento Europeo, que, idealmente, debería conseguirse antes de que acabe la actual legislatura de este último, ante las elecciones previstas para mediados de 2014.

El MUR, que se configura como algo más que una red de autoridades nacionales de resolución, como es el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) en el caso español, se concibe como un complemento necesario del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Este último está pendiente todavía de su aprobación final en la fecha en que se escribe este artículo, a primeros de septiembre de 2013, de forma que ambos tendrán el mismo ámbito: los bancos de los países de la eurozona más aquellos países restantes de la UE que se adhieran voluntariamente a ellos¹

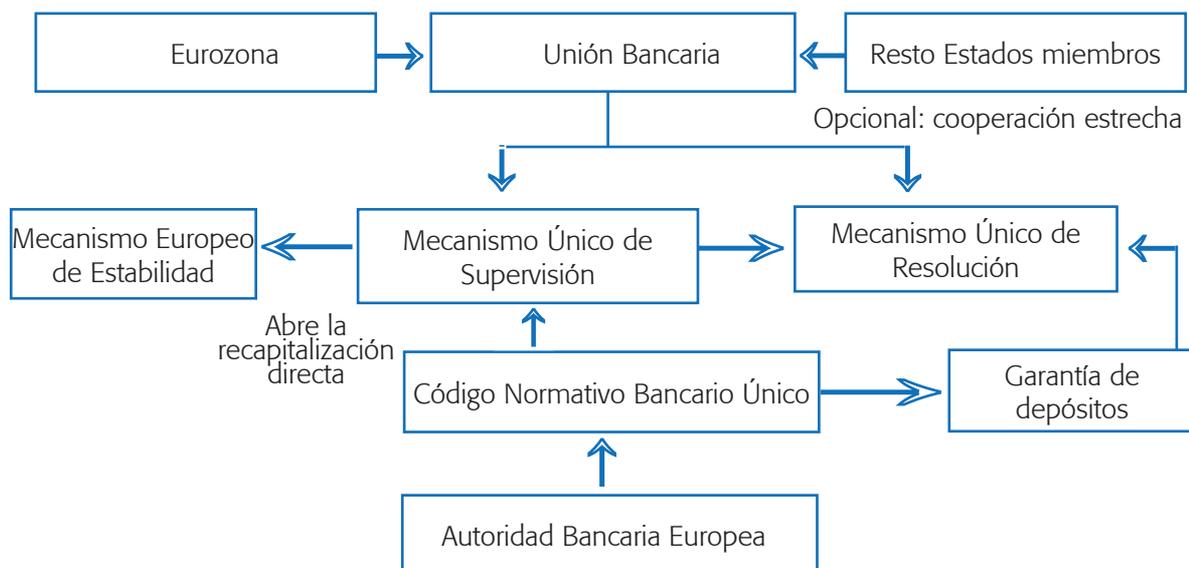
Ambos pilares, MUS y MUR, configurarían la UB, tal y como se expone en el gráfico 1. A veces se

* Socio de A.F.I. (Analistas Financieros Internacionales, S.A.). Catedrático de Economía Financiera de la Universidad Autónoma de Madrid.

¹ Se estima en torno a unos 6.000 bancos en total.

Gráfico 1

La Unión Bancaria Europea



Fuente: A.F.I.

habla de una garantía de depósitos común, pero se trata de un tema al que, en estos momentos, no se le ha dado entidad propia en la UE, aunque, como figura en el gráfico y se menciona posteriormente en este artículo, está presente, pero por su inevitable conexión con el MUR.

Recuérdese que la UB pretende romper el círculo vicioso entre riesgos soberanos y bancarios en la unión monetaria y, al mismo tiempo, eliminar la fragmentación que se produce en la misma con las consiguientes distorsiones competitivas derivadas de las diferentes condiciones financieras de los agentes económicos en la misma según el país de procedencia, que, lógicamente, son peores para los países más débiles, como es el caso de España.

La base legal en la que se apoya la CE para poner en marcha el MUR es el art. 114 del Tratado de funcionamiento de la UE (TFUE), que tiene

por objeto la aproximación de las legislaciones de los países de la UE con vistas al funcionamiento del mercado único. Esto evita cualquier reforma del Tratado, como ha pedido algún país, singularmente Alemania, pero, al mismo tiempo, también pone de manifiesto algunas limitaciones de este enfoque.

Relación con la Directiva de resolución

El MUR se apoya en la Directiva sobre recuperación y resolución de bancos, COM(2012)280, actualmente en negociación bajo el procedimiento de codecisión entre el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE, que se aplicaría a toda la UE. Dicha directiva vendría a ser el *single rulebook* en materia de resolución bancaria, que garantizaría la ausencia de cualquier distorsión competitiva en esta materia dentro del mercado único².

² Podría argumentarse que la no participación en un mecanismo centralizado de resolución podría suponer una desventaja competitiva, pero, de haberla, sería por libre elección de los países.

Esta directiva cobró una especial relevancia con ocasión de la crisis de Chipre ante el papel jugado por los depósitos garantizados (hasta los 100.000 euros en la resolución de crisis bancarias, que dio lugar a una negociación en el seno del Consejo de la UE cuyos resultados provisionales se han reflejado en la propuesta efectuada para el MUR fundamentalmente en dos aspectos, recogidos en los arts. 15 y 24.3 de la misma, respectivamente:

- Prelación de los pasivos a efectos de recapitalización interna, que seguiría este orden descendente de prioridades: Capital ordinario. Capital adicional (niveles 1 y 2).
 - Créditos de altos directivos y consejeros.
 - Otros créditos subordinados.
 - Créditos no preferentes y no garantizados.
 - Otros depósitos (no garantizados) y créditos de los sistemas de garantía de depósitos.

- Pasivos excluidos de recapitalización interna, sin que el orden siguiente indique en este caso ninguna prioridad, en una relación que recogemos de forma sintética:
 - Depósitos garantizados.
 - Otros pasivos garantizados³.
 - Pasivos que surgen de activos o dinero de clientes o de una relación fiduciaria.
 - Pasivos interbancarios, excluyendo las entidades que formen parte del mismo grupo, con vencimiento original inferior a siete días.
 - Pasivos derivados de la participación en un sistema de pagos o de liquidación de valores con vencimiento restante inferior a siete días.
 - Pasivos contraídos con empleados por salarios, pensiones o retribuciones fijas y, en algunos casos, también variables
 - Acreedores comerciales por suministro de bienes y servicios esenciales para el desarrollo cotidiano de las actividades.
 - Administraciones fiscales y de la seguridad social.

³ Por ejemplo, para el caso español las cédulas hipotecarias.

Para entender la novedad y la complejidad de estos temas desde la perspectiva de nuestro país, podemos acudir a la legislación actualmente vigente en España sobre resolución bancaria, Ley 9/2012, que no prevé recapitalizar los depósitos no garantizados, como se ha defendido con cierta insistencia desde aquí, para no perjudicar la financiación de las entidades, ni entra en el mismo grado de detalle que acabamos de ver.

El MUR también recibe de la directiva mencionada la exigencia de un nivel mínimo de fondos propios y pasivos admisibles, en principio del 8% del pasivo total, al efecto de que puedan funcionar las recapitalizaciones internas, si bien en el MUR dicho nivel se fijará posteriormente por la Junta Única de Resolución que se menciona más adelante, art. 10 de la propuesta de reglamento. Sobre la base del mencionado nivel general, de los datos de los balances a marzo de 2013 de las principales entidades ajustados por las inyecciones de capital, los procesos de gestión de híbridos en curso y la venta de activos, podemos llegar a concluir, como muestra el gráfico 2, que solo tres entidades podrían absorber pérdidas por ese nivel sin afectar a otros pasivos, asumiendo el agotamiento total de los fondos. En el resto de los casos, se vería implicada, como mínimo, la deuda senior.

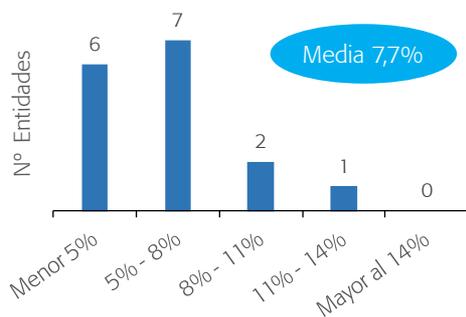
Si consideramos la deuda senior, el gráfico 3 nos muestra que solo tres entidades podrían necesitar que se recapitalizasen al menos parte de los depósitos no garantizados.

Con este ejercicio simplemente queremos estimar el posible efecto de las nuevas normas sobre resolución, incluyendo el MUR, en la banca española, lo que nos permite ver que, siendo un tema abierto en estos momentos por las razones indicadas, en todo caso puede tener un impacto significativo.

No es extraño que la resolución de crisis bancarias exija procesos aparentemente tan complicados, ya que el objetivo manifiesto de ambas normas es minimizar el coste de la crisis bancaria

Gráfico 2

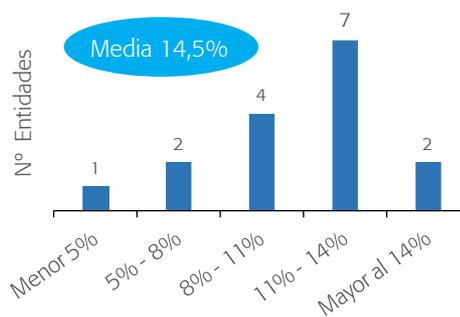
Distribución de entidades bancarias españolas por peso del patrimonio neto y deuda subordinada sobre el pasivo total



Fuentes: A.F.I., Banco de España, CECA, AEB, AIAF, Bloomberg.

Gráfico 3

Distribución de entidades bancarias españolas por peso del patrimonio neto, deuda subordinada y senior sobre el pasivo total



Fuentes: A.F.I., Banco de España, CECA, AEB, AIAF, Bloomberg.

para el sector público, lo que, inevitablemente, carga dicho coste sobre los propietarios y determinados acreedores de los bancos. No hay que olvidar también que la resolución de la crisis de un banco se considera, en general, una alternativa preferible a la liquidación del mismo, que siempre está disponible, pero dentro del ámbito del derecho concursal.

De acuerdo con el calendario manejado por el Consejo Europeo del 27 y 28 de junio de 2013, se espera que el MUR pueda aplicarse a partir del 1 de enero de 2015, junto con la Directiva de recuperación y resolución de bancos. En ambos casos, la recapitalización interna se pospondría al 1 de enero de 2018.

Mientras tanto, seguirían aplicándose los regímenes nacionales de resolución, sobre los cuales la CE afirma que tendrían que converger progresivamente por la atribución de las pérdidas a los accionistas y demás acreedores elegibles que acabamos de ver, tendencia que se vería reforzada por:

- Los cambios en las reglas sobre ayudas públicas a la banca, adoptadas en la misma fecha

que el MUR, véase la nueva *Comunicación Bancaria*⁴, que reemplaza a la de 2008 y se aplica desde el 1 de agosto de 2013.

- La posibilidad de recapitalización directa por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Funcionamiento

De acuerdo con la propuesta de la CE, el MUR funcionaría en torno a los siguientes pasos:

- El Banco Central Europeo (BCE), como supervisor, decidiría cuando un banco del MUS estuviera en dificultades financieras graves y debería ser resuelto.
- Una Junta Única de Resolución (JUR), integrada por representantes del BCE, CE y las autoridades nacionales de resolución, prepararía la resolución del banco, con amplios poderes para analizar y definir el enfoque apropiado para ello. En esta tarea se implicarían estrechamente las autoridades nacionales de resolución afectadas.

⁴ Comunicación de la Comisión sobre la aplicación, a partir del 1 de agosto de 2013, de la normativa sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo en favor de los bancos en el contexto de la crisis financiera (*Comunicación bancaria*), publicada en el DOUE C 216, del día 30 de julio de 2013.

Siguiendo caminos paralelos al MUS, concretamente al Consejo de supervisión del BCE, los responsables de la JUR serían nombrados al máximo nivel político, por el Consejo de la UE, previa aprobación del Parlamento Europeo. La JUR rendiría cuentas a ambas instituciones e incluso debería informar de sus actividades a los parlamentos nacionales de los países participantes.

La JUR funcionaría en sesiones plenarios y ejecutivas, estas últimas para la resolución de entidades concretas, en las que solo participarían las autoridades nacionales implicadas. En el caso de grupos transfronterizos, se prevé que todas las autoridades de acogida cuenten con un solo voto agregado, para reflejar la mayor responsabilidad de la autoridad de origen, que tendría también un voto.

- Sobre la base de una recomendación de la JUR, o por propia iniciativa, la CE decidiría si y cuándo un banco pasa por la resolución y fijaría un marco para el uso de los instrumentos de resolución.

La CE justifica esto en que una decisión de resolución solo podría venir de una institución de la UE⁵. Dejando de lado las instituciones políticas y

El Banco Central Europeo, como supervisor, decidiría cuando un banco bajo el mecanismo único de supervisión estuviera en dificultades financieras graves y debería ser resuelto.

las judiciales, solo quedan el BCE y la CE, pero, siendo el primero el supervisor, no debería, por los conflictos de interés implicados, jugar ese papel. Por otro lado, la CE, además de ajena a cualquier conflicto de interés, se considera con suficiente experiencia en la materia, dado el papel que ha jugado en las reestructuraciones bancarias derivadas de la crisis actual.

En nuestra opinión, sería preferible que se desarrollase una autoridad europea de resolución

⁵ Por esta razón, se excluye la EBA, European Banking Authority, al margen de los posibles conflictos de interés, que es una agencia, lo mismo que la JUR.

con suficientes poderes para ejercer sus funciones de forma autónoma, pero entendemos que esto pueda exigir una reforma del TFUE, por lo que, mientras tanto, ese papel puede ser ejercido por la CE. De hecho, las agencias europeas de supervisión, como es la EBA, funcionan supeditadas a la aprobación de la CE en lo que se refiere a sus normas técnicas, aparte del control *a posteriori* por el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE.

- Bajo la supervisión de la JUR, las autoridades de resolución nacionales se encargarían de la ejecución del plan de resolución, algo plenamente necesario, teniendo en cuenta las legislaciones nacionales que podrían ser aplicables, como la mercantil general y la concursal. Al mismo tiempo, pone de manifiesto las limitaciones de la CE en este ámbito, pese a lo que se afirma arriba.

Si una de dichas autoridades no cumpliera con la decisión de la JUR, este podría dirigir directamente órdenes ejecutivas a los bancos afectados.

- Se establecería un Fondo Único de Resolución Bancaria (FURB) bajo el control de la JUR con objeto de garantizar la disponibilidad de ayuda financiera a medio plazo para la reestructuración. Se financiaría por contribuciones de las entidades bancarias, sustituyendo a los fondos nacionales de resolución, algo que habría que ver si aceptan los fondos con mayor capacidad de aportación.

Dado que se espera que la mayor parte del coste de la resolución corra a cargo de accionistas y otros acreedores, bajo las reglas del *burden sharing*, el papel del fondo vendría a proporcionar un respaldo financiero que, si no existiera, podría restar credibilidad a los procesos de resolución.

Como puede observarse, el MUR posee una estructura más ligera que la del MUS, pero esto es lógico: mientras que la supervisión es una tarea

continuada que afecta a todas las entidades implicadas en su día a día, la resolución tiende a ser ocasional y solo actúa cuando un banco tiene problemas serios.

Financiación

La financiación inicial del FURB se basa en aportaciones de los bancos que se prevé se efectúen de forma progresiva durante un largo número de años, en principio diez, pero ampliables a catorce⁶, para no afectar de inmediato a su rentabilidad y a la capacidad de conceder crédito. En realidad, dicha financiación es la ya prevista en la Directiva de recuperación y resolución.

En principio, se prevé un objetivo para el FURB del 1% de los depósitos garantizados de todos los bancos de la totalidad de los países participantes en la UB, lo que, con datos de 2011, implicaría un total de 55.000 millones de euros, una cifra no demasiado elevada, a tenor del coste de la crisis actual no ya en el conjunto de la UE, sino en un país como España, en el que las ayudas financieras públicas comprometidas en diversas formas de capital, desde mayo de 2009 hasta primeros de septiembre de 2013, ascienden a 61.366 millones de euros⁷.

Existe la posibilidad de que estas aportaciones sean consideradas por algún país una forma de impuesto a los bancos, en cuyo caso entraría en juego la regla de la unanimidad propia de los temas fiscales en el seno de la UE, algo que, lógicamente, complicaría el tema.

No todos los bancos participarían de la misma forma, sino en función de su modelo de negocio y perfil de riesgo, una cuestión cuya concreción, aparte de lo que ya se dice en la directiva en cuestión, se deja a la normativa de desarrollo.

Los países que tuvieran ya fondos nacionales, que fueran a ser sustituidos por el FURB podrían

El Fondo Único de Resolución Bancaria estaría dotado con un 1% de los depósitos garantizados en todos los bancos de los países de la unión bancaria.

optar por que fueran ellos los que aportaran las contribuciones de sus bancos hasta su agotamiento, pero esto presupone que posean suficientes fondos disponibles para ello, lo cual no siempre será así, como muestra el caso español en estos momentos.

El funcionamiento de la JUR se financiaría también por aportaciones de los bancos, distintas de las del FURB, pero nunca por los países implicados o por el presupuesto de la UE. Es algo similar a lo que sucede con el MUS.

En ningún caso, el MUR tendría capacidad legal de obligar a los países a proveer un soporte público adicional a la resolución de bancos. La soberanía presupuestaria de los Estados miembros es un principio que limita la eficacia de este tipo de mecanismos, como también lo hace con las agencias europeas de supervisión, como es la EBA.

Garantía de depósitos

Con el MUR parece que la CE considera completa la UB y no propone un fondo de garantía común, aunque en la propuesta de directiva sobre la materia, que se viene negociando desde 2010, está previsto que los fondos o sistemas de garantía de los distintos países puedan prestarse asistencia financiera en forma de préstamos.

⁶ Si el fondo efectúa desembolsos superiores a la mitad de la cifra objetivo durante el proceso. Si esto sucediera, los bancos podrían tener que efectuar aportaciones mínimas de 1/4 del objetivo para el fondo.

⁷ Véase la nota informativa del Banco de España de 2 de septiembre: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing_notes/es/notabe02-09-2013.pdf

Hay que tener en cuenta que la Directiva de recuperación y resolución obliga a que dichos fondos o sistemas contribuyan a la financiación de la resolución por la parte que les corresponde a los depósitos garantizados, por las pérdidas que podrían experimentar estos si el banco queda liquidado bajo la legislación concursal. Es decir, la garantía de depósitos no es algo que pueda separarse sin más de la resolución de las crisis bancarias.

Se prevé que, en caso necesario, el FURB pueda prestar apoyo financiero a un fondo o sistema de garantía de depósitos.

Grupos transfronterizos

En coherencia con las reglas del mercado único, un principio muy relevante es que en este tipo de grupos no se permite discriminar a los acreedores en función de sus Estados miembros de origen.

En aquellos grupos en que se vean implicadas entidades establecidas en países dentro y fuera de la UB, por ejemplo España y el Reino Unido, no se aplicaría el MUR, sino las reglas generales, como los colegios de autoridades de resolución o la mediación entre ellas por la EBA, ya previstas en la directiva previamente mencionada.

En aquellos otros grupos que actúen en terceros países, se tendrá en cuenta la Directiva de recuperación y resolución. El FURB podría suscribir acuerdos no vinculantes con las autoridades de terceros países por cuenta de las autoridades nacionales.

Conclusiones

El MUR pone de manifiesto, una vez más, que los procesos de decisión dentro de la UE son, con demasiada frecuencia, lentos y complicados para ser suficientemente efectivos en la solución de los problemas frente a los cuales van dirigidos, teniendo en cuenta que, como viene demostrando la historia reciente de las crisis bancarias en España y otros países, la resolución de las mismas tiende a ser con mucha frecuencia un proceso dinámico y complejo.

Esto, que ayuda a entender el enfoque gradual que a menudo sigue la UE en la solución de la crisis actual, también permite ver que todos los elementos con los que se puede intervenir en la solución de los problemas están de alguna forma mutuamente relacionados, por lo que no siempre ese enfoque gradual es el más adecuado.

No obstante, mientras no se demuestre lo contrario, pensamos que un buen avance es mejor que ninguno, y, en este sentido, valoramos positivamente que se haya puesto en marcha el MUR, aunque todavía hay que comprobar que obstáculos va a encontrar en su camino y qué forma final va a adoptar.

Esto último responde a que algunos Estados miembros, alguno particularmente importante como Alemania, se han manifestado en contra de la propuesta de la CE, por lo que no podemos dar por seguro que se vaya a aprobar en todos los términos fundamentales con que ha sido formulada.

La economía sale de la recesión, pero con lentitud y un fuerte endeudamiento público

Ángel Laborda y María Jesús Fernández*

El contexto económico internacional ha mejorado, aunque las previsiones de crecimiento son moderadas. Para España, el resultado del PIB del segundo trimestre ha confirmado los indicios que apuntaban a que la economía se encuentra en una senda de rápida estabilización. A la vista de la información más reciente, dicha senda se ha mantenido en el tercer trimestre del año, en el que probablemente ya se registrará una tasa de crecimiento positiva.

Contexto internacional

La percepción respecto a la situación de los países desarrollados ha mejorado en los últimos meses. La ya prolongada situación de calma en el marco de la crisis de la deuda europea y el inesperado crecimiento del PIB de la eurozona en el segundo trimestre han favorecido la reducción de las primas de riesgo de los países periféricos y el retorno de los flujos de inversión del exterior a los mismos, ampliando la posibilidad de acceso, al menos de las grandes empresas, a la financiación externa.

A lo anterior se han añadido las revisiones al alza de los resultados de crecimiento de Estados Unidos y Japón correspondientes a la primera mitad del año. Además, la Reserva Federal norteamericana decidió en septiembre, en contra de lo esperado, mantener el ritmo de adquisición

de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE3), pese a que en mayo anunció que hacia el final del año podría comenzar a reducirlo.

En cualquier caso, aunque las perspectivas han mejorado, las previsiones de crecimiento son moderadas. Todavía quedan importantes incertidumbres y problemas por resolver —como las tensiones políticas periódicas relativas al ajuste fiscal en Estados Unidos, o la situación del sistema financiero europeo—, por lo que la vuelta a una fase sólida y sostenida de expansión y creación de empleo aún tardará un tiempo en producirse.

Las previsiones de consenso más recientes apuntan a crecimientos del PIB en 2013 del 1,6%, -0,4% y 1,9% para EE. UU., zona del euro y Japón, respectivamente, lo que supone tres décimas menos en el caso de EE.UU. respecto a las previsiones de tres meses atrás (que se explican fun-

* Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas.

damentalmente por la revisión de la contabilidad nacional llevada a cabo en julio) y dos décimas más para la zona del euro. Para 2014, estas tasas se sitúan en 2,7% para EE.UU., 0,9% para la zona del euro y 1,7% para Japón.

En el caso de las economías emergentes, el contexto sigue siendo de debilidad. Su crecimiento se ha ralentizado de forma significativa y no se espera un retorno a las elevadas tasas de los últimos años. Además, el mencionado anuncio de la Reserva Federal de mayo provocó una importante salida de capitales durante el verano desde algunos de estos países –como Brasil, Turquía o India– con la consiguiente depreciación de sus divisas seguida de actuaciones de sus bancos centrales para sostenerlas, entre ellas, subidas de sus tipos de interés. Esto ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de estos países a la retirada de las medidas de estímulo monetario en Estados Unidos, que aunque se ha retrasado, no cabe duda que tarde o temprano tendrá lugar, lo que contribuye a crear más incertidumbre sobre sus perspectivas económicas.

Evolución reciente de la economía española

El PIB sufrió una contracción del 0,1% en el segundo trimestre de 2013 con respecto al trimestre anterior, que en tasa anualizada equivale a una caída del 0,4%. Continuó, por tanto, la tendencia a la ralentización del ritmo de caída de la actividad que ya se había observado en el primer trimestre, cuyo resultado, además, ha sido revisado en un sentido menos negativo hasta una caída anualizada del 1,5%.

Al igual que en el primer trimestre del año, la suavización de la caída del PIB fue consecuencia de una contracción menos acusada de la demanda nacional. Tanto en el primer trimestre como en el segundo, la aportación del sector exterior al crecimiento fue sensiblemente inferior a la registrada en los dos años anteriores.

El consumo privado, que en el primer trimestre había moderado notablemente su ritmo de descenso, prácticamente se estabilizó en el segundo. Uno de los rasgos más destacables de la evolución económica en la primera mitad de este año ha sido precisamente la inesperada rapidez con la que esta variable ha frenado su caída, que se ha reflejado en el abrupto cambio de tendencia que han registrado todos los indicadores de consumo, algunos de los cuales incluso se han situado ya claramente en tasas positivas de crecimiento, como las ventas de grandes empresas de bienes de consumo, las pernoctaciones en hoteles por residentes en España, o las matriculaciones de automóviles –cuyo vigor solo en parte puede explicarse por el estímulo del plan PIVE 2– (gráficos 1.1 y 1.2).

El consumo público, por su parte, presentó una recuperación en el segundo trimestre del año, aunque la evolución de esta variable a veces es muy irregular y su evolución trimestre a trimestre puede ser poco significativa.

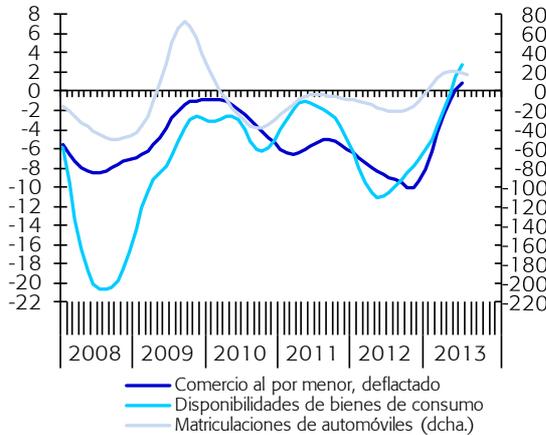
La formación bruta de capital fijo en bienes de equipo y otros productos sorprendió con una tasa de crecimiento positiva por segundo trimestre consecutivo. Los indicadores económicos relacionados con esta variable ofrecen señales mixtas, con crecimientos en algunos de ellos, como las disponibilidades de bienes de equipo o las matriculaciones de vehículos de carga –en este último caso en parte gracias también al plan PIVE 2– mientras que otros aún se encuentran en negativo, si bien con una clara tendencia a la estabilización (gráficos 1.3 y 1.4). Aunque el crédito ha seguido descendiendo en la primera mitad del año, el crecimiento de la inversión podría explicarse por las mayores facilidades de acceso a financiación exterior por parte de las grandes empresas, por la situación más saneada de estas tras varios años de ajustes y por el retorno de la inversión extranjera directa, que en el primer semestre casi se duplicó respecto al mismo periodo del año anterior, hasta alcanzar 15.700 millones de euros. Todo ello en un contexto de aumento de los pedidos de exportaciones y de necesidad de renovar y modernizar el equipo tras varios años con una baja tasa de inversión.

Gráfico 1

Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo

1.1 - Indicadores de consumo (I)

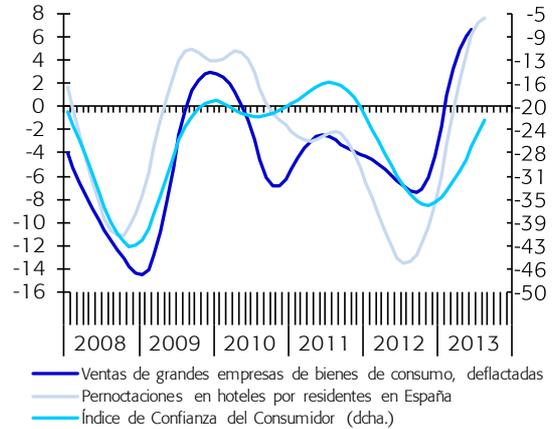
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, INE, DGT y Funcas.

1.2 - Indicadores de consumo (II)

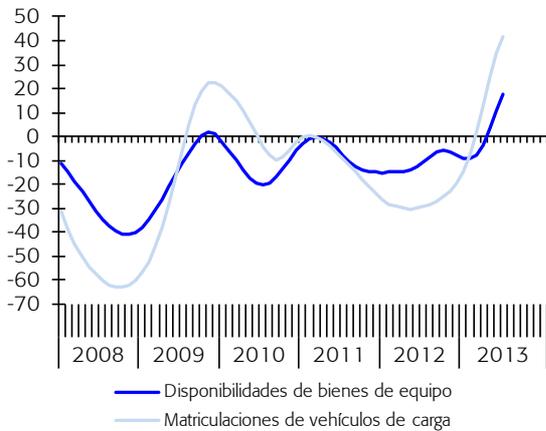
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

1.3 - Indicadores de inversión en bienes de equipo (I)

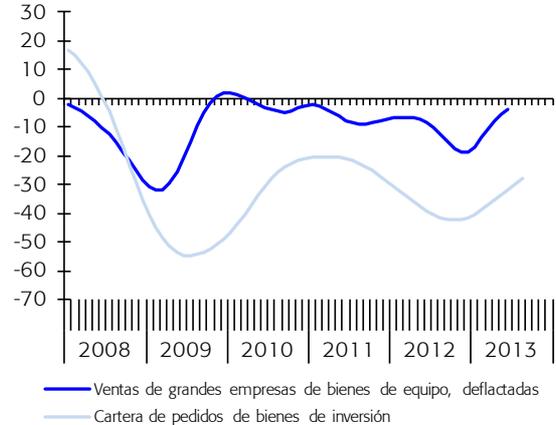
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, DGT y Funcas.

1.4 - Indicadores de inversión en bienes de equipo (II)

Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas.

La formación bruta de capital fijo en construcción volvió a presentar en el segundo trimestre un importante retroceso, tanto en el componente residencial como en otras construcciones. El mercado inmobiliario sigue sin ofrecer indicios de estabilización: las ventas de viviendas nuevas han descendido durante la primera mitad del

año a tasas, además, cada vez más negativas y los precios han seguido moviéndose a la baja (gráficos 2.1 y 2.2).

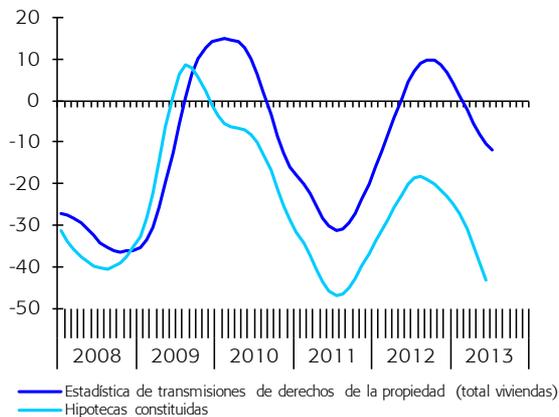
Las exportaciones, especialmente las de bienes, crecieron a un ritmo intenso, superior, en términos tendenciales, al de las exportaciones de la

Gráfico 2

Indicadores del mercado inmobiliario

2.1 - Ventas de viviendas

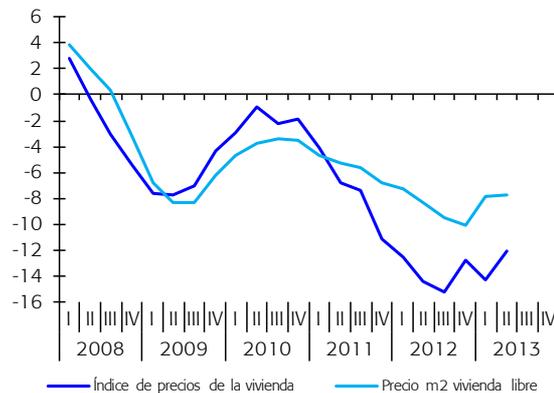
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: INE y Funcas.

2.2 - Precio de la vivienda

Variación interanual



Fuentes: MFOM e INE.

eurozona, pero ello y el aumento de la inversión en equipo impulsaron las importaciones, que también remontaron con fuerza.

Por sectores, destaca el crecimiento del valor añadido bruto en el sector manufacturero durante el segundo trimestre, a pesar de que los indicadores económicos relacionados con la actividad industrial han seguido presentando caídas, si bien a un ritmo más moderado que en los trimestres anteriores. Así, el índice de producción industrial, la cifra de negocios en la industria o las ventas interiores de grandes empresas industriales registraron descensos en el segundo trimestre, los cuales, además, se mantenían al inicio del tercer trimestre. También el índice PMI de manufacturas apuntó a un retroceso de la actividad en el mismo periodo, aunque este indicador en el mes de agosto se situó ya en niveles indicativos de crecimiento (gráficos 3.1 y 3.2).

En el caso de los servicios, la contabilidad nacional del segundo trimestre refleja un crecimiento del valor añadido bruto en el subsector de administración pública, sanidad y educación, y un decrecimiento en el resto. Algunos indicadores, especialmente los relacionados con el turismo –pernoctaciones, transporte aéreo de viajeros–

han registrado recuperaciones significativas, pero otros han seguido retrocediendo, aunque con una rápida tendencia a la estabilización, y en el caso del índice PMI de servicios, en agosto se situó en zona de crecimiento (gráficos 3.3 y 3.4).

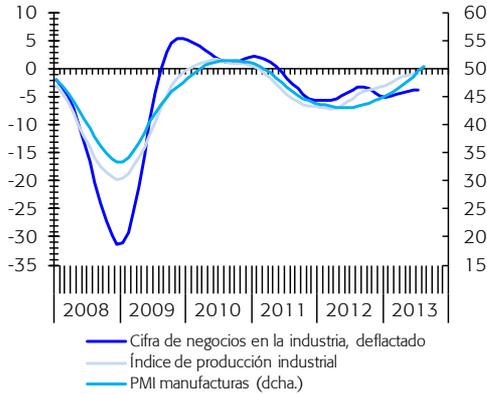
El sector de la construcción, que sigue inmerso en un intenso proceso de ajuste, registró una intensa caída de su VAB, sumando ya 21 trimestres consecutivos de caídas. Los indicadores adelantados, como los visados de obra nueva, la licitación oficial o la cartera de pedidos de construcción, mantienen su trayectoria fuertemente descendente sin apenas indicios de moderación (gráficos 3.4 y 3.5).

Con respecto al mercado de trabajo, la destrucción de empleo se ha moderado significativamente: el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se redujo un 1,9% en el segundo trimestre, frente a una caída del 4% en el trimestre precedente, y según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, esta tendencia a la moderación se ha mantenido en el tercer trimestre. El incremento del desempleo registrado ha experimentado una ralentización aún más intensa, hasta el punto que en agosto se ha producido un descenso del mismo. No obstante,

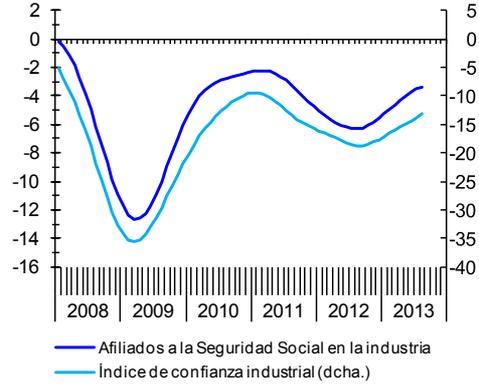
Gráfico 3

Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

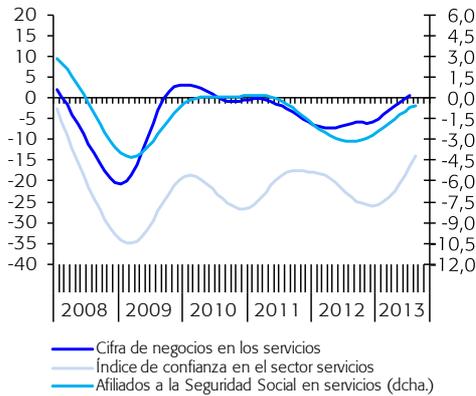
3.1 - Indicadores de actividad en la industria (I)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



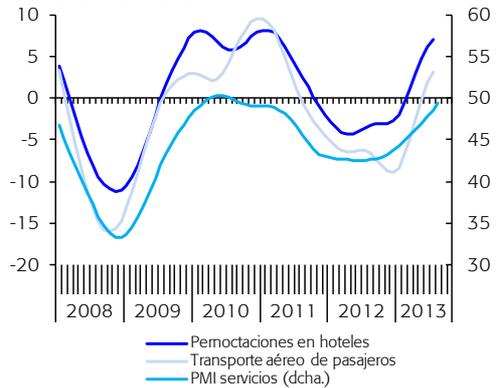
3.2 - Indicadores de actividad en la industria (II)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



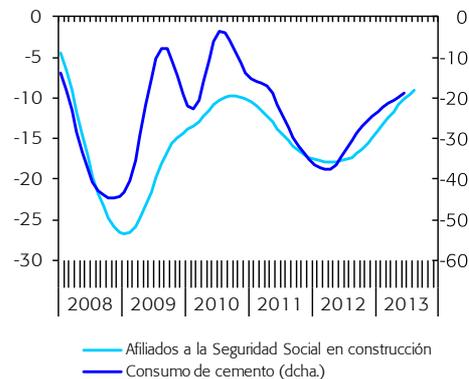
3.3 - Indicadores de servicios (I)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



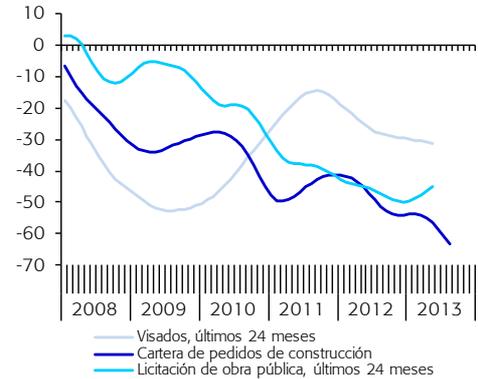
3.4 - Indicadores de servicios (II)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice series suavizadas



3.5 - Indicadores del sector de la construcción (I)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



3.6 - Indicadores del sector de la construcción (II)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, Ministerio de Industria, Ministerio de Fomento, INE, AENA, Markit Economics Ltd., OFICEMEN y Funcas.

este resultado debe ser tomado con cautela, dada la irregularidad de este indicador. Además, la evolución del desempleo está siendo muy influida por la reducción de la población activa, debida, a su vez, a la disminución de la población en edad de trabajar: esta, en el segundo trimestre de 2013, era inferior en casi 740 mil personas al máximo alcanzado en 2009. Gracias a esto, la tasa de paro desestacionalizada, según la Encuesta de Población Activa, se mantuvo estabilizada en el segundo semestre en el 26,4% (gráficos 4.1 a 4.4).

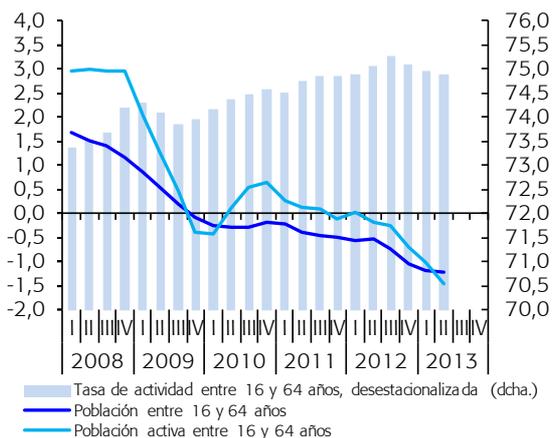
La productividad ha seguido creciendo, especialmente en las manufacturas. No obstante, debido al incremento registrado por las remuneraciones salariales, los costes laborales unitarios se elevaron ligeramente en el segundo trimestre, aunque hay que tener en cuenta que su evolu-

Gráfico 4

Indicadores del mercado de trabajo

4.1 - Oferta de empleo

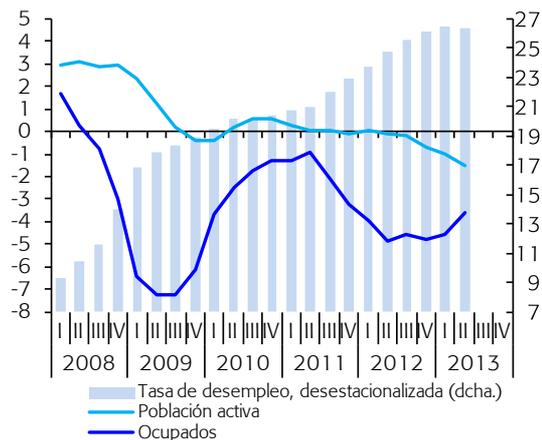
Variación interanual en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

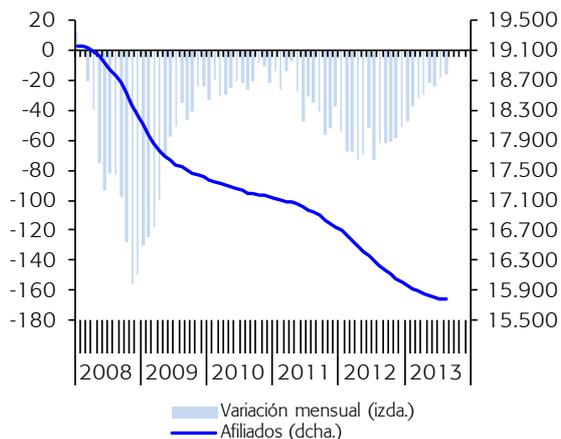
Variación interanual en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

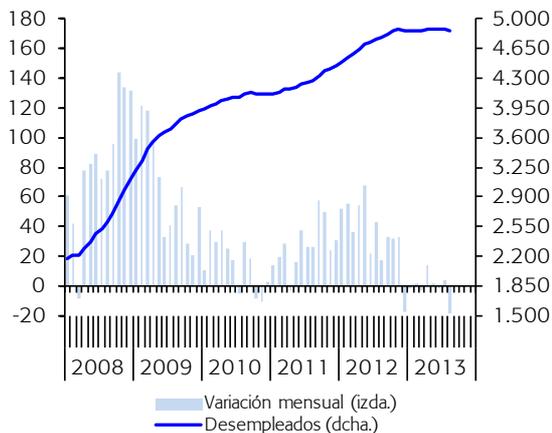
Miles, cifras desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

4.4 - Desempleo registrado

Miles, cifras desestacionalizadas



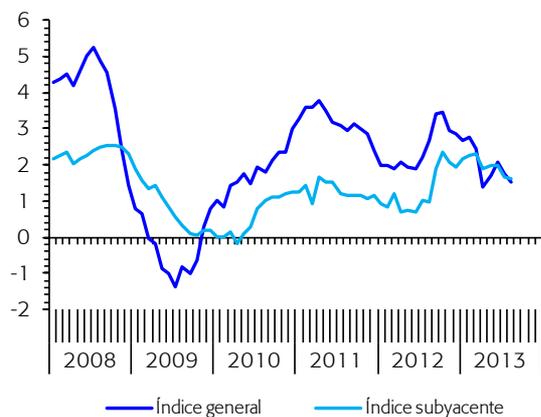
Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

Gráfico 5

Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios al consumo

Variación interanual en %



Fuente: INE (IPC).

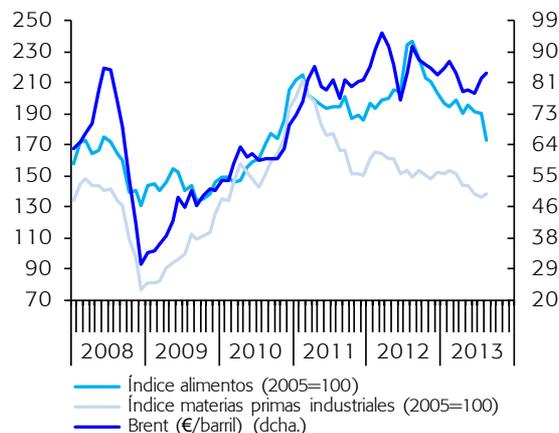
ción trimestral es muy irregular, y que en términos interanuales estos siguen descendiendo de forma acusada.

La tasa de inflación se ha moderado desde el 2,6% registrado en enero hasta 1,5% en agosto, debido a que, a la ausencia de tensiones inflacionistas por la debilidad de la demanda, se ha sumado la cancelación de varios efectos escalón que se originaron en los meses de julio y agosto del pasado año como consecuencia del fuerte ascenso del precio del petróleo y del cambio en el sistema de financiación de los medicamentos. Además, hay otros factores de carácter exógeno que han elevado el nivel de la tasa de inflación de forma transitoria, concretamente la subida del IVA y el aumento de tasas universitarias en septiembre y octubre del año pasado, cuyos efectos serán cancelados en los mismos meses del actual, lo que reducirá aún más la tasa interanual de inflación (gráfico 5.1).

Con respecto al desequilibrio exterior, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente arrojó un superávit del 0,3% del PIB en la primera mitad de este año, que contrasta con el déficit del 3,3% del PIB registrado en el mismo periodo del año

5.2 - Precios materias primas

Euros e índice

Fuentes: Ministerio de Economía y *The Economist*.

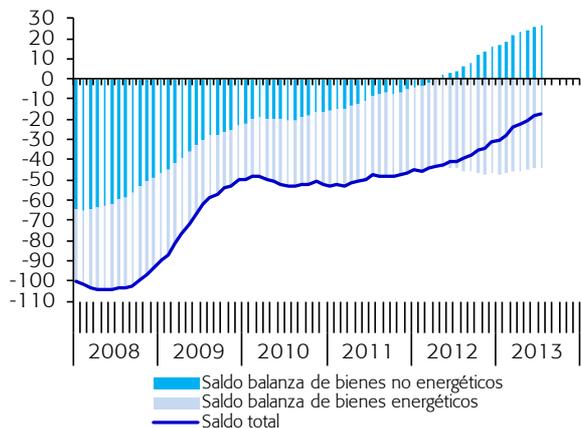
pasado. Esto ha hecho posible que la economía española haya pasado a presentar una capacidad de financiación frente al resto del mundo equivalente al 1% del PIB (gráficos 6.1 y 6.2). La corrección de este desequilibrio ha procedido fundamentalmente del vuelco operado en la balanza comercial de bienes y servicios, que ahora es excedentaria, y de la notable reducción del déficit de la balanza de rentas. Desde el punto de vista del equilibrio entre ahorro e inversión, el cambio de signo del saldo exterior ha resultado del aumento de la tasa de ahorro nacional y de la reducción de la tasa de inversión. Por otra parte, dicho incremento de la tasa de ahorro nacional se debe al aumento del ahorro de las sociedades no financieras, ya que el ahorro de los hogares ha mantenido una tendencia descendente hasta el primer trimestre de 2013, último periodo para el que se dispone de datos.

La cuenta financiera de la balanza de pagos excluido el Banco de España presentó un saldo positivo de 39 miles de millones de euros en el primer semestre de 2013, frente a un saldo negativo de 225 miles de millones en el mismo periodo del pasado año. Este cambio de signo ha obedecido al aumento de la inversión directa extranjera en

Gráfico 6

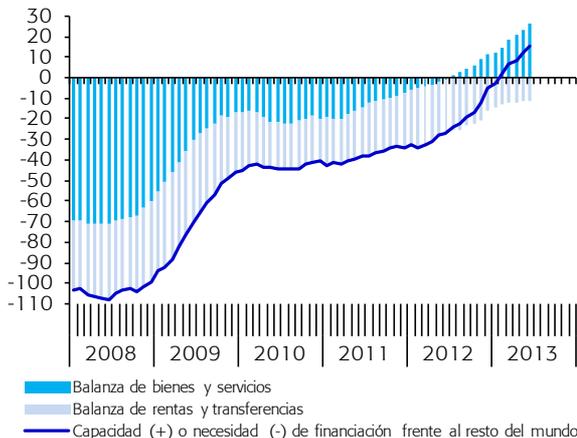
Sector exterior

6.1 - Saldo de la balanza de bienes (aduanas)
Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Ministerio de Industria.

6.2 - Balanza de pagos
Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

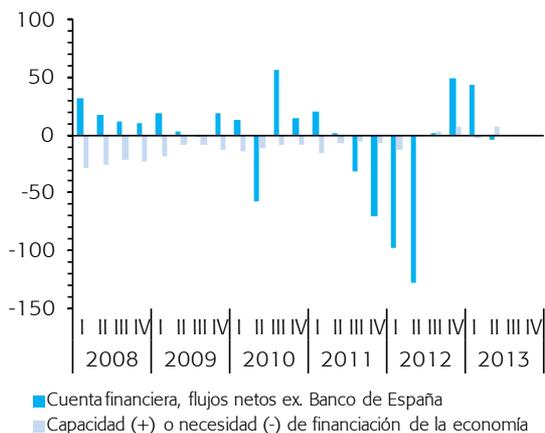
España, al descenso de los flujos de salida de las inversiones de cartera y, sobre todo, a la entrada de recursos en el capítulo de otras inversiones, que el pasado año registró un saldo fuertemente deficitario (gráfico 7.1). Este vuelco experimentado por la balanza financiera, que ya se inició en el último cuatrimestre del año pasado, pone de

manifiesto el retorno progresivo de la confianza hacia la economía española, lo cual también se ha reflejado en una acusada caída de la prima de riesgo (gráfico 7.2). Todo ello, que se traduce en una sensible mejoría en el acceso a la financiación exterior, supone un importante cambio de escenario en comparación con el año pasado.

Gráfico 7

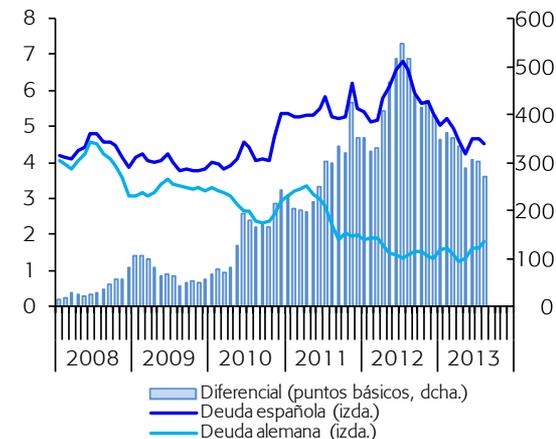
indicadores financieros

7.1 - Balanza de pagos
Miles de millones de euros



Fuente: Banco de España.

7.2 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

Hasta el mes de julio, el déficit de la Administración Central en términos de contabilidad nacional ascendía al 4,55% del PIB, y el de las Comunidades Autónomas era del 0,77%, mientras que la Seguridad Social registraba un superávit del 0,05%. No obstante, este último ha sido posible gracias al aumento de las transferencias desde el Estado, que fueron superiores en 6.500 millones de euros a las realizadas en el mismo periodo del año pasado. El déficit de la Administración Central fue prácticamente igual al registrado en el mismo periodo del año anterior. La recaudación impositiva total en términos de caja –incluyendo la participación de las Administraciones Territoriales– descendió en el mismo periodo un 0,3%, pese al aumento de la recaudación por IVA en un 8%. No obstante, la comparación con el mismo periodo del año pasado no es homogénea debido a diferencias en los calendarios de recaudación y de devoluciones. En términos homogéneos, se habría producido un incremento del 3%, ligeramente por debajo del objetivo contenido en los Presupuestos Generales del Estado, un 3,8%.

Previsiones 2013-2014

El resultado del PIB del segundo trimestre ha confirmado los indicios que apuntaban la gran mayoría de los indicadores en cuanto a que la economía se encuentra en una senda de rápida estabilización. A la vista de la información más reciente, dicha senda se ha mantenido en el tercer trimestre del año, en el que probablemente ya se registrará una tasa de crecimiento positiva. No obstante, aunque la economía ha avanzado notablemente en la corrección de algunos de sus desequilibrios –recuperación de competitividad en costes, aumento del peso de las exportaciones, reequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente– y la crisis de la deuda en la eurozona ha remitido, en otros ámbitos aún queda un importante camino que recorrer –absorción de la burbuja inmobiliaria, desapalancamiento de los agentes privados, saneamiento del sistema financiero, consolidación de las cuentas públicas–. Por ello, el retorno a tasas de crecimiento y de creación de empleo significativas será lento.

Aunque la economía ha avanzado notablemente en la corrección de algunos de sus desequilibrios y la crisis de la deuda en la eurozona ha remitido, aún queda un importante camino que recorrer –absorción de la burbuja inmobiliaria, desapalancamiento de los agentes privados, saneamiento del sistema financiero, consolidación de las cuentas públicas–. Por ello, el retorno a tasas de crecimiento y de creación de empleo significativas será lento.

Nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2013 y 2014 se han revisado al alza, hasta -1,2% y 1,0%, respectivamente, desde -1,5% y 0,7% (cuadro 1). Esto se explica por varios motivos: la modificación en un sentido menos negativo de la tasa de crecimiento del primer trimestre realizada por el INE; el mejor comportamiento de lo esperado de las exportaciones, especialmente las destinadas a países de fuera de la UE; las expectativas más favorables para la economía de la zona del euro; el sustancial cambio de escenario que supone el alejamiento de la crisis de la deuda soberana, con la mejoría en las condiciones de acceso a la financiación exterior para la economía española que ello conlleva; y, especialmente, porque el ajuste fiscal está siendo menos intenso de lo que se había supuesto en anteriores ejercicios de previsiones.

La caída de la demanda nacional se moderará en 2013 y 2014, con una aportación más favorable del consumo y de la inversión en bienes de equipo, pero más negativa de la inversión en construcción. La aportación del sector exterior al crecimiento seguirá siendo positiva, aunque inferior a la de años anteriores, pese al importante empuje esperado para las exportaciones, ya que las importaciones van a moderar su caída, e incluso el año próximo registrarán una recuperación. El crecimiento previsto para 2014, por tanto, será el resultado de la aportación del sector exterior, que, aunque en descenso, ya será suficiente para contrarrestar una caída mucho más moderada de la demanda nacional (gráfico 8.2).

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2013-2014

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	2011	2012	2013	2014	2013	2014
1. PIB y agregados, precios constantes							
PIB, pm	3,7	0,1	-1,6	-1,2	1,0	0,3	0,3
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	-1,2	-2,8	-2,6	0,3	0,4	0,6
Consumo final administraciones públicas	4,3	-0,5	-4,8	-2,1	-1,6	1,3	-0,1
Formación bruta de capital fijo	6,2	-5,4	-7,0	-6,2	-2,1	1,2	0,4
Construcción	5,6	-10,8	-9,7	-10,3	-4,8	-1,1	-0,2
Construcción residencial	7,3	-12,5	-8,7	-8,4	-4,0	-0,5	-0,4
Construcción no residencial	4,2	-9,2	-10,6	-11,8	-5,5	-1,4	0,0
Equipo y otros productos	7,4	5,8	-2,6	-0,1	1,4	4,4	0,9
Exportación bienes y servicios	6,7	7,6	2,1	5,6	6,0	2,6	-0,3
Importación bienes y servicios	9,3	-0,1	-5,7	-0,2	1,9	4,2	0,2
Demanda nacional (b)	4,5	-2,1	-4,1	-3,1	-0,5	0,8	0,4
Saldo exterior (b)	-0,8	2,1	2,5	1,9	1,5	-0,5	-0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	1.046,3	1.029,0	1.024,4	1.044,0	-19,4	-15,4
- % variación	7,4	0,1	-1,7	-0,4	1,9	0,1	0,4
2. Inflación, empleo y paro							
Deflactor del PIB	3,6	0,0	0,0	0,8	0,9	-0,2	0,1
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	2,5	2,5	1,5	1,5	0,1	0,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-2,2	-4,8	-3,4	-0,4	0,3	0,5
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,3	3,3	2,2	1,4	-0,1	-0,2
Remuneración de los asalariados	7,2	-0,7	-5,6	-3,9	-1,0	0,1	0,4
Excedente bruto de explotación	7,3	1,9	1,6	1,9	5,0	0,1	0,4
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,2	1,3	0,2	0,5	-0,2	0,1	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	-1,0	-3,0	-1,7	-1,6	0,1	0,1
Tasa de paro (EPA)	12,2	21,6	25,0	26,4	25,8	-0,1	0,0
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)							
Tasa de ahorro nacional	22,2	17,3	18,5	19,8	20,2	0,1	0,0
- del cual, ahorro privado	18,8	22,5	23,3	24,9	24,6	0,5	0,2
Tasa de inversión nacional	26,6	21,2	19,8	18,1	17,3	0,0	-0,1
- de la cual, inversión privada	23,1	18,3	18,0	16,8	16,2	0,1	0,0
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,4	-4,0	-1,2	1,8	2,9	0,2	0,1
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-3,5	-0,6	2,5	3,5	0,3	0,2
- Sector privado	-2,6	6,1	10,3	9,3	9,5	0,6	0,4
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-9,6	-10,8	-6,8	-6,0	-0,3	-0,2
Deuda pública bruta	53,5	70,4	85,9	95,3	101,1	1,0	0,3
4. Otras variables							
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,0	11,0	8,1	8,5	8,5	0,4	0,3
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,5	125,5	123,6	118,8	113,2	-1,9	-2,1
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	82,1	140,5	132,7	126,2	122,6	2,2	4,6
Deuda externa bruta española (% del PIB)	92,5	166,7	167,8	164,7	158,1	1,3	0,3
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,7	2,0	1,1	0,5	0,8	0,0	-0,1
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	5,4	5,9	4,6	4,3	0,2	0,3

(a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores.

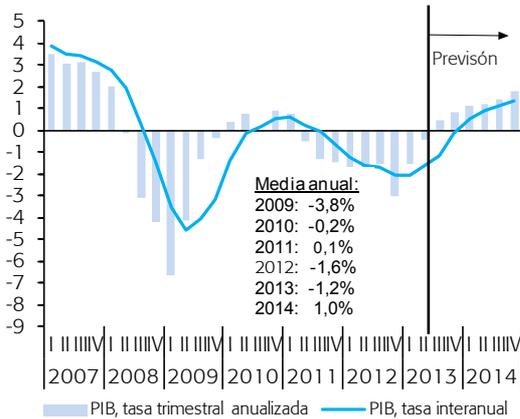
(b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2012: INE y BE; Previsiones 2013-2014: Funcas.

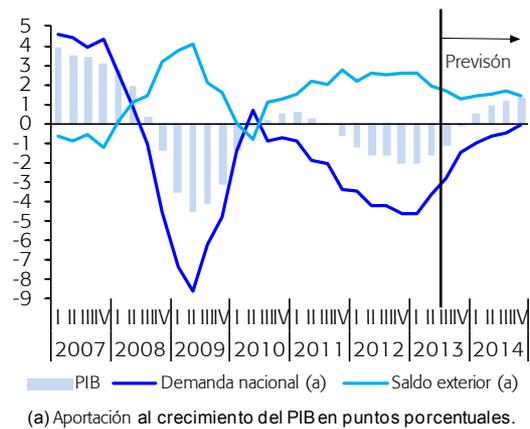
Gráfico 8

Previsiones Funcas para 2013-2014. Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

8.1 - PIB

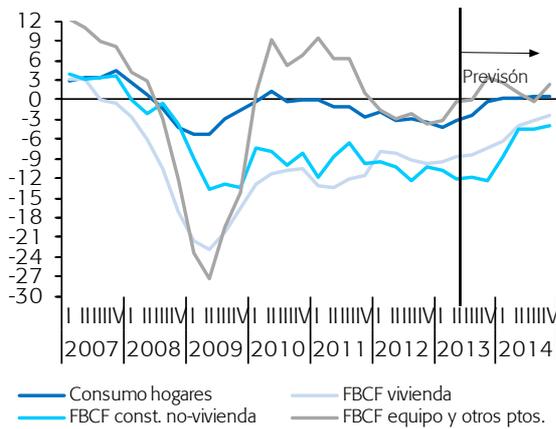


8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

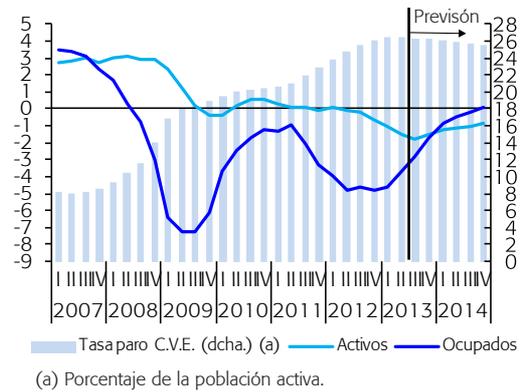


(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

8.3 - Agregados de la demanda nacional

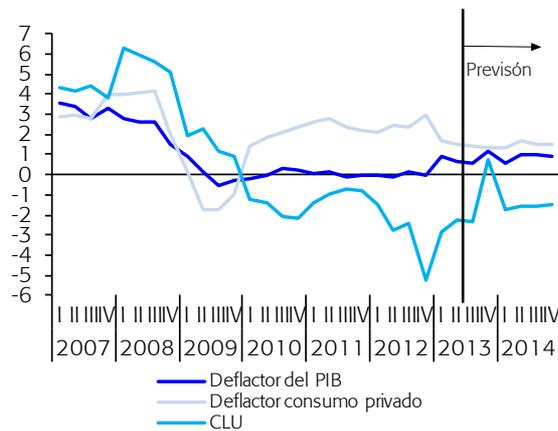


8.4 - Empleo y paro

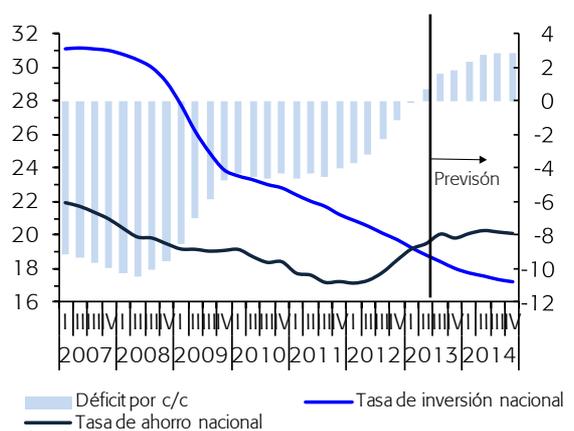


(a) Porcentaje de la población activa.

8.5 - Inflación



8.6 - Ahorro, inversión y saldo c/c (% PIB, MM4)



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

El consumo privado, cuya estabilización ha sido mucho más rápida de lo que se preveía, empezará a crecer en 2014, si bien de forma todavía muy tímida, puesto que sus condicionantes siguen sin ser favorables: la tasa de desempleo va a seguir siendo elevada, la renta de los hogares en términos reales va a descender en 2013 y solo crecerá muy ligeramente en 2014, y la tasa de ahorro se encuentra en niveles muy reducidos. El consumo público, por el contrario, cabe esperar que continúe ajustándose, debido a la necesidad de cumplir con los objetivos de déficit.

La caída acumulada de la inversión en construcción residencial desde el inicio de la crisis ha sido muy abultada, de modo que se espera una ralentización importante de la misma. No obstante, aún está muy lejos el inicio de una recuperación en este componente de la demanda, que, por tanto, seguirá lastrando la actividad económica durante algunos años, si bien de una forma más suave que hasta ahora.

La inversión en bienes de equipo también crecerá en 2014, gracias a la buena marcha de las exportaciones, al impulso a la inversión extranjera directa derivado de la reducción de costes laborales y de la mejora general de la competitividad, y a la necesidad de renovar el capital productivo, así como a la situación financiera más saneada de las empresas y a unas condiciones de acceso al crédito algo menos restrictivas. Asimismo, la reforma laboral también desempeñará un papel importante a la hora de animar la inversión tanto nacional como extranjera cuando las expectativas comiencen a mejorar. En cualquier caso, el flujo de crédito va a seguir siendo insuficiente, lo que determinará que el crecimiento de la inversión sea más lento que en otras fases de recuperación cíclica.

El empleo empezará a crecer a mediados de 2014, pero su tasa de crecimiento para el con-

junto del año volverá a ser negativa. Sin embargo, se espera una ligera mejoría de la tasa de paro, apoyada sobre la reducción de la población activa, que se derivaría fundamentalmente del descenso de la población en edad de trabajar debido al retorno de inmigrantes (gráfico 8.4). La productividad continuará su tendencia favorable mientras que los costes laborales unitarios volverán a descender.

La tasa de inflación se mantendrá en un nivel relativamente reducido en los últimos meses de 2013, una vez se cancelen los efectos escalón introducidos el año pasado por el aumento del IVA y la subida de tasas. Solo el elevado precio del petróleo impide que la reducción de la inflación sea aún mayor. De no producirse cambios regulatorios que afecten a los precios finales al consumo, en 2014 seguirá moviéndose por debajo del 1,5%, ya que las presiones inflacionistas seguirán siendo inexistentes, dada la debilidad de la demanda y la reducción de costes laborales.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, así como la capacidad de financiación frente al exterior, serán positivos y crecientes este año y el próximo (gráfico 8.6). Esto intensificará el proceso de reducción en ambos ejercicios de la deuda bruta externa española. El déficit público esperado se ha revisado al alza, hasta un 6,8% y un 6% del PIB para 2013 y 2014 respectivamente, con lo que el volumen de deuda pública podría superar ligeramente el próximo año el 100% del PIB. Tal nivel de endeudamiento comienza a ser preocupante, tanto por la vulnerabilidad para la economía nacional que supone la necesidad de su refinanciación, como por el elevado coste derivado del pago de intereses y de su amortización, que detrae recursos de otros usos más productivos. La reducción del elevado nivel de endeudamiento público va a constituir, por tanto, uno de los principales retos para la economía española de cara a los próximos años.

Implicaciones del futuro TAFTA UE-EE.UU., el mayor tratado comercial bilateral de la historia

Verónica López Sabater y Álvaro Martín Enríquez*

Los acuerdos comerciales regionales o bilaterales están sustituyendo a la Ronda de Doha en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC) iniciada en 2001, para liberalizar el comercio mundial y suprimir las barreras no arancelarias.

Nos encontramos ante el proceso de negociación bilateral en materia de comercio internacional más ambicioso de la historia. En este camino se habrá de superar las dificultades existentes en un buen número de puntos de la agenda, centrada en reducir o eliminar barreras no arancelarias existentes. Sin embargo, los efectos de alcanzar un acuerdo de libre comercio entre los más importantes bloques económicos de la actualidad son significativamente positivos y se estiman, en el escenario más optimista, en casi 120.000 millones de euros al año, desde la perspectiva de la Unión Europea. La evaluación de impacto ex ante de un acuerdo como el que analizamos aventura que España saldrá bien posicionada como uno de los países con mayores ganancias de bienestar resultantes de la alianza bilateral que comienza a ser hilvanada.

¿Qué es el TTIP/TAFTA?

Desde la inauguración de la Ronda de Doha en 2001, la Organización Mundial del Comercio (OMC) no ha conseguido alcanzar acuerdos significativos a favor de la liberalización del comercio internacional. Sin embargo, en paralelo a esta languidez mostrada por la OMC se vienen produciendo de forma intensa múltiples acuerdos de carácter bilateral o regional, que buscan la consecución de mayores cotas de liberalización en las relaciones comerciales internacionales, como se puede ver en el cuadro 1.

La Alianza Transatlántica para el Comercio y la Inversión (*Transatlantic Trade and Investment Partnership–TTIP*) o la Zona de Libre Comercio Transatlántica (*Transatlantic Free Trade Area–TAFTA*) es un acuerdo comercial que se encuentra en plena fase de negociación, desde la autorización recibida por parte de la Comisión Europea desde los Estados miembros el pasado 14 de junio de 2013. Tres días después, los presidentes Barack Obama (EE.UU.), José Manuel Durão Barroso (Comisión Europea), Herman Van Rompuy (Consejo Europeo) y el Primer Ministro de Reino Unido, David Cameron, oficializaron

* Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Cuadro 1

Acuerdos de Libre Comercio operativos y en fase de negociación

Operativos	En fase de negociación
<i>ASEAN Free Trade Area (AFTA)</i>	<i>Commonwealth of Independent States Free Trade Agreement (CISFTA)</i>
<i>Asia-Pacific Trade Agreement (APTA)</i>	<i>Union of South American Nations (CSN)</i>
<i>Central American Integration System (SICA)</i>	<i>Pacific Island Countries Trade Agreement (PICTA)</i>
<i>Central European Free Trade Agreement (CEFTA)</i>	<i>African Free Trade Zone (AFTZ) between SADC, EAC and COMESA</i>
<i>Common Market for Eastern and Southern Africa (COMESA)</i>	<i>Arab Maghreb Union (UMA)</i>
<i>G-3 Free Trade Agreement (G-3)</i>	<i>Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC)</i>
<i>Greater Arab Free Trade Area (GAFTA)</i>	<i>Association of Caribbean States (ACS)</i>
<i>Dominican Republic–Central America Free Trade Agreement (DR-CAFTA)</i>	<i>Bolivarian Alternative for the Americas (ALBA)</i>
<i>Gulf Cooperation Council (GCC)</i>	<i>Bay of Bengal Initiative for MultiSectoral Technical and Economic Cooperation (BIMSTEC)</i>
<i>North American Free Trade Agreement (NAFTA)</i>	<i>Community of Sahel-Saharan States (CEN-SAD)</i>
<i>Pacific Accord</i>	<i>Economic Community of West African States (ECOWAS)</i>
<i>South Asia Free Trade Agreement (SAFTA)</i>	<i>Euro-Mediterranean free trade area (EU-MEFTA)</i>
<i>Southern African Development Community (SADC)</i>	<i>Economic Community of Central African States (ECCAS)</i>
<i>Southern Common Market (MERCOSUR)</i>	<i>Free Trade Area of the Americas (FTAA)</i>
<i>Trans-Pacific Strategic Economic Partnership (TPP)</i>	<i>Free Trade Area of the Asia Pacific (FTAAP)</i>
	<i>GUAM Organization for Democracy and Economic Development (GUAM)</i>
	<i>Intergovernmental Authority on Development (IGAD)</i>
	<i>Pacific Agreement on Closer Economic Relations (PACER and PACER Plus)</i>
	<i>People’s Trade Treaty of Bolivarian Alternative for the Americas (ALBA)</i>
	<i>Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) (ASEAN plus 6)</i>
	<i>Shanghai Cooperation Organisation (SCO)</i>
	<i>Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP)</i>
	<i>Tripartite Free Trade Area (T-FTA)</i>
	<i>China–Japan–South Korea Free Trade Agreement</i>

Fuente: Organización Mundial del Comercio (OMC).

el arranque de las negociaciones en la Cumbre del G8 celebrada el 17 de ese mismo mes en Fermanagh, Irlanda del Norte. La primera ronda de negociaciones tuvo lugar de forma casi inmediata, durante la segunda semana de julio de este año, en Washington DC. La segunda ronda está prevista para el mes de octubre, en Bruselas.

La importancia del futuro marco de relaciones comerciales, desde una perspectiva española, no solo responde a la directa implicación de nuestro país entre los protagonistas y beneficiarios del mismo, sino también por tratarse de la búsqueda de intereses comunes en materia comercial de los dos mayores socios comerciales del mundo hoy

en día: las transacciones comerciales entre EE.UU. y la Unión Europea (UE) superan los 2.000 millones de euros diarios, y representan más de un tercio de los flujos comerciales a nivel global.

Contenido de las negociaciones

La decisión final de inicio de las negociaciones fue el resultado inmediato de las recomendaciones emitidas por el Grupo de Trabajo de Alto Nivel para el Empleo y el Crecimiento (*High Level Working Group on Jobs and Growth-HLWGJG*), constituido el 28 de noviembre de 2011, cuyo informe final fue publicado en febrero de 2013¹. La principal conclusión del informe establece que ambos bloques habrían de negociar de igual a igual para alcanzar acuerdos en aquellos aspectos clave (aduanas y facilitación del comercio, políticas de competencia, empresas públicas y subsidios, materias primas y energía, pymes, transparencia) que fortalezcan el sistema multilateral de comercio así como las reglas que lo sustentan, y mejorar el acceso a los mercados y los compromisos regulatorios en el marco de un tratado transatlántico.

Teniendo en cuenta que entre ambos bloques comerciales las barreras arancelarias son relativamente reducidas, del 4% en promedio, el foco de las negociaciones ha quedado centrado en gran medida en la reducción de las barreras no arancelarias que sí ocasionan importantes pérdidas de productividad y complejidad en el desarrollo de los negocios para ambas partes.

El foco de las negociaciones ha quedado centrado en gran medida en la reducción de las barreras no arancelarias que ocasionan importantes pérdidas de productividad y complejidad en el desarrollo de los negocios para ambas partes.

Las principales barreras de este tipo tienen su origen en las regulaciones nacionales y, lo

que resulta más complejo, en las regulaciones subnacionales en cada uno de los dos mercados (a nivel nacional, regional y local, lo cual es en sí mismo una dificultad añadida en el proceso negociador), así como a las diferencias en la denominación de estándares comerciales. Así, los principales contenidos de las negociaciones, que fructificarán en un acuerdo de libre comercio, son los que presentamos a continuación.

Acceso a mercados

La dimensión de las relaciones comerciales entre EE.UU. y la Unión Europea ocupa los primeros puestos en muchos de los indicadores de referencia y, en conjunto, se erigen como los principales bloques económicos a nivel mundial, generando más del 40% del PIB global. Así, EE.UU. es el socio comercial más importante de la UE, medido por el nivel de exportaciones del segundo hacia el primero. En 2011, el 17% del total de las exportaciones de la Unión Europea tuvo como destino los EE.UU. Por su parte, el 11% de las importaciones de la Unión Europea procedían de dicho país, ocupando el tercer puesto entre los socios proveedores después de China y Rusia. En sentido inverso, observamos que en ese mismo año la Unión Europea ocupaba el segundo puesto entre los destinos prioritarios de las exportaciones estadounidenses, solo por detrás de Canadá (país con el que comparte zona de libre comercio en la que también participa México, bajo el denominado *North America Free Trade Agreement* o NAFTA), representando el 19% del total de las exportaciones. Por su parte, el 17% del total de las importaciones de EE.UU. proceden de la UE, en segundo lugar por detrás únicamente de China.

El 65% del comercio bilateral entre EE.UU. y la UE corresponde al comercio de bienes, ocupando maquinaria y equipo de transporte el primer lugar en el intercambio, seguido de la industria química. En ambos sectores, las exportaciones europeas a

¹ Final Report. High Level Working Group on Jobs and Growth, en http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2013/february/tradoc_150519.pdf

EE.UU. superan en valor a las importaciones procedentes de EE.UU., de forma significativa².

En materia de inversiones el patrón resulta muy similar, ya que aproximadamente un tercio de la inversión extranjera directa (IED) procedente de la Unión Europea tiene como destino EE.UU. Por detrás, la IED de la Unión con destino Europa no comunitaria (25% del total) y Asia (14%). Los flujos de inversión alcanzaron su volumen más elevado en 2007 (antes del inicio de la crisis), y el más bajo en 2010. En sentido inverso –IED de EE.UU. hacia la UE– los flujos recuperaron su nivel precrisis ya en 2010, uno de los indicadores de la más pronta recuperación estadounidense con respecto a la larga convalecencia de Europa, que aún hoy persiste.

Regulación y barreras no arancelarias

Dado que las barreras arancelarias son relativamente reducidas entre ambas partes –aunque más elevadas las que “protegen” el mercado europeo, especialmente en los sectores de automoción (donde resultan en promedio ocho veces más elevadas que las establecidas por EE.UU.), alimentos procesados (cuatro veces) y agricultura, pesca, forestal (dos veces más alto, 18% en promedio)– el foco de las negociaciones se sitúa de forma expresa en el ámbito de las barreras no arancelarias, responsables de gran parte del impacto potencial por su capacidad de condicionar la mayor o menor integración de los mercados. Estas son diversas: procedimientos administrativos, documentación, estándares de seguridad e higiene, medidas sanitarias y fitosanitarias, certificaciones, especificaciones técnicas, entre otras.

Este tipo de obstáculos al comercio internacional provocan un incremento en el coste del desarrollo de los negocios y mayores impedimentos y dificultades en la capacidad de acceso a mercados de las empresas. Estas son superiores en el caso de los bienes que de los servicios, liderando

el *ranking* la industria aeroespacial. Por bloques, las mayores barreras no arancelarias de la parte europea recaen en la maquinaria, mientras que las menores aplican al sector farmacéutico. Por su parte, EE.UU. cuenta con una complicada red de requisitos *behind the border* especialmente en la industria química, cosmética y biotecnológica, mientras que las menos demandantes son las correspondientes a los sectores de la electrónica, hierro, acero y otros productos metálicos.

Retos y oportunidades compartidas en materia de comercio global

La dimensión y representatividad global de las relaciones comerciales transatlánticas imponen a ambas partes la responsabilidad de buscar soluciones a temas de interés e impacto globales, aunque escapen a la definición estricta de comercio bilateral. Es el caso de temas sensibles como la protección de los derechos de propiedad intelectual o los alimentos genéticamente modificados –sobre los cuales existen posiciones muy divergentes entre ambas partes, como veremos más adelante– o temas que afectan por medio de las externalidades que una alianza de este tipo y condición puedan generar, como es el caso de los efectos sobre las condiciones laborales y sociales, el desarrollo sostenible de los países y regiones menos desarrolladas y la protección del medioambiente.

Impacto global y para España

El TAFTA, a pesar de caer en la categoría de tratados de libre comercio bilaterales, es en definitiva un tratado multilateral, por implicar a un país (EE.UU.) y a un grupo heterogéneo de 28 países miembros de la UE. La complejidad de las negociaciones de tratados comerciales en el seno de la UE, al igual que en otros ámbitos, radican en la necesidad de buscar un mínimo grado de consenso entre las 28 partes que lo integran, o en su

² En 2011, la UE exportó maquinaria y equipos a EE.UU. por valor de 104.429 millones de euros, siendo el flujo inversor de 70.850 millones de euros. En químicos, las exportaciones europeas a EE.UU. superan en más de un 50% a las importaciones europeas procedentes de EE.UU..

defecto, defender los intereses del conjunto de los países miembros, que en determinados aspectos pueden resultar significativamente divergentes.

Aquellos países que tienen un carácter más exportador –como es el caso de España– obtendrían relativamente mayores ganancias de bienestar.

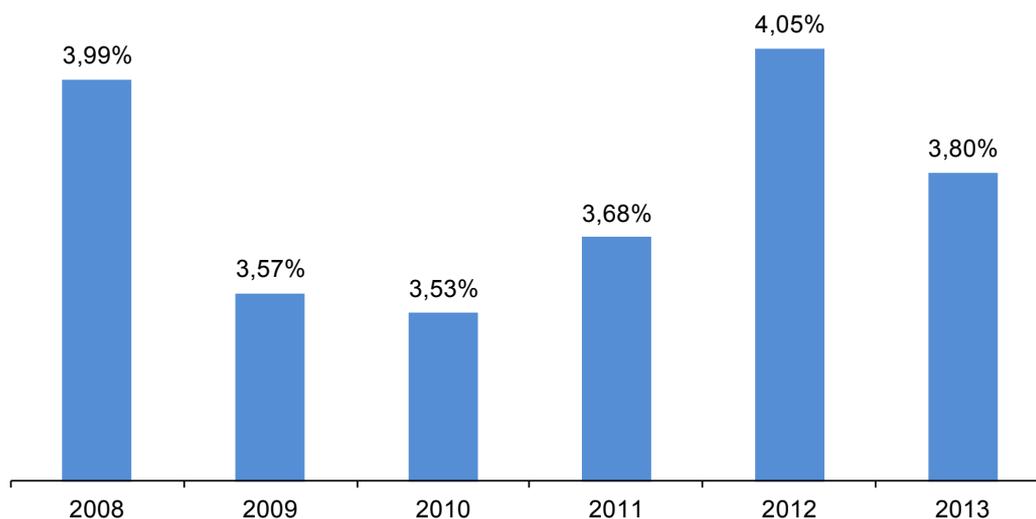
La Comisión Europea, quien tiene el mandato de los 28 para negociar los términos del acuerdo, ha encargado un buen número de estudios de impacto para constatar con carácter previo las ventajas y desventajas, los beneficios y los costes asociados al proceso y el resultado esperado de una eventual zona de libre comercio transatlántica, todos ellos –los estudios– de carácter regional. Los datos arrojados por dichos estudios, que utilizan modelos de equilibrio general son muy optimistas: en términos económicos, y desde la perspectiva de la Unión Europea, las ganancias económicas estimadas se sitúan entre los 68.200

millones de euros y 119.000 millones de euros al año, considerando el peor y el mejor escenario posibles, una vez se encuentre el tratado totalmente operativo, junto con la creación de hasta un millón de empleos anuales en la UE. Desde la perspectiva estadounidense, las ganancias anuales oscilan entre 49.500 millones y 95.000 millones de euros, respectivamente. Para el conjunto de la economía mundial, adicionalmente, las ganancias económicas alcanzarían los 100.000 millones de euros al año, aunque reconocen también potenciales damnificados individuales, países que inevitablemente verán perjudicado su bienestar fruto de la intensificación de las relaciones comerciales transatlánticas: en el escenario más ambicioso, Canadá, Australia, México y Japón sufrirían las mayores pérdidas de bienestar, mientras que en el más modesto serían buena parte de los BRIC (en particular India y Rusia), además de Argentina y México, los más perjudicados.

Todos los estudios de impacto analizados sitúan a España como uno de los países con mayores ganancias de bienestar tan pronto el acuerdo se

Gráfico 1

Exportaciones españolas a EE.UU. (% del total de exportaciones)



Fuente: Datacomex³.

³ Datacomex, en <http://datacomex.comercio.es/>

alcance, tanto en el escenario más modesto –en el que el éxito de las negociaciones abarque exclusivamente el ámbito arancelario, con la plena eliminación de tarifas para todas las importaciones– como en el más ambicioso, en el que se alcancen las más altas cotas de consenso tanto en el ámbito arancelario como en el no arancelario. En ambos escenarios, España se situaría por encima de la media en cuanto a ganancias esperadas de bienestar: en el escenario más ambicioso, el primer lugar lo ocuparía EE.UU., seguido de Reino Unido y Suecia, ocupando España el cuarto lugar. Por su parte, el escenario que contempla exclusivamente eliminación de barreras arancelarias –que implica una fuerte reducción de ingresos comunitarios por esta vía de recaudación– sitúa a España también en una cuarta posición, por detrás de EE.UU., Grecia y Reino Unido. Las ganancias de bienestar para España alcanzarían el 6,55% y el 0,31% de incremento del PIB per cápita en uno y otro caso, y la creación de hasta 143.000 nuevos empleos.

Las ganancias de bienestar de unos y otros países depende fundamentalmente de la estruc-

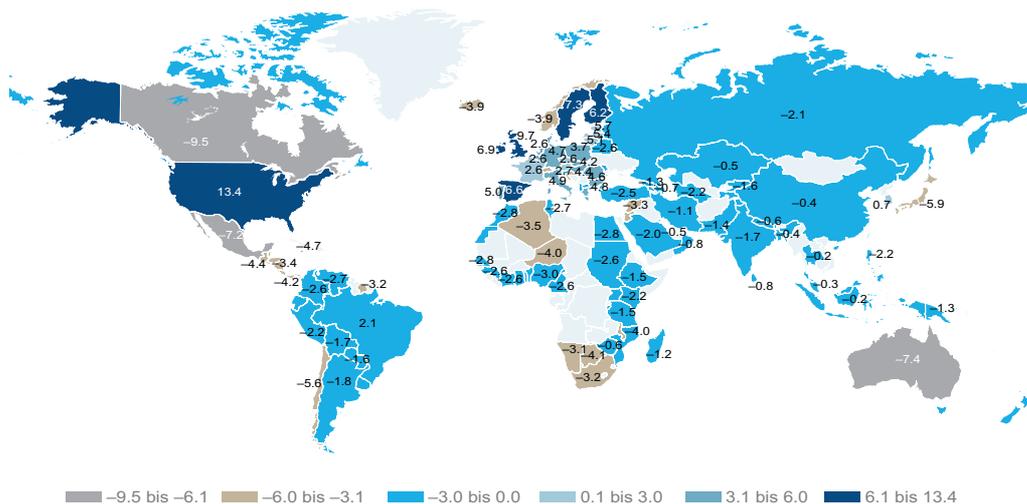
tura comercial de cada uno de ellos, el tamaño y su posición geográfica, de modo que aquellos que tienen un carácter más exportador –como es el caso de España– obtendrían relativamente mayores ganancias de bienestar. En este sentido, España y EE.UU. difieren significativamente en su dimensión exportadora. Mientras que la participación de las exportaciones en el PIB español asciende al 32% (datos del Banco Mundial⁴ para 2012, hoy más cercana al 36%), las de EE.UU.

Las ganancias de bienestar para España alcanzarían el 0,31% y el 6,55% de incremento del PIB per cápita y la creación de hasta 143.000 nuevos empleos.

representan apenas un 14%, lo que establece una clara diferencia entre las orientaciones de ambos países: España está fuertemente orientada a las exportaciones mientras que en EE.UU. es el mercado nacional el predominante. Asimismo, si bien España no destaca a nivel europeo por sus ele-

Gráfico 2

Ganancias de bienestar por la aplicación del TAFTA (cambio porcentual en PIB per cápita). Escenario completo



Fuente: Fundación Bertelsmann.

⁴ Base de datos del Banco Mundial: <http://datos.bancomundial.org/indicador/NE.EXP.GNFS.ZS>.

vadas cotas de exportación a EE.UU., parte de las ganancias de bienestar esperadas vendrían por la vía de la sustitución de importaciones europeas más caras por norteamericanas más baratas (Fundación Bertelsmann).

No obstante lo anterior, existen para España temas clave que, según algunos de nuestros representantes en la Comisión Europea, podrían requerir una revisión especial. Tal es el caso de los asuntos agrícolas –que ya en el seno de la Unión Europea ha resultado y resulta ser de elevada complejidad– en los que se prevé que puedan exigir apartados especiales como ya otros países han expuesto en otros ámbitos especialmente sensibles, como es el caso de Francia y su industria cultural en relación al ACTA⁵.

Principales críticas y próximos pasos

La primera ronda de negociaciones tuvo como temas de discusión el acceso a mercados para productos agrícolas e industriales, reglas de contratación y compras públicas, inversiones, energía y materias primas, medidas sanitarias y fitosanitarias, servicios, derechos de propiedad intelectual, desarrollo sostenible, pymes, resolución de disputas, competencia, facilidades aduaneras y subsidios a empresas estatales. Quince grupos de trabajo integran las negociaciones sobre una veintena de temáticas. La segunda ronda está prevista para el próximo mes de octubre, cuyo lugar de celebración será Bruselas, con una agenda que aún no es pública.

Son muchas las voces que, ya con anterioridad al arranque de las negociaciones, exhiben preocupación tanto por el desarrollo del proceso negociador en sí mismo (defensa de intereses de grupos de presión y lobbies corporativos, debilidades en la transparencia debida en el acceso a la información e incluso, sospechas de espionaje internacional, relevancia de las consultas públicas,

etc.), como de los efectos directos e indirectos de la consecución de un eventual acuerdo, siendo uno de los más debatidos por la sociedad civil el de la inevitable recuperación de los principios del rechazado ACTA, por interés exclusivo de EE.UU. Otra de las críticas más observadas y analizadas en relación a la consecución de un acuerdo “completo” entre la UE y EE.UU. radica en el potencial perjuicio que causaría a terceros países, junto con el cuestionamiento de la razón de ser fundamental de la OMC –multilateralismo vs. bilateralismo– que no ha conseguido dinamizar las negociaciones de la estancada Ronda de Doha desde 2008. No obstante, son también muchos los estudiosos del tema que aventuran la posibilidad de que la mayor agilidad de los TLC bilaterales, categoría en la que se sitúa el FAFTA, genere incentivos a terceros países para que fortalezcan sus esfuerzos de liberalización comercial a nivel multilateral.

El hecho de que nos encontremos ante un proceso negociador entre partes relativamente iguales –países más desarrollados, con instituciones sólidas y confiables capaces de asumir compromisos de reformas regulatorias creíbles y duraderas, con similares concepciones y entornos culturales y una ciudadanía con una fuerte base social y con disponibilidad de herramientas de debate y denuncia– cuenta con los cimientos para alcanzar resultados, a pesar de la dificultad de buena parte de las temáticas objeto de negociación, a un mayor ritmo que en otros tratados de libre comercio multilaterales.

Referencias

- CEPR (2013), “Reducing transatlantic barriers to trade and investment. An economic assessment”, http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2013/march/tradoc_150737.pdf
- Ecorys Nederland BV (2009), “Non tariff measures in EU-US Trade and Investment – An Economic Analysis”, http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2009/december/tradoc_145613.pdf

⁵ *Anti-Counterfeiting Trade Agreement (ACTA)*, tratado multilateral para el establecimiento de estándares internacionales para el cumplimiento de los derechos de propiedad intelectual, aprobado por la Comisión Europea, pero posteriormente rechazado por el Parlamento Europeo por considerar riesgo de vulneración de derechos fundamentales.

Fundación Bertelsmann (2013), "Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) Who benefits from a free trade deal?", http://www.fundacionbertelsmann.org/fundacion/data/ESP/media/Estudio_Transatlantic_Trade_BST_en.pdf

German Federal Ministry of Economics and Technology (2013), "Dimensions and Effects of a Transatlantic Free Trade Agreement between the EU and US",

<http://www.bmwi.de/English/Redaktion/Pdf/dimensions-and-effects-of-a-transatlantic-free-trade-agreement-between-the-eu-and-usa,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=en,rwb=true.pdf>

HLWGJG (2013), "Impact Assessment Report on the US-EU Trade relations", Commission Staff Working document, http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2013/february/tradoc_150519.pdf

Luchar contra la corrupción y salir de la crisis económica: dos caras de una misma moneda

Juan José Ganuza*

Este artículo se ocupa de la relación entre la corrupción y la evolución económica de los países. Utilizando los índices de percepción de la corrupción de Transparencia Internacional se muestra evidencia del impacto negativo de la corrupción sobre el desarrollo económico. Para explicar la heterogeneidad de los países en términos del nivel de corrupción, se analizan los factores determinantes de la corrupción. Tomando la decisión de corromperse como punto de partida, se identifican los principales elementos que debería tener una política de lucha contra la corrupción. Por último, se defiende la tesis de que la lucha contra la corrupción es complementaria a las políticas que deberían implementarse para luchar contra la crisis.

Hoy la corrupción se disputa con la situación económica el segundo lugar en la lista de preocupaciones de los españoles (el desempleo ocupa el primer lugar). Este hecho puede tener varias interpretaciones, una es que los últimos casos judiciales hicieran pensar que la corrupción había dado un salto cualitativo en España, y la otra es que los ciudadanos empiecen a percibir la corrupción como una de las causas de la crisis, y también como uno de los impedimentos para salir de ella. En línea con esta segunda hipótesis, el objetivo de este artículo es analizar la relación entre corrupción y economía, y defender que las políticas que son necesarias para la salida de la crisis, son también las que harían falta para combatir la corrupción (o viceversa).

Durante mucho tiempo la corrupción no estaba entre las principales preocupaciones de los españoles, mientras que la mala evolución económica sí. Los partidos políticos y candidatos que se veían implicados en casos de corrupción no eran penalizados en las urnas, mientras que su gestión económica si jugaba un papel deter-

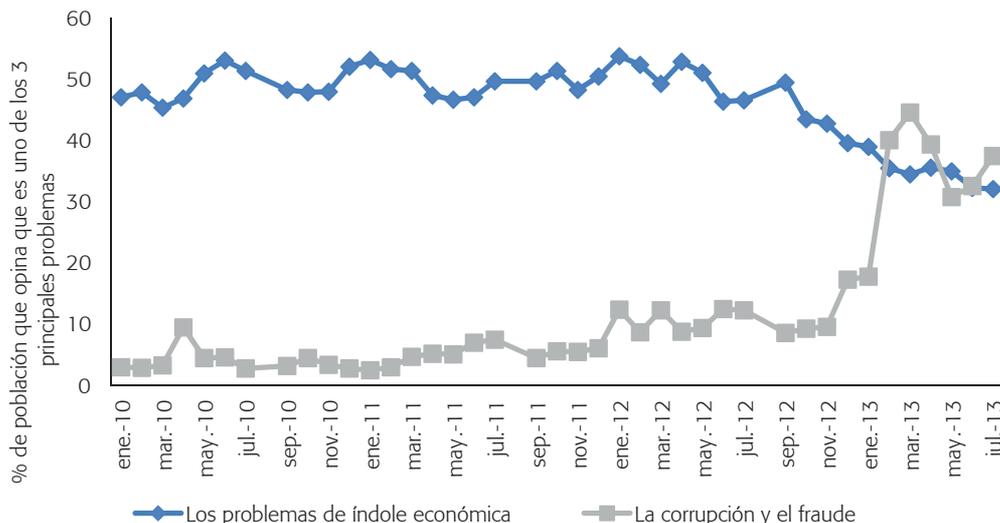
minante. El gráfico 1 nos muestra que recientemente la situación ha dado un vuelco.

Para ver el impacto de la corrupción sobre la actividad económica, necesitamos dos elementos previos fundamentales: i) una definición de corrupción, que nos permita identificar el

* Universitat Pompeu Fabra, Barcelona. Agradezco a David Gallego su excelente labor como ayudante de investigación y a FEDEA su hospitalidad.

Gráfico 1

Evolución preocupaciones España



Fuente: Elaboración propia con datos de CIS.

fenómeno; ii) una metodología para medir la corrupción.

¿Que es la corrupción?

La palabra corrupción debe ser una de las más utilizadas en los últimos tiempos en España. Sin embargo, existe mucha confusión con respecto a su verdadero significado, y para entender el fenómeno deberíamos empezar por conocer bien su definición. El banco mundial aporta la siguiente: «Es el abuso del poder público para el beneficio privado». Nuestra Real Academia de la Lengua aporta otra definición que es más precisa, “En las organizaciones, especialmente en las públicas, práctica consistente en la utilización de las funciones y medios de aquellas en provecho, económico o de otra índole, de sus gestores». Un elemento común en ambas definiciones es la conexión con el poder público. De hecho existe una corriente de pensamiento entre los economistas más liberales que defiende que cuanto menor sea el peso del estado en la economía, menor será la corrupción¹.

Sin embargo, la relación no es tan directa, la corrupción se da en el sector privado (Enron), aumenta con los procesos de privatización (Rusia), y por ejemplo, los países escandinavos se encuentran entre los que tienen un mayor sector público y tienen uno de los niveles más bajos de corrupción del mundo. Por ello, alejémonos de las simplificaciones, y partiendo de la definición de la RAE, con la ayuda de la teoría económica lleguemos a una definición más operativa de lo que es corrupción.

La RAE centra la definición de corrupción en una organización. Uno de los modelos de organización más utilizados en economía es el modelo principal-agente. Un principal delega en un agente, una tarea (supervisión, regulación, imposición, contratación, etc..) que afecta a una tercera parte. La corrupción surge cuando el agente en lugar de actuar de acuerdo con los intereses del principal, lo hace a favor de esta tercera parte, normalmente a cambio de un pago (monetario o no). Este soborno será fijado por una negociación entre el agente y esta tercera parte de acuerdo a las rentas que el acuerdo genera, la diferencia entre lo que la

¹ Entre los economistas que defienden este enfoque destaca el premio nobel, Gary Becker “Si abolimos el estado, abolimos la corrupción”.

tercera parte hubiera obtenido sin corrupción y los beneficios a los que la corrupción da lugar.

Esta definición es consistente por ejemplo con la corrupción política. Los ciudadanos (el principal) delegamos en el partido gobernante (el agente) la gestión de las obras públicas que involucran a terceras partes como las empresas constructoras. La corrupción surge cuando algunas empresas obtienen contratos a cambio de sobornos o contribuciones al partido. Sin embargo, hay muchos fenómenos que no estigmatizamos con la palabra corrupción y responden al mismo fenómeno. Cuando el mismo partido político elige para dirigir un organismo regulador una persona afín en lugar de a la más preparada para desempeñar el cargo, está traicionando los intereses de los ciudadanos (el principal), dando un favor a una tercera parte (el directivo elegido) a cambio seguramente de decisiones favorables. Un análisis similar se podría hacer para todos los casos de nepotismo tanto en la esfera pública (endogamia universitaria) como en la privada (el castizo "enchufe"). La captura del regulador por parte de las empresas responde a la misma lógica. Un médico (agente) también se corrompe si receta un medicamento más costoso que otro alternativo igualmente eficaz, y recibe a cambio algún tipo de trato preferencial por parte de la farmacéutica. Otro ejemplo de corrupción se da en las empresas, donde el accionista mayoritario (agente) que posee el control de la empresa expropia rentas a los accionistas minoritarios (principal), llevando a cabo operaciones con terceras partes que devalúan el valor de la empresa, aunque él pueda obtener beneficios de ellas por otras vías. Por eso es común que los países que protegen mejor los derechos de los accionistas minoritarios en los mercados financieros (y obtienen mayores niveles de inversión), están entre los que tienen un menor nivel de corrupción.

Por otro lado hay casos que asociamos a la corrupción y no lo están. En plena burbuja inmobiliaria apareció en prensa los planes de un alcalde que amenazaba con convertir un área forestal protegida de Ávila, con un pueblo de 140 habitantes en una localidad de 20.000. Este es un problema de externalidades. Un alcalde no debería tener

poder de decisión sobre un bien que afecta el bienestar de una comunidad mucho más amplia que la de su pueblo, sin embargo, no sería corrupción si ese era el deseo de sus conciudadanos (su principal).

Como hemos visto el modelo de principal-agente describe muchas organizaciones e instituciones. Las sociedades modernas se basan en este tipo de instituciones, porque la eficiencia requiere que las decisiones o las tareas se deleguen en aquellos agentes que cuentan con mejor información o están mejor preparados para ello. La corrupción destruye la eficacia de esta delegación eficiente, y al minar las organizaciones, destruye los cimientos que sostienen el desarrollo económico y el crecimiento.

Medir la corrupción

La sección anterior nos mostraba ejemplos donde la corrupción podría ser no solo causa de desigualdades, sino de ineficiencias, pero para constatar de forma rigurosa los costes de la corrupción se necesita medir la corrupción. También se necesita medir la corrupción para pasar del diagnóstico a la cura, para poder evaluar las distintas políticas que se pueden implementar para luchar contra la corrupción.

Medir la corrupción permite ver las consecuencias de la corrupción sobre el desarrollo de los países, y destruir algunos mitos, ¿es la corrupción buena (engrasa) o mala (arena) para el crecimiento? Algunos teóricos pensaban que la

La corrupción es un problema para el crecimiento de los países desarrollados, pero para países emergentes o del tercer mundo la corrupción es una enfermedad mortal. La corrupción aumenta la incertidumbre y riesgo, reduce la eficiencia de producción, la actividad emprendedora, la inversión extranjera directa, los ingresos gubernamentales, las inversiones en educación e infraestructuras.

corrupción podría ayudar a saltarse la burocracia y ser positiva. Este es el tipo de argumentos retóricos que se pueden defender cuando no se tiene evidencia empírica, cuando esta existe, los datos hablan por sí solos. La corrupción es un problema para el crecimiento de los países desarrollados, pero para países emergentes o del tercer mundo la corrupción es una enfermedad mortal. La corrupción aumenta la incertidumbre y riesgo, reduce la eficiencia de producción, la actividad emprendedora, la inversión extranjera directa, los ingresos gubernamentales, las inversiones en educación e infraestructuras.

Medir la corrupción: índices de perfección de la corrupción.

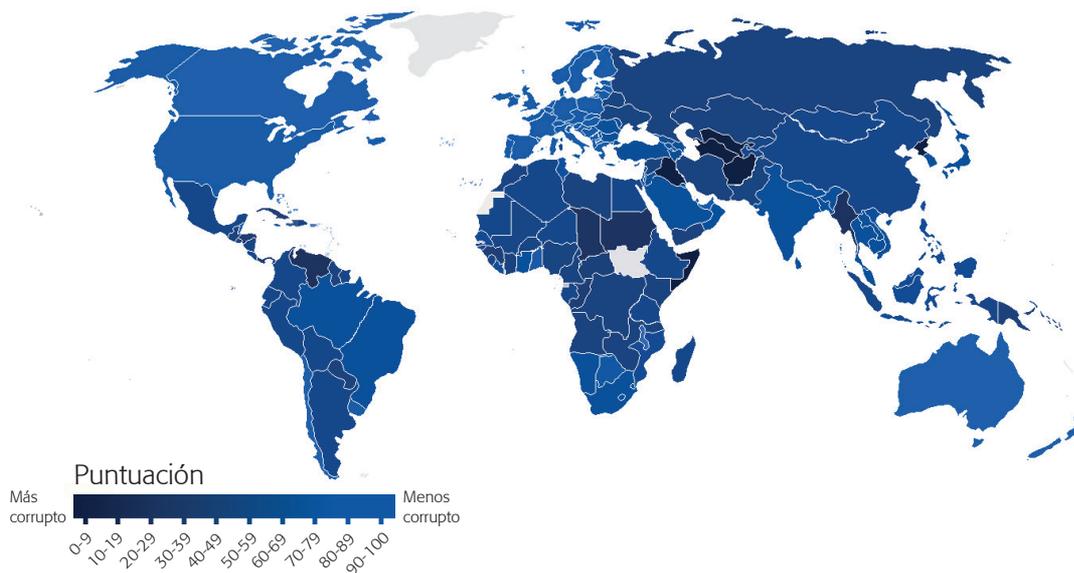
Para estimar de forma global el impacto de la corrupción sobre las distintas variables económicas necesitamos medir la corrupción en cada uno de los países. La metodología más utilizada para hacerlo se basa en índices de percepción de la corrupción elaborados con encuestas. Más de 25 organismos internacionales proveen índices

de percepción de la corrupción. Aquí nos centramos en el índice elaborado por Transparencia Internacional (www.transparency.org). Este índice denominado CPI, *Corruption Perception Index* (IPC, Índice de Percepción de la Corrupción), se calcula para más de 130 países, y se basa en la recopilación de varias encuestas independientes a empresarios y expertos sobre su percepción respecto al nivel de la corrupción en el país y sobre otros aspectos relacionados con la calidad de las instituciones. Los entrevistados valoran la calidad institucional de un país (sistema legal, administrativo, etc.) de forma cualitativa (de excelente a pobre), y el índice agrega esa información en un solo número, con valores entre 0 (muy corruptos) y 10 (poco corruptos).

El gráfico 2 de transparencia internacional nos muestra la distribución de la corrupción en el mundo.

La simple observación del mapa nos transmite la idea de los costes de corrupción. Las regiones más desarrolladas, Europa Occidental, América del Norte, Australia, Japón, etc. se encuentran entre

Gráfico 2
Mapa mundial de la corrupción (IPC 2012)



las menos corruptas, mientras que las menos desarrolladas lo están entre las más corruptas².

Transparencia Internacional utiliza las encuestas sobre la percepción de la corrupción para elaborar conjuntamente con el índice, un barómetro de la corrupción que da una foto más precisa del fenómeno y de su evolución³. Del barómetro del 2013 se deben resaltar dos datos, globalmente una de cada cuatro personas declaraba que había pagado un soborno y casi en el 80% de los países había la percepción de que la corrupción había aumentado. En el gráfico 3 obtenido del propio barómetro, aparecen los países en los que existía la percepción de que la corrupción había aumentado⁴.

También es ilustrativo señalar los sectores en los que globalmente se da un nivel mayor de corrupción. El gráfico 4 nos muestra que los sectores que globalmente están más afectados por la corrupción (aquellos donde los ciudadanos declaran haber pagado sobornos) son precisamente aquellos que tienen encomendado su control, la policía y la justicia.

Con respecto a España destacan dos datos contradictorios, por un lado España se encuentra entre los países más «sanos» con respecto a la frecuencia de los sobornos (solo un 2% de la población admitía haber pagado un soborno, por ejemplo, en Noruega un país con un nivel muy bajo de corrupción, este dato es un 3%) y por

Gráfico 3

Países en los que la población piensa que se ha incrementado la corrupción



Fuente: Barómetro Global de Corrupción 2013, Transparencia Internacional.

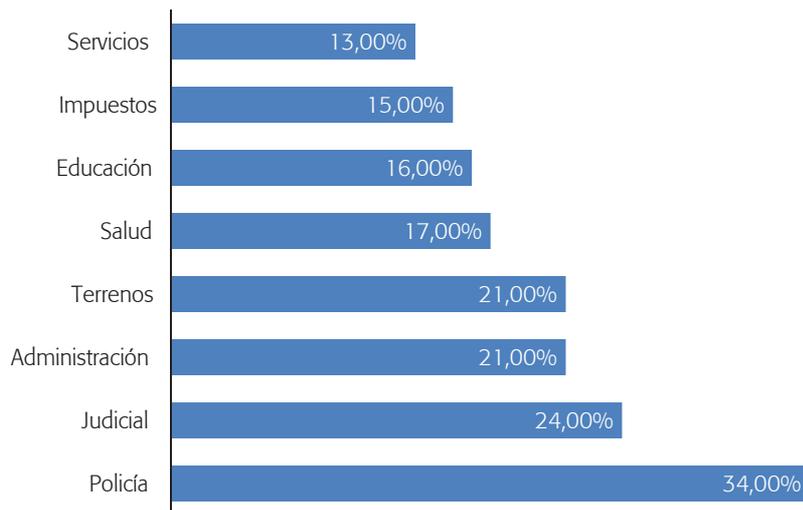
² Es importante introducir una salvedad al significado de países con un alto o bajo nivel de corrupción. Los gobiernos de muchos países en vías de desarrollo con altos niveles de corrupción, son corrompidos por multinacionales que puján por grandes contratos, y dichas multinacionales provienen de países con niveles de corrupción bajos. La OCDE (Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions) obliga a los países a penalizar a sus empresas cuando sobornan a funcionarios extranjeros. Aunque muchos han firmado la convención, es difícil verificar su cumplimiento. Celentani, Ganuza y Pedro (2004) analizan la convención y sugieren la necesidad de introducir mecanismos de reciprocidad para aumentar su efectividad.

³ Ver: http://www.transparencia.org.es/BAROMETRO_GLOBAL/Barómetro_Global_2013/Global_Corruption_Barometer_2013.pdf

⁴ Es mas fácil enumerar los países donde la percepción de la corrupción es la misma 12% (Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Finlandia, Japón, Jordania, Kazajistán, Corea del Sur, Kirguistán, Lituania, Malasia, Noruega y Suiza), o se ha reducido 10% (Azerbaijan, Bélgica, Camboya, Fiji, Georgia, Filipinas, Ruanda, Serbia, Sur Sudan, Sudan y Taiwan).

Gráfico 4

Porcentaje de gente que ha pagado sobornos en cada servicio



Fuente: Barómetro Global de Corrupción 2013, Transparencia Internacional.

otro, es uno de los países peor posicionados en su entorno socioeconómico cuando se habla del porcentaje de población que piensa que la acción gubernamental está condicionada por unos pocos grupos de intereses (cuadro 1).

mecanismos que determinan el nivel de corrupción, como las normas sociales, generan mucha histeresis y cuando una sociedad alcanza un alto nivel de corrupción es muy difícil reducir el mismo.

Estos datos nos muestran que el problema en España puede encontrarse más en las élites que en la sociedad misma. Esto es relevante porque como discutimos en la siguiente sección, varios

Impacto Económico de la Corrupción

Tomando el índice de percepción de la corrupción de Transparencia Internacional como medida

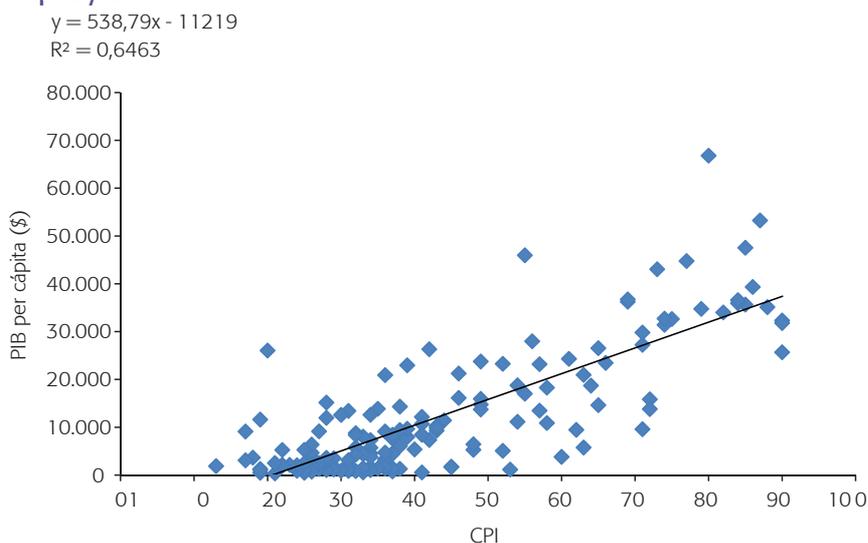
Cuadro 1

Porcentaje de población que opina que el gobierno está condicionado por grupos de interés			
Noruega	5	Canadá	54
Suiza	19	Alemania	55
Dinamarca	24	Francia	57
Finlandia	28	Eslovaquia	60
Korea (Sur)	28	Reino Unido	60
Luxemburgo	39	México	62
Japón	44	Chile	63
Nueva Zelanda	44	Eslovenia	63
Estonia	46	Estados Unidos	64
República Checa	49	España	66
Turquía	49	Bélgica	70
Australia	52	Italia	70
Hungría	52	Israel	73
Portugal	53	Grecia	83

Fuente: Barómetro Global de Corrupción 2013, Transparencia Internacional.

Gráfico 5

Relación PIB per cápita y CPI



Fuentes: Elaboración propia con datos de Transparencia Internacional y Banco Mundial.

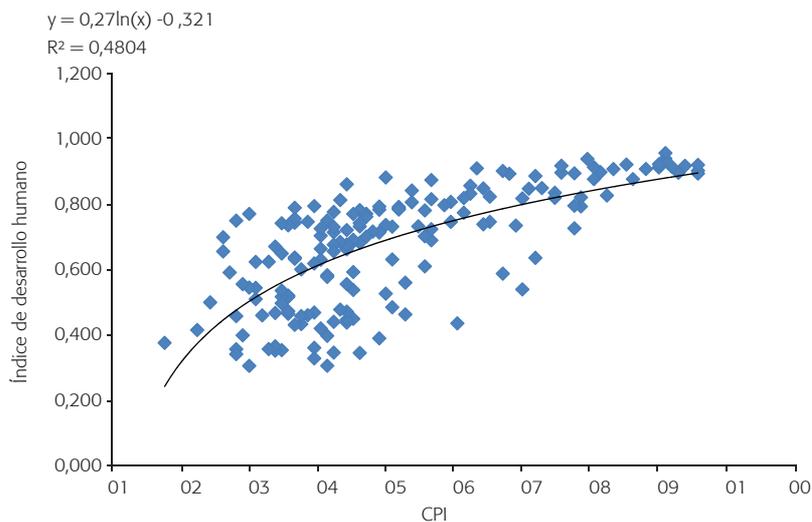
de corrupción en los países, podemos preguntarnos por la relación entre la corrupción y el desarrollo económico. El gráfico 5 relaciona el nivel de corrupción con el nivel de riqueza de los países.

La causalidad entre la riqueza y la corrupción va en ambas direcciones. Los países más ricos tienen

menor nivel de corrupción. La riqueza de un país permite tener mejores instituciones, sistemas de control (sistema legal, policía, etc.) y salarios públicos más altos. También es posible demostrar la causalidad en la otra dirección y es fácil encontrar argumentos económicos que expliquen que los países con mayor nivel de corrupción tengan nive-

Gráfico 6

Relación Índice de desarrollo humano y CPI



Fuentes: Elaboración propia con datos de Transparencia Internacional y Programa para el Desarrollo de las Naciones Unidas.

les de riqueza y desarrollo más bajos. Por ejemplo, la corrupción genera una asignación ineficiente de los recursos, reduce la rentabilidad de las inversiones, aumenta la incertidumbre y riesgo, reduce la inversión extranjera directa, etcétera.

Muchos economistas han criticado los análisis de bienestar que se centran en el producto nacional bruto o la renta per cápita. El Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo calcula desde el año 1990, el índice de desarrollo humano. El gráfico 6 nos muestra la relación entre el índice de desarrollo humano y el nivel de corrupción

El gráfico 7 nos muestra como la corrupción no solo afecta al nivel de riqueza, si no que supone un gran impedimento para el desarrollo de las personas, porque afecta a dos pilares fundamentales, la sanidad y la educación. Es importante analizar con detalle esta última dimensión, la relación entre la corrupción y la educación, dado que el futuro desarrollo de los países está muy ligado a la calidad de su educación.

Este gráfico nos muestra como la inversión en educación de los individuos es menor cuanto mayor es el nivel de corrupción. Existen muchas

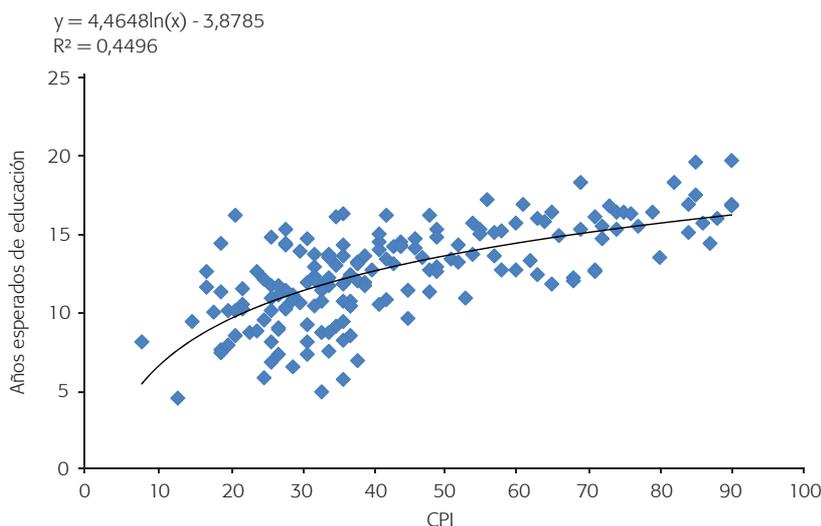
razones para esta relación negativa, la más directa es que la corrupción hace que las rentas (tanto a los individuos como a las empresas) no se asignen meritocráticamente, y por lo tanto, el rendimiento de la educación es menor. Otra razón, es que la inversión individual en educación es complementaria con la inversión del sector público, si la calidad del sistema educativo es baja, el rendimiento de la inversión individual baja. Se ha demostrado empíricamente que los gobiernos invierten menos en educación cuanto mayor es el nivel de corrupción, en su lugar invierten más en infraestructuras o gasto militar, que son inversiones donde los potenciales sobornos son más altos y las posibilidades de control más bajas.

Esta evidencia es solo una muestra de cómo la corrupción es un impedimento para el desarrollo de los países. Hay una extensa literatura económica que cuantifica con mayor detalle este impacto negativo de la corrupción en todas las variables económicas que afectan al desarrollo (nivel de inversión, comercio, ayuda internacional, etc.)⁵.

Otro elemento importante es cómo afecta la corrupción a la calidad de la democracia en los

Gráfico 7

Relación años de educación y CPI

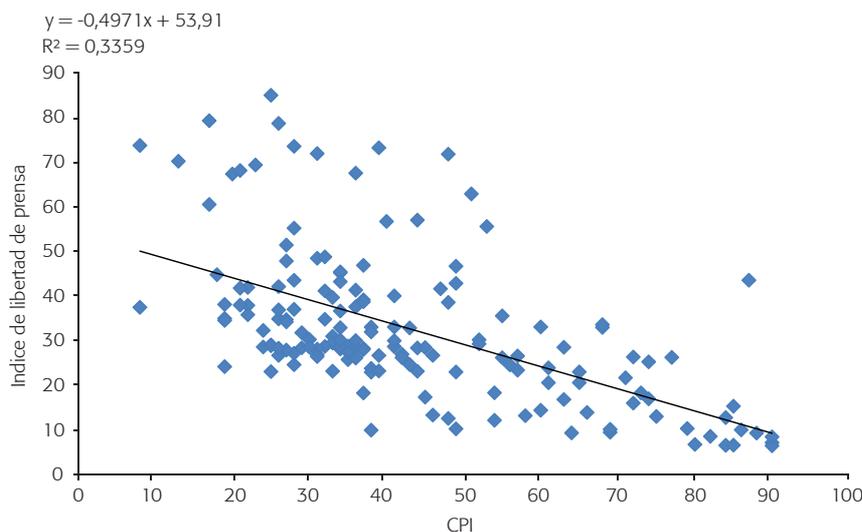


Fuentes: Elaboración propia con datos de Transparencia Internacional y Programa para el Desarrollo de las Naciones Unidas.

⁵ Para una discusión de la literatura ver Rose-Akerman (1999).

Gráfico 8

Relación índice de libertad de prensa y CPI



Fuentes: Elaboración propia con datos de Transparencia Internacional y Periodistas Sin Fronteras.

países. En este sentido, el gráfico 8 nos muestra la relación negativa que existe entre la libertad de prensa y la corrupción (al revés que en el caso del índice de la corrupción, un valor bajo denota una mayor libertad de prensa).

El gráfico nos muestra que los países donde hay más libertad de prensa son generalmente los menos corruptos. Como en los casos anteriores, estamos hablando de correlación y no de causalidad. En este caso la causalidad es probable que se dé en las dos direcciones. De hecho, como discutiremos más tarde la libertad de prensa es una de las herramientas principales para luchar contra la corrupción.

Se ha demostrado empíricamente que los gobiernos invierten menos en educación cuanto mayor es el nivel de corrupción, en su lugar invierten más en infraestructuras o gasto militar, que son inversiones donde los potenciales sobornos son más altos y las posibilidades de control más bajas.

⁶ Ver Fisman y Miguel (2007).

Determinantes de la corrupción

El objetivo de esta sección es explicar la heterogeneidad de los países en relación a sus niveles de corrupción, analizando los determinantes estructurales de la misma. Antes de empezar a desgranar los potenciales determinantes de la corrupción y la evidencia empírica que los apoyan, hay que señalar que los determinantes de la corrupción tienen que ver con los incentivos y penalizaciones pero también con la historia y las normas culturales de los países. Esto se concluye del análisis del comportamiento de los diplomáticos de Naciones Unidas en Nueva York con respecto a las multas por aparcamiento. Hasta 2002, los diplomáticos tenían inmunidad y no pagaban las multas de aparcamiento, por lo tanto su comportamiento solo estaba condicionado por las normas culturales de sus países. En esas circunstancias, se comprobó que los diplomáticos que provenían de países con mayores niveles de corrupción acumulaban más multas de aparcamiento. A partir del 2002, las autoridades municipales podían requisar los permisos de circulación diplomáticos si había multas impagadas. Esta penalización redujo significativamente las infracciones⁶.

Factores históricos y culturales de la corrupción

Una primera teoría es que la corrupción depende de la calidad de las instituciones, en particular del sistema legal, y esta calidad presenta una gran histéresis, en otras palabras, la corrupción depende de la historia pasada de los países. En este sentido se ha encontrado evidencia que los países con derecho común, *common law* (fundamentalmente Reino Unido y sus antiguas colonias) son menos propensos a la corrupción que los países con código civil (países de Europa Continental y sus antiguas colonias). Este resultado se explica por la eficacia del sistema legal de los países de derecho común, que a su vez se debía a que su origen está en la necesidad de la burguesía y la nobleza de defender sus posesiones y derechos ante el peligro de expropiaciones por parte de la monarquía. Mientras que los países de tradición legal asociada al código civil, desarrollaron sus sistemas legales desde el poder del estado para controlar la sociedad. La hipótesis se resume en que la tradición basada en defender los derechos de propiedad lleva a menores niveles de corrupción⁷.

También se ha encontrado evidencia empírica en la relación entre la religión y corrupción, en el sentido de que la religión afecta a la aptitud ética de los individuos, y lo que es más importante, a la aptitud de los individuos ante la jerarquía social y a la lealtad hacia la familia en comparación a la que se tiene hacia los otros conciudadanos. También la religión afecta al desarrollo de otras instituciones por su implicación histórica en la construcción del estado. En particular, se demuestra que los países protestantes (religión que se considera menos jerárquica que otras religiones, con una relación más igualitaria entre familia y conciudadanos, y con una separación temprana entre iglesia y estado) son menos propensos a ser corruptos.

Otro factor estructural es la diversidad etnolingüística de los países que incrementa la propensión a la corrupción. Existen varias explicaciones a este hecho, una posible es que en sociedades étnicamente divididas, los individuos pueden tener

mayor tendencia a favorecer a los de su propio grupo y tienen distintos grados de obediencia y legitimación del estado, en función del grupo que detenta el poder.

Factores políticos y económicos

Los factores históricos que hemos analizado hasta ahora son de alguna manera exógenos y no nos ayudan a entender como los cambios económicos y políticos contemporáneos afectan al nivel de corrupción. Los factores económicos o políticos sí pueden modificarse en un periodo más corto de tiempo y modificar con ello, el nivel de corrupción.

Como ya hemos comentado con anterioridad, el nivel de riqueza está relacionado negativamente con la corrupción, porque los países ricos pueden tener mejores instituciones y sistemas de control. Además los salarios públicos más altos, aumentan el coste de oportunidad de corromperse y con ello, reducen el nivel de corrupción. La relación entre corrupción y otras variables económicas es menos directa. Los primeros trabajos teóricos sobre la misma sostenían que la corrupción debería ser decreciente con la competencia. La idea es que la corrupción surge porque los reguladores/administraciones limitan artificialmente la libre entrada, surgen rentas y las empresas intentan corromper a los agentes (obtener licencias y contratos) para obtener estas rentas. Esta teoría que relaciona negativamente corrupción y competencia, es compatible con dos teorías que han sido demostradas empíricamente: i) los países más abiertos al comercio internacional son menos corruptos y ii) los países con regulaciones más intrusivas tienen un mayor nivel de corrupción.

Desde el punto de vista político es natural pensar que la democracia hace decrecer el nivel de la corrupción. En primer lugar, la corrupción es antagónica a la democracia, dado que genera beneficios a unos pocos, y pérdidas de bienestar a la mayoría. Además, la existencia de oposición puede aumentar la posibilidad de detección y con ello reducir la corrupción. No obstante, es difícil

⁷Ver La Porta *et al.* (2000) y Treisman (2000).

encontrar evidencia de que las democracias formales tienen un nivel menor de corrupción. De hecho, hay democracias longevas que tienen un nivel alto de corrupción. La democracia se muestra significativa como causa de un nivel más bajo de corrupción cuando se asocia a otras variables que también transmiten información sobre el funcionamiento de la misma, como son la libertad de prensa o el nivel de participación femenina. La estabilidad del sistema político y la falta de alternancia en el poder, están positivamente correlacionados con el nivel de corrupción. Por su naturaleza ilegal, la corrupción requiere de relaciones de largo plazo entre el agente y la tercera parte para sostenerse en equilibrio. Otra variable política que se ha asociado a la corrupción es el grado de descentralización fiscal, así los países más descentralizados fiscalmente tienen un nivel más bajo de corrupción⁸.

Políticas para combatir la corrupción

Para identificar la mejor forma de luchar contra la corrupción, tenemos que analizar la decisión de corromperse. La corrupción surge cuando el agente tiene que asignar derechos o rentas (o imponer multas) a una tercera parte. El agente es sobornado (con dinero o con otro tipo de compensación) para actuar a favor de un tercero, y no defender los intereses del principal. Las rentas de la corrupción (que determinan el soborno) son

iguales a la diferencia de beneficios para la tercera parte entre el comportamiento honesto del agente, y su comportamiento corrupto. La corrupción responde por lo tanto a un cálculo hecho por el agente: reduciendo sus beneficios y aumentando sus costes, la corrupción se reduce.

Enfoque jurídico

El enfoque jurídico para combatir la corrupción se basa fundamentalmente en diseñar leyes y procedimientos que aumenten los controles *ex ante*, mejoren los mecanismos de inspección y detección, y aumenten la penalización de la corrupción⁹. Aunque estas medidas pueden ser eficaces, tienen un alcance limitado por las siguientes razones. Primero, un excesivo énfasis en los controles *ex-ante*, reduce la discrecionalidad de los gestores y puede generar problemas de eficiencia¹⁰. En segundo lugar, los mecanismos de inspección son costosos, la falta de presupuesto lleva a una baja probabilidad de detección, y a veces la lentitud de la justicia transmite sensación de impunidad. Si como en el caso de España el aumento de corrupción va asociada al ciclo económico, cuando aumenta el premio por corromperse (ciclo alcista), los casos detectados de corrupción son pocos (porque venimos del ciclo bajista) y la percepción de la probabilidad de detección es baja. Por último, hay muchas formas de corrupción, especialmente las que no implican sobornos monetarios como

⁸ La literatura teórica es más ambigua, por ejemplo Shleifer y Vishny (1993) en un artículo muy influyente demuestran que los gobiernos fuertes que controlan todos las agencias tienen niveles de corrupción más bajos. La idea es que de esa forma se evita los problemas de doble marginalización de una cadena de favores. Celentani y Ganuza (2002) utilizan el mismo argumento, para demostrar que la corrupción es más baja si la red corrupta está organizada.

⁹ Becker (1968) desarrolla el primer modelo de análisis económico del derecho sobre actividades ilícitas. El principal resultado es la disuasión de los comportamientos delictivos está asociada a la penalización esperada que depende de la probabilidad esperada de detección y de la multa. Por lo tanto, delitos con probabilidad de detección baja requieren de multas altas, para que la disuasión sea efectiva.

¹⁰ Por ejemplo, los gestores públicos pueden realizar compras a través de un procedimiento informal (negociado) que es rápido y tiene un coste bajo, o a través de concursos y subastas públicas que requieren de anuncios previos, y tienen mayores costes de transacción. Existirá una discrecionalidad óptima en términos de cuál debe ser el tamaño máximo de un contrato para poder ser adjudicado informalmente, que debe ser un equilibrio entre la reducción de la probabilidad de corrupción y los costes de transacción. Ganuza y Hauk (2004) analizan un modelo similar donde la discrecionalidad es fijada por un área de libre comercio como la Unión Europea, que quiere evitar la corrupción y el favoritismo hacia las empresas domésticas. Sus resultados demuestran que los países con mayores niveles de corrupción son los que más se benefician de una reducción de discrecionalidad, y esto es consistente con los datos que apuntan que en Europa los países más europeístas son los que tienen un nivel de corrupción más alto.

el nepotismo, que son difícilmente perseguibles judicialmente.

Una alternativa al control jurídico, son las penalizaciones sociales que son automáticas y a veces más efectivas. Sin embargo, las normas sociales dependen de factores culturales que son difíciles de modificar. No obstante, las normas sociales son muy importantes porque explican la persistencia de la corrupción, porque es tan difícil luchar la corrupción cuando esta es generalizada, aunque se implementen las políticas de países con niveles de corrupción mucho más bajos. La idea es simple: cuando la corrupción está extendida, tiene una penalización social baja porque todo el mundo está de alguna forma implicado; como el coste es bajo, es una solución de equilibrio que la corrupción esté muy extendida. Por el contrario, cuando la corrupción es muy baja, la penalización social es alta y de nuevo el equilibrio se da cuando la corrupción sea baja. Este círculo vicioso es lo que en términos técnicos llamamos multiplicidad de equilibrios, y en términos de política económica significa que los niveles de corrupción son más o menos estables, pero que si como consecuencia de una burbuja o una crisis institucional, un país aumenta drásticamente su nivel de corrupción, las normas sociales que actúan como estabilizadores automáticos dejan de funcionar y como consecuencia de ello, costará mucho reducir el nivel de corrupción.

Enfoque económico

El enfoque económico se basa en modificar el comportamiento del agente, modificando los costes y los beneficios de corromperse. La teoría eco-

El enfoque económico se basa en modificar el comportamiento del agente, modificando los costes y los beneficios de corromperse. La teoría económica sugiere cuatro elementos principales para diseñar una política anticorrupción: incentivos, salarios de eficiencia, competencia y transparencia.

nómica sugiere cuatro elementos principales para diseñar una política anticorrupción: incentivos, salarios de eficiencia, competencia y transparencia.

Incentivos. Una forma de evitar la corrupción es diseñar los procedimientos y los contratos para reducir el conflicto de intereses entre agente y principal. Por ejemplo, haciendo depender la retribución del agente del resultado que obtenga el principal. Pensemos por ejemplo en el nepotismo, el agente tendrá menos incentivos a promocionar indebidamente a un candidato cuando su retribución o promoción dependan de los resultados de la organización.

Competencia. La generalización de procesos abiertos como las subastas para la contratación pública reduce mucho el nivel de corrupción. Garantizar la competencia a través de instituciones independientes que velen por ella, es una garantía de que las rentas vayan a aquellas empresas que son más eficientes. El paralelo de la competencia en las políticas de contratación y promoción laboral es la meritocracia. Establecer procedimientos, abiertos y públicos para la selección del personal que estén basados en meritos. Esto no solo elimina de forma directa el nepotismo, sino que hace que los agentes de las organizaciones sean más cualificados y tengan menor tendencia a la corrupción, porque el coste de oportunidad de ser penalizado es mayor, y porque su posible promoción dependerá de sus meritos objetivos y no de una red de favores clientelar.

Salarios de Eficiencia. En los países en desarrollo, uno de los principales problemas de la corrupción son los salarios bajos de los funcionarios, que tienen que asignar rentas muy superiores a sus retribuciones. Los salarios altos (salarios de eficiencia) en el sector público reducen la corrupción porque aumenta el coste de oportunidad de corromperse, que depende del flujo de salarios que uno perdería en caso de que fuese penalizado.

Transparencia. La principal medida para luchar contra la corrupción es la transparencia en la ges-

tión y resultados de los agentes, funcionarios y gestores, con respecto a sus principales, los ciudadanos y accionistas. Transparencia con respecto a los procedimientos de toma de decisiones, los datos de la gestión, las retribuciones, etc. Asociado a la transparencia está la rendición de cuentas y la medición de resultados. La transparencia para ser efectiva requiere además de un compromiso por parte de las organizaciones, una participación de la sociedad en la gestión de lo público. Implicación que requiere prensa y medios de comunicación independientes, y cultura democrática y participativa.

Estos cuatro elementos deben verse como complementarios y no sustitutivos entre sí. Por ejemplo, con transparencia, la competencia es un arma potente para reducir la corrupción. Porque los gestores de las instituciones/empresas mal gestionadas (ineficientes o corruptas) son reemplazados, lo que genera incentivos *ex ante* a una buena administración.

La corrupción y la crisis económica

La corrupción está muy relacionada con los orígenes de la crisis económica. Las agencias de *ratings* (agentes) no dieron buena información a sus principales (inversores). Los bancos (agentes) no asesoraron bien a sus clientes (principales). En España la crisis está muy relacionada con la burbuja inmobiliaria que a su vez incrementó la corrupción urbanística.

Pero lo más importante es que la salida de la crisis requiere modificar las condiciones que han hecho posible un aumento de la corrupción en nuestro país. Repasemos los principales elementos en los que basaríamos una política económica que buscase una salida a la crisis y veamos que coinciden o se complementan con los instrumentos que hemos citado anteriormente, en los que habría que basar una política que buscase la reducción del nivel de corrupción.

La salida de la crisis económica, requiere fundamentalmente un aumento de nuestra productividad y eficiencia, que a su vez está asociada a:

- Mejorar el capital humano, atraer talento y mejorar la educación. Tanto la atracción de talento, como los incentivos a aprender mejoran cuando la sociedad es meritocrática, y las retribuciones y las promociones son resueltas por procedimientos competitivos y abiertos en función de los méritos de los individuos. De igual forma, una mejora de la educación además de recursos, necesita de incentivos, requiere que las organizaciones (especialmente Universidades) compitan y rindan cuentas a la sociedad sobre sus resultados (educativos y de investigación) y reciban recursos en función de los mismos.
- La mejora de la productividad también requiere de menores costes de los servicios (telecomunicaciones, electricidad, etc.) que de nuevo se consiguen a través de una política clara de defensa de la competencia que requiere de reguladores independientes no capturados por las empresas y los partidos políticos.
- Inversión pública acertada. La elección de los proyectos de infraestructuras no debe responder a grupos de intereses. Los proyectos de inversión pública que se lleven a cabo deben competir en términos del beneficio social que generen. El diseño de los mecanismos de adjudicación debe ser transparente y garantizar la competencia.
- Una administración eficaz basada en la rendición de cuentas a la sociedad. Toma de decisiones independiente y basada en indicadores de gestión y en la competencia referencial entre las agencias que realizan funciones similares.
- Capacidad fiscal. Reducir el fraude fiscal es fundamental para poder rebajar la carga fiscal sin reducir la recaudación. La lucha contra el fraude fiscal requiere invertir recursos en la inspección.

Conclusiones

La corrupción está en el centro de nuestro debate político y es el segundo problema en

orden de importancia para los españoles. Este artículo quiere contribuir al debate analizando el impacto económico de la corrupción a nivel global. La conclusión es coincidente con el diagnóstico del Banco Mundial, que aseveraba que “la corrupción es el mayor obstáculo para el desarrollo económico y social/humano”. Por lo tanto, es importante entender por qué algunos países tienen un nivel de corrupción más alto que otros, y están con ello condicionando su desarrollo económico. El mecanismo para reducir la corrupción, es aumentar sus costes (aumentar la probabilidad de detección y las penas, prensa libre, sistema judicial independiente, aumentar el coste de oportunidad de corromperse-salarios adecuados para los funcionarios) y reducir sus beneficios (más transparencia y competencia, reducción de la discrecionalidad, rendición de cuentas, etc.). Finalmente, la principal conclusión es que las reformas que se deberían hacer para salir de la crisis coinciden con aquellas que son necesarias para combatir la corrupción. El aumento de la transparencia en el sector público, la mejora de los incentivos, la rendición de cuentas de los funcionarios y agencias públicas, y el aumento de la competencia de los servicios y de los centros públicos entre sí, servirían para reducir la corrupción, pero a su vez para aumentar nuestra productividad.

Referencias

BECKER, G. (1968), “Crime and punishment an economic approach”, *Journal Political Economy*, 76(2), 169-217.

CELENTANI, M., GANUZA, J. y J. PEÍDRO (2004), “Combating Corruptions in International Business Transactions”, *Economica*, 71, 417-448.

CELENTANI, M. y J. GANUZA (2002), “Organized vs. Competitive Corruption”, *Annals of Operation Research*, 109, 293-315.

FISMAN, R. y E. MIGUEL (2007), “Cultures of corruption: evidence from diplomatic parking tickets”, *Journal of Political Economy*, 115, ó, 1020-1048.

GANUZA, J. y E. HAUK (2004), “Economic Integration and Corruption: The Corrupt Soul of the European Union”, *International Journal of Industrial Organizations*, 22, 10, 1463-1484.

LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. y R. VISHNY (1999), “The quality of government”, *Journal of Law Economics and Organization*, 15(1), 222-279.

ROSE-ACKERMAN S. (1999), *Corruption and government: causes, consequences, and reform*, Cambridge University Press, Cambridge.

SHLEIFER, A. y W. VISHNY (1993), “Corruption”, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 599-617.

TRANSPARENCY INTERNATIONAL (2013), *Global corruption barometer*, Transparency International, Berlin.

TREISMAN, D. (2000), “The causes of corruption: a cross-national study”, *Journal of Public Economics*, 76(3), 399-457.

Las depositarias de fondos de inversión en España

Sergio Mayordomo*

Introducción

Este estudio presenta un análisis descriptivo de la actividad de las depositarias de fondos de inversión en España usando información trimestral para todo el universo de fondos desde junio de 1999 a junio de 2012.

De acuerdo al régimen jurídico de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en España, una entidad depositaria es una figura cuya actividad principal es la custodia de los activos de las instituciones de inversión colectiva y la vigilancia de las funciones de las sociedades gestoras en interés de los partícipes del fondo. La depositaria también tiene funciones en la compra y venta de activos financieros ya que debe liquidar, por cuenta de los fondos, las operaciones de compra y venta de valores. Además la depositaria es la encargada de cobrar los intereses y dividendos devengados por los activos que están en las carteras de los fondos¹.

La literatura académica referente a los servicios de custodia y depositaría prestados a los fondos de inversión es escasa y hace referencia a la relación entre las comisiones de depositaría y el tamaño del fondo o la concentración del mercado. Así, Cullinan y Bline (2005) encuentran que las comisiones de custodia están relacionadas negativamente con el tamaño del fondo de inversión, siendo esta variable el mayor determinante de las comisiones de custodia. Liu y Arnold (2010) muestran que las comisiones de custodia son mayores a medida que aumenta la concentración del mercado. En este estudio se tratará de contribuir a un mejor conocimiento del negocio del servicio de depositaría prestado a los fondos de inversión en España.

Los principales objetivos de este estudio son: (i) descripción de la regulación de la actividad de depositaría en España; (ii) estudio de la evolución del número de depositarias y el patrimonio a su cargo; (iii) análisis de la concentración del mer-

* Universidad de Navarra, School of Economics and Business Administration.

¹ Es importante señalar que el análisis se basa en la definición de depositaria de acuerdo a la normativa española. En otros países la actividad de depositaría se refiere únicamente a la actividad de mantener (física o electrónicamente) registros de propiedad de valores mientras que al resto de actividades que engloba el concepto de depositaria en el régimen jurídico español se les denomina *securities services*.

cado y los efectos que dicha concentración puede tener sobre el riesgo de la economía, las comisiones cobradas a los partícipes de los fondos y las barreras de entrada que puedan surgir de la magnitud de las comisiones; (iv) evaluación de la relación entre el tamaño de la depositaria, el tamaño del fondo y el tamaño de la gestora con las comisiones de depositaría.

En el análisis de la concentración de la actividad de depositaría y sus efectos, se realizan dos supuestos con el fin de simplificar el análisis. Estos supuestos son: (i) Existe un solapamiento total entre los servicios de custodia y administración de fondos, es decir, las depositarias prestan a los fondos los dos tipos de servicios; (ii) dado que la depositaria es la responsable última de los activos custodiados, se considerarán todos los activos del fondo en los que una institución aparezca como depositaria para calcular su cuota de mercado. El supuesto (iii) implica que se ignorará la actividad que terceras instituciones puedan hacer en nombre de la depositaria. Estos supuestos implican una posición conservadora en el análisis y también que se ignora la externalización de los servicios por parte de los clientes para el cálculo de las cuotas de mercado.

Las principales conclusiones obtenidas en este estudio se detallan a continuación. Los resultados muestran un descenso continuado en el número de depositarias desde finales de los años noventa y una competencia reducida de las instituciones extranjeras que prestan servicios de depositaría a los fondos españoles. Pese a ello, los niveles de concentración en cuanto al servicio de depositaría prestado a los fondos de inversión son bajos. Aunque las comisiones de depositaría se han reducido desde finales de los noventa y son inferiores a los límites establecidos por la regulación, los resultados rechazan la existencia de una relación entre el tamaño de la depositaria y las comisiones que estas cargan a los fondos. Por tanto, se descarta

la existencia de barreras de entrada impuestas por las depositarias de mayor tamaño. Sin embargo, sí existe una relación negativa entre el tamaño del fondo, el grupo de la gestora y las comisiones cargadas por la depositaria debido a la existencia de economías de escala. Por otro lado, la probabilidad de liquidación de los fondos, medida a partir del patrimonio de los fondos, está en un nivel significativamente inferior al observado en torno al colapso de Lehman Brothers. Por último, es necesario mencionar que cualquier conclusión sobre la actividad y el nivel de concentración de las depositarias en la actualidad debe tener en cuenta el efecto indirecto que el actual proceso de reestructuración bancaria está teniendo sobre las mismas.

El resto del estudio se estructura de la siguiente forma. La segunda sección describe brevemente el marco regulatorio en España. En la tercera sección se describe la evolución de la actividad de depositaría en los fondos de inversión españoles. La cuarta sección analiza la concentración de la actividad de depositaría y sus efectos. En la quinta sección se describe la evolución de la actividad de los operadores de servicios de depositaría extranjeros que operan en España. La sexta sección contiene las principales conclusiones e implicaciones del estudio.

El marco regulatorio de las depositarias en España

De acuerdo al régimen jurídico de las IIC en España, las depositarias son aquéllas entidades a cargo del depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como de la vigilancia de la gestión de las sociedades gestoras de las ICC y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria y las demás funciones que les asigna la Ley².

² Véase el Capítulo 3 sobre el Régimen Jurídico de las IIC en el documento elaborado por la Fundación Inverco *Medio Siglo de Inversión Colectiva en España*: http://www.fundacioninverco.es/documentos/publicaciones/9997_MEDIO%20SIGLO%20DE%20INVERSION%20COLECTIVA%20EN%20ESPANA/C5_CAPITULO%203-Regimen%20juridico%20de%20las%20IIC%20en%20la%20actualidad.pdf

El requisito para que una institución pueda realizar la actividad de depositaria es tener domicilio social, o en su defecto, una sucursal en España. Pueden ser depositarias los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito, las sociedades y las agencias de valores. Para ello, estas instituciones deben ser una entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar, bien directamente o a través de otra entidad participante en cuyo caso deberá tener desglosada la cuenta de terceros.

Quienes ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad depositaria deberán reunir los requisitos de idoneidad que establezca su legislación específica (honorabilidad y experiencia, medios técnicos y humanos, adecuada organización, adecuación de capital, control interno y de riesgos). Estos requisitos van dirigidos a que se actúe en el interés de los partícipes. Solo se permite tener un único depositario por cada institución. Salvo que la normativa lo autorice con carácter excepcional, ninguna entidad podrá ser simultáneamente gestora y depositaria de una misma institución. Es decir, existe una separación entre (a) la gestora del fondo que se dedica a la representación y gestión de los activos del fondo y (b) la depositaria; para evitar posibles conflictos de interés.

Las depositarias de las IIC deberán obtener una autorización de la CNMV e inscribirse en el correspondiente Registro administrativo de la misma. La CNMV solo podrá denegar la autorización para ser depositaria cuando la entidad no cumpla los requisitos normativos exigidos o no cuente con los medios adecuados para la realización de las obligaciones que la ley les impone.

Las funciones de las depositarias incluyen labores de custodia, supervisión, protección de los partícipes y otras funciones que se resumen a continuación. Las depositarias son responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causen por el incumplimiento de sus obligaciones legales. La depositaria puede no desarrollar directamente las funciones de

depósito o administración de valores de los fondos sino delegarlas en un tercero. En cualquier caso, la depositaria es responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.

Evolución de la actividad de depositaria en los fondos de inversión españoles

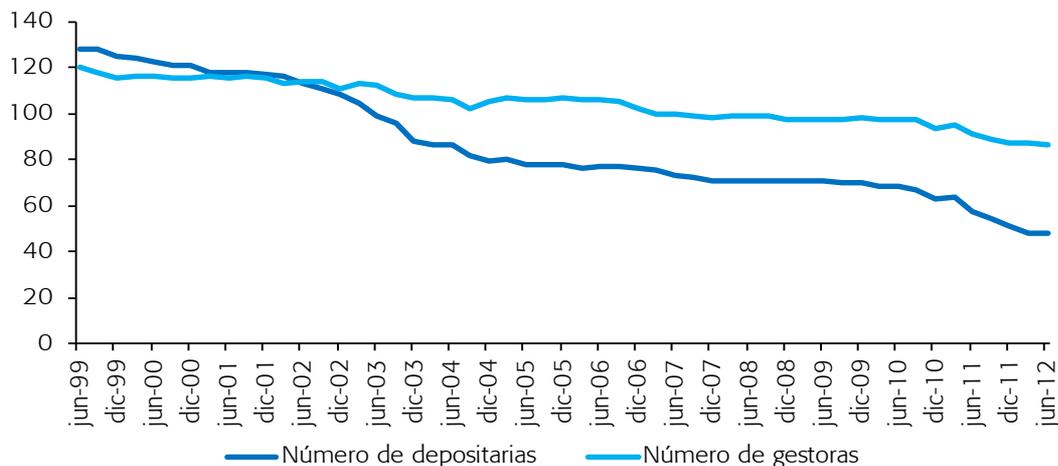
El número de depositarias que prestan servicio a los fondos de inversión muestra un continuo descenso desde finales de 1999 tal y como se muestra en el gráfico 1. En junio de 1999 había un total de 128 depositarias mientras que este número se redujo hasta 48 en junio de 2012. Este descenso fue más sostenido desde mediados de 2006 hasta finales de 2010. Sin embargo, se observa un descenso significativo desde finales de 2010 hasta mediados de 2012 debido, entre otras causas, al proceso de reestructuración bancaria que tuvo lugar durante este periodo.

El descenso en el número de depositarias fue más marcado que el observado en el número de gestoras que operan en el mercado de fondos de inversión. Si bien a mediados de 1999 existían 128 depositarias y 120 gestoras, a mediados de 2012 esta relación se invierte de forma que el número de gestoras (86) casi duplicaba al número de depositarias (48).

Además de la progresiva concentración en la actividad de depositaria existe un alto porcentaje de fondos en los que el grupo de la gestora coincide con el de la depositaria tal y como se muestra en el gráfico 2. La regulación exige una dirección efectiva de la sociedad gestora por personas independientes de la depositaria (domicilios diferentes y separación fija de los centros de actividad). Aunque a partir del gráfico 2 no se puede extraer ninguna conclusión referente a la independencia gestora-depositaria se muestra que en la mitad de los fondos de inversión existe una relación directa gestora-depositaria debido a que ambas pertene-

Gráfico 1

Número de depositarias y gestoras

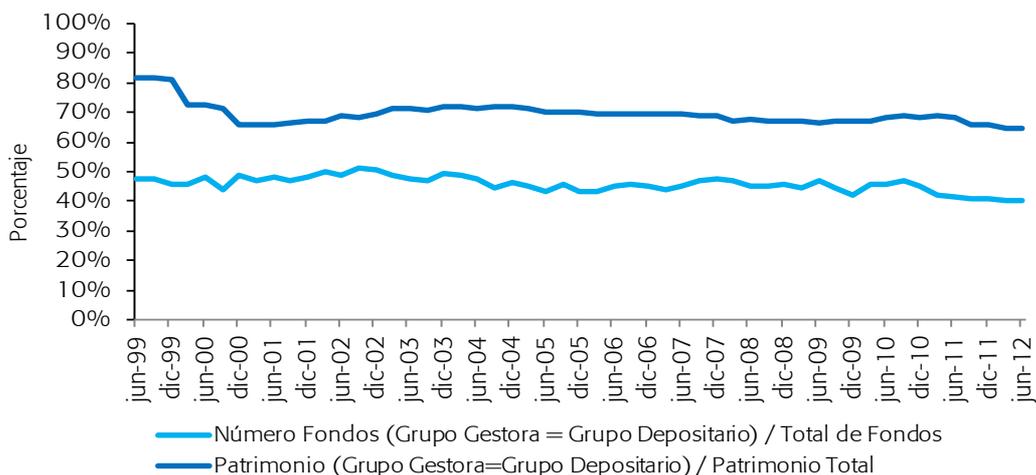


cen al mismo grupo. El porcentaje de fondos en los que el grupo de la gestora coincide con el de la depositaria ha permanecido constante durante los últimos trece años. En términos del patrimonio, los fondos en los que el grupo de la gestora coincide

con el grupo de la depositaria representan un 70% del patrimonio de la industria de fondos en España. Este porcentaje, al igual que ocurre con el porcentaje de fondos, muestra una tendencia plana.

Gráfico 2

Fondos en los que el grupo de la gestora coincide con el grupo de la depositaria



* Porcentaje de fondos y patrimonio que representan sobre el patrimonio total.

La concentración de la actividad de depositaria y sus efectos

Medición del grado de concentración

El grado de concentración en la actividad de depositaria se medirá a partir del índice de Herfindahl que representa una medida generalizada de la concentración económica en un mercado, en este caso la actividad de depositaria. El índice se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado (en porcentajes) de cada depositaria y sumando esas cantidades. El índice de Herfindahl varía entre $1/n$ y 1 donde n indica el número de competidores. El índice tiene valor 1 cuando una depositaria controla la totalidad del mercado. Este índice se calcula para el total de fondos y mide el grado de concentración en base al patrimonio de los mismos. Es decir, se calculará un índice Herfindahl en función de la cuota de mercado de cada depositaria en base al patrimonio bajo su responsabilidad. De acuerdo a los estándares del Departamento de Justicia de Estados Unidos, un valor del índice de Herfindahl que se sitúe por debajo de

0,15 se considera un mercado no concentrado, si el índice está entre 0,15 y 0,25 se concluye que el índice tiene una concentración moderada y si está por encima de 0,25 existe una alta concentración³.

El gráfico 3 muestra la medida de concentración construida a partir del patrimonio. Se observa poca variabilidad en el grado de concentración durante el periodo de la muestra. Además, en base a los anteriores valores guía se concluye que los niveles de concentración en la actividad de depositaria son reducidos.

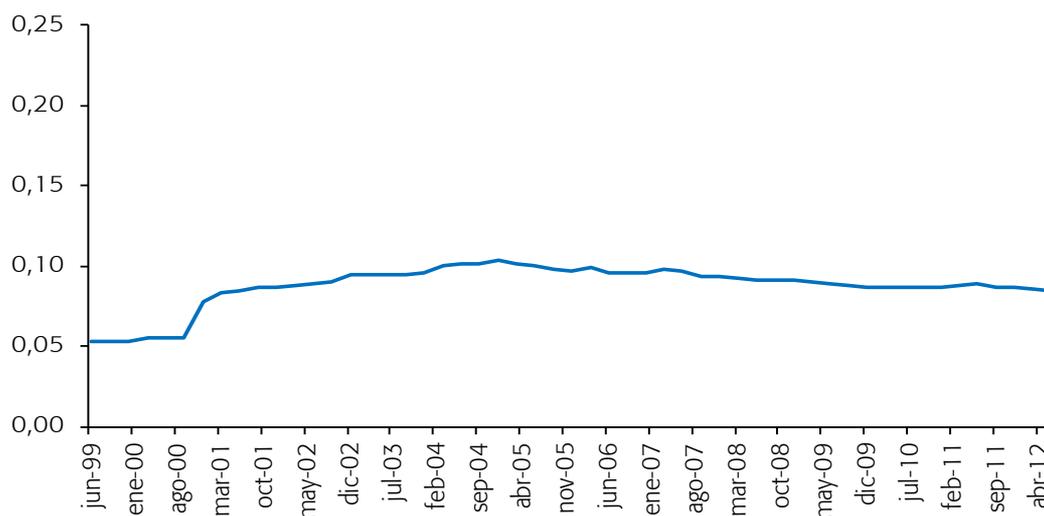
Efectos de la concentración

Riesgo sistémico

Las depositarias están sujetas a requerimientos de recursos propios dependiendo del volumen de su actividad y riesgo asumidos. Estos requisitos suponen una garantía frente al eventual incumplimiento por parte de la depositaria de sus funciones, ya que en tal caso, deberá responder con su propio patrimonio por los perjuicios causados a los

Gráfico 3

Índice de Herfindahl construido a partir del patrimonio sobre el que tienen responsabilidad las depositarias



³ Véase U.S. Department of Justice & FTC, Horizontal Merger Guidelines § 5.2 (2010) <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html#5c>

inversores del fondo. Sin embargo, la posibilidad de que dichos requerimientos no sean suficientes para hacer frente a sus obligaciones en caso de incumplimiento podría acentuarse si existe un elevado grado de concentración en la actividad de depositaría. Así, un *shock* que disminuya el valor de los activos del fondo junto con un alto grado de concentración en la depositaría podría contribuir a un aumento del riesgo sistémico. Este riesgo podría verse amplificado en el caso en que las depositarias realicen delegaciones a terceras entidades, sobre cuya actividad no tienen un control directo, dado que siguen teniendo la responsabilidad por el defectuoso cumplimiento de las funciones delegadas.

Para una adecuada medición de la contribución de la actividad de depositaría al riesgo sistémico se necesitaría información de los riesgos y complejidad de todos y cada uno de los activos gestionados por el fondo. La gran cantidad y variedad de activos en las carteras de los fondos dificulta un análisis detallado de este tipo debido al difícil acceso o la no disponibilidad de datos. Sin embargo, dado que la aparición de este riesgo está directamente asociada al patrimonio de los

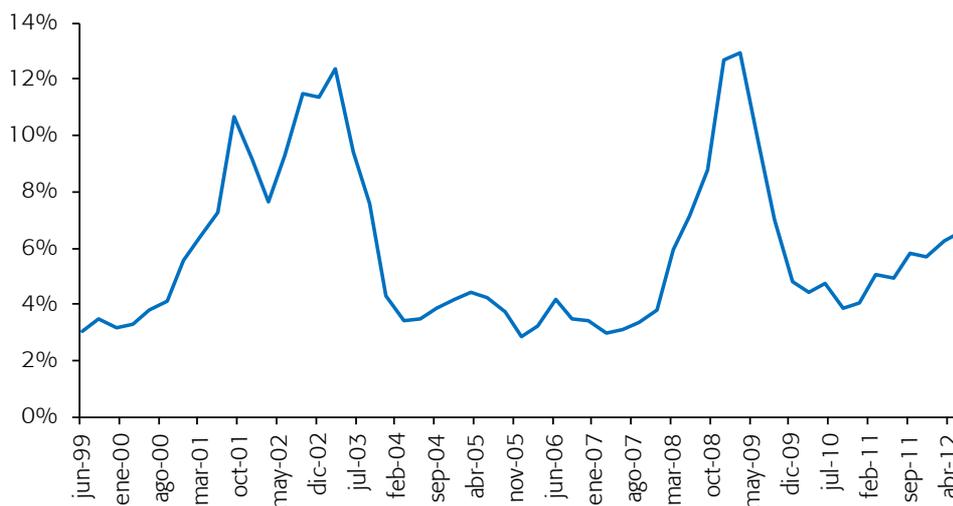
fondos, se pueden construir indicadores sobre la amenaza de los fondos al riesgo sistémico en base al valor del patrimonio.

Según la regulación vigente "los fondos de inversión de carácter financiero tendrán un patrimonio mínimo de tres millones de euros, que deberá ser mantenido mientras estén inscritos en los registros de la CNMV"⁴. Si el patrimonio cae por debajo de esa cifra que delimita el umbral necesario para una adecuada gestión, el fondo dispone de un año para recuperar el nivel mínimo o puede ser liquidado. Esta liquidación podría tener un efecto directo sobre la estabilidad financiera dado que podría conducir a un aumento significativo de la oferta de determinados activos financieros en el mercado y por tanto, a una fuerte caída en los precios. Esta caída de los precios tendría además un efecto directo sobre los costes de financiación de las empresas y la dificultad para acceder a nueva financiación.

El gráfico 4 muestra el porcentaje trimestral de fondos con unos activos por valor inferior a los 3 millones de euros. El periodo de mayor estrés sufrido por la industria de fondos corresponde al

Gráfico 4

Porcentaje de fondos con patrimonio inferior a 3 millones de euros



⁴ No obstante, podrán constituirse fondos de inversión con un patrimonio que no sea inferior a 300.000 euros a condición de que en el plazo máximo de seis meses desde su inscripción en el registro alcancen el patrimonio mínimo de tres millones de euros. En caso contrario, el fondo deberá disolverse y liquidarse.

colapso de Lehman Brothers en el que alrededor de un 13% de los fondos podrían haberse visto obligados a realizar una liquidación de sus activos. Sin embargo, a mediados de 2012 el nivel del riesgo de liquidación, de acuerdo al valor del patrimonio de los fondos, era muy inferior al observado en torno al evento de Lehman. Esta liquidación hubiera afectado gravemente a la actividad de las depositarias; siendo dicho efecto más grave a medida que la concentración fuera mayor.

Comisiones de depositaría

Una mayor concentración podría propiciar unas menores comisiones de depositaría y permitiría una vigilancia más eficiente de las contrapartes de las transacciones. Un mejor entendimiento del efecto del tamaño de las depositarias sobre las comisiones de depósito, que se fijan como un porcentaje sobre el patrimonio, es fundamental dado que la principal fuente de ingresos de las depositarias proviene de dichas comisiones. En esta sección se estudia (i) la evolución de la comisión media que las depositarias aplican a los fondos y (ii) la relación entre estas comisiones con el tamaño de la

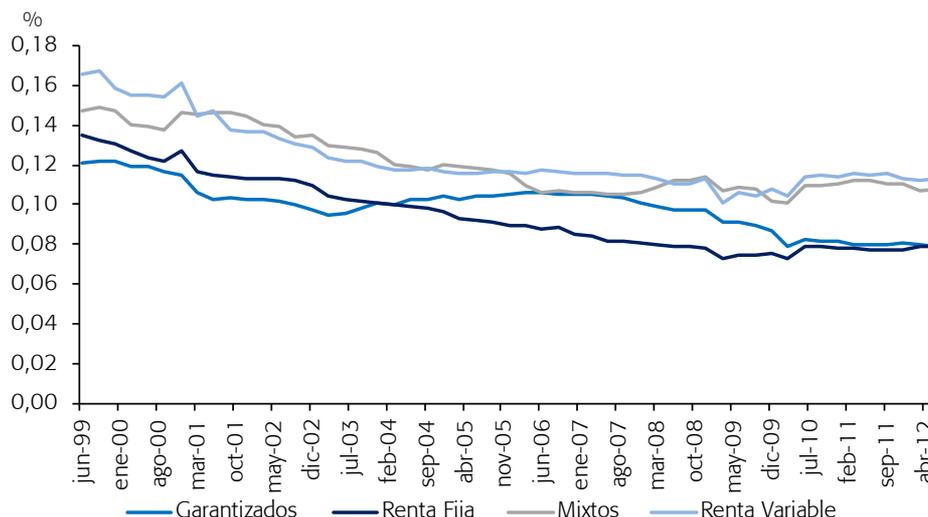
depositaria, el tamaño del fondo y el tamaño de la gestora.

En primer lugar se estudia la evolución de las comisiones cobradas por la depositaria para los distintos estilos de fondos. El gráfico 5 muestra la comisión de depositaría media ponderada por el patrimonio del fondo.

Las comisiones de depositaría aplicadas por los fondos de carácter financiero no pueden exceder el dos por mil (0,2%) del patrimonio del fondo⁵. Sin embargo, las comisiones medias para los cuatro estilos de fondos analizados están significativamente por debajo del nivel anterior. Así, las comisiones medias durante los últimos dos años de la muestra fueron un 0,08% para los fondos garantizados y de renta fija y un 0,11% para los fondos mixtos y de renta variable. Las comisiones medias aplicadas a los fondos de renta fija, renta variable y fondos mixtos muestran un descenso continuado desde 1999 que se ve frenado por la crisis *subprime*. El hecho de que el número de depositarias descienda y que a su vez las comisiones también lo hagan durante la muestra contra-

Gráfico 5

Comisión de depositaría media ponderada por el patrimonio del fondo



⁵ Las comisiones de depositaría aplicadas por los fondos de carácter inmobiliario no pueden ser superiores al cuatro por mil (0,4%).

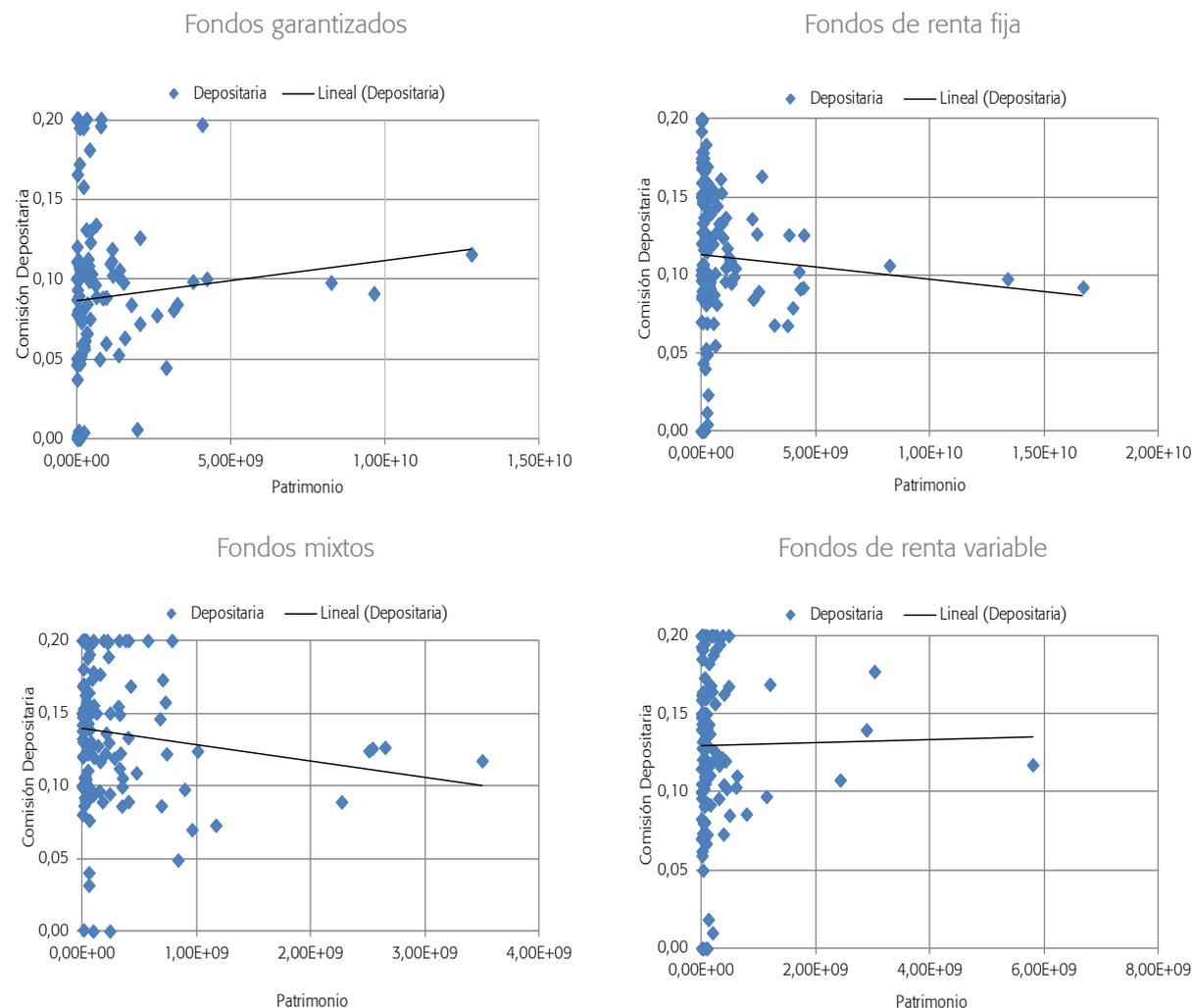
dice el resultado de Liu y Arnold (2010), según el cual las comisiones de depositaría son mayores a medida que aumenta la concentración. La estabilización en el nivel de las comisiones observado desde el comienzo de la crisis *subprime* podría reflejar un nivel de equilibrio. Las bajas comisiones de depositaría observadas en los fondos garantizados y de renta fija sugieren un menor margen de beneficio para estos tipos de fondos. Sin embargo, los activos de estos fondos no están en absoluto exentos de riesgo debido a la actual crisis de deuda soberana europea que ha provocado un

sustancial aumento en el riesgo de los activos en las carteras de estos tipos de fondos. En cualquier caso, dada la falta de información sobre los costes de la actividad de las depositarias resulta imposible realizar un análisis del margen de beneficio de las depositarias.

En el gráfico 6 se analiza la relación entre las comisiones de depositaría y el tamaño de la gestora para los cuatro estilos de fondos. Este gráfico muestra la relación entre las comisiones medias cobradas por las distintas depositarias y el patri-

Gráfico 6

Relación entre las comisiones medias (%) cobradas por las distintas depositarias y el patrimonio total (euros) al que presta servicio cada depositaria



monio total al que presta servicio cada depositaria. Las dos medidas se obtienen usando la información de todo el periodo de la muestra. Los dos paneles superiores hacen referencia a los fondos garantizados (izquierdo) y de renta fija (derecho) mientras que los dos paneles inferiores se refieren a los fondos mixtos (izquierdo) y de renta variable (derecho). El gráfico 6 contiene además la línea de mejor ajuste de los puntos del gráfico. De acuerdo al nivel de significatividad del coeficiente referente a la pendiente de la línea de mejor ajuste se concluye que para ninguno de los cuatro estilos existe una relación tamaño-comisión significativamente distinta de cero. Es decir, no existe una relación lineal negativa y significativa entre el patrimonio y las comisiones. Por tanto, un aumento en el patrimonio a cargo de cada depositaria no contribuye a una reducción significativa en las comisiones. Este resultado confirma la hipótesis de ausencia de barreras de entrada impuestas por las depositarias de mayor tamaño.

A continuación se analiza si el tamaño del fondo al que se cargan las comisiones de depositaria tiene algún tipo de relación con dichas comisiones. Para ello, se utiliza la información referente al patrimonio del fondo en el momento en que se produce el registro del mismo en la CNMV y se realiza una estimación lineal al igual que en el análisis anterior donde la variable dependiente es la comisión cargada al fondo y la explicativa el tamaño del fondo. Al igual que en Cullinan y Blane (2005) los resultados muestran que existe una relación lineal negativa y significativa entre el tamaño del fondo y las comisiones.

Por último, en línea con el resultado anterior se analiza si además existe una relación significativa entre el tamaño de la gestora del fondo y las comisiones cargadas a los mismos. Para medir el tamaño de la gestora se utiliza la información referente al patrimonio de los fondos de inversión ges-

tionados por cada gestora. Las comisiones de cada gestora se obtienen como las comisiones medias de los fondos ponderadas por la capitalización de los fondos. Como en los análisis anteriores se realiza una estimación lineal donde la variable dependiente es la comisión media cargada a la gestora y la explicativa el tamaño del grupo de la gestora. En línea con el resultado anterior, se obtiene una relación lineal negativa y significativa entre el tamaño de la gestora y las comisiones.

El efecto de la reestructuración del sector bancario

En junio de 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el objetivo de facilitar la reestructuración de entidades en crisis y contribuir a reforzar sus recursos propios en los procesos de integración entre entidades. Dado que la actividad de los fondos de inversión está fuertemente influida por el sector bancario tal y como se puede observar en el gráfico 7 que muestra el porcentaje de fondos de inversión que pertenecen a bancos o cajas, parece necesario analizar el efecto del FROB sobre el número de depositarias.

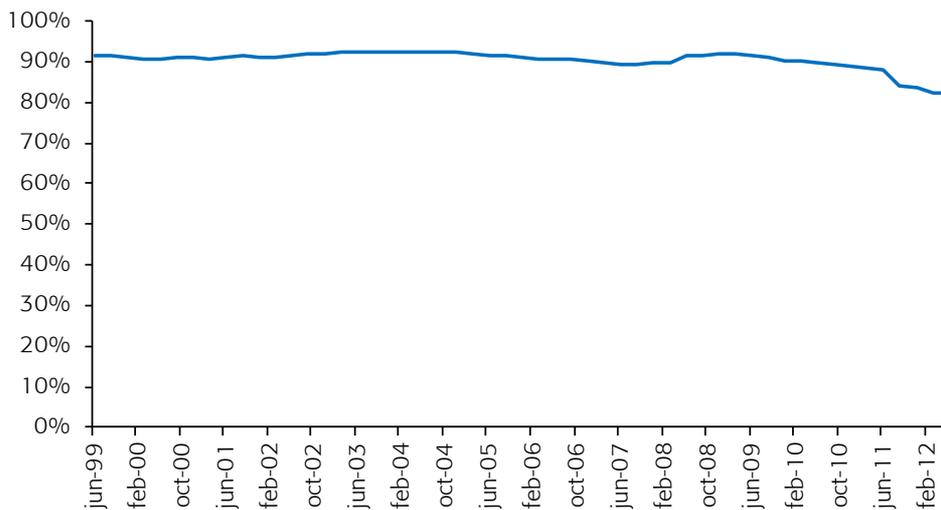
El efecto del FROB se analizará por medio de un test de medias que permitirá comprobar si la disminución del número de depositarias y gestoras se vio significativamente afectada por dicho proceso de reestructuración. Para este análisis se utilizarán dos años y tres años de información antes y después de junio de 2009, es decir, en total cuatro y seis años de información⁶.

Los resultados indican que la disminución media mensual en el número de depositarias en los dos años y tres años posteriores a junio de 2009 es significativamente superior al descenso en el número de depositarias observado en los

⁶ La longitud de la muestra a analizar no es obvia pues existe un alto número y variedad de eventos durante este periodo. En cualquier caso, para tener un número mínimo de observaciones que permita realizar dicho test se utilizarán las longitudes anteriores. Para realizar el test se toman primeras diferencias en el número mensual de depositarias y gestoras que operan en la industria de fondos de inversión y se compara su media en los dos y tres años anteriores y posteriores a junio de 2009.

Gráfico 7

Porcentaje del patrimonio de los fondos pertenecientes a bancos y cajas



dos y tres años anteriores a esta fecha, respectivamente. Sin embargo, el descenso medio mensual en el número de gestoras tras junio de 2009 no es significativamente más alto que el observado antes de esa fecha con independencia de si usamos dos o tres meses en torno a la fecha de referencia. A partir de estos resultados se concluye que el proceso de restructuración ha tenido un efecto significativo en el grado de concentración de la actividad de depositaria debido a su efecto significativo sobre el descenso en el número de depositarias como consecuencia de las fusiones entre entidades financieras que tuvieron lugar tras junio de 2009. Este efecto no es significativo en el caso de las gestoras. Una posible explicación es que la mayoría de las depositarias son instituciones financieras mientras que entre las gestoras existe un número considerable de sociedades y agencias de valores además de otro tipo de instituciones.

Por tanto, cualquier conclusión sobre la actividad y el nivel de concentración de las depositarias debe tener en cuenta el efecto indirecto que el actual proceso de restructuración bancaria está teniendo sobre las mismas. Es decir, el aumento en la concentración de la actividad de depositaria

estaría, en parte, directamente determinado por las fusiones y adquisiciones en el sector bancario. Pese a ello el grado de concentración incluso tras el proceso de restructuración sigue siendo reducido.

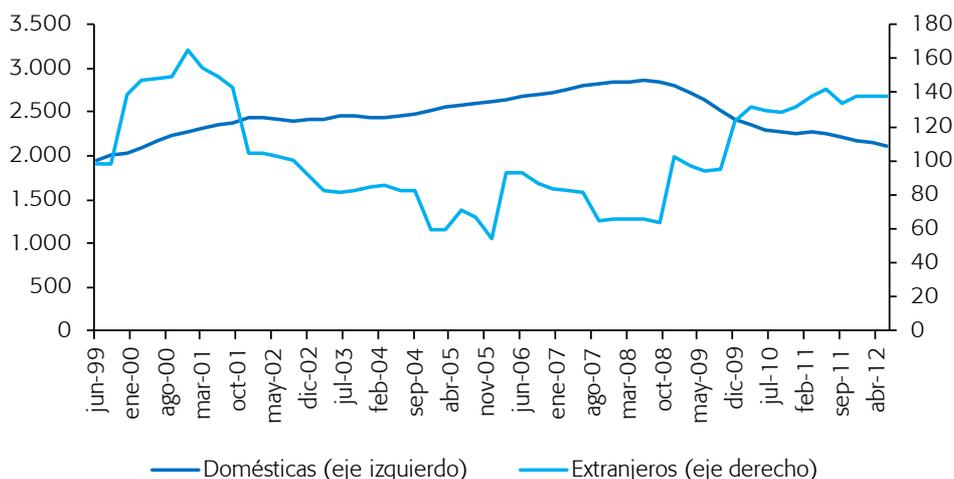
Los operadores de servicios de depositaria extranjeros que operan en España

Esta sección incluye un análisis descriptivo de la competencia potencial de operadores extranjeros operando en España que puedan constituir alternativas creíbles para la prestación de los servicios de custodia y administración. El gráfico 8 muestra el número de fondos en los que la depositaria es una entidad española frente al número de fondos con una depositaria extranjera.

Desde septiembre de 2008 se observa un aumento en el número de fondos con depositarias extranjeras frente a una reducción en el número de fondos con depositarias domésticas. En cualquier caso, los fondos con depositarias domésticas constituyen la gran mayoría. En concreto, en junio

Gráfico 8

Número de fondos custodiados por depositarias domésticas y extranjeras

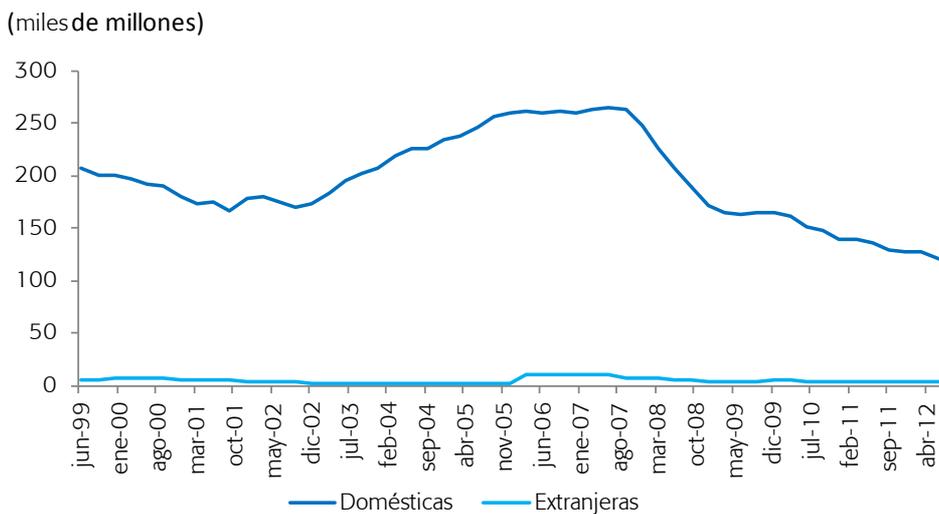


de 2012 el número de fondos con depositarias domésticas era 15 veces superior al número de fondos con depositarias extranjeras. Por tanto, pese al aumento observado en los últimos tres años en la actividad de depositaría llevada a cabo por

entidades extranjeras, parece difícil hablar de una competencia potencial por parte de las mismas. El gráfico 9, en el que se muestra el patrimonio custodiado por depositarias domésticas y extranjeras, confirma la afirmación anterior.

Gráfico 9

Patrimonio total custodiado por depositarias domésticas y extranjeras



Conclusiones e implicaciones del estudio

A partir del estudio anterior se pueden extraer las siguientes conclusiones e implicaciones:

1. *Evolución de la actividad de las depositarias.* El número de depositarias prestando servicios a los fondos de inversión se ha reducido significativamente desde finales de los años noventa. Este descenso no ha sido tan acusado en el caso de las gestoras. Aunque la normativa exige independencia entre la actividad de gestión y depositaría, cerca del 70% del patrimonio de los fondos pertenece a fondos en los que la gestora y la depositaria pertenecen al mismo grupo.

2. *Concentración.* En base al índice de concentración construido a partir del patrimonio al que prestan servicio las depositarias se puede concluir que los niveles de concentración han sido y son bajos.

3. *Riesgo sistémico.* De acuerdo a la evolución de su patrimonio se concluye que en el escenario actual no existen riesgos destacables ligados a la liquidación de fondos que puedan afectar a las depositarias o que puedan ser generados por las mismas.

4. *Comisiones.* Las comisiones de depositaría se sitúan en media, significativamente por debajo del nivel máximo permitido (0,2%). Se observa que no existe una relación entre el tamaño de la depositaria y las comisiones que estas cargan a los fondos. Este resultado contradice la idea referente a la existencia de barreras de entrada impuestas por las depositarias de mayor tamaño. Por otro lado, se obtiene una relación negativa entre el tamaño del fondo y el grupo de la gestora de forma que

las gestoras y los fondos de mayor tamaño pagan unas menores comisiones de depositaría debido a la existencia de economías de escala.

5. *Reestructuración del sector bancario.* Cualquier conclusión sobre la actividad y el nivel de concentración de las depositarias debe tener en cuenta el efecto indirecto que el actual proceso de reestructuración bancaria está teniendo sobre las mismas. Así, el proceso de reestructuración ha tenido un efecto significativo en la disminución del número de depositarias como consecuencia de las fusiones entre entidades financieras que tuvieron lugar tras junio de 2009. Este efecto no es significativo en el caso de las gestoras. Pese a ello el grado de concentración incluso tras el proceso de reestructuración sigue siendo reducido.

6. *Los operadores de servicios de depositaría extranjeros que operan en España.* Pese al aumento de depositarias extranjeras observado en los últimos meses parece difícil hablar de una competencia potencial por parte de los depositarios extranjeros.

Referencias:

- CULLINAN, C.P., y BLINE, D. M. (2005), "An Analysis of mutual fund custodial fees", *Journal of Applied Business Research*, 21, 13-21.
- FUNDACIÓN INVERCO (2007), *Medio siglo de inversión colectiva en España*.
- LIU, K. y ARNOLD, B.R. (2010), "Australian superannuation outsourcing: fees, related parties and concentrated markets", *Working Paper*.
- U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE AND THE FEDERAL TRADE COMMISSION (2010), *Horizontal Merger Guidelines*.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción				Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
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	-3,8	-3,7	3,7	-18,0	-16,6	-20,4	-12,2	-21,3	-10,0	-17,2	-6,7	2,9
2010	-0,2	0,2	1,5	-5,5	-9,9	-11,4	-8,4	5,5	11,7	9,3	-0,6	0,4
2011	0,1	-1,2	-0,5	-5,4	-10,8	-12,5	-9,2	5,8	7,6	-0,1	-2,1	2,1
2012	-1,6	-2,8	-4,8	-7,0	-9,7	-8,7	-10,6	-2,6	2,1	-5,7	-4,1	2,5
2013	-1,2	-2,6	-2,1	-6,2	-10,3	-8,4	-11,8	-0,1	5,6	-0,2	-3,1	1,9
2014	1,0	0,3	-1,6	-2,1	-4,8	-4,0	-5,5	1,4	6,0	1,9	-0,5	1,5
2012 I	-1,2	-1,8	-4,9	-6,0	-8,6	-7,8	-9,4	-1,6	0,1	-6,9	-3,4	2,2
II	-1,6	-3,1	-4,4	-6,9	-9,3	-8,1	-10,3	-2,9	0,5	-7,7	-4,2	2,6
III	-1,7	-2,8	-4,9	-7,5	-10,9	-9,2	-12,4	-2,0	3,3	-4,6	-4,2	2,5
IV	-2,1	-3,5	-5,0	-7,7	-10,0	-9,7	-10,4	-3,7	4,4	-3,5	-4,7	2,6
2013 I	-2,0	-4,2	-3,3	-7,5	-10,2	-9,4	-10,9	-3,3	3,6	-4,8	-4,6	2,6
II	-1,6	-3,1	-2,4	-6,4	-10,5	-8,6	-12,0	-0,2	9,2	3,1	-3,6	2,0
III	-1,1	-2,4	-1,3	-6,1	-10,3	-8,3	-11,9	-0,1	4,8	-0,1	-2,8	1,7
IV	-0,2	-0,4	-1,4	-4,8	-10,1	-7,4	-12,4	3,3	4,9	1,2	-1,4	1,3
2014 I	0,5	0,1	-1,6	-3,5	-7,7	-6,4	-8,7	2,5	9,4	5,3	-1,0	1,5
II	0,9	0,2	-1,9	-1,9	-4,2	-3,9	-4,5	1,1	5,0	0,7	-0,6	1,5
III	1,2	0,4	-1,5	-2,3	-3,9	-3,1	-4,5	-0,4	4,7	0,1	-0,5	1,7
IV	1,3	0,6	-1,3	-0,8	-3,3	-2,5	-3,9	2,3	5,3	1,5	-0,1	1,4
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2012 I	-1,7	1,0	-7,0	-6,6	-13,4	-8,1	-17,9	5,4	-12,0	-12,5	-2,1	0,4
II	-2,0	-4,4	-0,1	-12,6	-15,8	-15,9	-15,8	-7,3	2,3	-8,4	-5,3	3,3
III	-1,5	-2,9	-11,5	0,6	-5,1	-6,5	-3,9	10,0	28,5	19,8	-4,0	2,5
IV	-3,0	-7,6	-1,1	-11,5	-5,3	-7,9	-2,9	-20,1	2,6	-9,8	-7,1	4,1
2013 I	-1,5	-1,8	-0,2	-6,0	-14,1	-7,1	-19,7	7,4	-14,5	-16,9	-2,2	0,6
II	-0,4	-0,1	3,6	-8,2	-16,7	-12,7	-20,1	5,0	26,3	25,8	-1,1	0,7
III	0,5	0,2	-7,4	1,9	-4,3	-5,4	-3,3	10,6	9,1	5,5	-1,0	1,5
IV	0,9	0,2	-1,4	-6,4	-4,5	-4,1	-4,9	-8,9	2,6	-4,7	-1,5	2,3
2014 I	1,1	0,2	-1,0	-0,7	-4,6	-3,2	-5,6	4,4	1,3	-2,8	-0,2	1,3
II	1,2	0,4	2,5	-2,3	-3,6	-2,8	-4,2	-0,6	7,3	5,3	0,1	1,2
III	1,5	0,8	-6,0	0,3	-2,8	-2,1	-3,4	4,2	7,9	3,1	-0,4	1,8
IV	1,6	1,0	-0,5	-0,6	-2,1	-1,8	-2,3	1,2	4,8	0,7	0,2	1,3
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
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	1.046,9	56,6	21,4	23,6	16,8	8,5	8,3	6,8	23,9	25,8	101,9	-1,9
2010	1.045,6	57,9	21,5	22,2	14,9	7,3	7,7	7,3	27,4	29,5	102,2	-2,2
2011	1.046,3	58,6	21,2	20,7	12,9	6,0	6,9	7,8	30,8	31,9	101,1	-1,1
2012	1.029,0	59,3	20,2	19,2	11,5	5,2	6,3	7,7	32,7	31,9	99,3	0,7
2013	1.024,4	58,9	19,9	17,5	9,9	4,4	5,5	7,6	34,8	31,6	96,9	1,6
2014	1.044,0	58,9	19,2	16,7	9,1	4,0	5,1	7,6	36,6	31,9	95,3	4,7

* 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

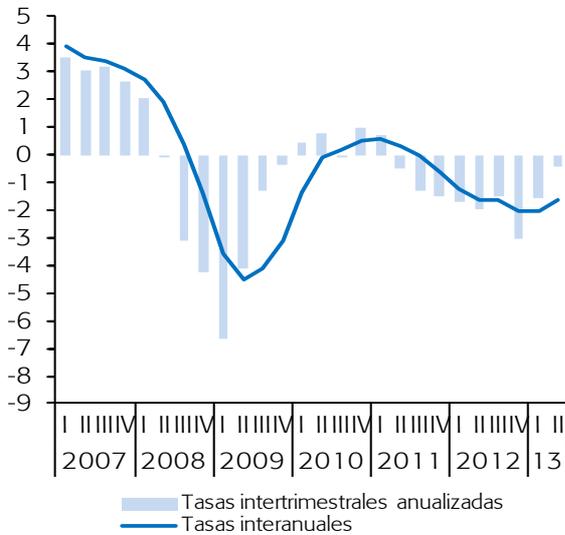


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

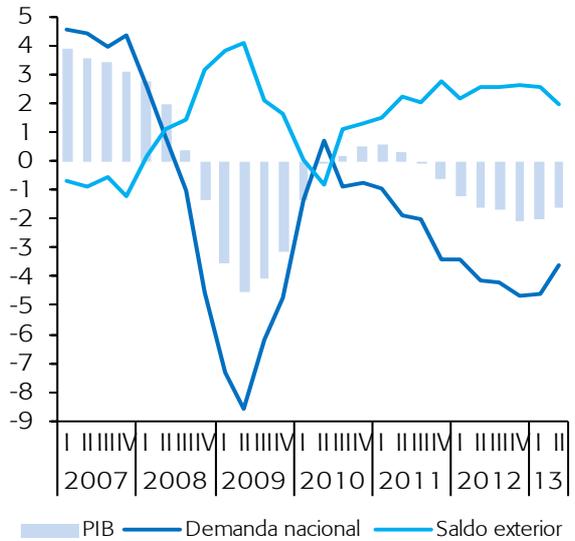


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

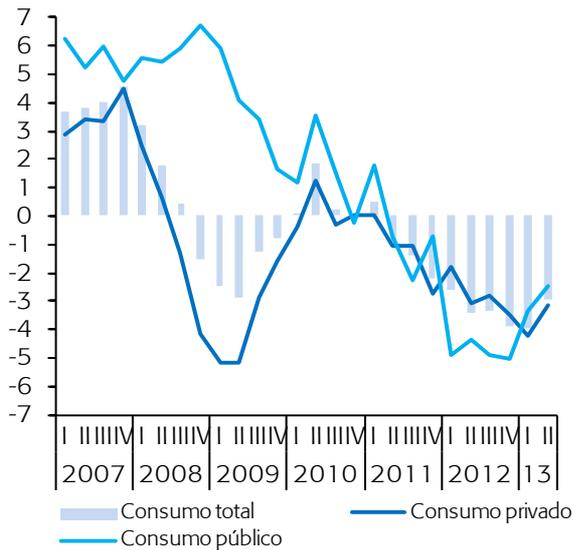
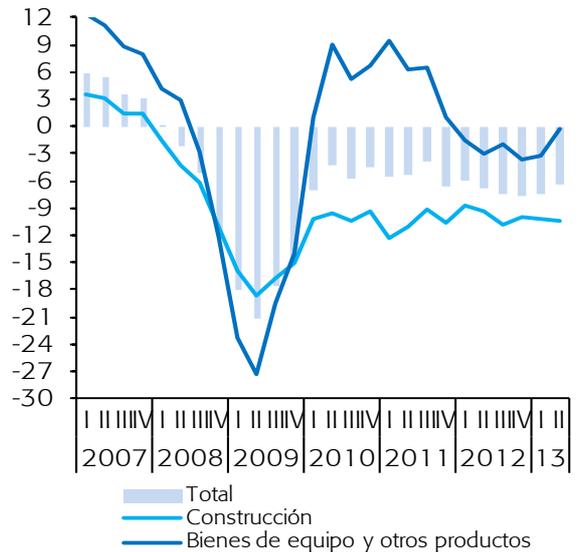


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico*

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto a precios básicos													Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramras industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales														
2007	3,8	7,0	0,5	1,8	5,0	4,3	3,4	11,9	2,8	8,0	4,5	2,2	1,0	
2008	1,0	-2,7	-2,1	-0,2	2,3	0,4	1,5	2,8	2,1	2,3	5,1	2,0	-0,3	
2009	-3,7	-3,3	-11,4	-8,2	-0,8	-2,6	0,9	-4,0	0,0	-2,6	2,3	0,2	-5,4	
2010	-0,2	1,9	7,1	-16,5	1,2	1,8	6,2	-3,5	-1,2	-0,3	2,4	0,3	-0,6	
2011	0,6	5,6	2,7	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1	
2012	-1,3	-10,9	-0,5	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9	
2013	-1,3	-2,9	-1,8	-5,6	-0,6	-0,8	0,0	-1,2	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	-0,6	
2014	1,1	0,8	1,7	-3,8	1,5	2,6	1,8	1,1	2,6	1,5	-0,5	1,4	0,0	
2012 I	-0,9	-6,9	-1,7	-9,1	0,7	1,3	0,9	0,8	0,9	-1,2	0,4	0,7	-5,0	
II	-1,3	-12,6	-0,7	-8,6	-0,1	0,2	1,3	1,0	0,8	-2,6	-0,1	-2,2	-4,7	
III	-1,4	-11,2	0,2	-8,7	-0,4	1,0	1,0	-6,1	1,6	-1,5	-1,3	-2,5	-4,9	
IV	-1,8	-12,7	0,4	-7,7	-1,1	-0,5	0,5	-6,9	1,1	-2,2	-1,1	-3,0	-5,1	
2013 I	-2,0	-6,2	-3,0	-5,8	-1,1	-1,8	-1,1	-3,5	-0,3	-0,8	0,0	-2,0	-2,6	
II	-1,6	-1,2	-3,1	-5,9	-0,8	-1,1	-0,1	-4,1	-0,2	-0,5	0,1	-1,0	-1,7	
III	-1,3	-2,3	-1,4	-5,2	-0,8	-1,2	0,5	1,8	-0,7	-2,2	-0,6	-0,1	0,6	
IV	-0,3	-2,0	0,2	-5,8	0,3	0,9	1,0	1,4	0,8	-0,4	-1,0	0,9	1,3	
2014 I	0,5	-0,2	1,3	-6,1	1,1	1,5	1,9	0,0	3,5	0,3	0,2	-0,4	0,5	
II	1,0	1,1	1,7	-3,7	1,3	2,8	1,5	0,7	2,5	1,5	-1,2	2,0	0,3	
III	1,3	1,1	1,7	-3,1	1,7	3,0	2,1	1,5	2,3	2,0	-0,6	1,9	-0,3	
IV	1,5	1,1	1,9	-2,3	1,8	3,3	1,5	2,1	2,1	2,1	-0,5	2,0	-0,4	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas														
2012 I	-1,2	-29,5	8,8	-10,2	-1,1	7,3	4,0	-4,0	-3,4	-6,4	-9,5	4,0	-7,5	
II	-1,9	-23,2	0,6	-11,4	-0,5	-3,8	-0,8	0,5	5,7	-4,1	5,4	-11,5	-2,7	
III	-1,0	6,8	-2,9	-7,1	0,0	1,2	-3,4	-22,9	5,4	7,8	-0,3	-0,9	-7,1	
IV	-3,0	0,4	-4,5	-2,0	-2,9	-6,0	2,1	1,1	-3,1	-5,6	0,6	-3,0	-3,0	
2013 I	-1,9	-5,9	-4,9	-2,3	-1,0	1,8	-2,3	10,6	-8,3	-0,7	-5,3	8,5	2,6	
II	-0,5	-5,4	-0,1	-11,7	0,9	-1,3	3,1	-1,8	6,1	-2,8	5,5	-7,8	0,8	
III	0,3	2,1	4,1	-4,3	-0,1	1,0	-1,0	-2,0	3,0	0,5	-3,0	2,5	2,0	
IV	1,0	1,4	2,1	-4,5	1,3	2,2	4,2	-0,5	2,9	1,5	-0,8	1,0	-0,3	
2014 I	1,2	1,2	-0,7	-3,6	2,2	4,1	1,3	4,4	2,2	2,2	-0,6	3,2	-0,4	
II	1,4	-0,3	1,3	-2,6	1,9	3,9	1,5	1,0	2,0	2,0	-0,5	1,2	-0,2	
III	1,6	2,2	4,3	-1,8	1,3	2,0	1,6	1,1	2,1	2,2	-0,4	2,1	-0,3	
IV	1,8	1,5	2,8	-1,1	1,8	3,3	1,7	1,8	2,3	2,1	-0,4	1,4	-0,5	
Precios corrientes (mm. euros)														
Porcentaje 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	7,4	16,7	3,4	9,1	
2009	972,2	2,4	15,5	13,0	69,2	23,5	4,2	5,9	6,4	7,4	18,1	3,6	7,7	
2010	954,8	2,6	16,6	10,7	70,2	24,2	4,3	4,6	7,4	7,4	18,6	3,7	9,5	
2011	959,8	2,5	17,1	9,5	70,9	24,5	4,2	4,2	7,9	7,8	18,5	3,7	9,0	
2012	944,2	2,5	17,4	8,6	71,6	25,3	4,2	4,4	8,2	7,7	18,1	3,8	9,0	
2013	934,8	2,6	17,5	8,0	71,9	24,9	4,2	4,5	8,4	7,7	18,4	3,8	9,6	
2014	952,5	2,6	17,7	7,4	72,3	25,7	4,2	4,6	8,6	7,7	17,7	3,8	9,6	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

Gráfico 2.1 - VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

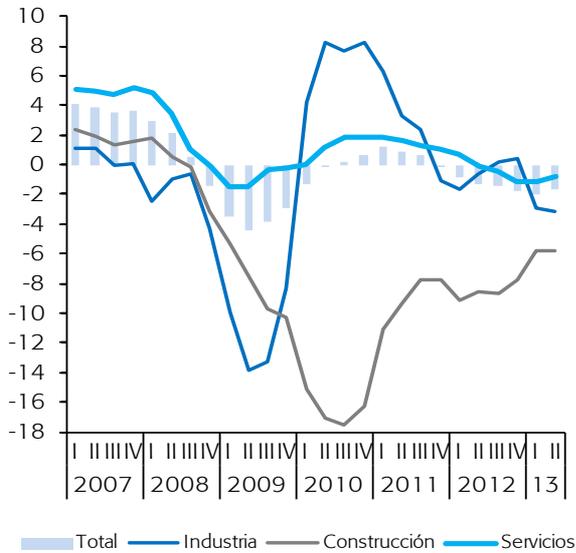


Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)
Tasas de crecimiento interanuales

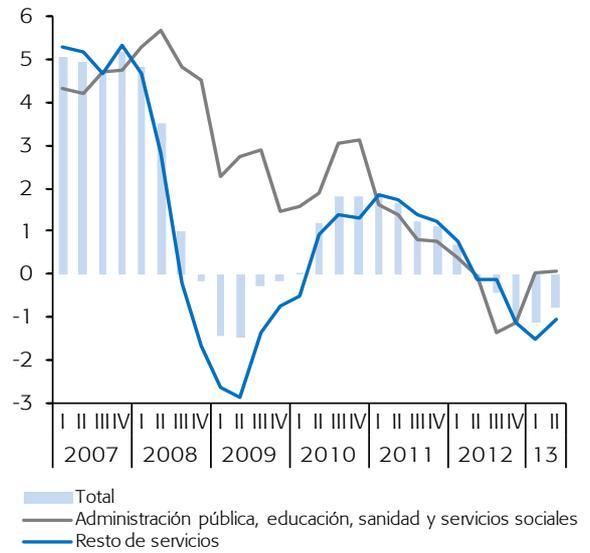


Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)
Tasas de crecimiento interanuales

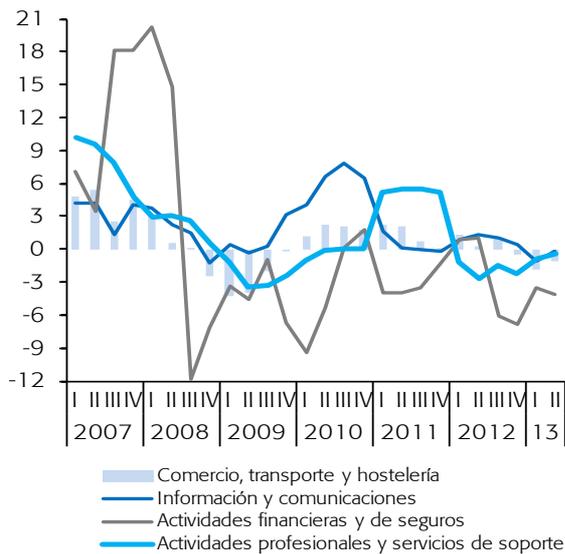
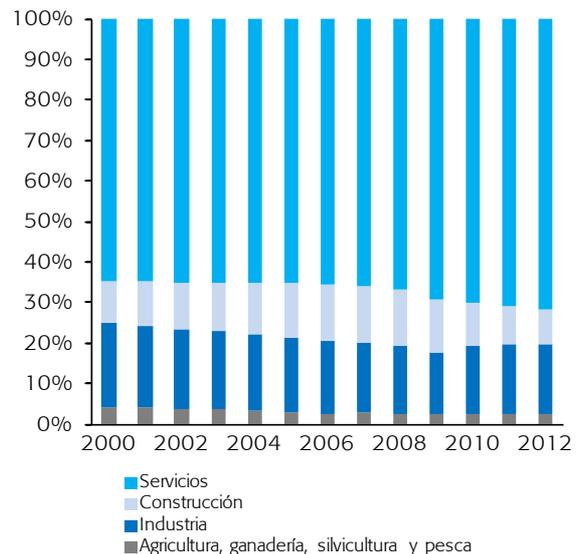


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
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	122,7	115,2	106,5	142,7	133,9	98,9	91,3	78,0	117,1	150,4	128,5	99,9
2010	122,4	112,5	108,8	143,3	131,7	97,1	95,5	74,9	127,4	151,9	119,2	93,3
2011	122,5	110,0	111,4	145,2	130,4	96,1	96,7	73,4	131,7	154,6	117,4	90,5
2012	120,5	104,8	115,0	145,5	126,5	93,3	95,7	69,0	138,6	158,1	114,1	88,5
2013	119,0	101,2	117,6	146,2	124,3	91,0	94,2	--	--	--	--	--
2014	120,2	100,8	119,2	145,9	122,4	88,8	95,9	--	--	--	--	--
2011 III	122,4	109,6	111,6	145,4	130,2	96,1	95,7	73,4	130,3	155,2	119,1	92,1
IV	121,9	108,2	112,6	146,1	129,7	95,6	93,7	72,3	129,7	155,9	120,2	90,2
2012 I	121,4	106,6	113,9	146,3	128,4	94,8	96,8	70,3	137,8	156,8	113,8	90,0
II	120,8	105,2	114,8	146,5	127,6	94,2	96,2	69,3	138,7	159,0	114,6	89,1
III	120,3	104,4	115,2	146,5	127,1	93,7	95,8	68,8	139,3	158,7	113,9	89,5
IV	119,4	102,8	116,2	142,8	122,9	90,6	93,8	67,7	138,6	158,0	114,0	85,4
2013 I	118,9	101,7	116,9	145,8	124,7	91,2	93,8	66,2	141,6	158,7	112,0	86,3
II	118,8	101,3	117,4	146,4	124,7	91,4	94,1	65,8	143,1	161,0	112,5	86,2
Tasas de crecimiento 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	-3,8	-6,2	2,5	4,2	1,6	1,5	-12,3	-13,1	0,9	2,1	1,1	1,7
2010	-0,2	-2,3	2,2	0,4	-1,7	-1,8	4,6	-3,9	8,8	0,9	-7,3	-6,6
2011	0,1	-2,2	2,3	1,3	-1,0	-1,0	1,3	-2,0	3,4	1,8	-1,5	-3,0
2012	-1,6	-4,8	3,3	0,2	-3,0	-2,9	-1,1	-6,0	5,2	2,3	-2,8	-2,3
2013	-1,2	-3,4	2,2	0,5	-1,7	-2,5	-1,5	--	--	--	--	--
2014	1,0	-0,4	1,4	-0,2	-1,6	-2,4	1,8	--	--	--	--	--
2011 III	0,0	-2,4	2,4	1,6	-0,7	-0,6	1,5	-1,3	2,8	2,3	-0,5	-2,3
IV	-0,6	-3,3	2,8	1,9	-0,8	-0,8	-2,5	-3,3	0,8	2,2	1,4	-0,6
2012 I	-1,2	-4,3	3,2	1,7	-1,4	-1,4	-2,8	-4,9	2,3	2,6	0,4	0,6
II	-1,6	-5,1	3,7	0,8	-2,8	-2,7	-1,8	-6,5	5,0	2,7	-2,1	-1,3
III	-1,7	-4,7	3,2	0,7	-2,4	-2,6	0,1	-6,3	6,9	2,2	-4,4	-2,8
IV	-2,1	-5,0	3,1	-2,3	-5,3	-5,3	0,1	-6,3	6,9	1,4	-5,1	-5,4
2013 I	-2,0	-4,5	2,6	-0,3	-2,9	-3,7	-3,2	-5,8	2,8	1,2	-1,6	-4,2
II	-1,6	-3,8	2,2	-0,1	-2,3	-2,9	-2,2	-5,2	3,2	1,2	-1,9	-3,2

(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

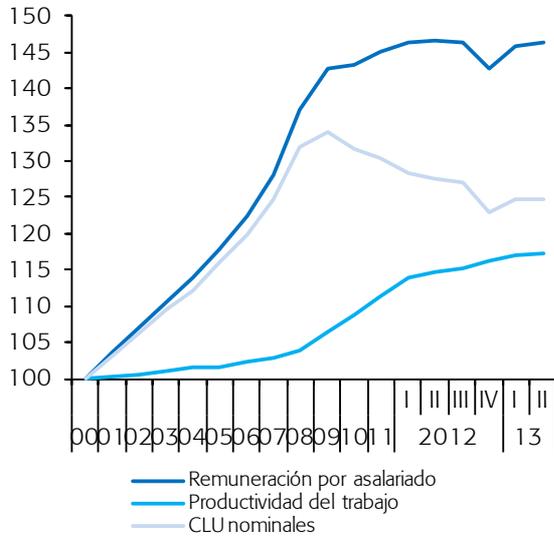
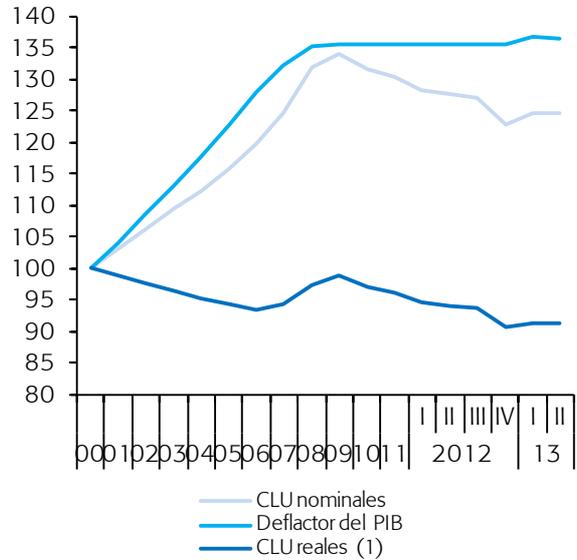


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



(1) CLU nominal deflactado por el deflactor del PIB.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas
Índices, 2000=100

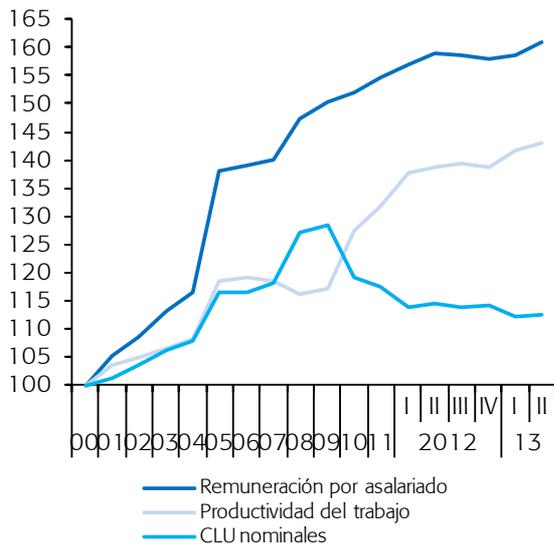
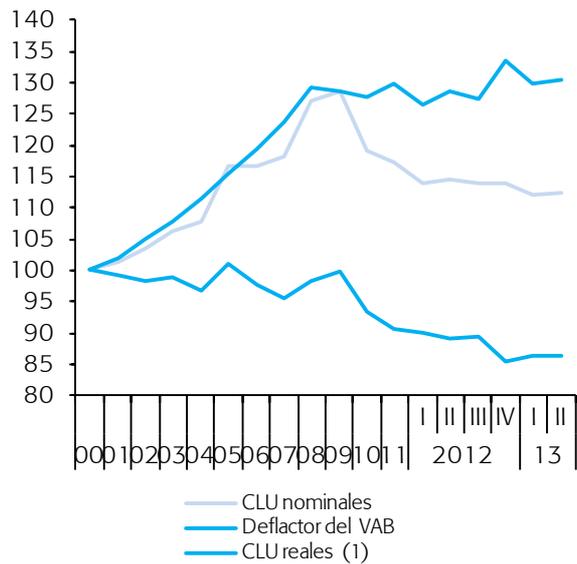


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



(1) CLU nominal deflactado por el deflactor del VAB.

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transacciones corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres											Porcentaje del PIB		
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	1.046,9	524,7	445,1	77,1	-23,1	1.023,8	-7,3	1.016,6	816,4	200,2	50,1	42,5	7,4
2010	1.045,6	514,8	436,9	93,9	-17,2	1.028,4	-5,9	1.022,5	829,6	192,9	49,2	41,8	9,0
2011	1.046,3	511,0	445,1	90,3	-23,7	1.022,6	-7,0	1.015,7	835,0	180,6	48,8	42,5	8,6
2012	1.029,0	482,6	452,4	94,0	-15,3	1.013,7	-4,8	1.008,9	818,1	190,8	46,9	44,0	9,1
2013	1.024,4	463,6	461,2	99,6	-8,2	1.016,3	-5,1	1.011,2	807,8	203,5	45,3	45,0	9,7
2014	1.044,0	458,9	484,1	101,0	-13,5	1.030,5	-5,2	1.025,3	814,9	210,1	44,0	46,4	9,7
2011 III	1.050,1	512,6	443,7	93,8	-22,4	1.027,7	-5,8	1.021,9	836,8	185,2	48,8	42,3	8,9
IV	1.046,3	511,0	445,1	90,3	-23,7	1.022,6	-7,0	1.015,7	835,0	180,6	48,8	42,5	8,6
2012 I	1.042,8	507,0	444,2	91,5	-24,0	1.018,8	-7,3	1.011,5	832,4	179,1	48,6	42,6	8,8
II	1.037,9	500,5	446,9	90,5	-22,2	1.015,7	-7,6	1.008,1	829,5	178,6	48,2	43,1	8,7
III	1.034,3	494,0	448,5	91,9	-18,3	1.016,1	-7,1	1.009,0	825,4	183,6	47,8	43,4	8,9
IV	1.029,0	482,6	452,4	94,0	-15,3	1.013,7	-4,8	1.008,9	818,1	190,8	46,9	44,0	9,1
2013 I	1.024,6	475,7	457,3	91,6	-12,7	1.011,9	-3,8	1.008,1	811,9	196,2	46,4	44,6	8,9
II	1.022,2	469,4	459,9	92,8	-11,3	1.010,9	-4,0	1.006,9	807,7	199,1	45,9	45,0	9,1
Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año 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	-3,8	-2,4	-2,8	-16,2	-27,4	-3,0	-21,3	-2,9	-2,2	-5,8	0,7	0,4	-1,1
2010	-0,1	-1,9	-1,9	21,8	-25,4	0,4	-19,1	0,6	1,6	-3,6	-0,9	-0,7	1,6
2011	0,1	-0,7	1,9	-3,9	37,6	-0,6	18,3	-0,7	0,7	-6,4	-0,4	0,8	-0,4
2012	-1,7	-5,6	1,6	4,1	-35,5	-0,9	-30,5	-0,7	-2,0	5,6	-1,9	1,4	0,5
2013	-0,4	-3,9	1,9	6,0	-46,5	0,3	5,0	0,2	-1,3	6,7	-1,6	1,1	0,6
2014	1,9	-1,0	5,0	1,4	64,6	1,4	2,0	1,4	0,9	3,3	-1,3	1,3	0,0
2011 III	0,5	-0,9	3,0	-3,7	28,4	0,0	-23,3	0,1	1,0	-3,4	-0,7	1,1	-0,4
IV	0,1	-0,7	1,9	-3,9	37,6	-0,6	18,3	-0,7	0,7	-6,4	-0,4	0,8	-0,4
2012 I	-0,4	-1,4	1,3	-3,3	25,4	-0,9	18,6	-1,0	-0,2	-4,5	-0,5	0,7	-0,3
II	-1,1	-2,5	1,2	-4,0	13,2	-1,4	22,5	-1,5	-0,8	-4,8	-0,7	1,0	-0,3
III	-1,5	-3,6	1,1	-2,0	-18,4	-1,1	22,2	-1,3	-1,4	-0,8	-1,1	1,1	0,0
IV	-1,7	-5,6	1,6	4,1	-35,5	-0,9	-30,5	-0,7	-2,0	5,6	-1,9	1,4	0,5
2013 I	-1,7	-6,2	3,0	0,0	-47,2	-0,7	-47,4	-0,3	-2,5	9,5	-2,2	2,0	0,2
II	-1,5	-6,2	2,9	2,5	-49,4	-0,5	-46,9	-0,1	-2,6	11,5	-2,3	1,9	0,4

(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 mill. euros, suma móvil 4 trimestres

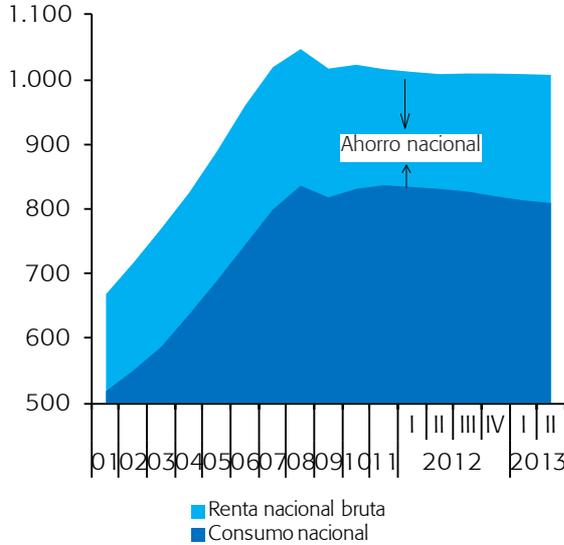


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.

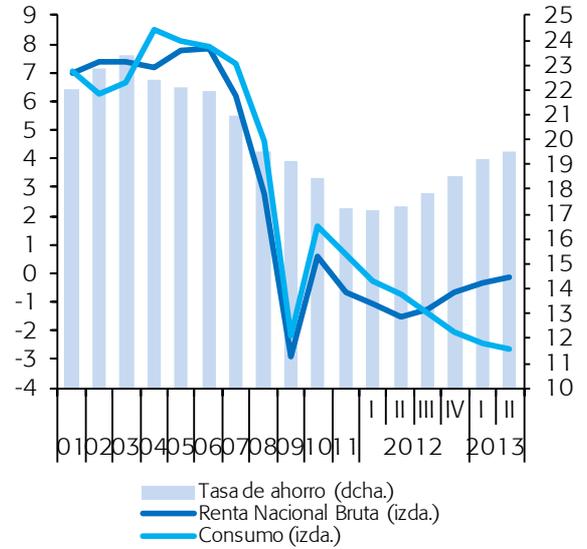


Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional
Variación interanual en %

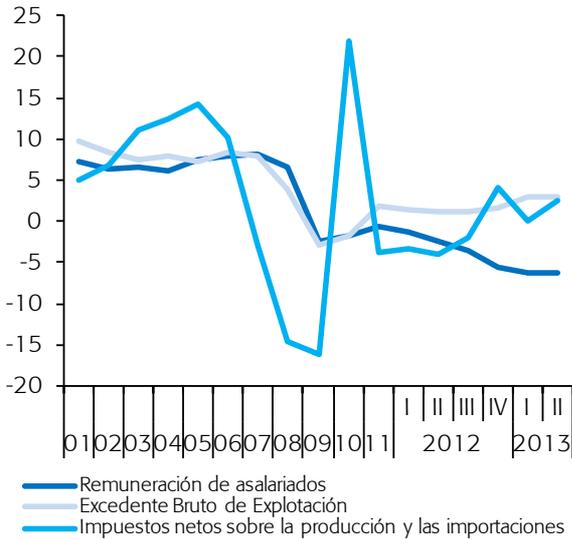
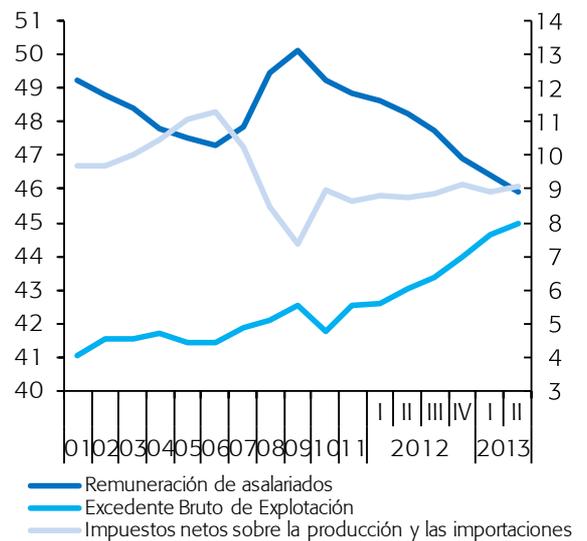


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta
Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo

Previsiones en azul

	Bienes y servicios				Rentas	Transfe- rencias corrientes	Cuenta corriente	Transfe- rencias de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ahorro-inversión-déficit		
	Total	Bienes	Servicios turísticos	Servicios no turísticos						Ahorro nacional bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3+4	2	3	4						5	6	7=1+5+6
MM euros, suma móvil 4 trimestres												
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	-19,7	-41,6	28,3	-6,4	-23,1	-7,3	-50,0	4,3	-45,7	200,2	250,2	-50,0
2010	-22,6	-48,2	29,3	-3,7	-17,2	-5,9	-45,7	6,0	-39,7	192,9	238,6	-45,7
2011	-11,0	-43,7	33,0	-0,3	-23,7	-7,0	-41,6	5,4	-36,2	180,6	222,3	-41,6
2012	7,7	-25,8	33,8	-0,4	-15,3	-4,8	-12,5	6,6	-5,9	190,8	203,3	-12,5
2013	31,9	-5,6	35,4	2,1	-8,2	-5,1	18,6	7,2	25,8	203,5	184,9	18,6
2014	48,7	7,3	37,0	4,3	-13,5	-5,2	30,1	6,5	36,6	210,1	180,1	30,1
2011 III	-13,9	-45,0	32,5	-1,3	-22,4	-5,8	-42,0	6,2	-35,8	185,2	227,2	-42,0
IV	-11,0	-43,7	33,0	-0,3	-23,7	-7,0	-41,6	5,4	-36,2	180,6	222,3	-41,6
2012 I	-7,7	-41,1	33,2	0,2	-24,0	-7,3	-39,0	5,0	-34,0	179,1	218,1	-39,0
II	-5,1	-38,1	33,2	-0,1	-22,2	-7,6	-34,9	4,7	-30,1	178,6	213,5	-34,9
III	0,4	-33,6	33,8	0,2	-18,3	-7,1	-24,9	5,3	-19,6	183,6	208,6	-24,9
IV	7,7	-25,8	33,8	-0,4	-15,3	-4,8	-12,5	6,6	-5,9	190,8	203,3	-12,5
2013 I	15,1	-19,3	34,1	0,3	-12,7	-3,8	-1,4	6,9	5,5	196,2	197,6	-1,4
II	22,5	-12,9	34,4	1,0	-11,3	-4,0	7,2	8,0	15,2	199,1	191,9	7,2
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres												
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	-4,4	19,1	23,9	-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	-1,1	-4,2	3,2	0,0	-2,3	-0,7	-4,0	0,5	-3,5	17,3	21,2	-4,0
2012	0,7	-2,5	3,3	0,0	-1,5	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	18,5	19,8	-1,2
2013	3,1	-0,5	3,5	0,2	-0,8	-0,5	1,8	0,7	2,5	19,9	18,0	1,8
2014	4,7	0,7	3,5	0,4	-1,3	-0,5	2,9	0,6	3,5	20,1	17,3	2,9
2011 III	-1,3	-4,3	3,1	-0,1	-2,1	-0,6	-4,0	0,6	-3,4	17,6	21,6	-4,0
IV	-1,1	-4,2	3,2	0,0	-2,3	-0,7	-4,0	0,5	-3,5	17,3	21,2	-4,0
2012 I	-0,7	-3,9	3,2	0,0	-2,3	-0,7	-3,7	0,5	-3,3	17,2	20,9	-3,7
II	-0,5	-3,7	3,2	0,0	-2,1	-0,7	-3,4	0,5	-2,9	17,2	20,6	-3,4
III	0,0	-3,3	3,3	0,0	-1,8	-0,7	-2,4	0,5	-1,9	17,8	20,2	-2,4
IV	0,7	-2,5	3,3	0,0	-1,5	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	18,5	19,8	-1,2
2013 I	1,5	-1,9	3,3	0,0	-1,2	-0,4	-0,1	0,7	0,5	19,1	19,3	-0,1
II	2,2	-1,3	3,4	0,1	-1,1	-0,4	0,7	0,8	1,5	19,5	18,8	0,7

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

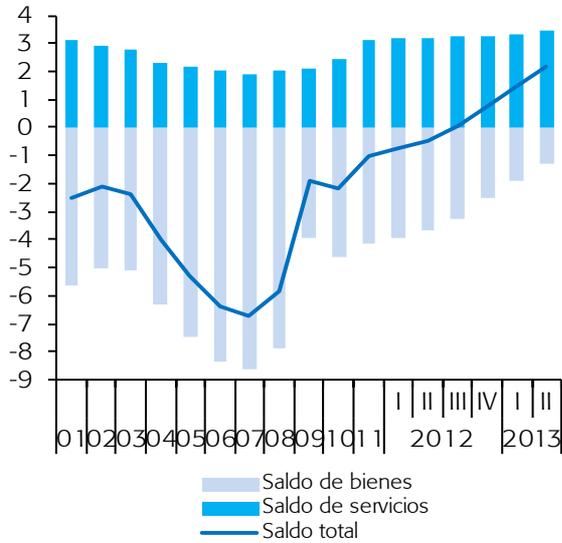


Gráfico 5.2.- Balanza de servicios
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

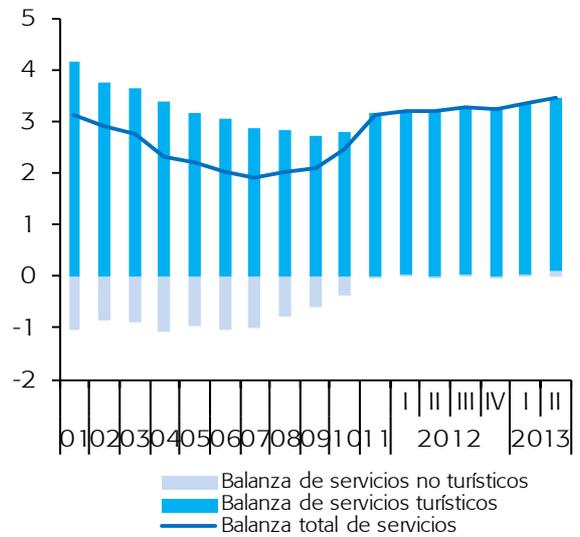


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

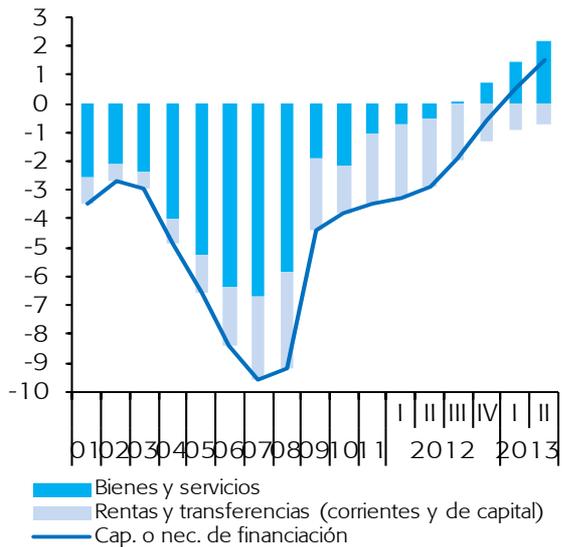
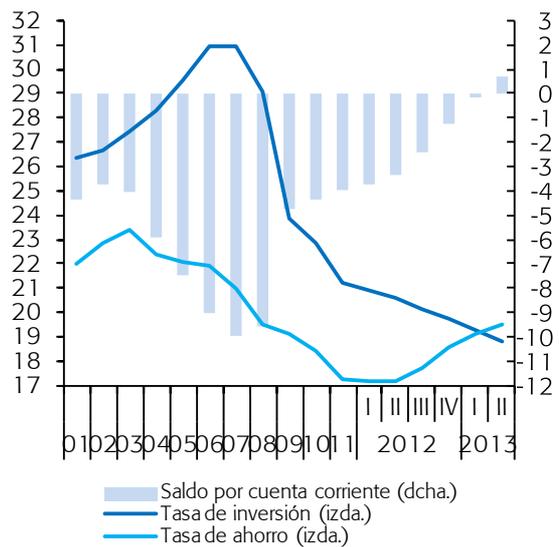


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares

Previsiones en azul

	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
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	2,5
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	672,9	462,1	244,2	246,4	195,5	84,3	614,3	57,5	8,5	2,6	44,4	15,7	1,5
2014	684,8	457,4	258,5	248,9	194,0	85,9	625,8	57,9	8,5	2,2	42,4	17,7	1,7
2011 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	3,1
III	698,1	510,0	236,1	240,9	207,8	81,2	619,1	78,3	11,2	7,6	56,1	29,8	2,8
IV	696,6	508,5	235,5	241,0	207,1	81,3	620,0	76,7	11,0	4,9	55,6	26,0	2,5
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	2,3
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
III	685,3	492,5	234,2	245,2	203,9	82,6	622,1	62,5	9,1	3,9	50,4	16,1	1,6
IV	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 I	676,6	473,8	237,8	246,6	199,3	82,4	617,6	57,7	8,5	3,2	48,6	12,4	1,2
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres									Diferencia sobre año anterior	Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres			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	-0,7	-3,9	4,1	0,8	-2,5	2,5	-1,1	4,3	0,4	-25,0	-10,3	-	0,7
2014	1,8	-1,0	5,8	1,0	-0,8	1,9	1,9	0,6	-0,1	-15,0	-4,6	-	0,2
2011 II	-1,7	-1,4	-2,2	2,0	0,5	3,7	2,4	-25,2	-3,6	30,3	-9,1	-	-1,9
III	-0,7	-1,1	-0,1	1,9	0,6	3,0	2,7	-21,7	-3,0	24,9	-7,2	-	-1,5
IV	-0,5	-0,8	0,1	1,0	-0,1	2,3	2,0	-16,4	-2,1	-31,5	-4,8	-	-1,4
2012 I	-0,6	-1,3	0,4	1,2	-0,6	2,9	1,5	-15,1	-1,8	-29,2	-5,2	-	-1,1
II	-1,2	-2,4	-0,3	0,9	-1,9	2,1	1,0	-17,2	-1,9	-37,7	-6,1	-	-1,2
III	-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
2013 I	-2,6	-6,2	0,9	1,8	-3,4	0,6	-0,7	-20,9	-2,0	-36,5	-10,3	-	-1,1

(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 mill. euros, suma móvil 4 trimestres

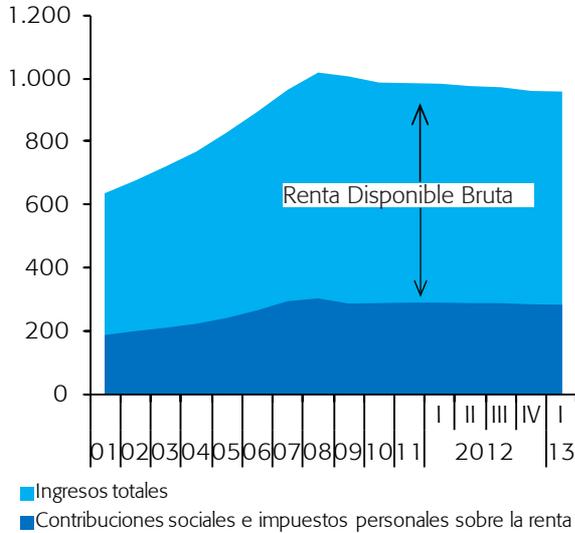
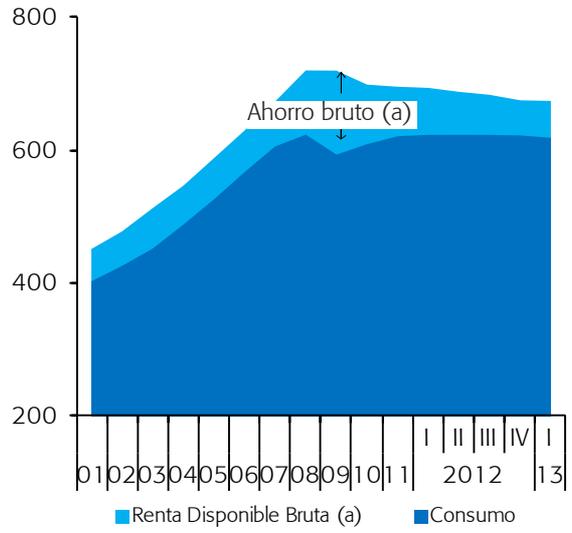


Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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

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

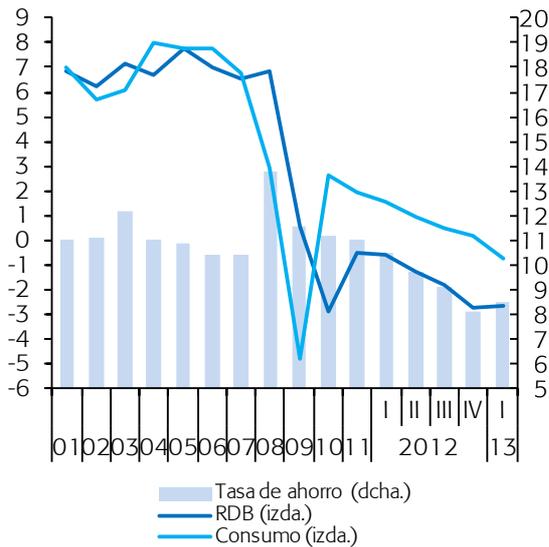
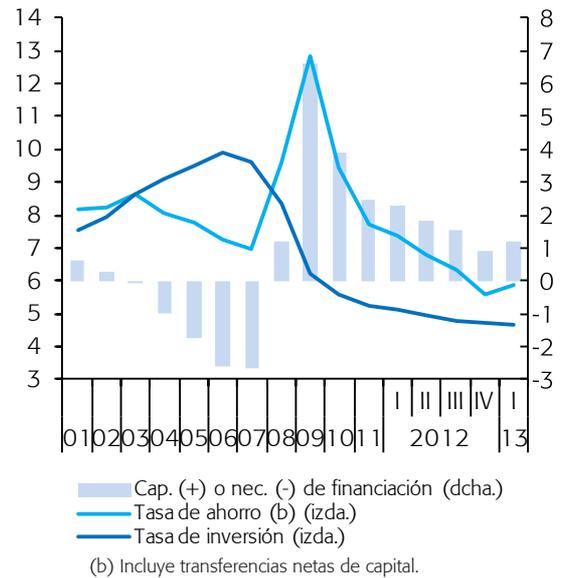


Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)	
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5+6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1	
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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	525,4	289,0	236,4	-48,5	-10,0	16,9	161,0	8,3	120,6	48,7	4,8	45,0	22,9	
2014	538,3	288,3	250,0	-55,7	-10,1	17,8	166,5	7,5	119,4	54,5	5,2	46,4	22,2	
2011	II	527,4	315,1	212,3	-49,3	-10,5	14,9	137,6	12,7	132,0	18,3	1,7	40,3	25,0
	III	532,1	315,1	217,0	-50,1	-10,4	14,6	142,0	13,0	134,0	21,0	2,0	40,8	25,2
	IV	537,1	314,8	222,4	-53,8	-10,1	16,6	141,9	11,5	134,6	18,9	1,8	41,4	25,1
2012	I	537,1	312,5	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	2,3	42,4	25,2
	III	534,6	304,1	230,5	-52,3	-9,9	16,7	151,6	10,3	134,1	27,9	2,7	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
2013	I	531,1	295,9	235,2	-41,9	-9,7	19,8	163,8	9,7	124,8	48,8	4,8	44,3	23,5
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres												Diferencia sobre año anterior		
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	-1,6	-4,0	1,6	6,0	1,0	-19,0	3,1	-15,0	-7,0	--	1,2	1,4	-1,3	
2014	2,5	-0,2	5,8	14,9	1,0	5,2	3,4	-10,0	-1,0	--	0,5	1,5	-0,8	
2011	II	2,8	-1,0	9,1	12,7	1,5	-23,7	13,7	-7,9	3,0	--	1,1	2,3	0,0
	III	4,0	-0,6	11,3	12,0	-0,7	-14,7	15,7	-7,3	5,3	--	1,1	2,7	0,3
	IV	4,1	0,0	10,6	16,8	-2,5	6,1	9,9	-9,3	3,4	--	0,7	2,4	-0,2
2012	I	3,2	-0,8	9,2	13,2	-1,6	4,8	9,1	-10,5	2,1	--	0,8	2,3	-0,3
	II	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
2013	I	-1,1	-5,3	4,7	-23,4	-4,0	20,1	14,3	-10,7	-7,1	--	2,8	2,5	-1,5

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

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

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

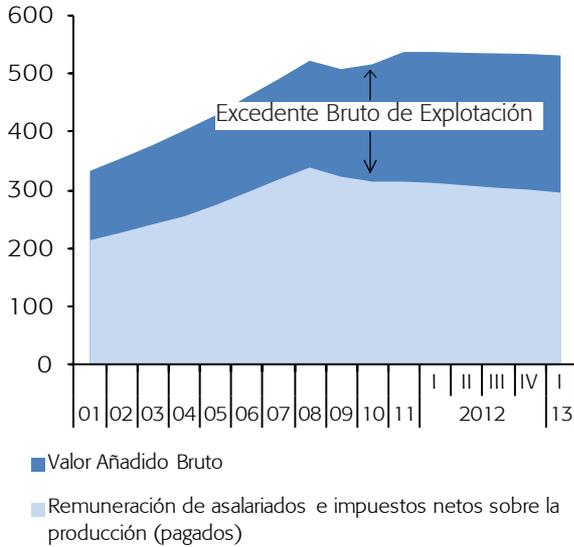


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión

Tasa de variación anual, suma móvil 4 trimestres

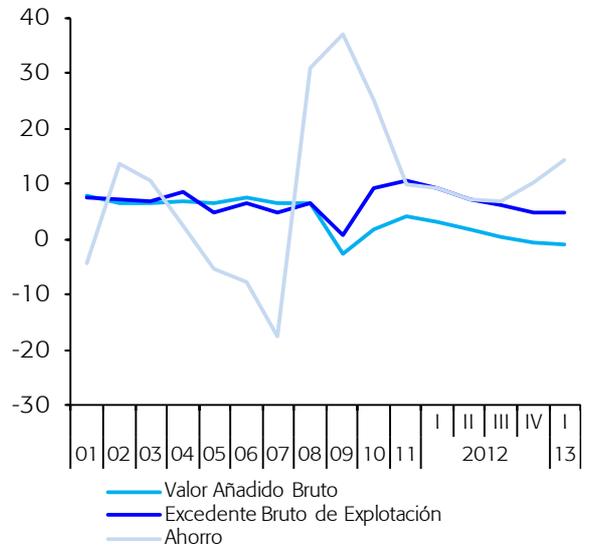
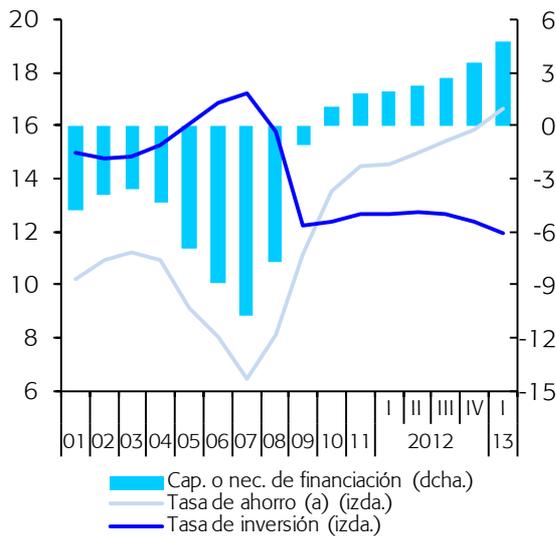


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

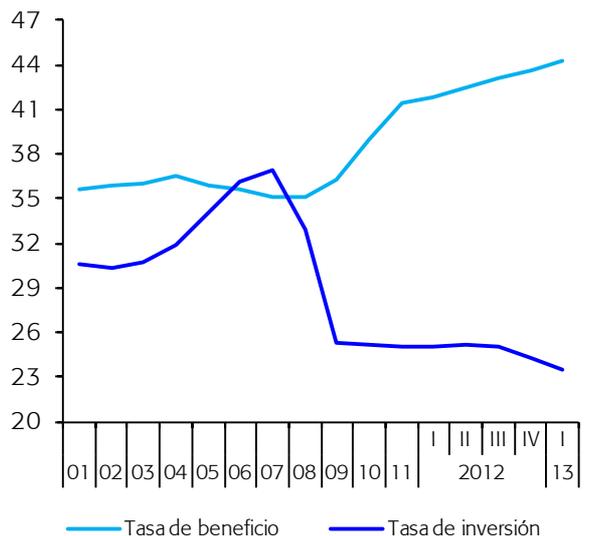
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(a) Incluye transferencias netas de capital.

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

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Cotizaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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	136,4	112,3	103,7	132,3	113,8	26,7	171,3	16,4	156,6	207,9	-51,3	18,3	-69,6	-69,6
2014	134,9	113,1	106,3	132,4	111,4	30,2	173,0	14,9	157,2	203,6	-46,4	15,9	-62,2	-62,2
2011 II	144,8	110,0	99,9	140,1	124,1	12,7	161,9	20,6	175,4	224,4	-49,0	48,2	-97,2	-97,2
III	144,9	108,9	99,9	139,7	123,9	14,5	162,6	20,0	172,4	223,3	-50,9	45,1	-96,0	-96,0
IV	144,8	105,0	101,6	140,0	123,6	15,5	163,8	21,0	167,5	222,7	-55,2	45,2	-100,4	-95,3
2012 I	144,8	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
II	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
III	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	163,0	211,4	-48,5	63,1	-111,6	-73,3
2013 I	137,1	107,7	105,4	134,2	115,6	21,8	169,7	17,6	159,7	209,2	-49,5	59,8	-109,3	-70,9
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2007	11,9	11,6	13,0	13,0	10,2	0,6	11,6	1,8	25,1	18,3	6,8	4,9	1,9	1,9
2008	12,6	9,8	10,7	13,2	10,9	0,5	12,5	2,1	20,2	19,5	0,7	5,2	-4,5	-4,5
2009	13,8	8,8	9,7	13,4	12,0	0,8	14,7	2,1	16,1	21,4	-5,3	5,9	-11,2	-11,2
2010	13,9	10,5	9,5	13,4	12,0	1,0	15,5	2,0	16,9	21,5	-4,6	5,1	-9,7	-9,7
2011	13,8	10,0	9,7	13,4	11,8	1,5	15,7	2,0	16,0	21,3	-5,3	4,3	-9,6	-9,1
2012	13,4	10,4	10,3	13,1	11,3	2,0	16,4	1,7	15,8	20,5	-4,7	6,1	-10,8	-7,1
2013	13,3	11,0	10,1	12,9	11,1	2,6	16,7	1,6	15,3	20,3	-5,0	1,8	-6,8	-6,8
2014	12,9	10,8	10,2	12,7	10,7	2,9	16,6	1,4	15,1	19,5	-4,4	1,5	-6,0	-6,0
2011 II	13,8	10,5	9,5	13,4	11,8	1,2	15,4	2,0	16,7	21,4	-4,7	4,6	-9,3	-9,3
III	13,8	10,4	9,5	13,3	11,8	1,4	15,5	1,9	16,4	21,3	-4,9	4,3	-9,1	-9,1
IV	13,8	10,0	9,7	13,4	11,8	1,5	15,7	2,0	16,0	21,3	-5,3	4,3	-9,6	-9,1
2012 I	13,9	10,1	9,7	13,4	11,8	1,6	15,8	2,0	15,8	21,2	-5,4	4,1	-9,5	-9,0
II	13,9	9,9	9,9	13,4	11,8	1,8	16,0	2,0	15,4	21,1	-5,7	4,3	-10,0	-9,0
III	13,9	10,0	9,9	13,3	11,8	2,0	16,3	1,9	15,2	21,0	-5,9	4,3	-10,2	-8,8
IV	13,4	10,4	10,3	13,1	11,3	2,0	16,4	1,7	15,8	20,5	-4,7	6,1	-10,8	-7,1
2013 I	13,4	10,5	10,3	13,1	11,3	2,1	16,6	1,7	15,6	20,4	-4,8	5,8	-10,7	-6,9

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

Gráfico 8.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

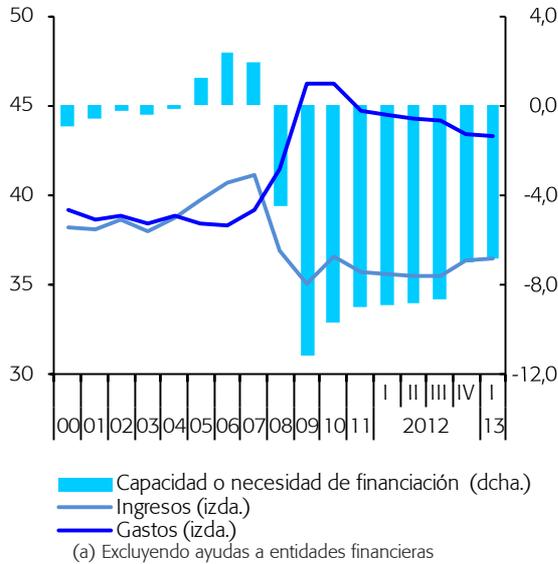


Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

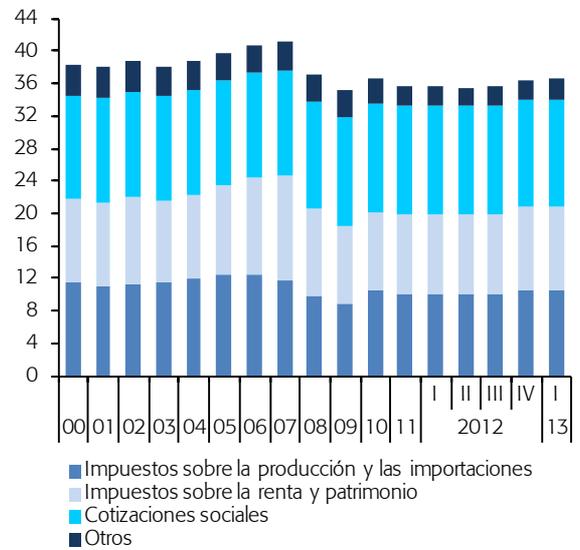


Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

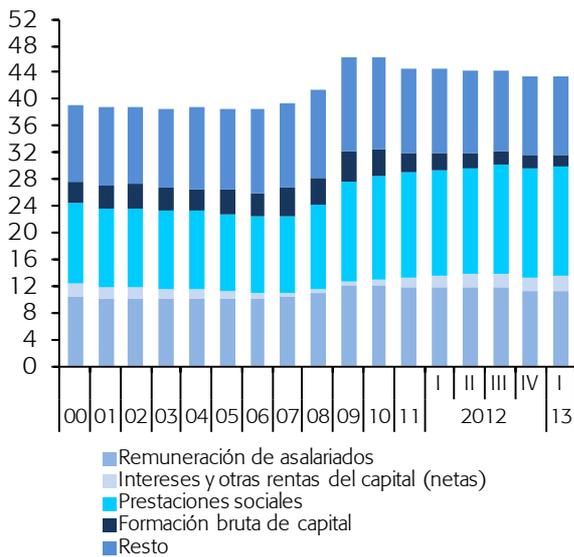
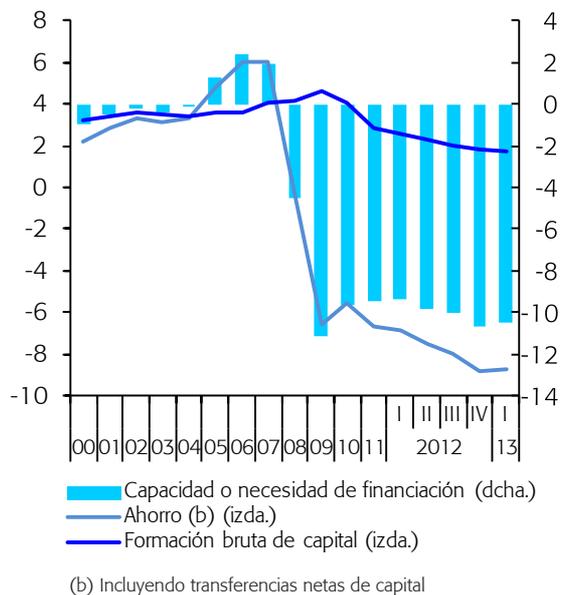


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 9

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

Previsiones en azul

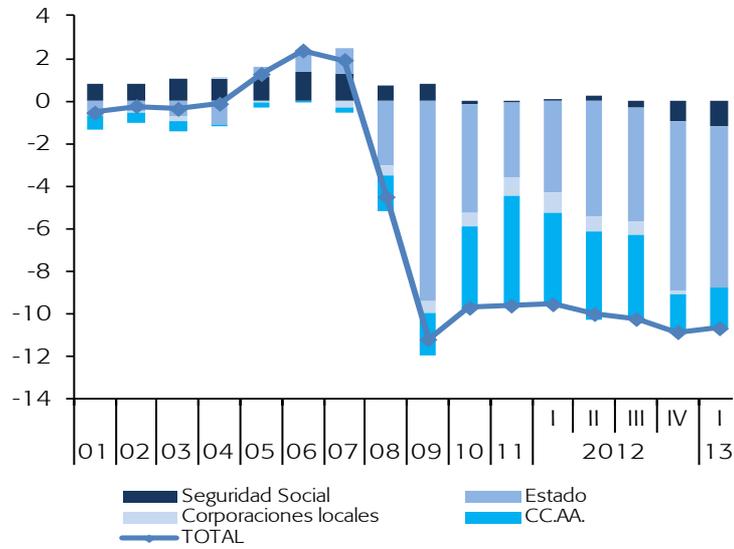
	Déficit					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2007	12,1	-2,3	-3,2	13,7	20,2	317,4	61,0	29,4	17,2	382,3
2008	-32,9	-18,2	-5,3	7,6	-48,9	367,1	72,6	31,8	17,2	437,0
2009	-98,0	-21,3	-5,9	8,1	-117,1	485,5	91,0	34,7	17,2	565,1
2010	-52,9	-39,6	-7,0	-1,9	-101,5	549,7	120,8	35,4	17,2	644,7
2011 (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	184,5	41,9	17,2	883,8
2013	-40,2	-15,4	0,0	-14,0	-69,6	--	--	--	--	975,8
2014	-34,9	-10,4	0,0	-16,9	-62,3	--	--	--	--	1.055,5
2011 III	-45,0	-38,4	-7,6	-5,1	-96,0	598,0	137,6	36,7	17,2	708,6
IV	-36,6	-54,1	-9,0	-0,8	-100,4	622,3	141,4	35,4	17,2	736,5
2012 I	-45,0	-45,1	-9,4	0,0	-99,5	655,4	146,4	36,9	17,2	775,0
II	-56,2	-42,6	-7,7	2,7	-103,8	680,2	168,3	45,0	17,2	804,7
III	-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	184,5	41,9	17,2	883,9
2013 I	-77,3	-19,4	-0,5	-12,1	-109,3	796,8	189,6	42,8	17,2	922,9
II	--	--	--	--	--	818,4	193,3	43,2	17,2	942,8
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2007	1,2	-0,2	-0,3	1,3	1,9	30,1	5,8	2,8	1,6	36,3
2008	-3,0	-1,7	-0,5	0,7	-4,5	33,7	6,7	2,9	1,6	40,2
2009	-9,4	-2,0	-0,6	0,8	-11,2	46,4	8,7	3,3	1,6	54,0
2010	-5,1	-3,8	-0,7	-0,2	-9,7	52,6	11,6	3,4	1,6	61,7
2011 (a)	-3,5	-5,2	-0,9	-0,1	-9,6	59,5	13,5	3,4	1,6	70,4
2012 (a)	-7,9	-1,8	-0,2	-1,0	-10,8	73,9	17,9	4,1	1,7	85,9
2013	-3,9	-1,5	0,0	-1,4	-6,8	--	--	--	--	95,2
2014	-3,3	-1,0	0,0	-1,6	-6,0	--	--	--	--	101,1
2011 III	-4,3	-3,7	-0,7	-0,5	-9,1	57,0	13,1	3,5	1,6	67,5
IV	-3,5	-5,2	-0,9	-0,1	-9,6	59,5	13,5	3,4	1,6	70,4
2012 I	-4,3	-4,3	-0,9	0,0	-9,5	62,8	14,0	3,5	1,6	74,3
II	-5,4	-4,1	-0,7	0,3	-10,0	65,5	16,2	4,3	1,7	77,5
III	-5,3	-3,9	-0,6	-0,3	-10,2	67,2	16,2	4,2	1,7	79,0
IV	-7,9	-1,8	-0,2	-1,0	-10,8	73,9	17,9	4,1	1,7	85,9
2013 I	-7,5	-1,9	-0,1	-1,2	-10,7	77,8	18,5	4,2	1,7	90,1
II	--	--	--	--	--	80,1	18,9	4,2	1,7	92,2

(a) Las cifras para Admón. Central y total AA.PP. incluyen las pérdidas derivadas de los rescates a las entidades financieras.

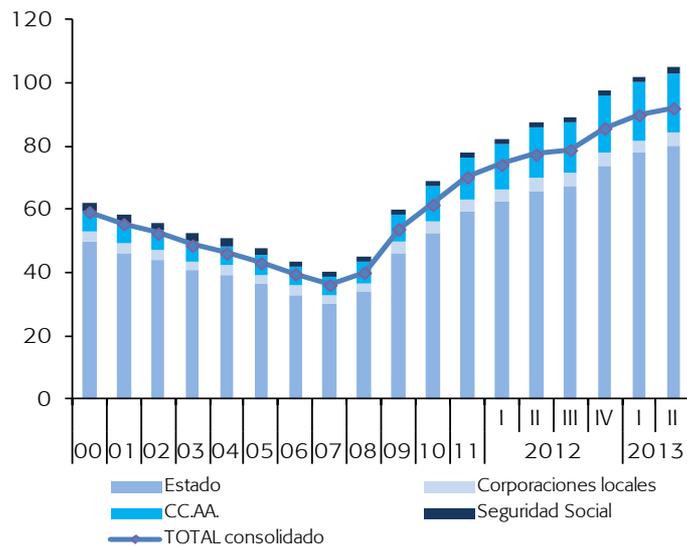
Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trim.

**Gráfico 9.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
		Millones							Porcentaje					
2007	30,4	22,2	--	20,4	--	1,8	--	72,6	66,6	8,3	18,2	7,6	12,2	
2008	30,8	22,8	--	20,3	--	2,6	--	73,7	65,3	11,3	24,6	10,2	17,5	
2009	30,9	23,0	--	18,9	--	4,1	--	74,0	60,6	18,0	37,8	16,0	28,4	
2010	30,8	23,1	--	18,5	--	4,6	--	74,4	59,4	20,1	41,6	18,2	30,2	
2011	30,7	23,1	--	18,1	--	5,0	--	74,7	58,5	21,6	46,4	19,6	32,8	
2012	30,5	23,1	--	17,3	--	5,8	--	75,1	56,2	25,0	53,2	23,1	36,0	
2013	30,1	22,7	--	16,7	--	6,0	--	74,9	55,0	26,4	--	--	--	
2014	29,8	22,5	--	16,7	--	5,8	--	74,9	55,4	25,8	--	--	--	
2011	III	30,7	23,1	23,1	18,2	18,0	5,0	5,1	74,9	58,3	22,0	47,3	19,8	33,9
	IV	30,7	23,1	23,1	17,8	17,8	5,3	5,3	74,8	57,6	22,9	48,8	20,7	34,9
2012	I	30,6	23,1	23,1	17,4	17,6	5,6	5,5	74,9	57,0	23,8	50,9	21,7	35,5
	II	30,5	23,1	23,1	17,4	17,4	5,7	5,7	75,1	56,4	24,7	52,7	22,8	36,0
	III	30,5	23,1	23,1	17,3	17,2	5,8	5,9	75,3	55,9	25,5	53,9	23,7	36,0
	IV	30,3	22,9	23,0	17,0	17,0	6,0	6,0	75,1	55,4	26,1	55,3	24,3	36,6
2013	I	30,2	22,8	22,8	16,6	16,8	6,2	6,0	75,0	55,0	26,4	56,0	24,5	37,7
	II	30,2	22,8	22,7	16,8	16,7	6,0	6,0	74,9	55,0	26,4	55,6	24,8	36,0
		Tasas de crecimiento (d)							Diferencia sobre el año anterior en pp					
2007		1,8	2,8	--	3,1	--	-0,2	--	0,7	0,8	-0,2	0,1	-0,4	0,4
2008		1,4	3,0	--	-0,5	--	41,3	--	1,1	-1,3	3,1	6,4	2,6	5,3
2009		0,4	0,8	--	-6,8	--	60,2	--	0,4	-4,7	6,7	13,2	5,8	10,9
2010		-0,3	0,2	--	-2,3	--	11,6	--	0,4	-1,2	2,1	3,8	2,1	1,8
2011		-0,4	0,1	--	-1,9	--	7,9	--	0,3	-0,9	1,6	4,8	1,4	2,7
2012		-0,7	-0,2	--	-4,5	--	15,4	--	0,3	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,2
2013		-1,2	-1,5	--	-3,2	--	3,8	--	-0,2	-1,1	1,3	--	--	--
2014		-1,0	-1,1	--	-0,4	--	-3,1	--	0,0	0,4	-0,5	--	--	--
2011	II	-0,4	0,1	0,4	-0,9	-0,9	4,1	5,5	0,4	-0,3	0,8	4,1	0,7	1,8
	III	-0,4	0,1	0,1	-2,1	-4,9	8,8	20,8	0,4	-1,0	1,8	5,3	1,5	3,4
	IV	-0,5	-0,1	-0,1	-3,3	-4,8	12,3	17,9	0,3	-1,7	2,5	5,7	2,2	4,4
2012	I	-0,6	0,0	-0,5	-4,0	-5,0	14,9	15,6	0,4	-2,0	3,1	6,5	2,8	4,8
	II	-0,5	-0,1	0,2	-4,8	-4,8	17,8	17,5	0,3	-2,6	3,8	7,2	3,8	4,0
	III	-0,7	-0,2	0,0	-4,6	-4,0	16,1	13,3	0,4	-2,4	3,5	6,6	3,9	2,1
	IV	-1,0	-0,7	-2,4	-4,8	-5,3	13,1	6,3	0,3	-2,2	3,2	6,5	3,5	1,7
2013	I	-1,2	-1,0	-2,2	-4,6	-4,1	10,0	3,3	0,1	-1,9	2,7	5,2	2,8	2,2
	II	-1,2	-1,5	-1,4	-3,6	-1,1	5,0	-2,1	-0,2	-1,4	1,6	2,9	2,0	0,0

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

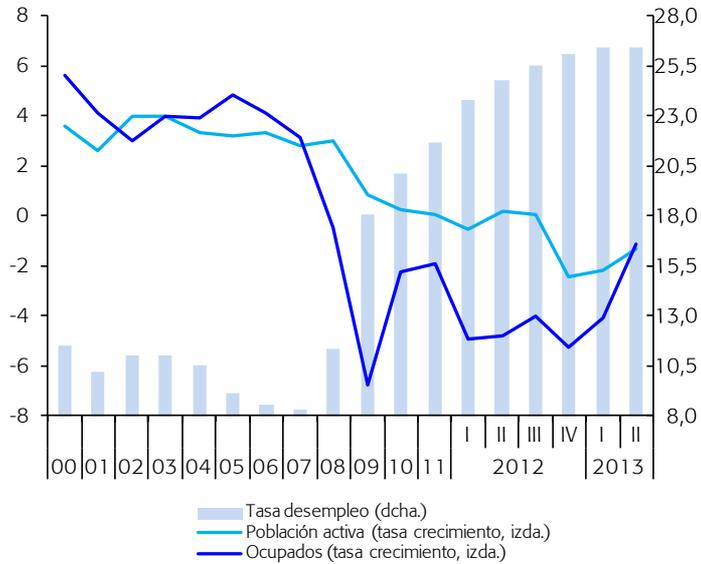


Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE
 Porcentaje



Cuadro 11

Índice de precios al consumo

Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados			
% del total en 2011	100,0	66,73	81,41	26,99	39,74	14,67	6,41	12,18	21,09
Índices, 2011 = 100									
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	104,2	102,5	103,2	101,4	103,2	106,2	108,0	109,6	106,8
2014	105,6	103,1	104,1	101,1	104,4	108,8	112,8	112,7	110,1
Tasas de crecimiento interanual									
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	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8
2013	1,7	1,2	1,6	0,6	1,6	3,1	5,7	0,7	3,9
2014	1,4	0,6	0,9	-0,3	1,2	2,4	4,4	2,8	3,1
2013 Ene	2,7	1,9	2,2	1,3	2,2	3,6	4,3	5,3	3,8
Feb	2,8	1,9	2,3	1,4	2,2	3,6	3,1	5,9	3,5
Mar	2,4	2,0	2,3	1,4	2,4	3,6	2,5	3,2	3,3
Abr	1,4	1,6	1,9	1,5	1,7	3,1	2,7	-2,5	3,0
May	1,7	1,8	2,0	1,5	2,0	2,9	4,9	-1,8	3,5
Jun	2,1	1,7	2,0	1,5	1,9	3,0	5,3	1,0	3,7
Jul	1,8	1,3	1,7	0,2	1,9	3,4	7,4	-0,4	4,6
Ago	1,5	1,2	1,6	0,4	1,7	3,3	7,6	-2,2	4,6
Sep	0,7	0,3	0,8	-0,8	1,0	3,0	7,6	-3,1	4,4
Oct	0,9	0,2	0,7	-0,7	0,9	2,6	7,7	-0,8	4,1
Nov	1,4	0,4	0,8	-0,4	0,9	2,4	7,3	2,2	3,9
Dic	1,4	0,4	0,8	-0,4	1,0	2,4	7,1	2,5	3,8
2014 Ene	1,5	0,5	0,9	-0,3	1,1	2,6	6,8	2,6	3,9
Feb	1,2	0,5	0,9	-0,4	1,1	2,5	6,9	0,9	3,9
Mar	1,3	0,4	0,8	-0,4	0,9	2,6	7,5	1,5	4,1
Abr	1,9	0,7	1,0	-0,4	1,4	2,6	7,1	4,7	4,0
May	1,8	0,5	0,9	-0,4	1,2	2,5	5,5	5,9	3,5
Jun	1,7	0,6	0,9	-0,4	1,2	2,6	4,3	5,6	3,1
Jul	1,4	0,6	0,9	-0,3	1,2	2,3	2,9	4,1	2,5
Ago	1,3	0,7	0,9	-0,2	1,2	2,3	2,5	2,9	2,4
Sep	1,2	0,7	1,0	-0,2	1,2	2,3	2,5	1,7	2,4
Oct	1,1	0,6	0,9	-0,2	1,1	2,3	2,5	1,4	2,4
Nov	1,1	0,7	1,0	-0,1	1,2	2,4	2,6	1,3	2,4
Dic	1,1	0,7	1,0	-0,1	1,2	2,4	2,6	1,3	2,4

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)
Tasas de crecimiento interanual

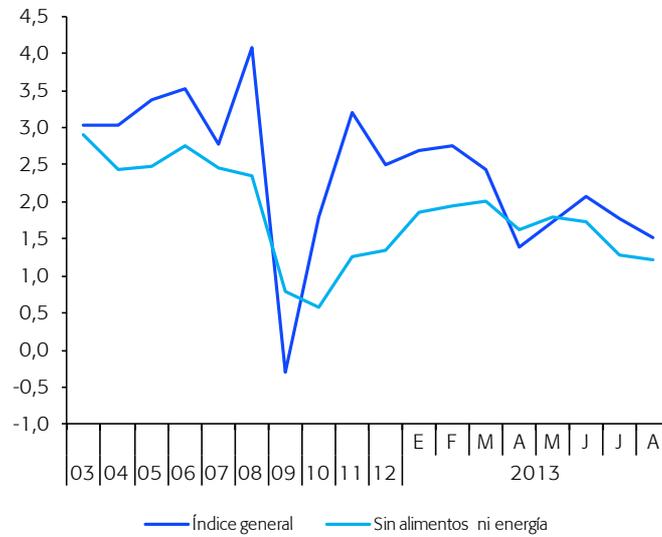
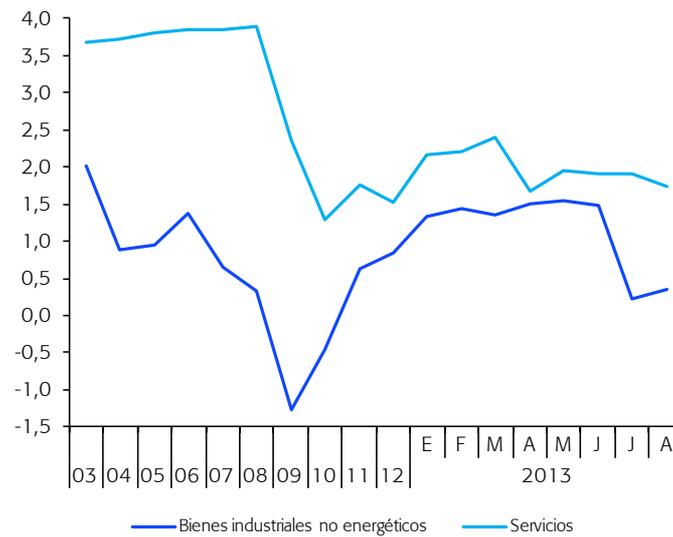


Gráfico 11.2.- Tasa de inflación (II)
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 12

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2000=100	2005=100		2007=100			2000=100				
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	135,6	116,5	113,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	--
2011	135,6	124,6	117,7	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	135,6	129,3	119,7	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013 (b)	136,6	130,1	120,8	64,4	73,0	57,2	143,1	140,0	152,7	149,1	--
2011 IV	135,6	125,5	117,8	79,4	82,8	65,5	151,7	151,3	152,9	163,6	--
2012 I	135,5	128,7	118,5	75,4	80,2	63,7	142,2	137,9	155,1	144,7	--
II	135,5	128,4	119,4	73,0	78,1	70,2	146,5	145,3	150,2	154,1	--
III	135,7	130,2	120,2	70,2	76,1	60,4	138,8	135,2	149,7	159,8	--
IV	135,6	129,9	120,7	69,2	74,5	67,3	146,9	145,8	150,2	160,0	--
2013 I	136,7	130,8	121,2	64,7	73,9	56,4	140,2	135,5	154,6	147,8	--
II	136,4	129,0	120,7	64,2	72,1	58,0	146,0	144,5	150,8	150,3	--
III (b)	--	130,6	120,4	--	--	--	--	--	--	--	--
2013 Jun	--	129,5	120,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	130,7	120,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Ago	--	130,5	120,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales											
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	0,1	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,6	1,5
2011	0,0	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,1
2012	0,0	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,3
2013 (c)	0,8	0,9	1,4	-13,2	-7,8	-14,6	-1,4	-1,8	-0,3	2,1	0,7
2011 IV	0,0	5,9	2,9	-11,2	-6,8	-19,9	1,6	1,4	2,2	2,5	2,1
2012 I	-0,1	5,2	2,5	-12,6	-7,2	-16,4	1,1	1,2	0,9	1,4	2,2
II	-0,1	2,6	1,0	-14,4	-8,3	-8,6	-0,3	0,0	-1,4	0,7	1,7
III	0,2	3,9	1,7	-15,2	-9,5	-0,7	-0,1	0,3	-0,9	0,0	1,3
IV	0,0	3,5	2,5	-12,8	-10,0	2,7	-3,2	-3,6	-1,8	-2,2	1,3
2013 I	0,9	1,6	2,3	-14,3	-7,9	-11,5	-1,4	-1,8	-0,3	2,1	0,6
II	0,7	0,5	1,1	-12,0	-7,8	-17,4	-0,3	-0,6	0,4	-2,4	0,7
III (c)	--	0,4	0,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2013 Jun	--	1,3	1,0	--	--	--	--	--	--	--	0,7
Jul	--	1,2	0,7	--	--	--	--	--	--	--	0,7
Ago	--	-0,1	0,2	--	--	--	--	--	--	--	--

(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
Índice (2007=100)

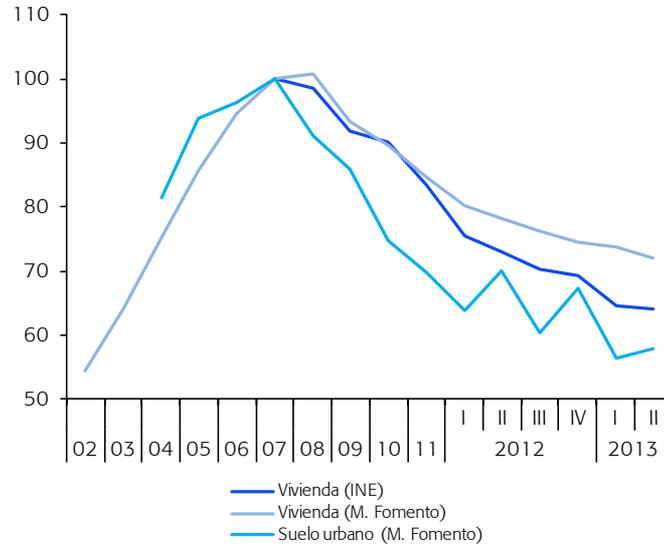
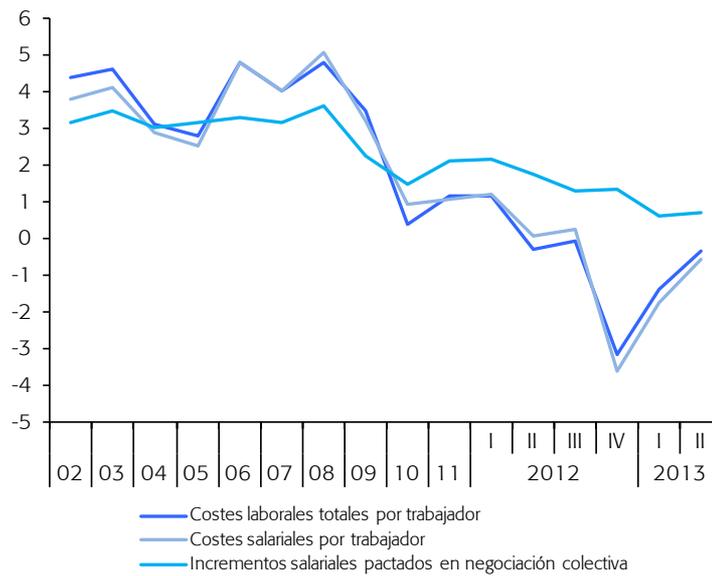


Gráfico 12.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

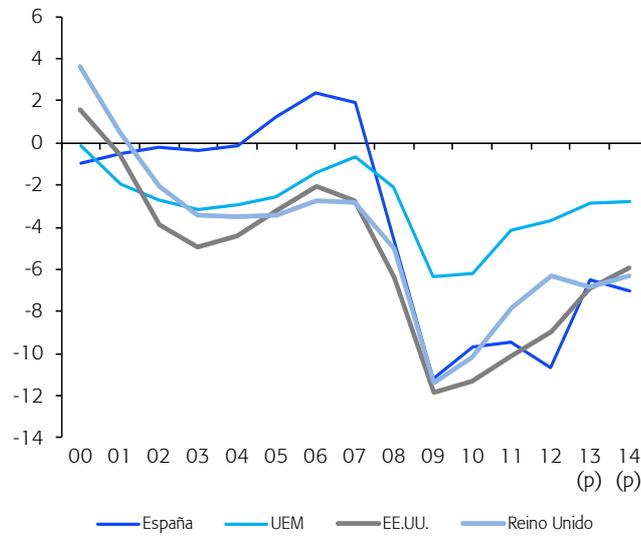
Desequilibrios: comparación internacional

En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
Miles de millones de moneda nacional												
2005	11,5	-207,7	-402,9	-43,1	392,5	5.729,9	8.502,9	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
Porcentaje 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

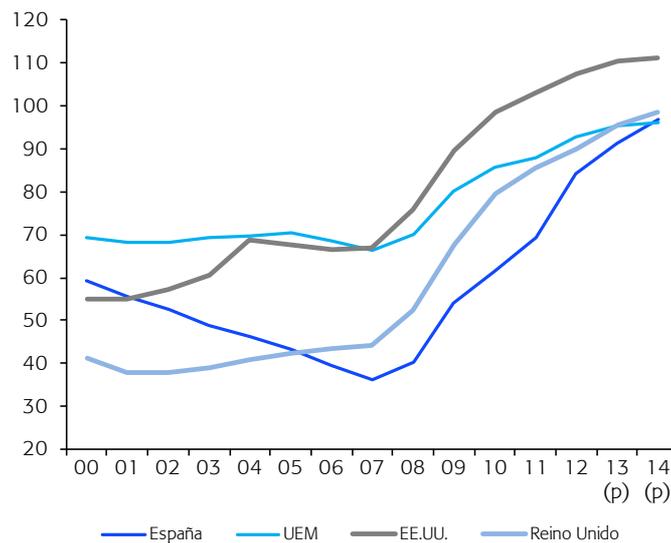
Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.
Porcentaje del PIB

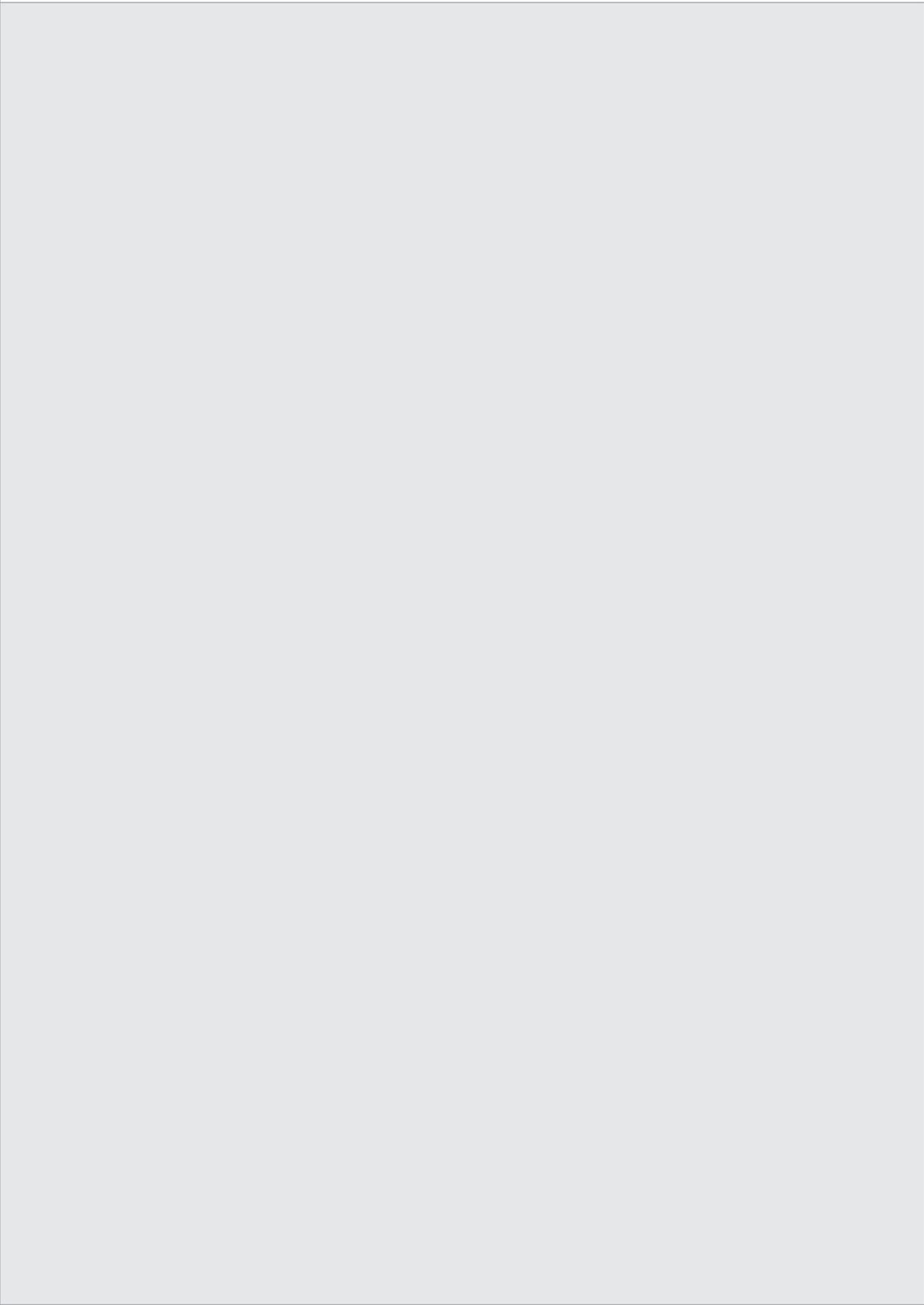


(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.



INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1
Población

	Población							Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-27 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)			
2006	44.708.964	40,63	16,74	47,49	24,63	10,82	840.844	37,57	
2007	45.200.737	40,76	16,66	47,41	24,55	11,61	958.266	41,69	
2008	46.157.822	40,81	16,54	47,47	24,49	13,10	726.009	28,40	
2009	46.745.807	40,92	16,65	47,81	24,61	13,83	498.977	31,98	
2010	47.021.031	41,12	16,87	48,63	25,03	14,05	464.443	35,54	
2011	47.190.493	41,36	17,15	49,43	25,51	14,15	454.686	36,87	
2012*	47.265.321	41,63	17,40	50,39	26,14	14,30	370.515	36,32	
2013**	47.059.533	41,89	17,71	50,63	26,67	14,06			
Fuentes:	PMC	PMC	PMC	PMC	PMC	ID INE	EVR	EVR	

ID INE: Indicadores Demográficos INE. PMC: Padrón Municipal Continuo. EVR: Encuesta de Variaciones Residenciales.

* Los datos de los ID INE se refieren al periodo julio 2011 - junio 2012.

** Datos provisionales.

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
Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2006	15.856,2	2,76	8,4	8,70
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	8,80
2011	17.344,1	2,65	10,3	9,02
2012	17.434,4	2,63	13,5●	9,82●
2013	17.416,2◆	2,62◆		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Separaciones y divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2006	9,26	9,45	155.628	32,2	29,7	2,08
2007	9,00	8,69	141.304	32,2	29,9	1,56
2008	8,51	8,35	131.060	32,4	30,2	1,62
2009	7,48	8,23	124.594	32,8	30,6	1,74
2010	7,17	7,89	127.682	33,2	31,0	1,87
2011	6,89	7,19	124.702	33,6	31,4	2,17
2012	7,19*	6,65*	127.160	33,7*	31,5*	
Fuentes:	ID INE	ID INE	CGPJ, Memoria	ID INE	ID INE	ID INE

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

	Fecundidad					Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad	Nacimientos de madre no casada (%)	Nacimientos de madre extranjera (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	
2006	29,32	1,38	28,38	16,54	10,62	
2007	29,45	1,39	30,24	18,98	11,49	
2008	29,30	1,46	33,15	20,82	11,78	55,56
2009	29,60	1,39	34,47	20,72	11,41	57,21
2010	29,83	1,38	35,51	20,55	11,49	58,30
2011	30,12	1,36	37,34	19,51	12,44	59,99
2012	30,23*	1,35*				
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

EPA: Encuesta de Población Activa. EPF: Encuesta de Presupuestos Familiares. ID INE: Indicadores Demográficos INE. CGPJ: Consejo General del Poder Judicial. MSAN: Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

* Los datos de los ID INE se refieren al periodo julio 2011 - junio 2012.

♦ Los datos se refieren al primer semestre de 2013.

● EPF 2012: El INE ha calculado los datos de 2012 utilizando las poblaciones del Censo 2011 y no son comparables con los periodos anteriores.

Tasa de nupcialidad: número de residentes en España que contraen matrimonio por cada 1.000 habitantes.

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 alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
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

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 ^{er} y 2 ^o ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto de los hogares (€)
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	1.917.236	684.176	699.295**	1.469.653	113.061	50.714.177*	9.194*
2012	1.900.173	692.558	747.189**	1.492.391***			
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	Contabilidad Nacional del INE

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

* Datos provisionales.

** Incluye FP a distancia y programas de cualificación profesional inicial.

*** Previsión.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*							
	Desempleo		Seguridad Social					
			Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Importe medio diario bruto	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio	
2006	720.384	24,1	4.809.298	722,7	859.780	731,5	2.196.934	476,7
2007	780.205	25,4	4.863.256	760,0	888.776	760,7	2.225.501	498,3
2008	1.100.879	26,8	4.936.839	814,5	906.835	801,5	2.249.904	529,0
2009	1.624.792	27,7	5.038.861	854,1	920.863	831,5	2.270.283	553,9
2010	1.471.826	28,1	5.140.554	884,0	933.730	849,9	2.290.090	571,7
2011	1.328.020	28,4	5.246.241	915,2	938.491	869,5	2.309.332	586,4
2012	1.381.261	28,7	5.330.195	946,3	943.296	887,3	2.322.938	601,5
2013**	1.353.046♦	28,7♦	5.424.645♦	975,8♦	936.475♦	906,4♦	2.332.439♦	616,6♦

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales						
	Desempleo		Seguridad Social				Otras**
			Jubilación		Incapacidad permanente		
Número	Número	Importe medio	Número	Importe medio			
2006	558.702	274.266	278,1	204.383	318,92	82.846	
2007	575.675	267.702	290,4	201.751	330,26	73.159	
2008	646.186	262.960	307,7	197.884	348,50	64.967	
2009	960.888	258.873	315,5	196.782	357,57	57.737	
2010	1.445.228	254.989	320,6	195.962	362,05	50.876	
2011	1.331.316	253.259	330,4	194.704	371,81	44.437	
2012	1.327.027	250.382	342,4	194.896	383,12	37.651	
2013**	1.337.064♦	251.000●	395,0●	195.169●	443,34●	33.025♦	

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO IMSERSO IMSERSO BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales. IMSERSO: Instituto de Mayores y Servicios Sociales.

* No se incluyen los datos de prestaciones por orfandad y favor familiar.

** Incluye pensiones asist. de enfermedad y vejez, y prestaciones de la LISMI.

♦ Datos referidos a enero-julio.

● Datos referidos a enero-agosto.

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	Población mayor de 45 años que considera su estado de salud "bueno o muy bueno" (%)
2006	1.807,4	1.284,3	4,61	5,38	1,37	0,72	51,27
2007	1.918,9	1.373,4	4,63	5,41	1,36	0,74	
2008	2.061,2	1.497,4	4,67	5,46	1,35	0,75	
2009	2.134,4	1.586,4	4,76	5,55	1,38	0,74	
2010	2.133,1	1.575,7	4,84	5,69	1,39	0,74	
2011	2.160,9	1.575,9	4,90	5,80	1,41		58,70

Fuentes: OCDE OCDE INE INE INE INCLASNS ENS

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INE: Instituto Nacional de Estadística.

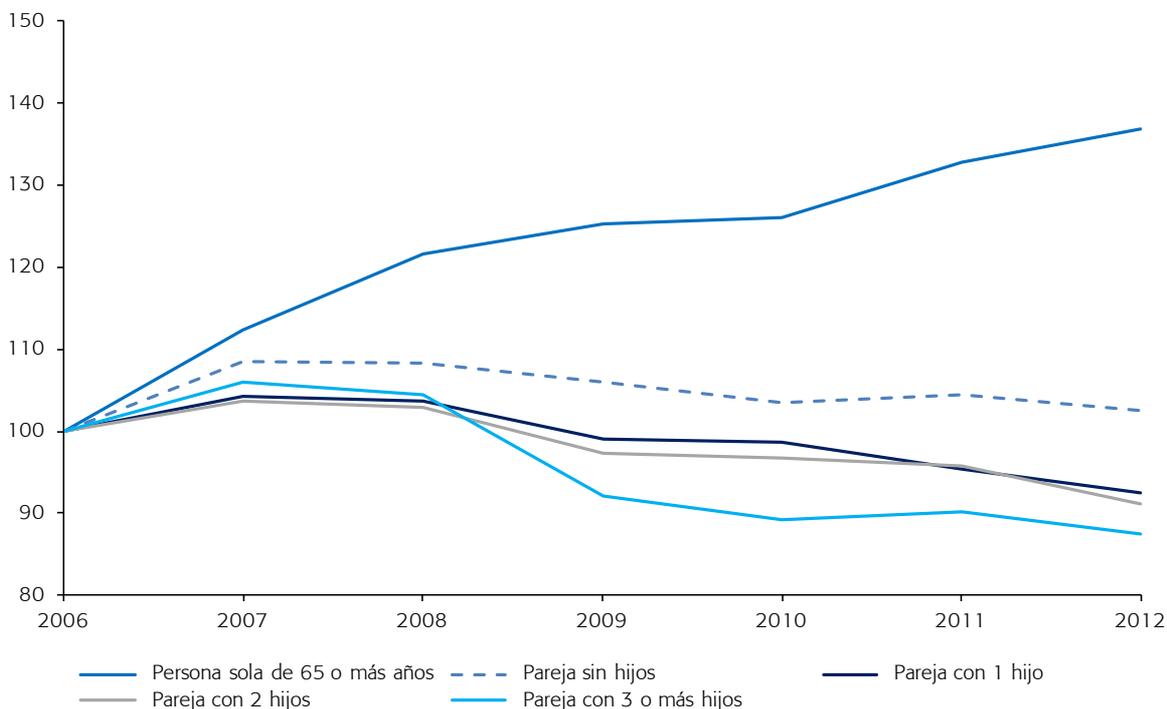
INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

ENS: Encuesta Nacional de Salud.

Entre 2006 y 2012, el gasto medio de los hogares descendió en aquellos formados por parejas con uno o más hijos, así como en los encabezados por ocupados o parados. En cambio, aumentó en los hogares en los que reside una persona mayor sola y en los encabezados por jubilados.

Gráfico A

Evolución del gasto medio por hogar según composición del hogar (2006=100)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares 2006-2012.

Cuadro A

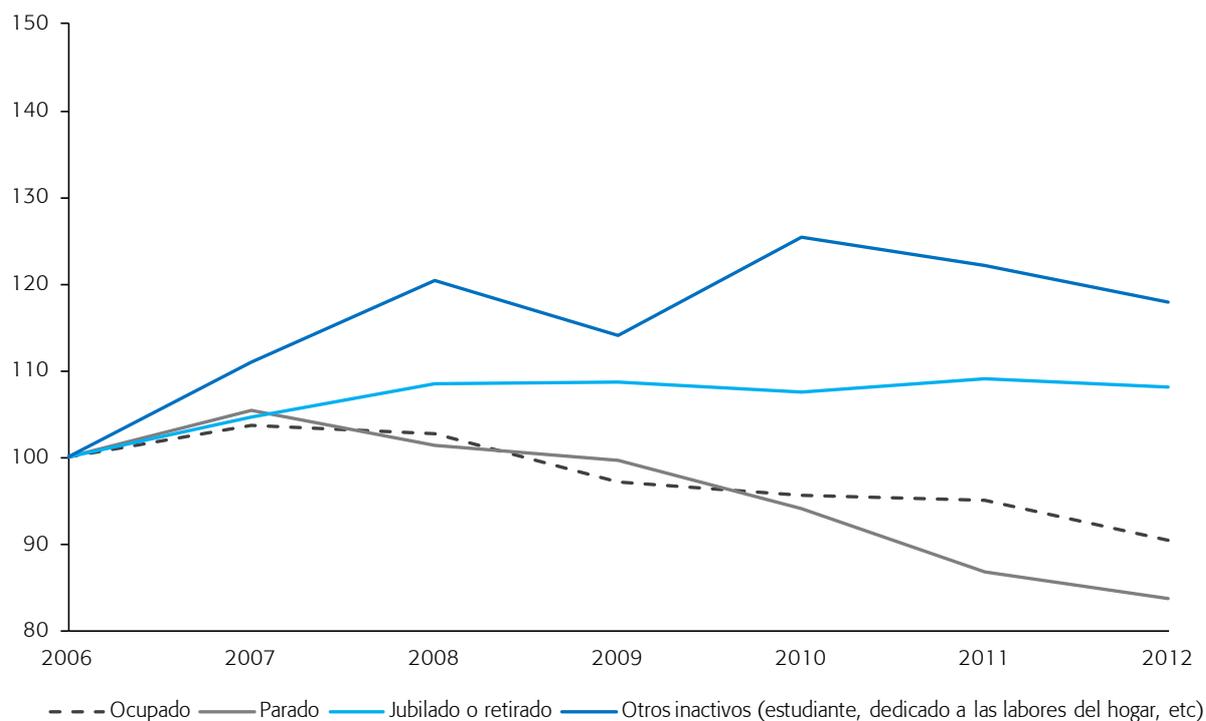
Gasto medio por hogar según composición del hogar (en euros), 2006 y 2012

	2006	2012
Persona sola con menos de 65 años	20.439	18.610
Persona sola de 65 o más años	12.476	17.080
Pareja sin hijos	27.141	27.809
Pareja con 1 hijo	34.564	31.947
Pareja con 2 hijos	40.347	36.791
Pareja con 3 o más hijos	43.782	38.317

Fuente: Encuesta de Presupuestos Familiares.

Gráfico B

Evolución del gasto medio por hogar según actividad del sustentador principal (2006=100)



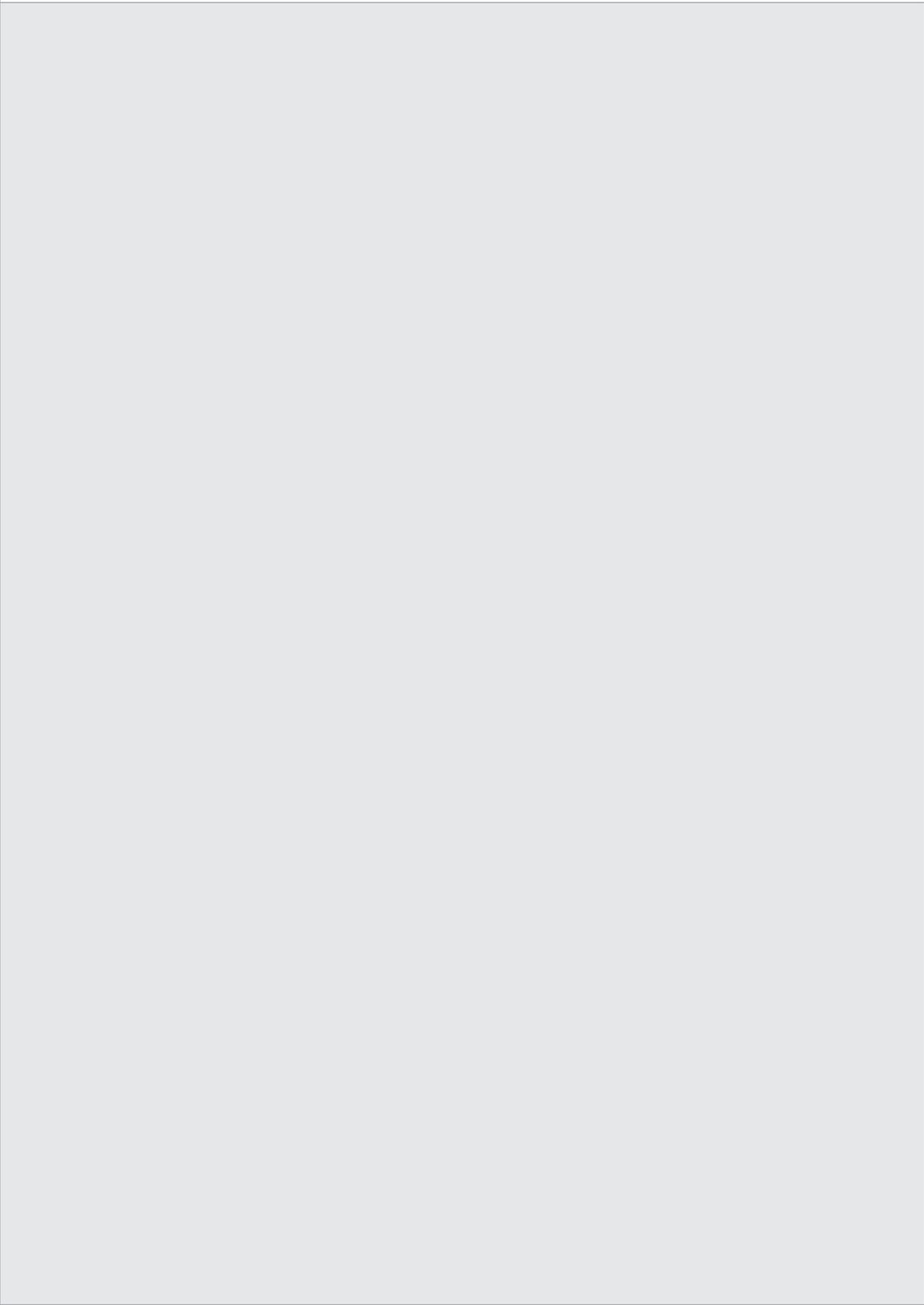
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares 2006-2012.

Cuadro B

Gasto medio por hogar según actividad del sustentador principal (en euros), 2006 y 2012

	2006	2012
Ocupado	35.382,91	32.004,82
Parado	22.863,15	19.152,07
Jubilado o retirado	23.858,19	25.816,95
Otros inactivos (estudiante, dedicado a las labores del hogar, etc)	16.388,43	19.333,74

Fuente: Encuesta de Presupuestos Familiares.



Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,7	Julio 2013
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,8	Julio 2013
Dudosos (% var. mensual medio)	1,3	Julio 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	714.452	Agosto 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	246.200	Agosto 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	21.994	Agosto 2013
Ratio “gastos de explotación/margen ordinario” (%)	44,67	Junio 2013
Ratio “depósitos de clientes/empleados” (miles de euros)	5.601,33	Junio 2013
Ratio “depósitos de clientes/oficinas” (miles de euros)	32.427,99	Junio 2013
Ratio “oficinas/entidades”	225,72	Junio 2013

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 AGOSTO	2013 SEPTIEMBRE	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,4	1,5	3,0	2,3	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	3,1	1,4	0,6	0,23	0,22	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,2	2,0	1,1	0,54	0,54	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	4,50	4,29	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	5,63	-	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”: A 30 de septiembre, el euríbor a 3 meses se ha reducido hasta el 0,22%, mientras que la referencia a 1 año se ha mantenido en el 0,54%. Esta evolución es acorde con el mensaje transmitido desde el Banco Central Europeo de que el precio del dinero permanecerá en niveles reducidos aún durante un tiempo considerable, dado que la recuperación económica en la eurozona parece aún débil. Por otro lado, aunque con ligeras fluctuaciones, el tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años ha disminuido al 4,50% desde el 4,29% con que cerró el mes de agosto.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Julio	2013 Agosto	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	20,1	81,6	84,7	75,1	67,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	78,1	112,6	64,8	61,8	46,4	(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	1,8	0,3	(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	1,6	(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	1,9	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	801,9	812,9	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	7,3	-0,9	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	30,1	-50,4	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	852,3	933,3(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.748,3	8.566,7	7.583,2	8.433,4	9.186,0(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	31,5	27,3	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 Julio	2013 Agosto	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	2,8	15,1	-15,1	13,7	-14,7	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,8	59,24	73,9	-0,7	-3,4	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	2,4	2,5	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	-15,8	-10,8	-16,6	-7,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,3	-25,9	54,1	-32,7	51,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de septiembre de 2013.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se observa una ligera reducción en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro, así como en la contratación de bonos y obligaciones del Estado. A 30 de septiembre, el IBEX-35 ha aumentado hasta los 9.186 puntos desde los 8.941 puntos de agosto y el índice General de la Bolsa de Madrid también ha registrado una subida hasta los 933 desde los 852 puntos del mes anterior, lo que supone un máximo desde octubre de 2011 en estos índices. Por otro lado, se observa una reducción del 7,6% de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 mientras que por el contrario, se observa un incremento del 51,4% 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.	2013 I T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,6	1,9	-3,4	-0,2	1,1	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	1,3	1,5	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	311,9	313,4	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.	2013 I 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	78,9	78,6	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	2,9	0,3	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	11,4	-0,3	-0,5	-0,7	-1,6	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el primer trimestre de 2013, se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 1,1% del PIB. Del mismo modo en el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se ha incrementado ligeramente, pasando del 1,3% en el cuarto trimestre de 2012 al 1,5% en el primer trimestre de 2013. Por otro lado, se observa una leve reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 79,6% del PIB. Finalmente, se registra un ligero incremento del *stock* de activos financieros en el balance de las familias del 0,3%, mientras que se observa una disminución del *stock* de pasivos del 1,6%.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Junio	2013 Julio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	14,1	-3,8	-10,4	0,2	-1,7	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	11,0	-5,3	-1,8	1,3	-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	9,3	5,2	23,2	2,4	-1,9	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	15,1	41,0	3,1	0,1	0,2	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	-4,3	-9,0	-7,7	-7,9	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Junio	2012 Julio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	30,8	28,3	20,0	3,7	1,3	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	-1,2	-15,7	0,3	11,5	-19,0	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	10,1	37,9	-10,6	1,0	0,9	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, referido a julio de 2013, muestra una reducción del crédito y de los depósitos al sector privado del 1,7% y 0,8%, respectivamente. Los valores distintos de acciones y participaciones presentan una caída del 1,9%, mientras que las acciones y participaciones se incrementan en un 0,2 %. Por otro lado, se ha producido un aumento de la morosidad del 1,3% con respecto del mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Marzo	2013 Junio	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	215	189	173	163	160	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	66	86	85	85	85	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.013	243.041	231.389	-	-	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.987	39.843	37.903	37.265	36.115	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	374.777	394.459	884.094	787.506	714.452(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	33.956	118.861	337.206	259.998	246.200(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 1997-2010	2011	2012	2013 Marzo	2013 Junio	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	18.808	47.109	44.961	24.304	21.994(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a agosto de 2013.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En agosto de 2013, la apelación neta al eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 34,46% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona. En julio, este recurso alcanzaba el 34,56%.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Marzo	2013 Junio	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	54,53	49,85	47,18	45,68	44,67	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros)	BE	2.721,97	4.512,30	4.701,87	4.988,06	5.601,33	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	16.424,04	29.171,23	30.110,18	30.972,28	32.427,99	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	193,19	205,38	219,09	228,62	225,72	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,08	6,5	6,9	6,2	6,4	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,10	0,40	-0,12	1,13	1,18	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,88	0,06	-1,93	0,08	0,24	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	13,23	3,28	-18,74	0,41	1,28	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 segundo trimestre de 2013 se constata una mejora relativa en los indicadores de rentabilidad en el sector bancario español, en un contexto macroeconómico en el que, en todo caso, persisten las dificultades generalizadas para el sector financiero en la mayor parte de la eurozona. Los indicadores de eficiencia y productividad siguen mejorando en consonancia con los avances registrados en el proceso de reestructuración del sector bancario español.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**Últimos números publicados:****PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- N.º 135. Crisis, desigualdad económica y mercado de trabajo en España
 N.º 136. Las telecomunicaciones en España

PANORAMA SOCIAL

- N.º 16. Imagen y presencia exterior de España
 N.º 17. La ciudadanía europea en la encrucijada

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 234. Fragmentación del mercado financiero
 N.º 235. Final de la recesión y lenta recuperación

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

- Vol. 2, N.º 4 (2013). Reforming Spain's pension system: Focus on financial sustainability
 Vol. 2, N.º 5 (2013). Spain's private sector deleveraging process: Making the adjustment

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- N.º 62. El análisis de los impuestos indirectos a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares
 N.º 63. Europa, Alemania y España: imágenes y debates en torno a la crisis

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**AÑO 2013**

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

