

Cuadernos

de Información Económica

237

NOVIEMBRE/DICIEMBRE
2013

La expansión internacional de la empresa española



ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La economía española
en el tercer trimestre
de 2013

Perspectivas de las
finanzas públicas

Reestructuración
bancaria: mirando
hacia 2014

Emprendimiento de las
regiones españolas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Gestión fiscal
de los gobiernos
subcentrales en EE.UU.

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Mercado europeo
de derechos de emisión

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Cuadernos

de Información Económica

237

NOVIEMBRE/DICIEMBRE
2013



CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 **La economía española en el tercer trimestre de 2013**
Ángel Laborda y María Jesús Fernández
- 13 **La expansión internacional de la empresa española: luces y sombras**
Esteban García-Canal
- 27 **Los Presupuestos Generales del Estado para 2014: una descripción**
José Félix Sanz-Sanz y Desiderio Romero-Jordán
- 39 **Situación actual y perspectivas de las finanzas públicas españolas**
Carmen López y Salvador Jiménez
- 53 **Reestructuración bancaria, recapitalización y transparencia aumentada: mirando hacia 2014**
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 63 **MARF: perspectivas y riesgos para el nuevo mercado**
Pablo Guijarro y Pablo Mañueco
- 73 **Emprendimiento en las regiones españolas: el impacto de la crisis**
Mercedes Gumbau-Albert y Joaquín Maudos

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 85 **La gestión fiscal de los gobiernos estatales y locales en Estados Unidos. El caso de Detroit en perspectiva**
Lucía Cuadro-Sáez

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- Página 97 **Los efectos económicos del Sistema Europeo de Comercio de Emisiones de Gases de Efecto Invernadero**
Pedro Linares y Pablo Pintos

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 105 **Indicadores económicos**
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 133 **Indicadores sociales**
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 139 **Indicadores financieros**
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la redacción

La economía española continúa con el proceso de ajuste y corrección de los desequilibrios. Se ha avanzado lo suficiente como para hacer posible una estabilización de la demanda interna y la salida de la recesión. No obstante, ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ señalan en su artículo que la economía no se encuentra todavía en condiciones de iniciar un nuevo ciclo expansivo sólido y capaz de generar empleo.

La contribución del sector exterior a la evolución del PIB sigue siendo positiva. El artículo de ESTEBAN GARCÍA-CANAL estudia el papel de las empresas españolas que invierten en el exterior y exportan. A raíz de la crisis, las empresas han reducido sus inversiones directas en el exterior, aunque han redoblado su actividad exportadora, introduciéndose en mercados distintos de los tradicionales. Tanto las operaciones de inversión en el exterior como la actividad exportadora siguen estando muy concentradas en un reducido número de empresas y sectores, lo que ilustra la dualidad existente entre nuestras empresas en cuanto a su competitividad internacional. El autor señala que contar con un abanico de empresas competitivas en la escena internacional ha sido uno de los factores clave que permitió a la economía española esquivar un rescate completo y ayudó a superar algunas de las consecuencias negativas de la crisis. Ahora bien, persisten algunas sombras, asociadas sobre todo al hecho de que el número de empresas verdaderamente competitivas a nivel internacional sea bastante

limitado. España cuenta con empresas líderes en casi todos los campos, y con otras que son competitivas a escala internacional, pero su número no es suficiente.

Uno de los principales ajustes en curso es el de las cuentas de las Administraciones Públicas, tema al que dedicamos dos artículos. En primer lugar, CARMEN LÓPEZ y SALVADOR JIMÉNEZ analizan la situación de las cuentas de todas las Administraciones y sus perspectivas inmediatas. Constatan que los mayores desafíos para el cumplimiento de los objetivos de déficit en 2014 serán para las CC.AA. y la Seguridad Social. Por su parte, JOSÉ FÉLIX SANZ y DESIDERIO ROMERO estiman que la reducción del déficit está siendo más difícil de lo esperado, si bien la estabilización de las variables macroeconómicas podría ayudar en el proceso de consolidación fiscal. Con todo, no se aprecian riesgos de desviaciones significativas respecto del objetivo de un déficit de 5,8% del PIB.

La reforma del sistema financiero ocupa también dos artículos en este número. SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ explican los desarrollos recientes en el sector bancario español. Todas las medidas previstas en el Memorandum de Entendimiento (MoU) se han puesto en marcha, y es importante destacar que los esfuerzos más recientes corresponden a algunos ejercicios de transparencia aumentada que representan un punto de partida ideal para hacer frente a la evaluación integral del Banco Central Europeo el próximo año.

Una reforma complementaria a la financiera es la creación del nuevo Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que puede ayudar a proporcionar alivio ante la contracción del canal crediticio bancario tradicional. Según el trabajo de PABLO GUIJARRO y PABLO MAÑUECO el MARF, creado en octubre 2013, es una plataforma de negociación de instrumentos financieros de empresas que no cotizan en un mercado secundario oficial. Si tiene éxito, en una primera fase podría canalizar hacia las empresas grandes no cotizadas entre 1.000 y 1.300 millones de euros. Es una cifra modesta, pero equivalente en términos de PIB a la que se canalizó por esta vía en Alemania, Noruega o Francia.

Durante la crisis se han creado en España unas 330.000 empresas por año a pesar de que se ha destruido un número mayor. Una pregunta relevante en el caso de la economía española es si existen diferencias en la tasa de emprendimiento de las Comunidades Autónomas. Para responderla, MERCEDES GUMBAU y JOAQUÍN MAUDOS comparan el comportamiento de los emprendedores en el periodo de expansión (2000-2007) y de crisis (2008-2011), así como entre empresas de distinto tamaño y sectores según su intensidad tecnológica. Los resultados muestran el fuerte impacto de la crisis sobre la tasa de emprendimiento de todas las Comunidades Autónomas, pero especialmente de aquellas tradicionalmente más emprendedoras (Baleares, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana).

En nuestra sección de Economía Internacional ofrecemos un trabajo de LUCÍA CUADRO-SÁEZ que analiza, para el caso de los Estados Unidos, la gestión de las finanzas públicas y la resolución de los problemas fiscales creados por la crisis económica a nivel regional y local. Se describen los mecanismos que existen para evitar las situaciones de emergencia, lo que las hace relativamente infrecuentes. No obstante, cuando se materializan, la resolución suele incluir la renegociación de las deudas, además de recortes drásticos de gastos de los gobiernos subcentrales.

Para concluir el presente número de *Cuadernos de Información Económica*, presentamos los primeros resultados de una línea de investigación que PEDRO LINARES y PABLO PINTOS están realizando con apoyo de la Fundación sobre el funcionamiento y las posibles reformas del mercado europeo de derechos de emisión de CO₂.

* * *

El pasado 7 de octubre falleció D. Julio Alcaide Inchausti (1921-2013) que dedicó su larga vida profesional al estudio de la economía española. En Funcas colaboró en numerosas publicaciones, en particular con *Cuadernos de Información Económica* y contribuyó a la creación del gabinete de estadística regional. Queremos dejar constancia en estas páginas de nuestro reconocimiento y gratitud.

La economía española en el tercer trimestre de 2013

Ángel Laborda y María Jesús Fernández*

La economía española salió técnicamente de la recesión en el tercer trimestre de 2013, en el que registró un crecimiento del 0,1%. Pero esto no significa que la crisis haya sido superada. El proceso de ajuste aún no ha finalizado, como pone de manifiesto la reducida tasa de inflación, la continuación de la caída de los precios de los activos inmobiliarios y de los salarios, la restricción crediticia, o la aceleración de los procesos de generación de excedentes financieros por parte de hogares y empresas, destinados a la reducción de su endeudamiento. Asimismo, las AA.PP. aún tienen que completar un importante ajuste presupuestario

El mínimo avance del tercer trimestre ha sido posible por un ligero crecimiento del consumo privado y, sobre todo, de la inversión en bienes de equipo, aunque la inversión en construcción sigue contrayéndose, al igual que, probablemente, el consumo público. El resultado final de todo ello ha sido una moderación de la caída de la demanda interna, cuya aportación negativa al crecimiento del PIB ya puede ser contrarrestada por la aportación positiva del sector exterior. Se puede decir que el proceso de ajuste y corrección de los desequilibrios ha avanzado lo suficiente como para hacer posible una estabilización de la demanda interna y la salida de la recesión, pero no lo suficiente como para que pueda darse por finalizada la crisis y la economía se encuentre en condiciones de iniciar un nuevo ciclo expansivo sólido y capaz de generar empleo.

Contexto exterior débil

El crecimiento de la economía mundial podría haberse acelerado en el tercer trimestre, aunque sigue siendo modesto. El índice PMI mundial compuesto se elevó desde una media de 52 en el periodo abril-junio, hasta 54,2 en el tercer trimestre, el nivel más elevado en seis trimestres. Las perspectivas para las economías

desarrolladas han mejorado, aunque siguen apuntando a tasas de crecimiento moderadas, mientras que el contexto en las economías emergentes sigue siendo de escaso dinamismo, sobre todo si comparamos sus registros con los de años anteriores.

En Estados Unidos el índice ISM manufacturero del periodo julio-septiembre registró una sensible

* Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas.

mejoría hasta 55,8, desde una media de 50,2 en el trimestre anterior, aunque la evolución del empleo ha sido algo decepcionante, con una creación de puestos de trabajo inferior a la de los trimestres anteriores. Las dificultades políticas para prorrogar el presupuesto y ampliar el techo de endeudamiento se saldaron con el cierre de parte de la Administración federal durante dos semanas, aunque no parece que esto haya tenido un gran impacto sobre la economía, ni se reflejó tampoco en un especial tensionamiento de las rentabilidades de la deuda pública. Aunque esta cuestión no está resuelta (la prórroga presupuestaria vence a mediados de enero y la del techo de deuda a principios de febrero), no genera especial inquietud en los mercados financieros internacionales, que parecen dar por descontada la llegada a acuerdos en el último momento.

China aceleró su crecimiento intertrimestral en el tercer trimestre hasta un 2,2%, la tasa más elevada desde el segundo trimestre de 2012, aunque en términos interanuales su ritmo de crecimiento continúa por debajo del 8%, y no se espera el retorno a tasas de dos dígitos. En América Latina también se ha producido, en general, una mejoría, aunque desde tasas de crecimiento modestas, si las comparamos con las registradas en los últimos años.

En cuanto a la zona del euro, el índice PMI compuesto se situó en el tercer trimestre en 51,4, por encima de la barrera de 50 por primera vez en nueve trimestres, mientras que el índice de sentimiento económico ascendió hasta 94,9, el nivel más elevado desde principios de 2012. Así pues, todo apunta a que la recuperación iniciada en el segundo trimestre ha tenido continuidad en el tercero, en buena medida gracias al alejamiento de la crisis de la deuda soberana, que ha favorecido el retorno de la confianza hacia las economías periféricas. No obstante, la tasa de paro aumentó ligeramente desde un 12,1% hasta un 12,2%.

La economía española salió de la recesión en el tercer trimestre

El PIB avanzó un 0,1% en el tercer trimestre del año, el primer crecimiento tras nueve trimestres

consecutivos de retrocesos. Esto significa que técnicamente ha sido superada la recesión, aunque dada la escasa magnitud del avance, y teniendo en cuenta que las cifras de PIB nunca deben ser tomadas como medidas exactas sino más bien como aproximaciones, deberíamos hablar de una estabilización de la economía más que de la salida de la recesión. En todo caso, las tendencias que apuntan los indicadores parecen confirmar que la economía se encuentra en una senda de suave recuperación, aunque el inicio de un nuevo ciclo expansivo aún es lejano.

Las tendencias que apuntan los indicadores parecen confirmar que la economía se encuentra en una senda de suave recuperación, aunque el inicio de un nuevo ciclo expansivo aún es lejano.

No se conoce la composición del crecimiento observado en el tercer trimestre, pero se puede anticipar una aportación de la demanda nacional algo menos negativa que en el trimestre anterior, y una aportación del sector exterior semejante a la del periodo precedente.

Los indicadores de consumo, muchos de los cuales ya presentaban tasas de crecimiento intertrimestrales positivas en el segundo trimestre, en general han seguido creciendo en el tercero, como las matriculaciones de automóviles de particulares –aunque su evolución está influida por los incentivos del Gobierno (plan PIVE)–, las pernoctaciones en hoteles por parte de residentes en España, o las ventas minoristas, que incluso aceleraron su crecimiento. Por otra parte, el indicador de confianza de los consumidores presentó una clara mejoría en el tercer trimestre, mientras que el índice de confianza del comercio minorista ascendió hasta alcanzar el mejor resultado desde el tercer trimestre de 2006 (gráficos 1.1 y 1.2). Todo apunta, por tanto, a que la tendencia favorable que presentó el consumo en la primera mitad del año, en la que registró una rápida estabilización tras la abrupta caída sufrida a finales de 2012, se ha mantenido en el tercer trimestre, en el que podría haber crecido levemente.

Con respecto a la inversión en bienes de equipo, la positiva evolución que presentó esta variable en los dos primeros trimestres del año parece haberse mantenido en el tercero. Aunque los indicadores relacionados con esta variable presentan una gran irregularidad, su tendencia es claramente ascendente, con tasas de crecimiento positivas tanto en las matriculaciones de vehículos de carga, como en el índice de disponibilidades de bienes de equipo y en las ventas de grandes empresas de bienes de

equipo, aunque no hay información completa para el conjunto del trimestre (gráficos 1.3 y 1.4).

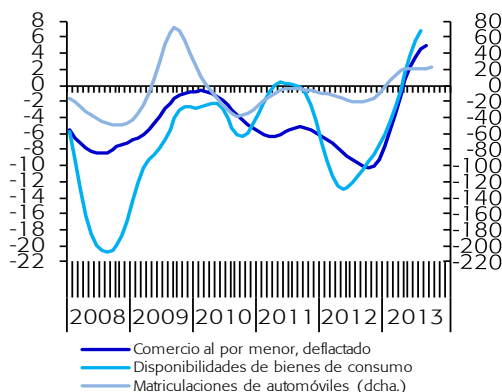
En cuanto a la inversión en construcción, en lo que se refiere a la obra pública, las cifras de licitación oficial registraron una sensible ralentización de su caída interanual a lo largo de los dos primeros trimestres del año, e incluso un crecimiento interanual en el tercero. Por otra parte, los visados de obra nueva en vivienda también han suavizado

Gráfico 1

Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo

1.1 - Indicadores de consumo (I)

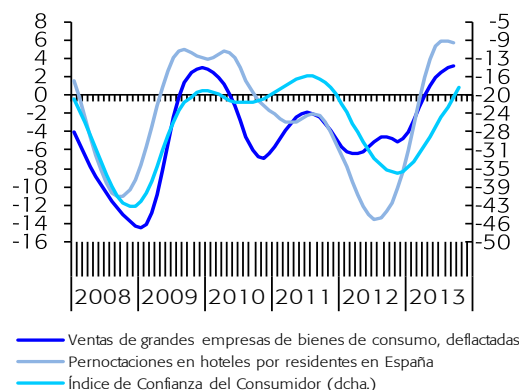
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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

1.2 - Indicadores de consumo (II)

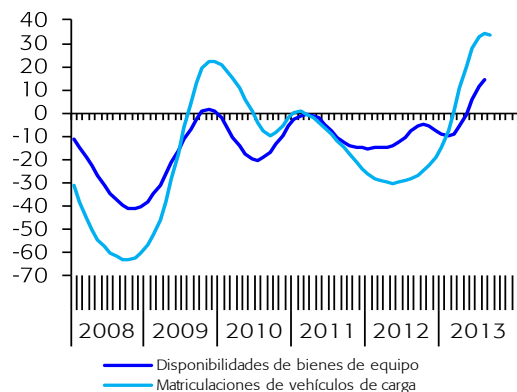
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

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

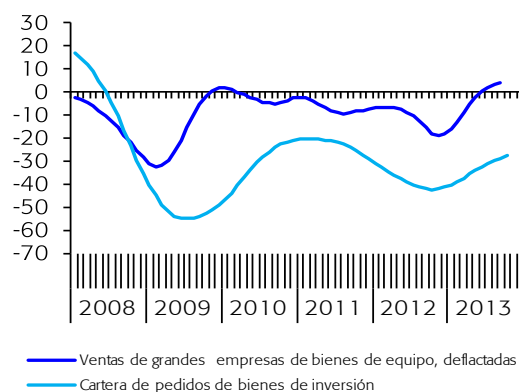
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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.

su caída, lo que podría estar anticipando una evolución menos negativa de la construcción residencial. La actividad inmobiliaria sigue deprimida, sin ningún indicio de moderación en la caída de las ventas de viviendas ni de los precios, que todavía no han tocado fondo (gráfico 2.6). Estos últimos acumulan, desde sus máximos, un descenso de casi el 37% según las cifras del INE, y del 29%, según datos del Ministerio de Fomento.

En suma, en el tercer trimestre la demanda interna registró un crecimiento todavía negativo, pero más elevado que en el trimestre anterior, resultado de un ligero crecimiento del consumo privado y de la inversión en equipo, contrarrestado por el descenso de la inversión en construcción, y, cabe pensar, en el consumo público, aunque no hay información relativa a este último.

Las exportaciones de bienes a precios constantes de julio y agosto (la media de los dos meses) descendieron en comparación con la media del segundo trimestre, en el cual tuvo lugar un notable repunte. Si se elimina adecuadamente la irregularidad característica de este indicador, obtenemos una señal de su crecimiento tendencial, que en la media de julio y agosto fue del 5,5% en comparación con el periodo abril-junio.

Con respecto a las importaciones de bienes (también a precios constantes), sufrieron un significativo repunte intertrimestral en los dos primeros trimestres del año, superior al crecimiento de las exportaciones, que fue seguido de un descenso en la media de julio y agosto, de tal modo que su tendencia, eliminando la irregularidad, ya es creciente. Además, en la media de julio y agosto el ritmo de dicho crecimiento tendencial fue del 6,2%, superior, por tanto, al de las exportaciones, lo cual no sucedía desde finales de 2007 (gráfico 3.1). Esto se explica por el efecto de la estabilización de la demanda interna, que, al frenar su descenso, ha dejado de retraer el avance de las importaciones, que crecen impulsadas por las exportaciones, a las cuales se hallan estrechamente ligadas. No obstante, aún es pronto para saber si esto representa un cambio de tendencia permanente en la evolución relativa de estas dos variables.

El ritmo de crecimiento tendencial de las importaciones fue del 6,2%, superior, por tanto, al de las exportaciones, lo cual no sucedía desde finales de 2007.

En cuanto a los indicadores de actividad industrial, los resultados que ofrecen los diferentes indicadores son mixtos, aunque la tendencia es en todos los casos a mejor: el índice de producción industrial registró una variación prácticamente nula en julio-agosto en comparación con el segundo trimestre, mientras que las ventas de las grandes empresas de bienes industriales descendieron, si bien a una tasa más moderada que en el trimestre precedente, y la cifra de negocios deflactada registró un crecimiento por primera vez en varios trimestres. El empleo en el sector, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, moderó su caída, y el índice PMI medio del periodo julio-septiembre se elevó ligeramente por encima del valor de 50, nivel a partir del cual indica un aumento de la actividad. También ha sido significativa la mejoría experimentada por el índice de confianza industrial en el mismo periodo. La actividad en el sector, en conclusión, podría haber registrado un modesto crecimiento (gráficos 2.1 y 2.2).

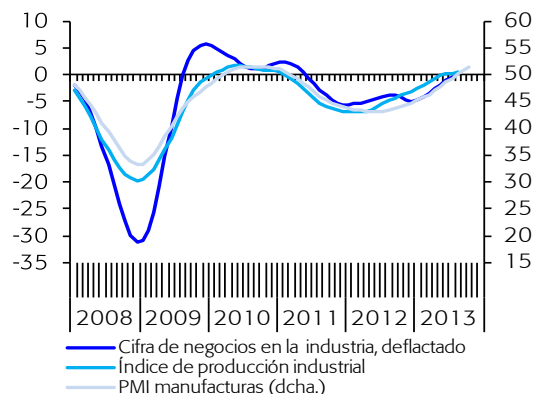
En la construcción, los indicadores de actividad como el consumo de cemento o la producción de materiales de construcción tienden a frenar sus caídas, al igual que el número de afiliados a la Seguridad Social, aunque el índice de confianza ha empeorado en el conjunto del tercer trimestre (gráfico 2.5).

Con respecto a los servicios, la mayoría de indicadores, como el índice de actividad en el sector, el transporte de viajeros, las pernoctaciones en hoteles, la entrada de turistas o el gasto turístico, apuntan, en general, a un crecimiento en el tercer trimestre, que en buena medida se explica por la excelente temporada turística. El índice de confianza repuntó en el conjunto del periodo hasta el mayor valor desde que empezó la crisis, y el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector incluso registró un ligero crecimiento intertrimestral (gráficos 2.3 y 2.4).

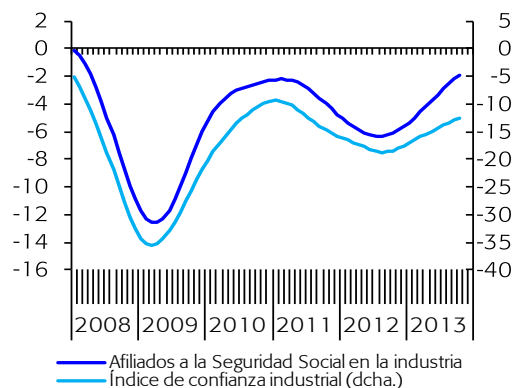
Gráfico 2

Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

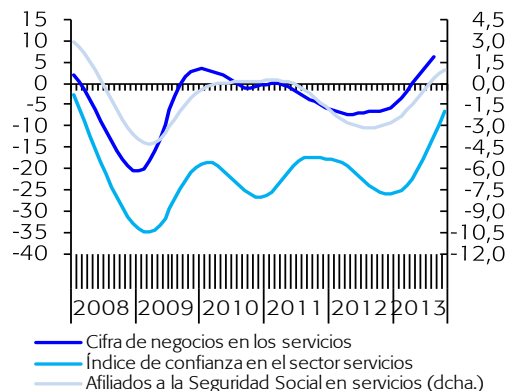
2.1 - Indicadores de actividad en la industria (I)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3),
e índice, series suavizadas



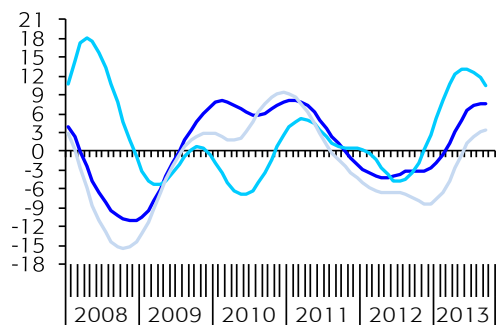
2.2 - Indicadores de actividad en la industria (II)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3),
e índice, series suavizadas



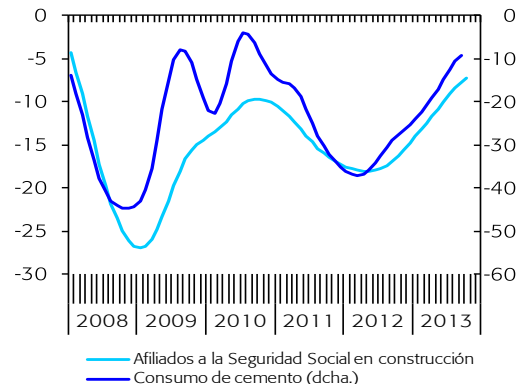
2.3 - Indicadores de servicios (I)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3),
e índice, series suavizadas



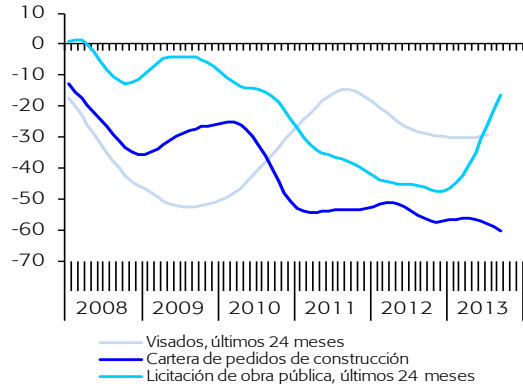
2.4 - Indicadores de servicios (II)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3),
series suavizadas



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



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

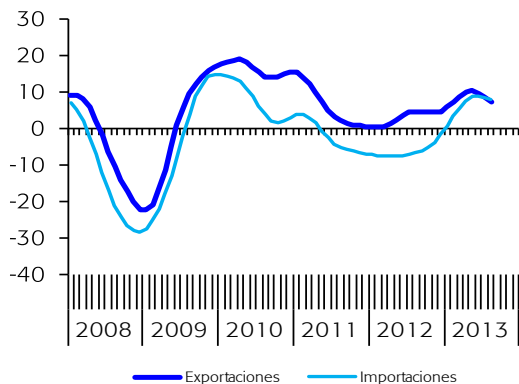


Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, Ministerio de Industria, Ministerio de Fomento, INE, Aena, Markit Economics Ltd., Oficemen y Funcas.

Gráfico 3

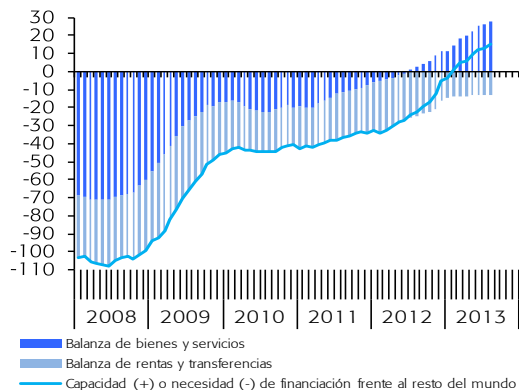
Sector exterior

3.1 - Exportaciones/importaciones a precios constantes (aduanas)
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía y Funcas.

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



Fuente: Banco de España.

La tendencia a la ralentización de la caída del empleo (gráficos 4.1 a 4.4) se mantuvo en el tercer trimestre. La ocupación, según las cifras de la Encuesta de Población Activa, descendió un 1,1% (en tasa anualizada) con respecto al trimestre anterior. No obstante, este resultado está algo sesgado por el comportamiento fuertemente irregular del empleo agrícola, pese a que apenas representa el 4% del empleo total. Si excluimos dicho sector para obtener una señal más representativa de la tendencia real, el resultado es una caída del empleo de tan solo unas 8.500 personas, lo que supone un ritmo de descenso notablemente inferior al del segundo trimestre, en el que la reducción del empleo, en estos mismos términos, fue de 76.000. Si además, excluimos el empleo del sector público, que se encuentra inmerso en su propio proceso de ajuste, el resultado final es un ligero crecimiento del empleo privado no agrícola. Por otra parte, cabe destacar que el empleo que cae es el asalariado de carácter indefinido, mientras que el empleo temporal ha crecido en los dos últimos trimestres, lo que apuntaría a un fracaso de la reforma laboral en lo que se refiere a la superación de uno de los rasgos más dañinos del

mercado laboral español, que es la segmentación derivada de la elevada tasa de temporalidad.

Si excluimos el empleo del sector público, que se encuentra inmerso en su propio proceso de ajuste, el resultado es un ligero crecimiento del empleo privado no agrícola.

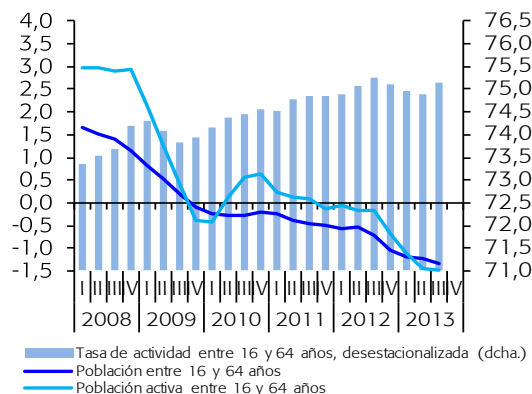
El incremento del desempleo se ha frenado notablemente, de modo que, desde hace varios trimestres, es inferior a la caída del empleo. Esto se explica, no por un descenso de la tasa de actividad —la cual, por el contrario, aumentó en el tercer trimestre de este año—, sino por la reducción de la población activa, derivada, a su vez, del descenso de la población en edad de trabajar. La tasa de paro desestacionalizada se elevó una décima porcentual en el tercer trimestre hasta el 26,5%.

En conclusión, la tendencia a la estabilización de la economía que se observa desde el primer trimestre

Gráfico 4

Mercado de trabajo**4.1 - Oferta de empleo**

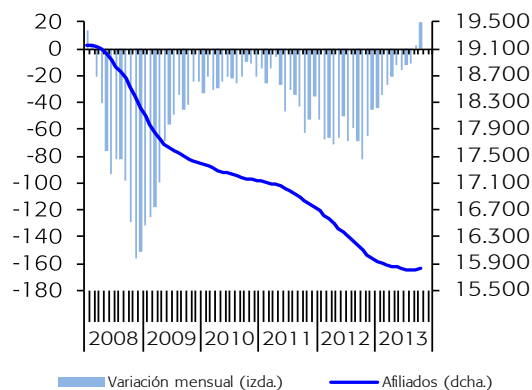
Variación interanual en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

Miles, cifras desestacionalizadas



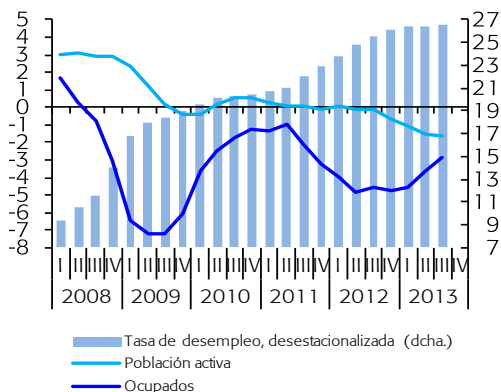
Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

de este año ha continuado en el tercer trimestre, en el que incluso la actividad ha comenzado a crecer, apoyada en el sector servicios –impulsado en gran medida por el turismo– y en una tímida recuperación de la actividad industrial.

La tasa de inflación de los precios al consumo ha mantenido una tendencia acusadamente descendente desde el mes de junio, en el que se situó en el 2,1%, hasta octubre, en el que el resultado fue del -0,1%. Son varios los motivos de este descenso: la cancelación de diversos efectos esca-

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

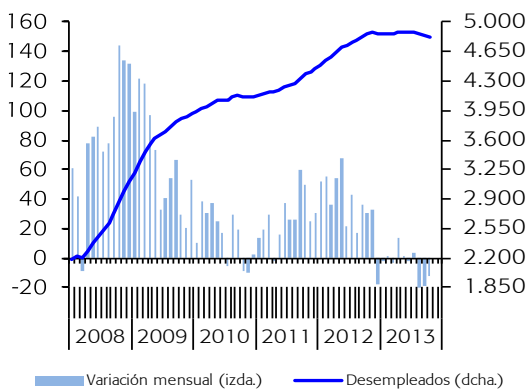
Variación interanual en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.4 - Desempleo registrado

Miles, cifras desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

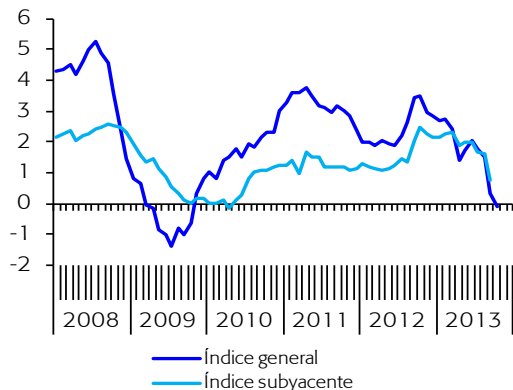
lón derivados de la introducción el año pasado de diversas medidas destinadas a contener el déficit público con impacto en los precios finales al consumo –entre ellas la subida del IVA–, la fuerte caída en septiembre y octubre de este año de los precios de algunos alimentos no elaborados y la ausencia de tensiones inflacionistas estructurales tanto por el lado de la demanda –a causa de la debilidad del consumo, ya que pese a su mejoría aún está lejos de presionar los precios al alza– como por el lado de la oferta –por la caída de los costes laborales unitarios– (gráficos 5.1 y 5.2).

Gráfico 5

Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios al consumo

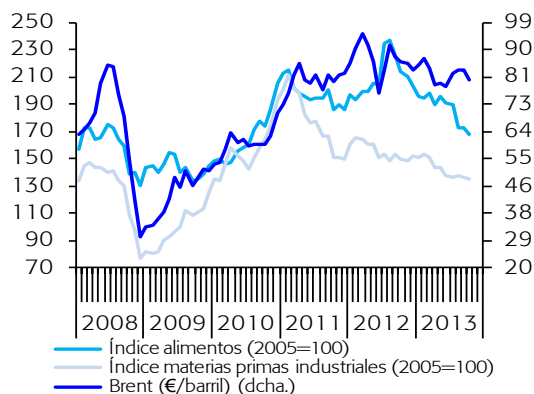
Variación interanual en %



Fuente: INE (IPC).

5.2 - Precios materias primas

Euros e índice



Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

Continúa el proceso de corrección del desequilibrio exterior y financiero

La balanza de pagos por cuenta corriente ha cambiado de signo y presenta superávit por primera vez desde 1997. El saldo acumulado entre enero y agosto ascendió a 2,6 miles de millones de euros, frente a -15,3 miles de millones en el mismo periodo del año pasado. Esto se debe a que la balanza comercial de bienes y servicios ha comenzado a registrar superávit (gracias al descenso del déficit de bienes y el aumento del superávit de servicios), y al menor déficit de la balanza de rentas. El excedente de la balanza por cuenta corriente sumado al de la balanza de capital da como resultado una capacidad de financiación positiva por valor de 7,7 miles de millones de euros hasta agosto, frente a una necesidad de financiación de 12,2 miles de millones en el mismo periodo de 2012.

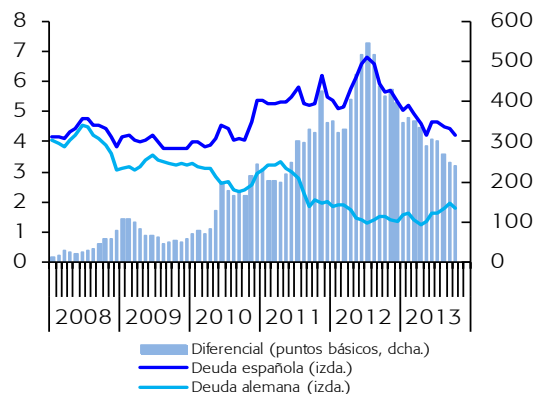
La balanza financiera también ha experimentado un vuelco importante. La inversión directa extranjera hasta agosto se ha duplicado en comparación con el mismo periodo del año pasado. No obstante, los flujos de entrada de inversiones de cartera, tras registrar un repunte en los últimos

meses de 2012 y primeros de 2013, han vuelto otra vez a presentar un signo negativo. Algo semejante ha sucedido con los flujos del capítulo de otras inversiones, aunque en este caso el saldo neto es superavitario debido al retorno de inversiones españolas en el exterior. Como resultado de todo lo anterior, el saldo conjunto de la balanza financiera excluyendo el Banco de España fue excedentario en una cuantía de 36,8 miles de millones de euros, frente a un saldo de -254 miles de millones entre enero y agosto de 2012.

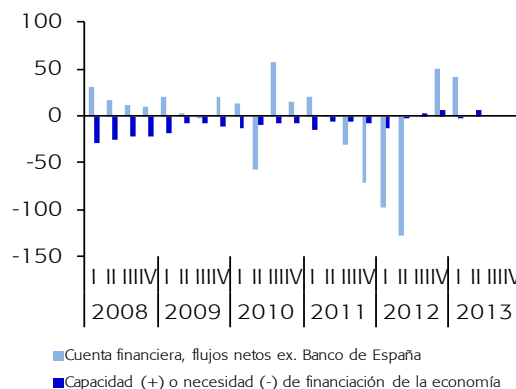
La difícil situación de restricción financiera frente al exterior que vivió la economía española durante los momentos más duros de la crisis de la deuda externa parece, por tanto, haber quedado atrás, lo que se refleja no solo en las cifras de la cuenta financiera de la balanza de pagos, sino también en la continuación de la tendencia descendente de la rentabilidad de la deuda española y de su prima de riesgo (gráficos 6.1 y 6.2).

La difícil situación de restricción financiera frente al exterior que vivió la economía española durante los momentos más duros de la crisis de la deuda externa parece haber quedado atrás.

Gráfico 6

Indicadores financieros**6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años**
Porcentaje y puntos porcentuales

Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Balanza de pagos
Miles de millones de euros

Fuente: Banco de España.

Desde el punto de vista del equilibrio entre ahorro e inversión, la capacidad de financiación de la economía española ha procedido del aumento de la tasa de ahorro nacional, que en el segundo trimestre de 2013 fue del 19,5% del PIB (media móvil de cuatro trimestres), y del descenso de la tasa de inversión hasta el 18,8% del PIB. A finales de 2012 estas tasas se hallaban respectivamente en el 18,5% y el 19,8% (gráfico 7.1).

En el caso de los hogares, el ahorro aumentó en los dos primeros trimestres de este año, lo que supone un cambio de tendencia con respecto a la evolución descendente que había mantenido esta variable hasta el cuarto trimestre de 2012. Dicho ascenso ha resultado de una caída de la renta disponible bruta inferior a la registrada por el consumo. Si a este ahorro creciente de los hogares se le resta una inversión en descenso, el resultado es un incremento de la capacidad de financiación de estos hasta el 3% del PIB.

Este excedente financiero ha permitido avanzar en la reducción del endeudamiento de los hogares, y por tanto en la corrección de uno de los desequilibrios más destacados generados durante la etapa de crecimiento. Este ajuste no comenzó realmente, en el caso de los hogares, hasta mediados de 2010,

pero desde entonces ha adquirido una intensidad creciente. De este modo, en el segundo trimestre de 2012, la deuda de los hogares en relación al PIB representaba un 79,9% frente a un máximo del 87,4% alcanzado a mediados de 2010.

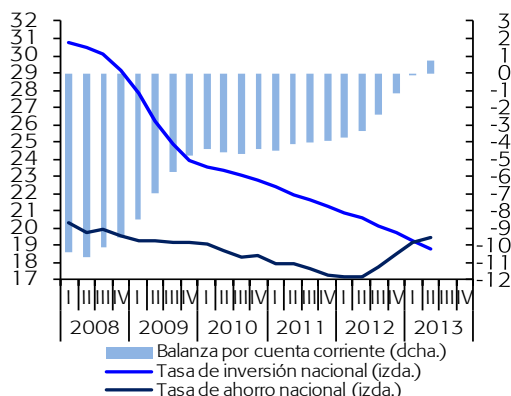
Con respecto a las sociedades no financieras, el crecimiento de su ahorro se aceleró notablemente en los dos primeros trimestres de este año hasta situarse en el 14,7% del PIB (la media móvil de cuatro trimestres), dos puntos porcentuales por encima del nivel registrado al final de 2012. Dicho avance fue posible fundamentalmente gracias a la caída de las remuneraciones salariales y de los intereses pagados por las empresas. Esto unido a la aceleración de la caída de la formación bruta de capital fijo nominal (que refleja un acusado descenso de su deflactor, ya que en términos reales la caída interanual de esta variable en los dos primeros trimestres de este año se suavizó) ha dado lugar a un fuerte incremento de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras hasta el 3,9% del PIB.

Al igual que los hogares, las sociedades no financieras aprovecharon ese excedente para acelerar el proceso de desendeudamiento en el que se hallan inmersas, situando en el segundo

Gráfico 7

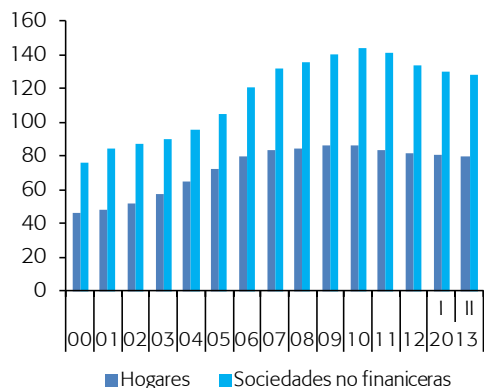
Desequilibrios financieros

7.1 - Ahorro nacional, inversión nacional y Balanza de pagos por cuenta corriente
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



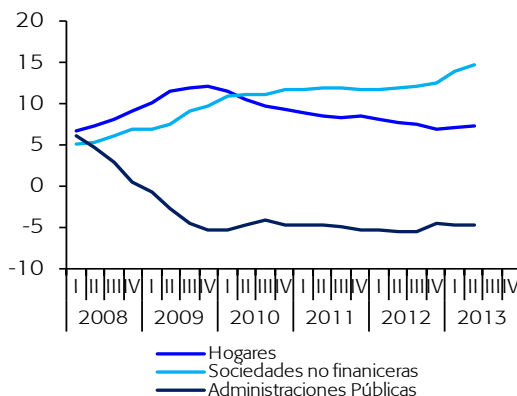
Fuente: INE.

7.3 - Deuda bruta
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



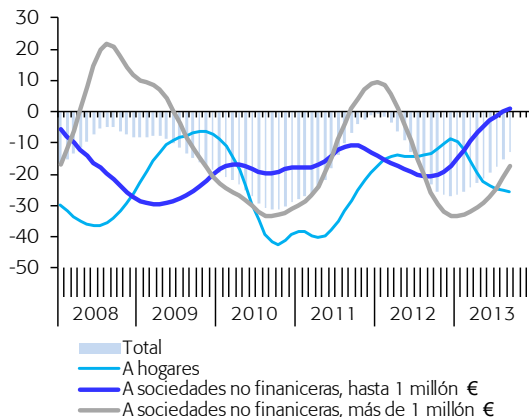
Fuentes: Banco de España (Cuentas Financieras).

7.2 - Tasas de ahorro
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE e IGAE.

7.4 - Crédito nuevo
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Banco de España y Funcas.

trimestre su tasa de endeudamiento en el 128,3% del PIB, 16 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado también a mediados de 2010 (gráficos 7.2 y 7.3).

Las Administraciones Públicas redujeron su necesidad de financiación desde un 6,8% del PIB (excluyendo las pérdidas derivadas del rescate a las entidades financieras) en 2012, hasta un 6,7% en el segundo trimestre de 2013 (en medias móviles de cuatro trimestres). Esto fue el resultado de

un incremento de los recursos totales y un descenso de los gastos totales. Sin embargo, los recursos corrientes se redujeron, y los gastos corrientes aumentaron, de modo que el ahorro de las AA.PP. se ha vuelto más negativo: un -4,6% del PIB en el segundo trimestre de este año, una décima porcentual menos que en 2012. La deuda de las AA.PP., según el Protocolo de Déficit Excesivo, ascendía en el segundo trimestre de 2013 al 92,3% del PIB, lo que supone un incremento de 6,3 puntos porcentuales con respecto al final de 2012.

Los recursos corrientes se redujeron, y los gastos corrientes aumentaron, de modo que el ahorro de las AA.PP. se ha vuelto más negativo: un -4,6% del PIB en el segundo trimestre de este año, una décima porcentual menos que en 2012.

El saldo vivo de crédito al sector privado ha seguido contrayéndose, aunque a una tasa que tiende a desacelerarse: en agosto se redujo un 5,1% interanual frente a una caída del 5,9% en mayo. Dicha tendencia es más visible en el crédito nuevo a empresas y hogares, que en el tercer trimestre descendió un 13% intertrimestral en tasa anualizada,

frente a un retroceso del 20,5% en el trimestre anterior. Incluso, en el caso del crédito nuevo a empresas no financieras inferior a un millón de euros, se registró un crecimiento intertrimestral del 4,9%, aunque es pronto para saber si dicho avance tendrá continuidad en los próximos trimestres. En cualquier caso, esto indica que la situación de restricción crediticia, aunque sigue presente, comienza ya a suavizarse (gráfico 7.4).

En conclusión, los procesos de ajuste aún siguen en marcha. La demanda interna sigue muy débil y la capacidad de crecimiento de la economía seguirá siendo muy reducida durante algún tiempo, pese a la favorable evolución de las exportaciones.

La expansión internacional de la empresa española: luces y sombras

Esteban García-Canal*

A raíz de la crisis, las empresas españolas han reducido sus inversiones directas en el exterior, aunque han redoblado su actividad exportadora, introduciéndose en mercados distintos de los tradicionales. Tanto las operaciones de inversión en el exterior como la actividad exportadora siguen estando muy concentradas en un reducido número de empresas y sectores, lo que ilustra la dualidad existente entre las empresas españolas en cuanto a su competitividad internacional.

En un intento por conservar su posición competitiva en el entorno resultante de la crisis financiera, las empresas españolas se han visto forzadas a reducir sus inversiones directas en el exterior y a incrementar sus exportaciones. La inversión extranjera en España se ha visto menos afectada, gracias al gradual restablecimiento de la confianza en España y al aprovechamiento de las oportunidades por parte de los inversores. Las operaciones de implantación exterior siguen estando geográficamente muy concentradas en Europa y Latinoamérica, y continúan dependiendo de un número reducido de grandes empresas que operan en los sectores de servicios regulados e infraestructuras. Las exportaciones, tras sufrir un bache justo después de la crisis, se han recuperado con gran rapidez y actualmente registran máximos históricos. Por desgracia, al igual que sucede con la inversión directa en el exterior, la actividad exportadora sigue dominada por un puñado de grandes exportadores de un ramillete de sectores, si bien las empresas están empezando a abrir el abanico de destinos geográficos de sus exportaciones.

La crisis financiera de 2008 ha alterado radicalmente no solo la expansión corporativa de la empresa española sino también el paisaje competitivo al que se enfrenta. La acusada contracción de la demanda interna, la restricción del crédito y el ascenso de las multinacionales de los mercados emergentes, entre otros factores, pusieron en cuestión las políticas de inversión, las estrategias

corporativas e incluso los modelos de negocio de la mayoría de las empresas españolas hasta entonces. En cuanto a la actividad internacional de las empresas españolas, el efecto más inmediato de la crisis financiera fue la abrupta reducción de la inversión directa en el exterior a partir de 2008 y el declive de las exportaciones en 2009. No obstante, la crisis financiera también ha servido para sensibi-

* Universidad de Oviedo.

lizar a las empresas sobre la importancia de estar presente en los mercados exteriores para explotar o mejorar sus ventajas competitivas, y para reducir al mismo tiempo su dependencia del mercado nacional. Como consecuencia, las entidades más competitivas y dinámicas han reaccionado a los retos planteados por el nuevo escenario competitivo ajustando su cartera de inversiones directas en el exterior y/o aumentando su propensión a la exportación. De hecho, las perspectivas de crecimiento de la economía española dependen hoy en gran medida de la competitividad de este grupo de empresas. Para ilustrar esta situación y sus perspectivas futuras, el presente artículo analiza los datos más recientes sobre actividad internacional de la empresa española. En un primer apartado se estudia la expansión llevada a cabo a través de la inversión directa en el exterior, dedicándose el segundo capítulo a la exportación. El artículo se cierra con la presentación de las conclusiones.

Actividad de inversión directa en el exterior

La expansión internacional de la empresa española a través de la inversión directa en el exterior

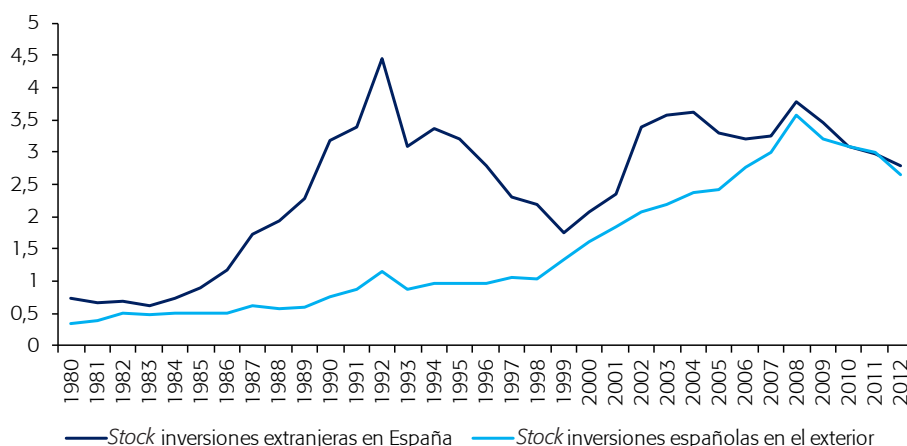
desde finales de la década de los ochenta constituye un ejemplo típico de "internacionalización acelerada"¹. El gráfico 1 muestra la evolución del valor del *stock* de inversiones extranjeras recibidas en España y del *stock* de la inversión española en

En un nuevo escenario competitivo, la importancia de España como país emisor y como país receptor de inversiones directas ha menguado sustancialmente a partir de 2008.

el exterior desde 1980, medidos como porcentaje del total mundial. Tal como cabría esperar, la apertura de la economía española durante la década de los ochenta abonó el terreno para la llegada de la inversión extranjera a España, más que para la inversión española en el exterior, dada la diferencia de competitividad entre las empresas españolas y sus rivales internacionales. Sin embargo, una vez que las empresas españolas mejoraron su competitividad internacional, su peso en el *stock* mundial de inversiones directas en el exterior comenzó a aumentar progresivamente, exceptuando un ligero retroceso en 1993. En este gráfico también se observa cómo a partir de 2008, en un nuevo

Gráfico 1

Stock de inversiones directas hacia y desde España, como porcentaje del total mundial

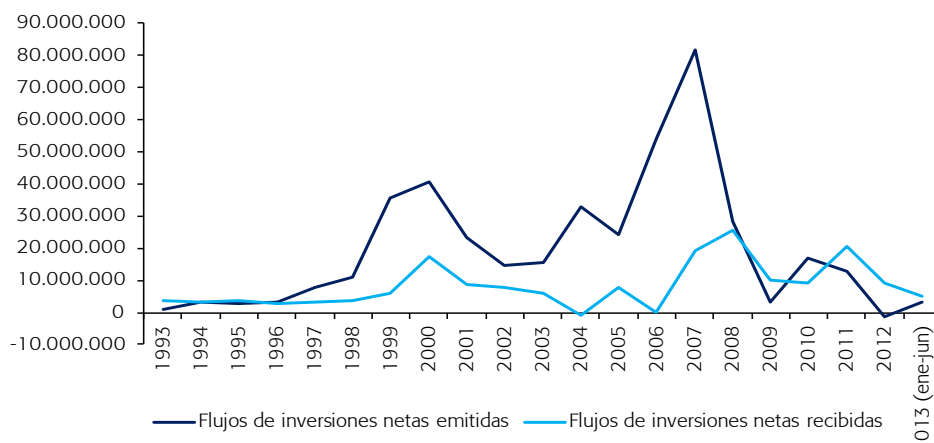


Fuente: UNCTAD.

¹ Para más detalles puede consultarse Guillén, M. y García-Canal, E., *The New Multinationals: Spanish Firms in a Global Context*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.

Gráfico 2

Flujos de inversión directa neta recibida y emitida por España (en miles de euros corrientes)



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Economía y Competitividad.

escenario competitivo, la importancia de España como país emisor y como país receptor de inversiones directas ha menguado sustancialmente.

Pese a que la reducción del peso de España en el *stock* total de inversión acumulada en el exterior puede asociarse a la aparición de nuevos actores en la escena económica internacional procedentes de los mercados emergentes², su causa más directa tiene que ver con la caída de los flujos netos de inversión directa tanto hacia como desde España. El gráfico 2 muestra la evolución de los flujos netos de inversión hacia y desde España, tomando como fuente las estadísticas oficiales elaboradas por el Ministerio de Economía y Competitividad español. En dicho gráfico se aprecia que entre 1996 y 2008, España acumuló una posición

de inversor neto (diferencia positiva entre flujos inversores emitidos y recibidos). Esa tendencia se rompe coincidiendo con la crisis financiera y, a partir de 2007, el flujo inversor neto hacia el exterior se desploma hasta hacerse negativo en 2012.

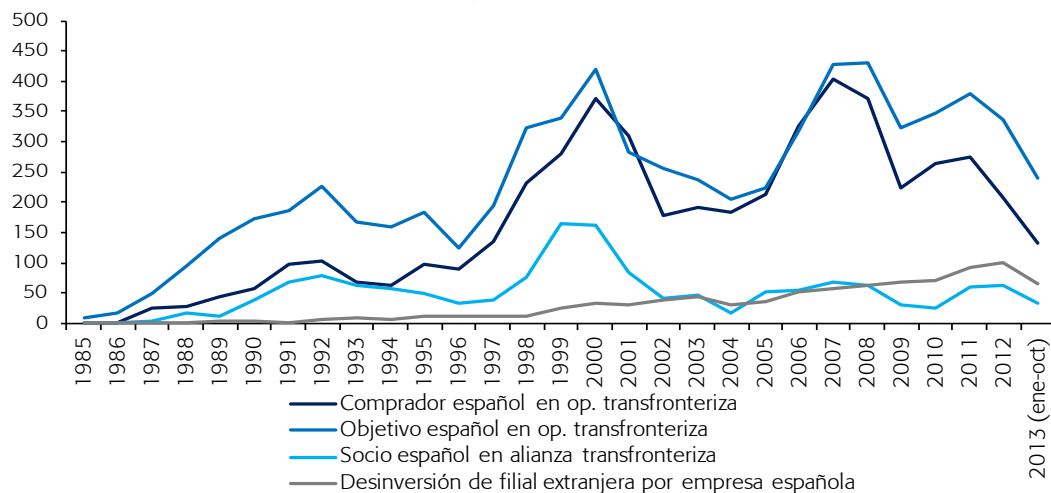
No obstante, las estadísticas oficiales de inversión directa en el exterior solo aportan flujos cuantitativos agregados, sin desglosar datos a nivel de las empresas individuales, por lo que no sabemos cuántas operaciones componen el volumen agregado de los flujos de inversión directa en el exterior. Para superar esta limitación, una estrategia consiste en complementar dicha información con bases de datos que desagregan la información a nivel de las empresas. Una de dichas bases de datos es Thomson Reuters SDC Platinum³, la cual

² Véase Guillén, M. y García-Canal, E., *Emerging Markets Rule: The Growth Strategies of the New Global Giants*, McGraw-Hill Professional, 2013.

³ La base de datos SDC recoge fusiones y a adquisiciones así como alianzas estratégicas llevadas a cabo en todo el mundo. Aunque su grado de cobertura no es exhaustivo, presenta los mismos sesgos de un año a otro, por lo que su uso resulta adecuado a efectos de comparaciones interanuales. Otra limitación es que la SDC no incluye las inversiones realizadas desde cero (*greenfield*). La única base de datos que presenta información desglosada a nivel de las empresas para cada modo de entrada es la Base Sistemática de Operaciones Internacionales, pero la serie histórica se interrumpe en 2010. Véase Guillén, M. y García-Canal, E., "La expansión internacional de la empresa española: una nueva base de datos sistemática", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, n.º 839, pp. 23-34, 2007. Véase asimismo García-Canal, E., Guillén, M. y Valdés, A., "La internacionalización de la empresa española. Perspectivas empíricas" *Papeles de Economía Española*, n.º 132, pp. 64-81. 2012.

Gráfico 3

Número de operaciones transfronterizas donde intervino una empresa española como comprador, objetivo de la compra, socio o vendedor de una filial extranjera



Fuente: Thomson Reuters SDC Platinum.

recoge datos sobre adquisiciones y alianzas a nivel de las empresas. El gráfico 3 muestra la evolución temporal del número anual de adquisiciones transfronterizas que tuvieron como objeto de compra a una empresa española (inversión extranjera en España), adquisiciones transfronterizas en las que el adquirente fue una empresa española (inversión española en el exterior), alianzas transfronterizas donde existe un socio español, y desinversiones de sus filiales extranjeras por parte de empresas españolas. Tradicionalmente, la expansión internacional de las empresas españolas se ha basado en la implantación exterior, es decir, en acuerdos y alianzas estratégicas y en fusiones y adquisiciones⁴, si bien desde 2000 se aprecia una fuerte caída de la importancia de las alianzas estratégicas. Ahora bien, dado que las adquisiciones son el modo de entrada con unos requerimientos de recursos más elevados, esa pauta se revirtió a partir de la crisis financiera, básicamente porque las empresas españolas emprendieron el camino contrario: reducir su compromiso financiero en los mercados internacionales. El aumento del número de desinversiones de filiales extranjeras, que llegó a máximos históricos en 2011 y 2012, así lo corrobora.

Conforme disminuía la inversión de las empresas españolas en el exterior a través de adquisiciones transfronterizas, las alianzas transfronterizas, pese a permanecer casi planas en términos numéricos, vieron crecer su peso relativo.

Es interesante observar que el número de adquisiciones transfronterizas cuyo objetivo eran empresas españolas no ha disminuido tanto como lo han hecho las adquisiciones transfronterizas por parte de compradores españoles. Ello explica que España haya pasado a convertirse en receptor neto de inversión directa. De hecho, los inversores extranjeros tienen a España en su punto de

La mayoría de las multinacionales españolas han ajustado sus inversiones directas en el exterior al objeto de reducir deuda o superar las limitaciones financieras asociadas a la crisis. Pero algunas de esas decisiones también buscaban reajustar su estrategia corporativa internacional, desinvirtiendo en unos países y reforzando su presencia en otros.

⁴ Véase García-Canal et al. (2012), op. cit.

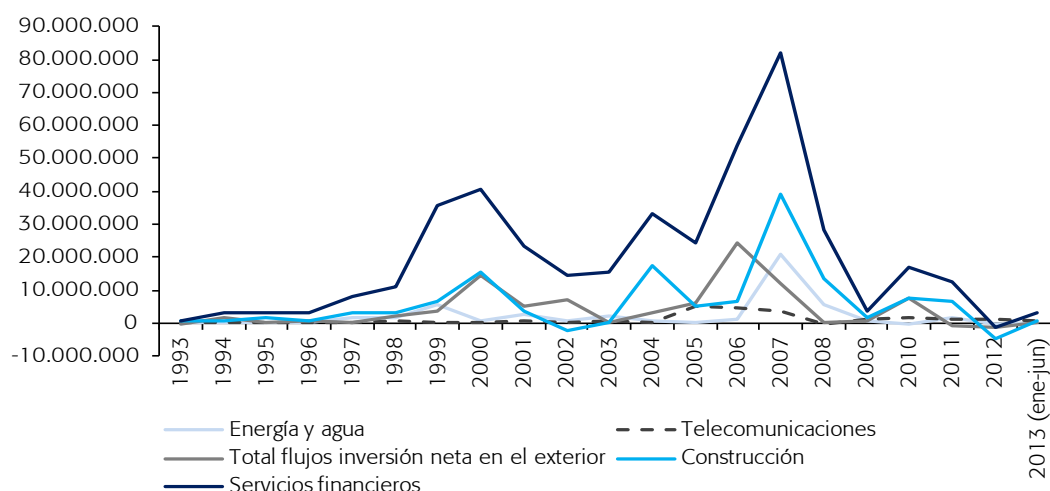
mira y están aprovechándose de las oportunidades para invertir. Un ejemplo lo tenemos en la reciente inversión de Bill Gates en FCC, que no es más que la punta de un enorme iceberg, pues hay multitud de operaciones que están cerrándose en 2013⁵. Las perspectivas apuntan a un aumento de la inversión extranjera en España en los próximos años. España ocupa actualmente el puesto 16 del índice *Foreign Direct Investment Confidence* elaborado por la consultora A.T. Kearney⁶, que agrupa a los 25 países con mayor probabilidad de recibir inversiones directas del exterior. En 2005, España figuraba en el puesto 17 de dicha clasificación, y desde entonces desapareció del mapa hasta que reemergió en 2012 en la posición 24.

Así pues, el gráfico 3 muestra claramente que la mayoría de las multinacionales han ajustado sus inversiones directas en el exterior al objeto de reducir deuda o superar las limitaciones finan-

cieras asociadas a la crisis. Pero algunas de esas decisiones también buscaban reajustar su estrategia corporativa internacional, desinvirtiendo en países concretos y reforzando su presencia en otros. Enfocar su presencia en regiones concretas es lo que vienen haciendo desde 2007 empresas como Telefónica, Banco Santander o BBVA. Sea como fuere, está claro que la tesitura para las grandes multinacionales españolas se ha deteriorado, y prueba de ello es que han perdido presencia en los *rankings* de grandes multinacionales. Por ejemplo, mientras que en 2009 había doce empresas españolas en la clasificación *Fortune Global*⁷ 500 (que comprende a las mayores empresas del mundo por volumen de negocio), en 2012 el número de multinacionales españolas cayó a solo ocho. En el *ranking* de mayores multinacionales del mundo por activos extranjeros que elabora UNCTAD, a finales de 2012 España contaba únicamente con tres representantes, frente a los catorce de Francia y Reino Unido, o los diez de Alemania⁸.

Gráfico 4

Flujos de inversión directa española neta a cargo de sectores seleccionados y flujos totales de inversión directa española neta (en miles de euros corrientes)



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Economía y Competitividad.

⁵ Para más ejemplos, véase Noceda, M. "El capital extranjero redobra su apuesta", *El País*, 1 de noviembre de 2013.

⁶ Este *ranking* se basa en una encuesta realizada entre altos directivos de multinacionales de todo el mundo a los que se preguntó por la probabilidad de que su empresa invirtiera en un país concreto en un plazo de tres años, <http://www.atkearney.com/es/research-studies/foreign-direct-investment-confidence-index>

⁷ http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2013/full_list/?iid=G500_sp_full

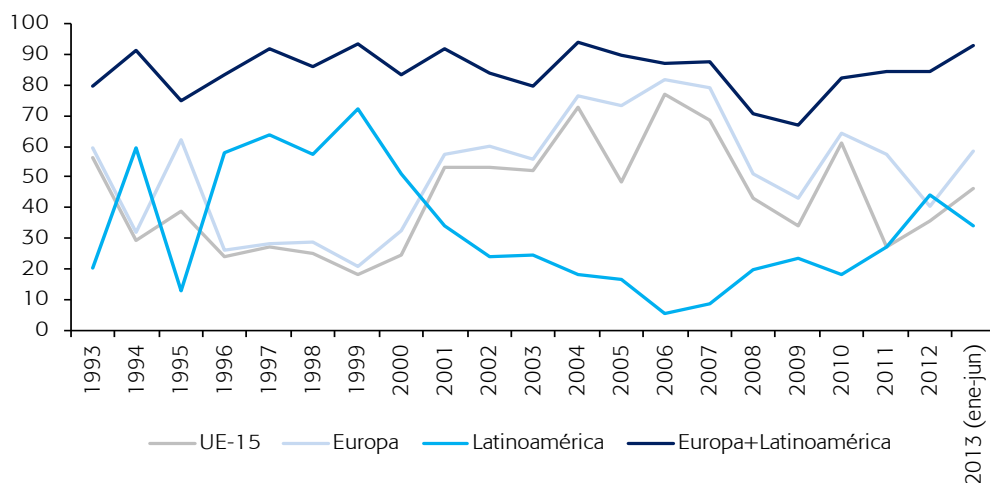
⁸ <http://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Country-Fact-Sheets.aspx>

Este hecho reviste especial importancia si tenemos en cuenta que la inversión directa española en el exterior ha estado siempre muy concentrada⁹. Un grupo reducido de entidades, procedentes de ciertos sectores, solía llevar a cabo el grueso de las inversiones en el exterior. Grandes empresas que operaban en los sectores de servicios regulados y de infraestructuras aportaban un elevado número de estas inversiones. En concreto, las empresas de los sectores de servicios regulados y de infraestructuras respondieron del 39,6% del número total de operaciones realizadas entre 1986 y 2010¹⁰, siendo su peso en la cuantía total de las inversiones directas en el exterior incluso mayor, pues los proyectos de inversión en estas industrias se caracterizan por su gran envergadura. El gráfico 4 muestra la evolución reciente de los flujos netos de inversión directa española en el exterior procedentes de los sectores de servicios regulados y de infraestructuras seleccionados y, a efectos comparativos, la cantidad neta total de los flujos de inversión directa española en el exterior. La observación de este gráfico permite

colegir claramente que las fluctuaciones en la cantidad total de los flujos de inversión directa en el exterior vienen determinadas por estas industrias, cuyo peso en el total bruto de inversión directa en el exterior es, de media, cercano al 60%. La brusca caída de la inversión directa española en el exterior es directamente atribuible a las desinversiones y a la reorientación geográfica por parte de estas empresas. Así pues, parece evidente que, para España, las perspectivas de crecimiento de la inversión directa en el exterior dependen en grado extremo de estas empresas, y no podrán tornarse positivas hasta que no vuelvan a convertirse en inversores netos. Es difícil imaginar a empresas de otros sectores invirtiendo de la misma manera que lo hicieron las compañías de los sectores de servicios regulados en el pasado: en primer lugar, el número de empresas con potencial para convertirse en multinacionales es bastante limitado, como hemos visto; y en segundo lugar, sus proyectos de inversión cuentan con un tamaño medio inferior.

Gráfico 5

Flujos de inversión directa correspondientes a cada destino seleccionado en porcentaje sobre el total de inversión directa española en el exterior



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Economía y Competitividad.

⁹ Véase Durán, J.J. "La internacionalización de la empresa española 1979-1985", *Investigaciones Económicas*, (segunda época), suplemento: 109-112, 1987; García-Canal *et al.* (2012), *op. cit.*

¹⁰ Datos procedentes de la Base Sistemática de Operaciones Internacionales. Véase Guillén y García-Canal. (2007), *op. cit.*; García-Canal y Guillén (2012), *op. cit.*

La inversión directa española en el exterior no solo presenta una elevada concentración alrededor de determinados sectores empresariales, sino que también está concentrada por destinos geográficos. Dos zonas, Europa y Latinoamérica, reciben el grueso de la inversión tanto en términos del número de operaciones como de las cantidades invertidas¹¹. El peso conjunto de estas dos zonas en el montante total de inversión directa bruta en el exterior es del 85% (58% Europa y 27% Latinoamérica), aunque casi el 50% del total de la inversión directa bruta en el exterior se concentró en los quince países que formaban la Unión Europea durante el periodo considerado. El gráfico 5 muestra la evolución de la importancia de varias regiones destino seleccionadas como porcentaje del total de inversión directa española bruta en el exterior. Un dato interesante es que solo en tres ocasiones a lo largo de un periodo de veinte años el peso conjunto de Europa y Latinoamérica fue inferior al 80%, siendo superior al 90% durante los seis primeros meses de 2013. Este dato no debe resultar extraño, ya que ambas regiones representan la vía natural de expansión para las empresas españolas. Las inversiones en Latinoamérica mostraron una gran concentración en la segunda mitad de la década de los noventa, periodo en el que las empresas de los sectores de servicios regulados invirtieron intensamente en la zona, aprovechando las privatizaciones y la ola liberalizadora que recorrió dicho continente. Pero en términos del número de operaciones, la expansión internacional hacia la región es menos marcada de lo que sugiere el gráfico¹², si bien la importancia de Latinoamérica ha adquirido mayor relieve a partir de 2007.

Esta concentración geográfica de las actividades en el exterior implica colocar casi la mitad de las apuestas en la vieja Europa, dejando excesivamente de lado a los restantes mercados de crecimiento de Asia, o incluso a los países de Europa del Este. Además, pese al potencial de crecimiento

inherente a los mercados latinoamericanos, en algunos países este va acompañado de riesgos regulatorios y políticos para las empresas. Dicha amenaza es especialmente acusada para las empresas que operan en sectores regulados. En este contexto, el avance de las políticas neopopulistas en Latinoamérica, ilustradas en la sucesión de expropiaciones y nacionalizaciones en países como Venezuela, Bolivia o Argentina, constituye un motivo de inquietud para las multinacionales españolas. Otra fuente de preocupación es la inestabilidad macroeconómica de la zona. Pese a todo lo reseñado, la presencia en Latinoamérica, una región más proclive a la implantación inicial de las empresas españolas que Asia, ha permitido a las multinacionales españolas capear mejor la crisis financiera que si no hubieran contado con dicha presencia. Empresas como Telefónica, Banco Santander, BBVA o Iberdrola obtienen actualmente una parte más importante de sus beneficios en Latinoamérica que en España y, significativamente, en una encuesta a treinta y ocho grandes empresas con presencia en Latinoamérica (la mayoría de ellas sociedades cotizadas), el 81% de los ejecutivos consultados respondieron que preveían que en un plazo de tres años el tamaño del volumen de negocio procedente de Latinoamérica superase el generado en España¹³.

Actividad exportadora

El gráfico 6 refleja la evolución temporal de las importaciones y exportaciones españolas desde 1995. Al igual que en el caso de la inversión directa en el exterior, ambas variables describieron una pauta de crecimiento sostenido hasta 2007, gracias a la completa apertura de la economía española y a sus elevadas tasas de crecimiento durante ese periodo. Las importaciones crecieron más rápido que las exportaciones, impulsadas por el gran dinamismo de la demanda interna, lo que dio lugar a la aparición de un importante déficit en

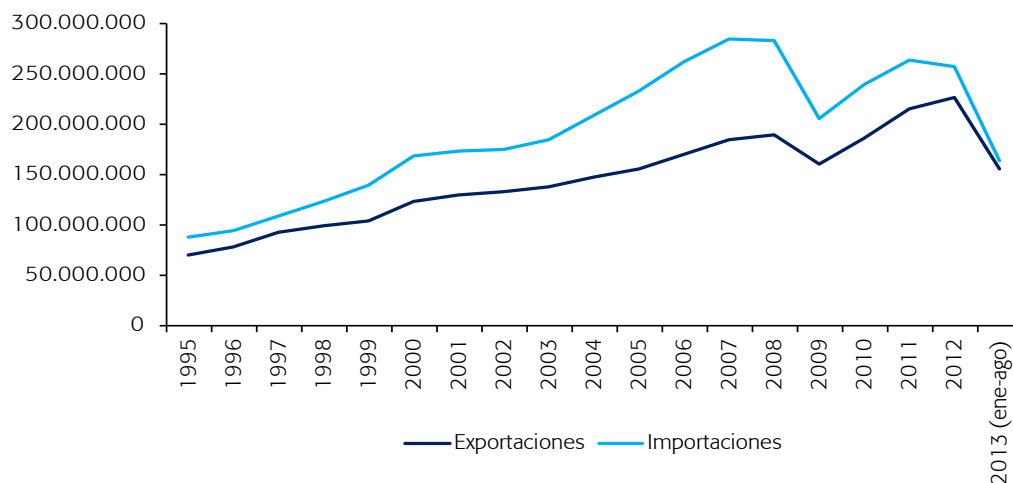
¹¹ García-Canal *et al.* (2012).

¹² Véase García-Canal, E.; Guillén, M.F.; Sánchez Lorda, P. y Valdés, A. "La expansión de las empresas españolas hacia América Latina: Un balance", *GCG: Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, vol. 2 (2), pp. 18-45, 2008.

¹³ Informe 2013: "Panorama de Inversión Española en Latinoamérica", IE Business School.

Gráfico 6

Exportaciones e importaciones españolas (en miles de euros corrientes)



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Economía y Competitividad.

la balanza comercial. Como sucede con la inversión directa en el exterior, la pauta de crecimiento de ambas variables se truncó coincidiendo con la crisis financiera, aunque su comportamiento tras el primer impacto de la crisis fue netamente diferente. La ralentización y entrada en recesión de la economía española frenaron gradualmente las importaciones, hasta el punto de que el déficit comercial se redujo prácticamente a cero en 2013, fruto asimismo del buen tono de las exportaciones, que repuntaron con fuerza tras descender en 2009. Esta es una diferencia sustancial respecto a lo sucedido con la inversión directa en el exterior.

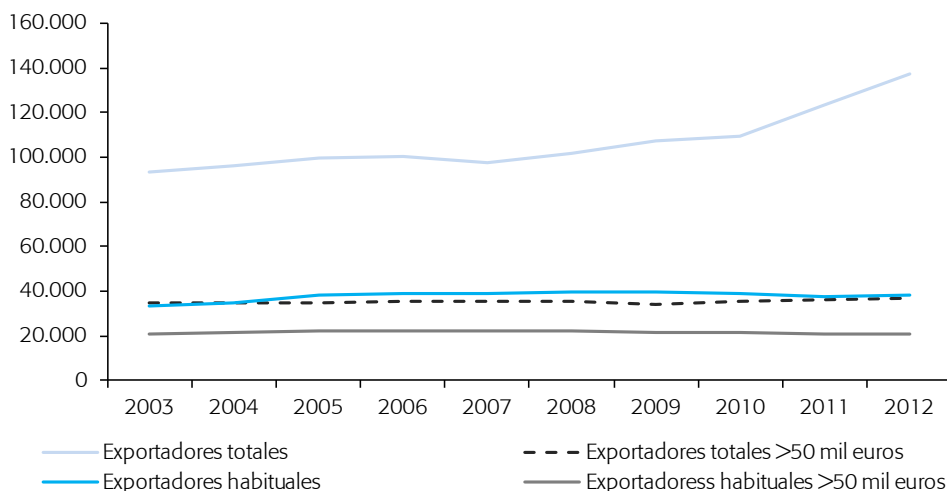
En efecto, mientras que las inversiones directas en el exterior se han reducido drásticamente tras la crisis, la actividad exportadora ha recuperado rápi-

Mientras que las inversiones directas en el exterior se han reducido drásticamente tras la crisis, la actividad exportadora ha recuperado rápidamente el pulso a partir de 2009, hasta alcanzar actualmente sus máximos históricos de todos los tiempos una vez retomada la senda de crecimiento previa a la crisis.

damente el pulso a partir de 2009, hasta alcanzar actualmente sus máximos históricos de todos los tiempos una vez retomada la senda de crecimiento previa a la crisis. No cabe duda de que la crisis financiera ha empujado a las empresas españolas a lanzarse a los mercados internacionales. La exportación es una alternativa obvia frente a un mercado interno paralizado. No debería sorprender, por tanto, que el número de empresas que se han aventurado en los mercados exteriores haya aumentado desde 2007. El número total de exportadores españoles se incrementó un 40% entre 2007 y 2012, tal como se observa en el gráfico 7.

Ahora bien, exportar esporádicamente es una cosa, y hacerlo de manera habitual por encima de un determinado umbral es otra muy distinta. El éxito exportador requiere contar con productos competitivos a escala internacional, un exigente requisito que no todas las empresas españolas cumplen. El gráfico 7 muestra que conforme se endurecen los criterios aplicados para definir un exportador de éxito, el número de empresas que supera la prueba se reduce considerablemente. Mientras que en 2012 hubo 136.973 empresas españolas que exportaron, solo 36.890 (un 27% de ellas) lo hicieron por encima del (no excesivo) umbral de 50.000 euros. Más aun, el número total

Gráfico 7

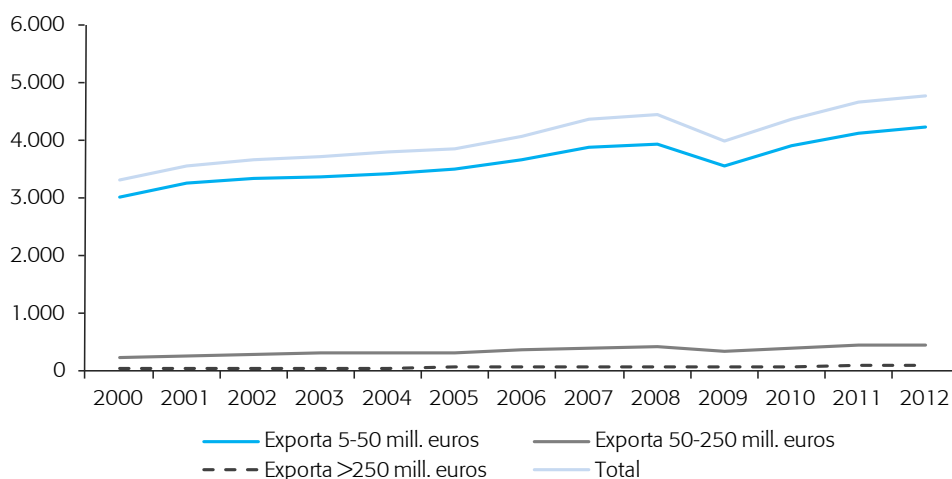
Evolución del número de empresas españolas que exportan

Fuente: Perfil de la empresa exportadora española (varios años.), ICEX.

de empresas que exportaron más de 50.000 euros apenas creció un 3,8% entre 2007 y 2012. Así pues, muchas empresas se han adentrado en los mercados exteriores, pero apenas una de cada cuatro que tuvieron éxito exportó más allá de 50.000 euros. Además, puede verse que el número de empresas que exportan con regularidad¹⁴ por

encima de 50.000 euros se ha mantenido plano a lo largo de todo el periodo, e incluso descende ligeramente después de 2007. Este dato es muy elocuente y denota que la fortaleza exterior de la economía española se sustenta sobre un número relativamente escaso de empresas. Las grandes exportadoras (empresas con exportaciones

Gráfico 8

Evolución del número de grandes exportadores españoles

Fuente: Perfil de la empresa exportadora española (varios años.), ICEX.

¹⁴ Se entiende por tales aquellas empresas han venido exportado durante los últimos cuatro años consecutivamente.

La fortaleza exterior de la economía española se sustenta sobre un número relativamente escaso de empresas. Las grandes exportadoras, pese a suponer menos de cinco mil empresas, aportaron en 2012 el 86,6% de las exportaciones totales de la economía española.

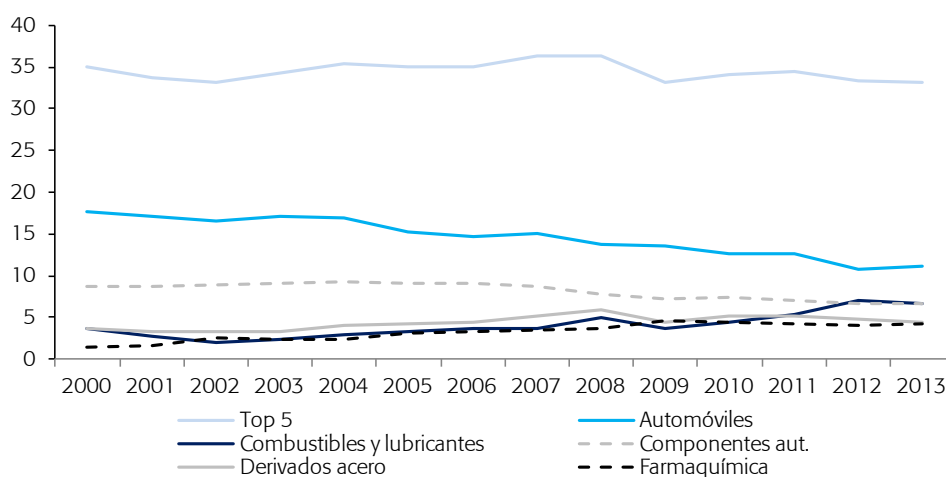
superiores a 5 millones de euros anuales), pese a suponer menos de cinco mil empresas (exactamente 4.777), aportaron en 2012 el 86,6% de las exportaciones totales de la economía española. La buena noticia es que, a excepción de 2009, el número de grandes exportadoras ha aumentado o se ha mantenido constante de año en año, como se observa en el gráfico 8. La mala noticia es que este grupo de empresas parece ser el único que está sacando pleno partido de la mejora de la competitividad internacional vinculada a la devaluación interna y a las reformas estructurales, señal de que existen carencias de competitividad subyacentes en las demás empresas que se asoman a los mercados exteriores. De hecho, pese al aumento del número de exportadores, la realidad es que las grandes exportadoras acaparan actualmente un porcentaje del total de exportaciones mayor que

antes de la crisis. Si en 2000 las primeras 1.000 exportadoras concentraban el 64,4% del total de exportaciones, en 2007 dicho porcentaje fue del 66,4% y en 2012, del 68,2%¹⁵.

Una vez más, al igual que sucede con las inversiones directas en el exterior, la actividad internacional de la empresa española, en este caso a través de la exportación, depende en grado sumo de un número relativamente pequeño de empresas. Además, dichas empresas se aglutinan en torno a un ramillete de sectores. Casi una tercera parte de las exportaciones totales se reparten entre cinco grupos sectoriales de la clasificación de sectores del ICEX, a saber, vehículos automóviles, combustibles y lubricantes, componentes, partes y accesorios de automoción, productos derivados del acero y farmaquímica. El gráfico 9 presenta la evolución temporal de la contribución de estos grandes sectores exportadores al total de las exportaciones españolas. El sector más importante es el del automóvil, representado por las filiales españolas de fabricantes líderes mundiales como Ford, GM, Volkswagen, Renault o PSA, entre otros. La importancia de este sector se ve además amplificada por la relevancia de la industria de componentes de automoción, donde España

Gráfico 9

Porcentaje correspondiente a los principales sectores exportadores sobre el total de exportaciones españolas



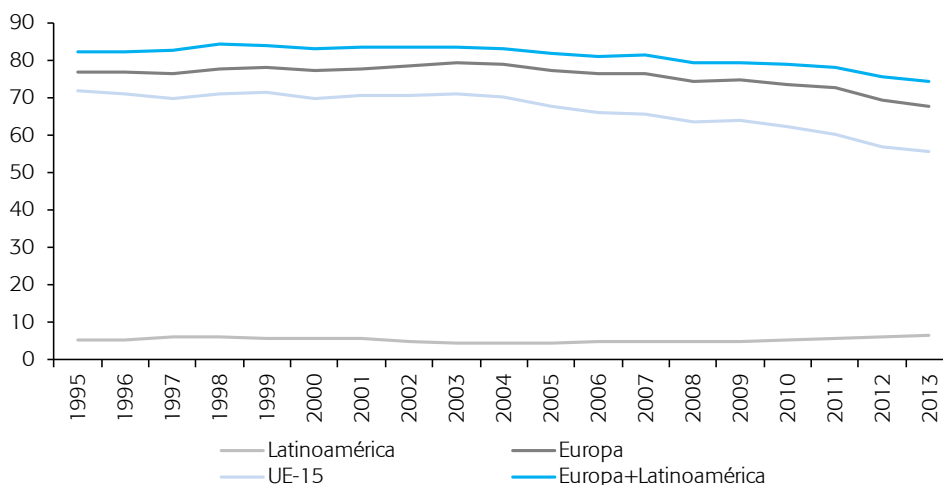
Fuente: Perfil de la empresa exportadora española (varios años.), ICEX.

¹⁵ Perfil de la empresa exportadora española (varios años.), ICEX.

Gráfico 10

Peso de ciertas áreas geográficas seleccionadas en el total de las exportaciones españolas

(%)



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Economía y Competitividad.

cuenta con multinacionales de primera fila, como Gestamp, Grupo Antolín, Ficosa, Zanini o CIE-Automotive, entre otras. Aunque el peso conjunto de estas dos industrias en el total de exportaciones ha disminuido, el valor absoluto de sus exportaciones se ha mantenido estable en el caso del automóvil, o ha descendido solo ligeramente en el de componentes de automoción. Las perspectivas de ambos sectores durante los próximos años son positivas, ya que las filiales españolas de fabricantes de automóviles han conservado, o incluso incrementado, sus actividades productivas tras adjudicarse los contratos para la fabricación de nuevos modelos.

También existe una significativa concentración geográfica de las exportaciones españolas según el país de destino. El gráfico 10 muestra el porcentaje anual de las exportaciones totales que tienen como destino Europa y Latinoamérica. Tradicionalmente, las exportaciones españolas han estado muy concentradas en la Unión Europea de 15 miembros (UE-15), que recibió el 72% de las exportaciones en 1995. Aunque el peso de las exportaciones dirigidas a esta zona respecto al total de exportaciones está disminuyendo, sigue oscilando en torno a un 56%, y Europa en conjunto representa dos terceras partes de las expor-

taciones. No obstante, tras la crisis se aprecia una mayor diversificación de las exportaciones españolas en comparación con las inversiones directas españolas en el exterior. Claramente, la crisis ha hecho que las empresas españolas pongan la vista en destinos distintos de Europa para expandir sus mercados.

Conclusiones y repercusiones

La actividad internacional de las empresas constituye tal vez uno de los mejores indicadores de su competitividad. Por ello, resulta inevitable que su expansión internacional se resienta durante las fases de ralentización de la actividad económica, ya que dichos periodos suelen poner en cuestión el modelo de negocio de las empresas. La reciente crisis financiera no ha sido una excepción, y las empresas españolas se han visto obligadas a reaccionar a la nueva coyuntura, tanto en sus actividades de inversión directa en el exterior como en su actividad exportadora.

Los hallazgos presentados en este artículo revelan una reacción diferente, en lo que atañe a la inversión directa y a la exportación, por parte de la empresa española. Lastradas por el endeu-

damiento, las multinacionales españolas han reaccionado a la crisis financiera reduciendo su compromiso financiero en los mercados exteriores. Estas empresas han desinvertido o vendido filiales extranjeras con el objetivo de reducir deuda o bien de focalizarse en las áreas o países considerados estratégicos. Pese a dicha reducción, las multinacionales españolas han disfrutado, en términos generales, de una mejor posición que las no multinacionales a la hora de afrontar la crisis, debido precisamente a su mayor diversificación geográfica. Este paso atrás en las operaciones de implantación en el exterior por parte de las empresas españolas contrasta, sin embargo, con el paso adelante dado en lo relativo a la actividad exportadora. Las empresas orientadas a la exportación redujeron sus exportaciones en 2009, pero volvieron con renovado vigor a los mercados exteriores a partir de entonces, aumentando su presencia en mercados diferentes de las áreas tradicionales de Europa y Latinoamérica, destinos que ahora han pasado a suponer un porcentaje de los flujos de inversión directa muy superior al que suponen de las exportaciones.

Contar con un abanico de empresas competitivas en la escena internacional ha sido uno de los factores clave que permitió a la economía española esquivar un rescate completo y la ayudó a superar algunas de las consecuencias negativas de la —aún persistente— crisis. La mayoría de las esperanzas y perspectivas positivas para una recuperación definitiva de la economía española residen, pues, en estas empresas. Ahora bien, el presente análisis también ha puesto de manifiesto algunas sombras, asociadas sobre todo al hecho de que el número de empresas verdaderamente competitivas a nivel internacional sea bastante limitado. España cuenta con empresas líderes en casi todos los campos, y con otras que son competitivas a escala internacional, pero su número no es suficiente, y su presencia en los *rankings* de multinacionales líderes en el mundo se ha

reducido. Pese a las reformas estructurales y a la mejora de la competitividad derivada de la devaluación interna, el número de exportadores regulares, en lugar de aumentar, ha disminuido. Esto significa que las empresas menos internacionalizadas adolecen de una brecha de competitividad que las impide expandirse en el exterior. Muchas empresas españolas altamente dependientes del mercado interno vieron cuestionado su modelo de negocio al quedar atrapadas en tierra de nadie: ni contaban con la calidad, el diseño u otros atributos que las diferenciase de los competidores de las economías desarrolladas, ni poseían las ventajas de costes propias de los competidores de los mercados emergentes. Este problema, agravado por las dificultades para acceder al crédito, ha estado detrás de muchos concursos de acreedores, liquidaciones y cierres de empresas en España.

Una de las causas de este problema tiene que ver con la distribución por tamaño de las empresas españolas. Una comparativa con otros países europeos pone de manifiesto la existencia de una excesiva proporción de empresas pequeñas en España, así como una infrarrepresentación de empresas medianas y grandes¹⁶. Las empresas medianas y grandes tienen más capacidad para competir en los mercados internacionales y son más productivas que las pequeñas¹⁷. Al fin y al cabo, el tamaño es —a igualdad de otras condiciones— un indicador de éxito. Este problema no es susceptible de fácil solución a través de la fusión de empresas, no al menos si nos limitamos a fusionar empresas pequeñas para conseguir una de mayor tamaño. Como ha quedado acreditado por las evidencias recientes, la fusión de compañías mediocres no crea una compañía más sólida. La entrada de capital extranjero podría ser una oportunidad de reestructuración para estas empresas. En definitiva, las distintas reacciones adoptadas frente a la crisis muestran claramente que sigue existiendo una importante dualidad entre las empresas españolas: las

¹⁶ Véase el segundo informe de política EFIGE titulado “The global operations of European firms”, de Giorgio Barba Navaretta, Matteo Bugamelli, Fabiano Schivardi, Carlo Altomonte, Daniel Horgos y Daniela Maggioni, Bruegel Blueprint Series, Bruselas, 2011.

¹⁷ Laborda, M. y Salas, V. “¿Qué nos dice el tamaño y la internacionalización de las empresas sobre los factores de desarrollo empresarial?”, *Economía Industrial*, 375, pp. 41-51, 2010.

empresas más competitivas, más ágiles y mejor gestionadas han reaccionado al nuevo escenario consiguiendo incrementar su penetración en los

mercados internacionales; el resto, en cambio, siguen tratando de adaptarse, y solo el tiempo dictará el resultado final de este proceso.

Los Presupuestos Generales del Estado para 2014: una descripción

José Félix Sanz-Sanz* y Desiderio Romero-Jordán**

Los Presupuestos Generales del Estado continúan la política de consolidación fiscal con un objetivo de déficit de 5,8% del PIB para 2014. La reducción del déficit está siendo más difícil de lo esperado, si bien la estabilización de las variables macroeconómicas podría ayudar en este proceso.

El conjunto de las Administraciones Públicas tienen como objetivo un déficit público del 5,8% del PIB, del que la Administración Central se reserva un déficit del 3,7% del PIB, las comunidades autónomas deberán alcanzar el 1% y la Seguridad Social el 1,1%. Las corporaciones locales registrarán equilibrio presupuestario. El Gobierno estima que los ingresos tributarios aumentarán un 2,4% merced a una incipiente recuperación económica y al efecto que seguirán teniendo las principales medidas aprobadas en 2012 y 2013 que se extenderán a 2014. El crecimiento del gasto se modera al aplicarse reformas en las pensiones, que se revalorizan por debajo de la inflación prevista, y en la prestación por desempleo.

Algunas consideraciones de partida

Como ilustra el cuadro 1, aunque la lucha contra el déficit público se ha esgrimido como uno de los ejes fundamentales de la política econó-

mica del Gobierno, lo cierto es que su reducción desde el inicio de la crisis está resultando más difícil de atajar de lo que en un principio se esperaba. No obstante, a diferencia de otros años, es justo reconocer que la elaboración de los Presupuestos

Cuadro 1

Objetivos de estabilidad presupuestaria (% PIB). Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Administración Central	-5,20	-4,24	-3,80	-3,70	-2,90	-2,10
Comunidades autónomas	-3,41	-1,84	-1,30	-1,00	-0,70	-0,20
Corporaciones locales	-0,39	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00
Seguridad Social	-0,07	-0,99	-1,40	-1,10	-0,60	-0,50
TOTAL AA.PP.	-9,07	-6,84	-6,5	-5,8	-4,2	-2,8

Nota: No se incluye el impacto del déficit derivado de las operación de reestructuración del sistema financiero.

Fuente: Intervención General de la Administración del Estado.

* Universidad Complutense de Madrid.

** Universidad Rey Juan Carlos.

Generales del Estado para 2014 se enmarca en un contexto de cierta estabilización macroeconómica de la economía española, que podría ayudar a neutralizar los desequilibrios de las cuentas públicas. En concreto, para 2014 la estabilidad presupuestaria para el conjunto de las Administraciones Públicas se propone como objetivo un déficit público del 5,8% del PIB, del que la Administración Central pretende alcanzar un déficit del 3,7% del PIB, las comunidades autónomas del 1% y la Seguridad Social del 1,1%. Las corporaciones locales, por su parte, se proponen registrar equilibrio presupuestario.

A continuación, se describen los principales hitos de los Presupuestos Generales del Estado de 2014 en lo que a ingresos y gastos públicos se refiere.

Los ingresos públicos: se mantienen las principales subidas impositivas de años anteriores

El Gobierno estima que los ingresos tributarios en 2014 ascenderán a 179.750 millones, cifra que

supone un aumento del 2,4% respecto del Avance de Liquidación de 2013. Este incremento recaudatorio se fundamenta en tres baluartes distintos. En primer lugar, como ilustra el cuadro 2, y a diferencia de años anteriores, en unas mejores previsiones macroeconómicas al atisbarse una incipiente recuperación económica. En segundo lugar, por el efecto que sobre la recaudación seguirán teniendo las principales medidas de consolidación fiscal aprobadas en 2012 y 2013 que, contrariamente a lo anunciado cuando se aprobaron, se extenderán a 2014. Y en tercer lugar, por las escasas medidas impositivas que *ex profeso* incluye el Presupuesto de 2014.

Tal como se resume en el cuadro 3, la recaudación prevista para el IRPF aumentará un 1,7% respecto a la que previsiblemente se obtendrá en 2013. En el impuesto sobre sociedades se prevé un incremento del 5,4%, consecuencia fundamentalmente de las medidas adoptadas que supondrán un ensanchamiento de su base imponible. Los ingresos por IVA crecerán un 2,7%, ya que se prevé una recuperación del gasto en consumo de los hogares, pese al impacto negativo en la recaudación del *IVA de caja*. Los ingresos por impues-

Cuadro 2

Previsiones y cuadro macroeconómico en el que se fundamentan los Presupuestos Generales del Estado para 2014

Variación real en %	2012	2013	2014
PIB real	-1,6	-1,3	0,7
PIB nominal	-1,7	-0,3	2,1
Consumo final privado	-2,8	-2,6	0,2
Consumo final AA.PP.	-4,8	-2,3	-2,9
Formación Bruta de Capital	-6,9	-6,1	0,2
Demanda Nacional	-4,1	-3,2	-0,4
Exportaciones de bienes y servicios	2,1	5,7	5,5
Importaciones de bienes y servicios	-5,7	-0,3	2,4
Sector Exterior	2,5	1,9	1,2
Empleo	-4,8	-3,4	-0,2
Tasa de paro	25,0	26,6	25,9

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

tos especiales (IIEE) aumentarán un 0,5% como consecuencia de las medidas adoptadas con anterioridad –principalmente las subidas de los tipos impositivos que gravan el alcohol y el tabaco que entraron en vigor en julio de 2013–. En relación, a los ingresos no impositivos, estos se mantendrán prácticamente estables registrando una ligera disminución del 0,9%. En definitiva, los ingresos del Presupuesto del Estado en 2014, una vez descontada la participación de las A.A.T.T., se elevarán a 128.159 millones; es decir, 1.674 millones más que la recaudación esperada para 2013.

El Gobierno fundamenta el incremento recaudatorio esencialmente en la mejora de la actividad económica que, según sus estimaciones, tendrá un impacto positivo sobre la magnitud de las bases imponibles.

El Gobierno fundamenta este incremento recaudatorio esencialmente en la mejora de la actividad económica que, según sus estimaciones, tendrá un impacto positivo sobre la magnitud de las bases imponibles. Junto a la previsible mejora del ciclo económico, el Gobierno estima que también tendrá un efecto recaudatorio favorable, la extensión a 2014 de la gran mayoría de los incrementos impositivos que se aprobaron en 2012 y 2013. En particular, seguirán en vigor durante 2014 las subidas impositivas que se aprobaron para 2012 (Real-Decreto-ley 20/2011) así como los incrementos impositivos aprobados en los Presupuestos Generales del Estado para 2012 y 2013. Es decir, los Presupuestos del Estado para 2014 ratifican y consolidan la gran mayoría de las subidas impositivas aprobadas en los dos años anteriores.

Entre las subidas impositivas que seguirán vigentes en 2014 cabe destacar, por su importan-

Cuadro 3

Previsiones y cuadro macroeconómico en el que se fundamentan los Presupuestos Generales del Estado para 2014

	Presupuesto 2013		Presupuesto 2014	Incremento estimado de recaudación	
	Presupuestado	Estimado	Presupuesto	(3)/(1)	(3)/(2)
	(1)	(2)	(3)	(3)/(1)	(3)/(2)
1. INGRESOS TRIBUTARIOS (antes de cesión a entes territoriales)	177.860	175.520	179.750	1,1	2,4
IRPF	74.215	71.982	73.196	-1,4	1,7
IS	19.012	21.181	22.326	17,4	5,4
IVA	54.657	53.397	54.849	0,4	2,7
IIEE	21.096	20.344	20.453	-3,1	0,5
Otros Ingresos Tributarios	8.879	8.616	8.925	0,5	3,6
2. INGRESOS TRIBUTARIOS (después de cesión a entes territoriales)	107.994	105.543	107.412	-0,5	1,8
3. INGRESOS NO TRIBUTARIOS	19.031	20.943	20.747	9,0	-0,9
4. TOTAL INGRESOS NO FINANCIEROS (2+3) (después de cesión a entes territoriales)	127.025	126.486	128.159	0,9	1,3

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

cia, las que se aprobaron en diciembre de 2011 (Real-Decreto-ley 20/2011). Este conjunto de medidas consistieron en i) un importante incremento de los tipos marginales del impuesto personal sobre la renta (IRPF), ii) la elevación selectiva del impuesto sobre bienes inmuebles (IBI) y iii) la subida de las tasas en materia de telecomunicaciones. No obstante, en 2014 desaparecerá la deducción por adquisición de vivienda habitual dada su demostrada ineficacia, su fuerte poder distorsionante y su elevado coste recaudatorio. El Gobierno estima que la eliminación de tal deducción supondrá 90 millones de euros adicionales de recaudación. Asimismo, también seguirá en vigor en 2014 el trato fiscal diferencial de las ganancias de capital de corto y largo plazo aprobado en la Ley 16/2012. Dicha norma penaliza a las plusvalías de menos de un año haciéndolas tributar como renta ordinaria en lugar de hacerlo como rentas del ahorro que están sometidas a tipos marginales más reducidos. En lo que respecta al impuesto de sociedades, los Presupuestos de 2014 mantienen las modificaciones tanto en la forma de computar la base imponible del IS como a la aplicación efectiva de deducciones y exenciones que se aprobaron en los Presupuestos del Estado de 2012 y 2013. Entre estas destacan i) la eliminación de la libertad de amortización para grandes empresas, ii) la reducción de la deducibilidad del fondo de comercio, iii) la limitación de la deducibilidad de los gastos financieros, iv) la reducción del límite de deducciones en la cuota y v) el establecimiento de un pago fraccionado mínimo.

Adicionalmente deben mencionarse las medidas de apoyo al emprendedor así como de estímulo al crecimiento y la creación de empleo introducidas con el Real Decreto-ley 4/2013. El objetivo de este real decreto es establecer unas condiciones iniciales más favorables para las nuevas empresas. En lo que al IRPF se refiere, se establece para los autónomos una nueva reducción del 20 por ciento sobre los rendimientos netos de la actividad económica aplicable durante dos años a partir del primer período impositivo en que se obtengan beneficios. Por lo que respecta al impuesto sobre sociedades, se establece un tipo impositivo del 15 por ciento para los primeros 300.000 euros de

base imponible y del 20 por ciento para el exceso sobre dicho importe. Al igual que las medidas referidas para autónomos en el IRPF, el tipo reducido se aplicará durante dos años a partir del primer período impositivo en que se obtuvieran beneficios. Por otro lado, la Ley 14/2013, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización crea un régimen especial para aplicar el *criterio de caja en el IVA*. Este régimen, establecido al amparo del artículo 167 bis de la Directiva 2006/112/CE del Consejo de Ministros de la UE, resultará de aplicación desde el 1 de enero de 2013 y afectará por tanto a los ingresos tributarios de 2014. Esta norma permite a los Estados miembros establecer un régimen optativo para las empresas con un volumen de operaciones inferior a 2 millones de euros de manera que estas puedan declarar sus operaciones cuando realmente hayan cobrado la factura. Asimismo, se introduce en el impuesto sobre sociedades una nueva deducción por inversión de beneficios para las empresas de reducida dimensión. El importe de la deducción es el 10% de los beneficios del ejercicio con la condición de que se inviertan en elementos nuevos del inmovilizado material o en inversiones inmobiliarias ligadas a actividades económicas. La deducción exigirá, no obstante, la creación de una reserva por inversiones. Esta modificación lleva aparejada un cambio similar para los autónomos en el IRPF. En concreto, los llamados inversores de proximidad o *business angels* tendrán derecho a una deducción en la cuota estatal del IRPF cuando inviertan en una empresa de nueva o reciente creación. Asimismo tendrán derecho a la exención de las posibles ganancias en el caso de desinvertir en ese tipo de empresas y reinvertir en otra también de nueva o reciente creación. Como parece evidente, estas nuevas medidas de estímulo a favor de los emprendedores tendrán un impacto negativo sobre la recaudación, al menos en el corto plazo. El Gobierno estima que la caída recaudatoria asociada a la normativa proemprendedores en el Presupuesto de 2014 alcanzará los 1.157 millones de euros, fundamentalmente por la entrada en vigor del IVA de caja.

En relación a los impuestos indirectos, el Presupuesto de 2014 capitalizará todos y cada uno de

los incrementos de tipos impositivos aprobados entre 2011 y 2013 ya que todos ellos se mantendrán vigentes en 2014 (Romero y Sanz, 2013). Por lo que respecta al impuesto sobre el valor añadido, el Real Decreto-ley 20-2012 de 13 de julio elevó los tipos de gravamen, reducido y general, del impuesto. Concretamente, el tipo reducido se elevó desde el 8% hasta el 10% en tanto que el general aumentó desde el 18% hasta el 21% –para un análisis de sus efectos ver Sanz y Romero (2012)–. Como resultado, tras las reformas de 2010 y 2012, el tipo reducido ha aumentado en 3 puntos y el general en 5 puntos (para una comparación internacional ver Romero y Sanz, 2013). En lo que respecta a los impuestos especiales, los cambios en los tipos de gravamen han afectado fundamentalmente al tabaco. Así, los Presupuestos de 2012 introdujeron una reestructuración de la *accisa* aumentando la componente específica y reduciendo el tipo *ad-valorem*. De este modo, el total de impuestos especiales que soportan los cigarrillos quedan cada vez más vinculados al número de unidades consumidas en vez de al precio de venta –como así sucede en la mayoría de países de la Unión Europea–. Concretamente, en el caso de los cigarrillos, la *accisa* proporcional se redujo desde el 57% al 55% (computado sobre el precio venta). Al mismo tiempo, la *accisa* específica (establecida por cada 1.000 cigarrillos) aumentó desde 12,7 euros hasta 19 euros. El resto del tabaco –puros y picadura de tabaco– también sufrió aumentos en la fiscalidad aunque de mucha menor envergadura que los cigarrillos.

Recientemente, el Real Decreto-ley 7/2013 de 28 de junio ha introducido aumentos en los tipos de gravamen de tabaco y alcohol. El impuesto especial por litro de alcohol puro se elevó desde 8,30 hasta 9,13 euros (un 10% de subida). Dentro de la filosofía descrita más arriba, la citada norma introduce nuevos aumentos en la fiscalidad de los cigarrillos. Concretamente, ha reducido nuevamente la *accisa* proporcional (hasta el 51%) mientras que la específica ha aumentado 24,10 euros (siendo la *accisa* mínima de 128,65 euros por 1000 cigarrillos). Actualmente, el impuesto total mínimo por cigarrillo (sumando esas dos *accisas*) no puede ser inferior a 0,128 euros (antes de

la reforma era de 0,1191 euros). Adicionalmente se ha elevado fuertemente la *accisa* específica de la picadura para tabaco desde 8 hasta 22 euros (el tipo proporcional se ha mantenido en el 41,5%). De este modo, la hacienda española espera compensar el transvase de consumo observado durante la actual crisis desde los cigarrillos a la picadura de tabaco. El Gobierno espera recaudar anualmente 700 millones de euros (600 por el tabaco y 100 por el alcohol).

Gasto público: el ajuste se mantiene

Los Presupuestos del Estado contienen previsiones de gastos de los siguientes sectores: Estado, Seguridad Social, organismos autónomos y agencias estatales. El gasto consolidado de los tres niveles de administración pública (Estado, comunidades autónomas y corporaciones locales) se situará en 2014 en 354.622 millones con un crecimiento anual del 2,7% (capítulos I a VIII) –la tasa prevista de crecimiento en el gasto en los presupuestos de 2013 fue del 2,5%–. Como en el año anterior, el presupuesto de gastos mantiene como objetivo prioritario la consolidación fiscal. No obstante, una vez más, dicho objetivo está fuertemente condicionado por los gastos comprometidos en las siguientes partidas: i) pensiones (127.483 millones), ii) intereses de la deuda (35.690 millones) y iii) prestación por desempleo (29.727 millones). Esas tres partidas absorben conjuntamente el 54,4% de los recursos gestionados por las administraciones públicas españolas. Esta ha sido una de las razones que han impulsado durante este año 2013 la reforma tanto en la prestación por desempleo como de las pensiones. La información sobre la distribución del presupuesto por políticas de gasto se sintetiza en el cuadro 4. Precisamente dicho cuadro muestra que los gastos en pensiones y en desempleo aumentarán respectivamente en 5.927 y 2.733 millones. El fuerte incremento en el gasto por desempleo se explica, al menos en parte, por las optimistas previsiones en la tasa de paro inicialmente prevista por el gobierno para 2013 –la estimación inicial fue del 24,3% aunque ha sido revisada al alza hasta el 26,6%–. Frente al gasto

Cuadro 4

Presupuestos de Gastos del Estado Consolidados (Capítulos I a VIII).

Distribución por políticas de gasto (millones de euros)

Capítulos	Presupuesto inicial 2013 (1)	(%)	Presupuesto inicial 2014 (2)	(%)	Δ (%) (2)/(1)
1. Servicios Públicos Básicos					
Total (Justicia, Defensa, Seguridad Ciudadana y política Exterior)	16.727,6	4,8	16.431,3	4,6	-1,0
2. Gasto social, protección y promoción social					
Total	178.054,1	51,5	185.865,3	52,4	4,4
Pensiones	121.556,5	35,2	127.483,8	35,9	4,9
Desempleo	26.993,7	7,8	29.727,5	8,4	10,1
Fomento del empleo	3.776,1	1,1	4.073,5	1,1	7,9
Servicios sociales	2.844,9	0,8	1.809,8	0,5	-36,4
Sanidad	3.855,7	1,1	3.839,8	1,1	-0,4
Educación	1.944,8	0,6	2.150,1	0,6	10,6
Acceso a vivienda	765,8	0,2	799,6	0,2	4,4
Otros	16.316,6	4,7	15.981,2	0,2	-2,1
3. Actuaciones de carácter económico					
Total	27.099,41	7,8	28.802,97	8,1	6,3
Agricultura, pesca y alimentación	7.661,87	2,2	7.720,53	2,2	0,8
Industria y energía	4.574,99	1,3	5.781,59	1,6	26,4
Comercio, turismo y pymes	889,56	0,3	934,20	0,3	5,0
Subvenciones al transporte	1.180,03	0,3	1.614,16	0,5	36,8
Infraestructuras	5.965,82	1,7	5.452,44	1,5	-8,6
I+D e innovación civil	5.562,45	1,6	5.633,15	1,6	1,3
I+D e innovación militar	363,38	0,1	506,84	0,1	39,5
Otras actuaciones	901,30	0,3	1.160,07	0,3	28,7
4. Actuaciones de carácter general					
Total	122.847,1	35,6	122.806,0	34,6	0,0
Transferencias a otras Administraciones Públicas	48.316,6	14,0	45.988,2	13	-4,8
Deuda Pública	38.589,5	11,2	36.590,0	10,3	-5,2
Otras actuaciones	35.940,9	10,4	40.227,7	11,3	11,9
TOTAL CAPÍTULO I a VIII	345.450,32	100,0	354.622,09	100,0	2,7

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

en esas dos partidas, 8.661 millones, los intereses de la deuda se reducirán en 1.999 millones de euros. El Gobierno espera que el aumento del nivel de endeudamiento se vea compensado por una menor carga financiera gracias a la caída esperada en la prima de riesgo —a lo largo de 2013 la prima de riesgo se ha reducido en alrededor de 200 puntos básicos—.

El presupuesto de gastos mantiene como objetivo prioritario la consolidación fiscal que está fuertemente condicionada por los gastos comprometidos en: i) pensiones (127.483 millones), ii) intereses de la deuda (35.690 millones) y iii) prestación por desempleo (29.727 millones). Esas tres partidas absorben conjuntamente el 54,4% de los recursos gestionados por las administraciones públicas españolas.

Presupuesto del Estado

Siguiendo las estimaciones del Gobierno, el gasto del Estado en 2014 (capítulos I a VIII) se situará en 164.848,6 millones de euros con una reducción del -0,1% (cuadro 5). El 29,7% de dicha cifra está constituida por las siguientes transferencias: i) Seguridad Social (encargada del pago de las pensiones) (12.981 millones), ii) Servicio Estatal de Empleo (encargada del pago de la prestación por desempleo) (32.051 millones), iii) Administración Territorial (fundamentalmente para financiar las políticas de gasto de las 17 comunidades autónomas) (31.589 millones) y, por último, iv) a la Unión Europea (13.083 millones). Una vez descontadas tales transferencias, la partida más importante del presupuesto corresponde al total del gasto gestionado por los trece departamentos ministeriales que conforman la estructura del actual Gobierno. El presupuesto contempla un fuerte ajuste en el gasto agregado de los ministerios que se reducirá en 1.720 millones de euros (-4,7%) alcanzando en 2014 una cifra de 34.584 millones. Este recorte se suma a los 13.405 millones de euros previstos en 2012 y a los 3.883 millones de

euros de 2013. No obstante el gasto crecerá fuertemente en los Ministerios de Empleo y Seguridad Social (2.746 millones) e Industria, Energía y Turismo (1.238,9 millones). Si atendemos a la clasificación económica (cuadro 6), el mayor recorte en el gasto de los ministerios corresponde a las transferencias corrientes a las administraciones territoriales (1.261,8 millones) así como el gasto en inversiones reales (647,6 millones). Los gastos de personal se reducen en 46,2 millones debido a la congelación de los salarios de los empleados públicos y por la prohibición (con algunas excepciones) de reposición de puestos de trabajo. De hecho, la ausencia de reposición ha reducido el número de empleados públicos al servicio del Estado en 17.036 trabajadores durante el año 2013.

Los intereses de la deuda absorben el 22,2% de los recursos gestionados por el Estado. Se estima una reducción en el pago de intereses generados por esta partida desde 38.589 millones hasta 36.590 millones (-5,2%). Nótese que tal nivel de gasto supera en aproximadamente 2.000 millones a los recursos gestionado por los trece departamentos ministeriales. De hecho, la participación de los intereses en el PIB alcanzará en 2014 el 3,49%. Asimismo, el nivel de deuda de las administraciones públicas crecerá desde 760,0 miles de millones de euros en 2013 hasta 826,5 miles de millones de euros 2014 situando la ratio deuda/PIB de este último año en una cifra record del 98,2%. A pesar de ello, se espera que los intereses disminuyan como consecuencia de la caída de los tipos de interés de los diferentes instrumentos financieros utilizados (fundamentalmente letras, bonos y obligaciones). Concretamente, el Gobierno confía en que el coste medio de la deuda continúe en 2014 la trayectoria descendente observada desde 2011 (4,07% en 2011, 3,90% en 2012 y 3,77% hasta agosto de 2013) debido a la notable mejora en las condiciones de acceso a los mercados financieros.

Presupuesto de la Seguridad Social

El gasto de la Seguridad Social aumentará en 2014 en 3.597 millones de euros situándose

Cuadro 5

Presupuestos de Gastos del Estado (Capítulos I a VIII)
Distribución por Secciones (millones de euros)

Capítulos	Presupuesto inicial 2013 (1)	(%)	Presupuesto inicial 2014 (2)	(%)	Δ (%) (2)/(1)
Órganos constitucionales					
Casa del Rey, Cortes Generales, Tribunal de Cuentas, Tribunal Constitucional, etc.	367,31	0,2	361,6	0,2	-1,5
Deuda Pública					
Intereses de la Deuda	38.589,5	23,4	36.590,0	22,2	-5,2
Pensiones de Funcionarios					
Clases Pasivas	12.150,0	7,4	12.643,0	7,7	4,1
Ministerios					
Asuntos Exteriores	1.092,88	0,7	996,49	0,6	-8,8
Justicia	1.507,16	0,9	1.472,29	0,9	-2,3
Defensa	5.934,17	3,6	5.742,94	3,5	-3,2
Hacienda y Administraciones Públicas	2.176,09	1,3	2.112,67	1,3	-2,9
Interior	7.213,95	4,4	7.298,26	4,4	1,2
Fomento	5.790,70	3,5	5.805,07	3,5	0,2
Educación, Cultura y Deporte	2.498,96	1,5	2.662,97	1,6	6,6
Empleo y Seguridad Social	23.798,22	14,4	26.544,24	16,1	11,5
Empleo y Seguridad Social excluyendo transferencias al Servicio Estatal de Empleo y a la Seguridad Social	458,73	0,3	476,12	0,3	3,8
Industria Energía y Turismo	3.919,04	2,4	5.158,00	3,1	31,6
Agricultura, Alimentación Medio Ambiente	1.573,85	1,0	1.620,76	1,0	3,0
Presidencia del Gobierno	434,40	0,3	423,15	0,3	-2,6
Sanidad Servicios Sociales e Igualdad	2.963,12	1,8	1.907,60	1,2	-35,6
Economía y Competitividad	1.964,00	1,2	2.346,01	1,4	19,5
Gastos de Diversos Ministerios	1.946,02	1,2	2.245,31	1,4	15,4
Total Ministerios	62.812,58	38,0	66.335,74	40,2	5,6
Total Ministerios excluidas aportaciones al Servicio Estatal de Empleo y Seguridad Social	36.302,36	22,0	34.584,01	21,0	-4,7
Transferencias a las comunidades autónomas y a la Unión Europea					
Otras relaciones financieras entes territoriales	686,01	0,4	997,92	0,6	45,5
Fondos de compensación Interterritorial	671,58	0,4	582,43	0,4	-13,3
Relaciones financieras con la UE	11.900,60	7,2	13.083,29	7,9	9,9
Fondo de contingencia	2.595,46	1,6	2.665,18	1,6	2,7
Sistemas de financiación de entes territoriales	35.314,23	21,4	31.589,50	19,2	-10,5
Total capítulos I a VIII	165.087,32	100	164.848,69	100,0	-0,1

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

Cuadro 6

Presupuesto de Gastos del Estado (millones de euros)
(Excluidas aportaciones al Servicio Público de Empleo Estatal, Seguridad Social y obligaciones de años anteriores)

Capítulos	Presupuesto Inicial 2013 (1)	%	Presupuesto Inicial 2014 (2)	%	Δ (%) (2)/(1)
I. Gastos de personal	15.613,92	35,5	15.567,68	36,7	-0,3
II. Gastos corrientes en bienes y servicios	2.756,71	6,3	2.869,08	6,8	4,1
III. Gastos financieros	24,94	0,1	25,73	0,1	3,2
IV. Transferencias corrientes	10.320,07	23,5	9.058,24	21,3	-12,2
Operaciones corrientes	28.715,65	65,3	27.520,72	64,8	-4,2
V. Fondo de contingencia	0,00	0,0	30,0	0,1	-
VI. Inversiones reales	3.896,66	8,9	3.249,01	7,7	-16,6
VII. Transferencias de capital	3.690,05	8,4	3.784,28	8,9	2,6
Operaciones de capital	7.586,71	17,3	7.033,29	16,6	-7,3
Total operaciones no financieras	36.302,36	82,6	34.584,01	81,5	-4,7
VIII. Activos financieros	7.668,48	17,4	7.860,73	18,5	2,5
IX. Pasivos financieros	0,37	0,0	0,37	0,0	0,0
Total operaciones financieras	7.668,85	17,4	7.861,10	18,5	2,5
TOTAL PRESUPUESTO	43.971,21	100,0	42.445,11	100,0	-3,5

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

en 131.831 millones de euros con un incremento del 2,8%. Como se puede ver en el cuadro 7, el gasto en pensiones contributivas de 2014 supondrá al 89,5% de los gastos de la Seguridad Social. El gasto por este concepto, donde no están incluidas las pensiones recibidas por los empleados públicos acogidos al mutualismo administrativo, crecerá según las estimaciones oficiales un 5,4%. Dicha variación se explica por el aumento del número de pensionistas y por la variación en la pensión media (la revalorización en 2014 será del 0,25%). En los presupuestos de la Seguridad Social se estima que el número total de pensiones aumentará en 112.907 (las correspondientes a jubilación aumentarán en 104.767) hasta alcanzar 9,250 millones de pensiones. Según las estimaciones oficiales, el número total de pensiones por jubilación aumentará entre 2013 y 2014 desde 5,514 hasta 5,618 millones. El resto de prestaciones de la Seguridad Social sufrirá importantes recortes: pensiones no contributivas (309 millones), incapacidad temporal (952 millones), maternidad, embarazo y lactancia

(131 millones) y atención a la dependencia (1.034 millones). El 78% de los ingresos de la Seguridad Social tiene su origen en las cotizaciones sociales que en 2014 aportarán 102.839 millones de euros. Los ingresos por este concepto se reducirán en 2014 en un 2,9% como consecuencia de la evolución del empleo y de la remuneración media de los asalariados. Una de las medidas adoptadas para mejorar los ingresos por cotizaciones a partir de 2014 es el aumento en 5 puntos de la base máxima de cotización. Junto a las cotizaciones, las transferencias recibidas del Estado constituyen los dos pilares en los que sustenta la financiación de la Seguridad Social (13.000 millones en 2014).

Presupuesto de organismos autónomos y agencias estatales

Dentro de esta categoría se incluye entidades que prestan servicios de muy diversa naturaleza

Cuadro 7

Desglose de las principales partidas de gasto de la Seguridad Social

Partidas	Presupuesto Inicial 2013 (1)	%	Presupuesto Inicial 2014 (2)	%	Δ (%) (2)/(1)
Total suma de ingresos capítulos I a VIII	128.239,7	100,0	131.831,4	100,0	2,8
Transferencias corrientes	121.697,2	100,0	125.318,8	100,0	3,0
Pensiones contributivas	106.350,1	87,4	112.102,6	89,5	5,4
Pensiones no contributivas	2.475,5	2,0	2.166,1	1,7	-12,5
Incapacidad temporal	5.830,5	4,8	4.878,3	3,9	-16,3
Maternidad, embarazo y lactancia	2.309,8	1,9	2.177,9	1,7	-5,7
Atención a la dependencia	2.126,5	1,7	1.092,5	0,9	-48,6
Resto de transferencias	2.604,5	2,1	2.901,2	2,3	11,3

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

como por ejemplo, la Agencia Tributaria, la Jefatura de Tráfico, el Instituto Nacional de Estadística o el Parque Móvil del Estado. El gasto agregado de estas 57 entidades aumentará en 2014 en un 8,15% (3.939 millones de euros). De este modo, el gasto total pasará de 48.327 millones de euros en 2013 a 52.266 millones de euros en 2014. Uno de los entes más importantes por el volumen de recursos que gestiona es el Servicio Público de Empleo Estatal (33.916 millones de euros). Este organismo gestiona fundamentalmente el pago de la prestación por desempleo aunque también se encarga de las políticas activas de lucha contra el desempleo. Como se puede ver en el cuadro 8, el pago de la prestación por desempleo, tanto contributivo como asistencial, supondrá en 2014 el 87,6% del gasto del citado organismo. Las prestaciones por desempleo de carácter contributivo aumentarán en 2014 un 8,6% hasta situarse en 21.041 millones de euros. Estos gastos mantienen su tendencia creciente dada la precaria situa-

ción del mercado de trabajo español. Y ello, a pesar de los recortes introducidos en la cobertura de la prestación por desempleo en 2012. Concretamente, el Real Decreto-ley 20/2012 de 13 de julio redujo el importe de la prestación a partir del séptimo mes reduciéndose la cuantía de la prestación desde el 60% hasta el 50% de la base reguladora. Por su parte la prestación asistencial crecerá un 11,9% alcanzado una cifra de 6.562 millones de euros como consecuencia del aumento en el número de desempleados que agotarán la prestación contributiva. En este sentido, debe señalarse que el citado Real Decreto-ley eliminó en 2012 el subsidio especial para mayores de 45 años al tiempo que se aumentó la edad para percibir el subsidio para los trabajadores que agotaron la prestación por desempleo desde los 52 a 55 años. Las políticas activas contra el desempleo han aumentado un 11,9% que contrasta con el fuerte recorte que han sufrido en el presupuesto de 2013 (-34,6%).

Cuadro 8

Presupuesto por programas del Servicio Público de Empleo Estatal

Programas	Presupuesto inicial 2013 (1)	%	Presupuesto inicial 2014 (2)	%	Δ (%) (2)/(1)
Prestaciones económicas por cese de actividad	25,48	0,1	23,5	0,1	-7,6
Fomento de la inserción y estabilidad laboral	3.769,9	12,2	4.041,5	11,9	7,2
Prestaciones a los desempleados	26.933,7	87,3	29.727,5	87,6	10,1
Transferencias internas	127,4	0,4	124,17	0,4	-2,5
TOTAL	30.916,5	100,0	33.916,8	100,0	9,7

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2014.

Referencias

- ROMERO, D. y SANZ, J.F. (2012), "Effect of the July 2012 VAT reform on tax revenues", *Spanish Economic and Financial Outlook*, 3, 49-52.
- (2013), "Impact of changes in Spain's VAT rates during the economic crisis: A comparative analysis", *Spanish Economic and Financial Outlook*, 4, 45-55.
 - (2013), "2013 Budget: Impact on fiscal consolidation", *Spanish Economic and Financial Outlook*, 4, 58-72.

Situación actual y perspectivas de las finanzas públicas españolas

Carmen López y Salvador Jiménez*

España se encuentra actualmente inmersa en un proceso de reequilibrio fiscal como parte de sus esfuerzos para reducir al mínimo los efectos negativos de la crisis económica. Los mayores desafíos para el cumplimiento de los objetivos de déficit en 2014 serán para las CC.AA. y la Seguridad Social.

Como respuesta a la crisis económica que afecta a España desde el año 2008, las autoridades se han visto obligadas a llevar a cabo un reequilibrio fiscal con el fin de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo. Aunque este proceso de consolidación fiscal ha sido desigual entre los diferentes niveles de la Administración Pública, se están realizando importantes esfuerzos de consolidación para reducir el déficit global por debajo de 3% en 2016. Este esfuerzo fiscal se refleja directamente en la mejora del acceso del Estado y de las CC.AA. a los mercados financieros en 2013.

Factores determinantes de la situación actual

El deterioro sufrido por las cuentas públicas, que llegaron a registrar un déficit del 11,2% del Producto Interior Bruto (PIB) en 2009, y el aumento de la deuda pública desde niveles del 42% del PIB en 2008 hasta el 90% del PIB a junio de 2013, ha obligado a realizar importantes esfuerzos fiscales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo.

Desde mayo de 2010, momento en el que el anterior Gobierno, con el objetivo de aliviar la pre-

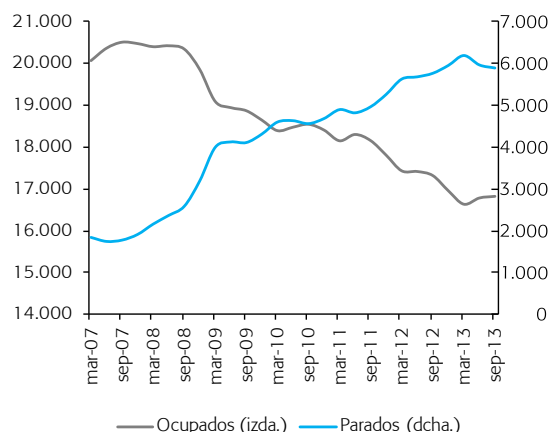
sión de los mercados financieros, adoptó un duro paquete de medidas de reducción del gasto (congelación de las pensiones más elevadas y recorte salarial de los funcionarios, entre otras), la toma de medidas con el objetivo de controlar los registros de déficit público ha sido una constante.

No obstante, la debilidad del ciclo económico, que impacta directamente sobre la recaudación tributaria, junto con los problemas estructurales que padece la economía española como el envejecimiento de la población y el elevado nivel de desempleo estructural, han impedido que los esfuerzos fiscales realizados se hayan traducido con la misma amplitud en consolidación fiscal.

* Consultores de Administraciones Públicas de AFI (Analistas Financieros Internacionales, S.A.).

Gráfico 1

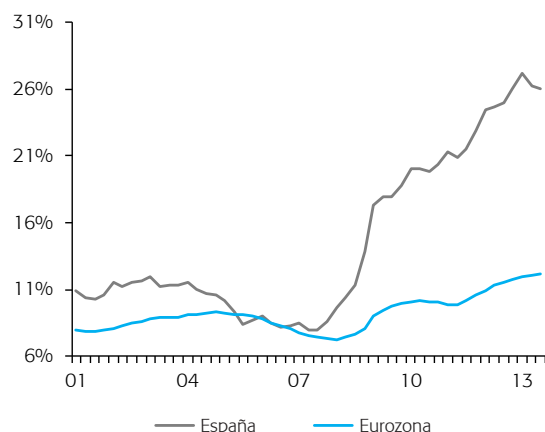
Afiliación y paro registrado en España (miles de personas)



Fuentes: Seguridad Social y AFI.

Gráfico 2

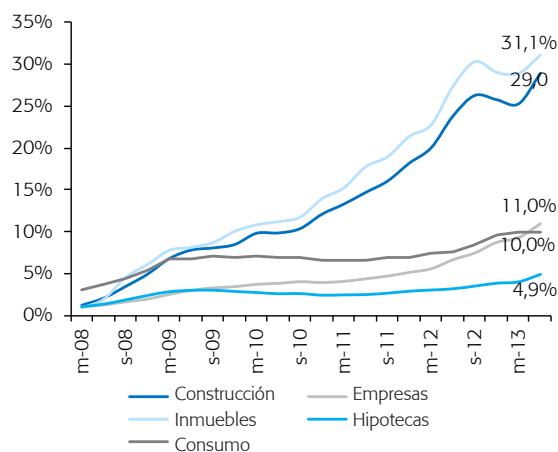
Tasa de paro en España y en la eurozona



Fuentes: Eurostat, INE y AFI.

Gráfico 3

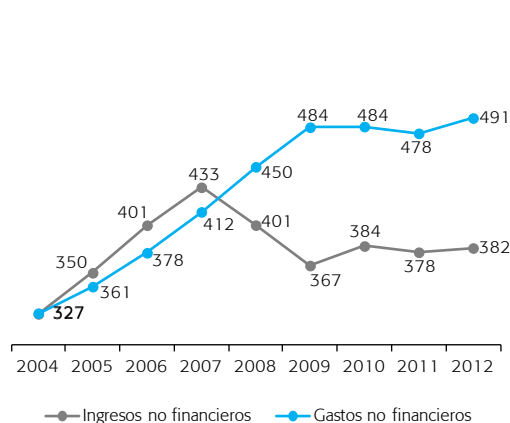
Tasa de mora bancaria por segmento de negocio en España



Fuentes: Banco de España y AFI.

Gráfico 4

Ingresos y gastos no financieros conjunto de AA.PP. españolas (miles de millones de euros)



Fuente: Intervención General del Estado (IGAE).

La traslación de esta situación macroeconómica se ha puesto de manifiesto en las cuentas públicas principalmente a través de cuatro aspectos:

- Fuerte caída en los ingresos no financieros del conjunto de las Administraciones Públi-

cas (-13,4% en 2012 respecto a 2007), sin ser suficientes los cambios normativos experimentados para conseguir incrementar la recaudación en los últimos ejercicios.

- Gastos no financieros¹ en aumento constante. El gasto en 2012 ha sido un 19,2%

¹ Total del gasto excluyendo activos y pasivos financieros (Capítulos 8 y 9 de la clasificación económica del presupuesto). Se excluyen ya que no forman parte del cálculo del déficit en términos del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95).

Cuadro 1

Saldo cíclico y estructural de las Administraciones Públicas españolas (porcentaje del PIB)²

	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo total AA.PP.	-6,85	-6,50	-5,80	-4,20	-2,80
Saldo cíclico	-2,58	-2,80	-2,24	-1,55	-0,73
Saldo estructural	-4,27	-3,71	-3,56	-2,65	-2,07

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

superior al volumen gastado por el conjunto de las Administraciones Públicas en 2007.

- La recesión económica y la fuerte presencia de algunas entidades financieras en el sector promotor y construcción conllevó un importante deterioro en sus niveles de solvencia y morosidad. Esta situación generó elevados riesgos sistémicos que obligaron al Estado español a canalizar ayudas financieras europeas a las entidades en posiciones más débiles. Estas ayudas hasta agosto de 2013 han supuesto un déficit público de 47.050 millones de euros, el 4,7% del PIB español.
- Adicionalmente, consecuencia de la escasez de recursos propios y de la dificultad para acceder a la financiación, se incrementó considerablemente el periodo de pago a los proveedores. Con el objetivo de solventar este problema el Gobierno creó el Fondo de Financiación de Pago a Proveedores, un mecanismo que ha posibilitado la refinanciación de 28.500 millones de euros de deuda comercial a través de préstamos a largo plazo, y que el propio Gobierno espera que facilite el abono de facturas adicionales por valor de 14.000 millones de euros.

La absorción de estos desequilibrios deberá pasar obligatoriamente por la adopción de refor-

mas estructurales, ya que el déficit estructural supondrá en términos relativos en 2013 una mayor proporción que el cíclico (cuadro 1).

Pese a que el Gobierno ya ha acometido la reforma del sistema de pensiones, por sí sola se considera insuficiente, siendo necesarias reformas adicionales, entre las que destaca la del sistema tributario español, que el Gobierno pretende poner en marcha a lo largo del ejercicio 2014.

En cualquier caso, pese a que la metodología de déficit estructural nos ayuda a identificar mejor las debilidades de las cuentas públicas, a día de hoy, el cumplimiento del Protocolo de Déficit Excesivo³ continúa midiendo los objetivos de estabilidad de acuerdo a la capacidad o necesidad de financiación elaborada bajo la metodología SEC95, por lo que será la utilizada para analizar a continuación la evolución de las cuentas públicas españolas en 2013 y las perspectivas para 2014.

Necesidades de consolidación y evolución del déficit de las Administraciones Públicas españolas en 2013

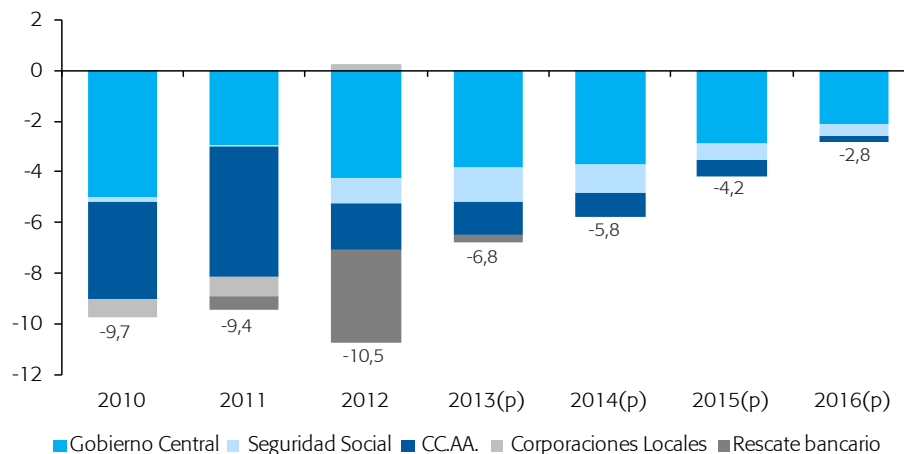
Las necesidades de consolidación en España para el ejercicio 2013 están marcadas por la revi-

² Teniendo en cuenta los objetivos de déficit efectivo fijados por la UE y los valores del *output gap* estimados por el Banco de España para el mismo período. Las estimaciones resultan de la aplicación de la metodología aprobada por la Orden de desarrollo metodológico de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera sobre el cálculo de las previsiones tendenciales de ingresos y gastos y de la tasa de referencia de la economía española. Se aplica el valor de sensibilidad cíclica de las finanzas públicas de 0,43, valor que viene utilizando la Administración española en sus cálculos de saldo cíclico y estructural.

³ Se considera déficit excesivo aquel que se sitúa por encima del 3% del PIB.

Gráfico 5

Senda de consolidación de déficit en España



Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

sión al alza del objetivo de déficit anunciada a finales de mayo. Gracias a ella, el país cuenta con una prórroga de dos años para la corrección del déficit excesivo, que implica que este se sitúe por debajo del 3% del PIB en 2016. A cambio, la Comisión Europea (CE) exigió la concreción de las medidas de consolidación contenidas en el Programa de Estabilidad de 2013 tratando de asegurar el cumplimiento en dicho ejercicio.

España dispone de una prórroga de dos años para corregir su déficit excesivo, lo que significa llevarlo por debajo del 3% del PIB en 2016. A cambio, la Comisión Europea (CE) ha exigido la concreción de las medidas de consolidación contenidas en el Programa de Estabilidad de 2013, en un intento de asegurar el cumplimiento.

De esta forma, el esfuerzo requerido al país en 2013 se acota a poco más de tres décimas del PIB, desde el 6,85% del PIB hasta el 6,5% del PIB (gráfico 5). Este objetivo para el conjunto de las Administraciones Públicas, dado el elevado grado

de descentralización administrativa en España, se subdivide en cuatro individuales para cada uno de los subsectores administrativos (Administración Central, Comunidades Autónomas, Seguridad Social y Corporaciones Locales).

Administración Central

La Administración Central, compuesta por el Estado y sus organismos autónomos tiene un objetivo de déficit en 2013 del 3,8% del PIB. Pese a que en un principio este pudo parecer poco ambicioso ya que cuando fue anunciado el avance de cierre de 2012 se apuntaba a un déficit en el ejercicio del 3,83% del PIB, las sucesivas revisiones practicadas sobre ese dato lo han situado en el 4,24% del PIB⁴. Así, las necesidades de consolidación para 2013 se sitúan en más de cuatro décimas del PIB, un objetivo asumible pero que descansa sobre la mejora de los recursos no financieros, especialmente tributarios, vía subidas impositivas.

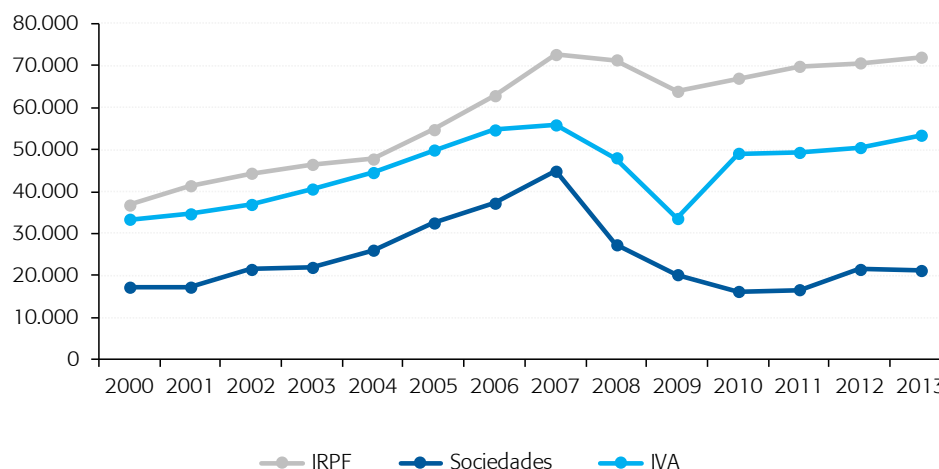
La evolución hasta agosto⁵ arroja un déficit para la Administración Central del 4,09% del PIB, todavía por encima del objetivo, aunque reducién-

⁴ Según la última comunicación remitida a Eurostat en octubre de 2013.

⁵ Último dato disponible en la fecha de elaboración del artículo.

Gráfico 6

Evolución de la recaudación en los principales impuestos (millones de euros)



Fuente: Agencia Tributaria.

dose respecto a los meses anteriores. La recaudación total acumulada de las principales figuras tributarias⁶, impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), impuesto sobre el valor añadido (IVA) e impuesto sobre sociedades (IS), muestra un balance desigual.

Mientras que el IVA crecía hasta septiembre un 12,2%, en términos interanuales homogéneos, impulsado por las subidas impositivas, el IRPF continuaba cayendo pese al mantenimiento de la subida del tipo que se efectuó en 2012. El IS registraba una reducción del 6,1% debido al aumento de las devoluciones realizadas a principios de año

y al descenso de la cuota diferencial bruta (por los menores beneficios de las empresas). Será en el último tramo del ejercicio, en el que se concentra la mayor parte de recaudación del IS, cuando se conozca si finalmente se alcanza el volumen esperado por el Estado para esta figura impositiva, que implica un práctico mantenimiento de este respecto a 2012. En todo caso, alcanzar las cotas de recaudación presupuestadas dependerá del pulso económico del último trimestre.

Por lo que respecta al gasto no financiero, el Estado presupuestó para el conjunto del año un crecimiento interanual del 6,2%. Pese a las medi-

Cuadro 2

Evolución de la recaudación hasta septiembre y valores esperados

	Sept-13 (mill €)	% Var. ia.	% Var. ia. esperada (*)
Impuesto sobre la renta	51.693	-1,3%	1,9%
Impuesto sobre sociedades	9.781	-6,1%	-1,2%
IVA	40.618	12,2%	5,8%

Nota: * Avance de liquidación 2013 frente a recaudación 2012.

Fuentes: Agencia Tributaria y Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2014.

⁶ Se conocen cifras de recaudación tributaria hasta el mes de septiembre.

das de recorte proyectadas en las partidas más discrecionales (el gasto ministerial no financiero se reduce un 9,4% comparado con el presupuesto inicial de 2012), el elevado grado de inelasticidad de partidas presupuestarias con un elevado peso (intereses, desempleo y transferencias a la Seguridad Social), hicieron imposible asumir una caída del gasto en su conjunto.

A pesar de los recortes previstos para los componentes más discrecionales de gasto, el elevado grado de inelasticidad de partidas presupuestarias con un elevado peso (intereses, desempleo y transferencias a la Seguridad Social), hizo imposible asumir una caída del gasto en su conjunto.

Pese a ello, los datos de ejecución presupuestaria del Estado hasta septiembre mostraban una evolución del gasto más positiva frente a lo presupuestado (4,9% interanual en septiembre), gracias, principalmente, a un menor gasto en intereses. Frente a una previsión de más de

38.600 millones de euros de gasto en este concepto, el Estado hasta septiembre ha registrado 21.200 millones de euros. Ello permitirá, con casi toda seguridad, obtener un ahorro en esta partida de al menos cinco décimas del PIB, que podrán compensar la también probable desviación que se registrará en ingresos vía recursos tributarios.

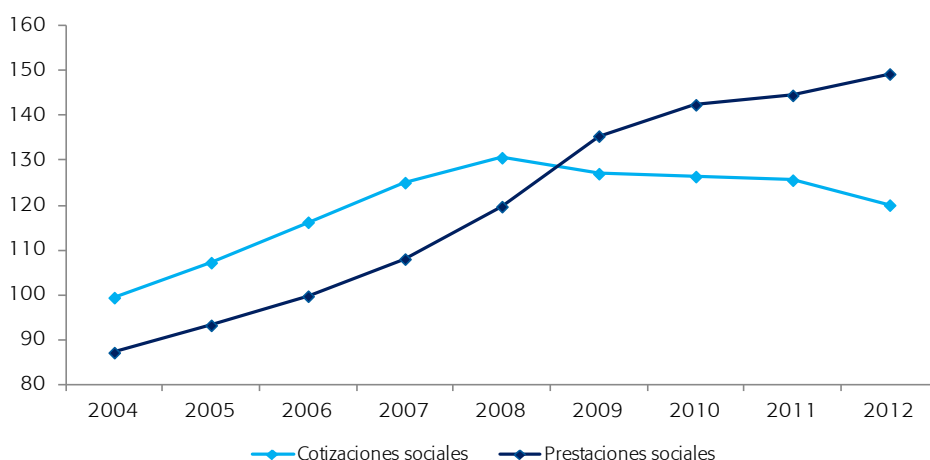
Con todo ello, no se espera para la Administración Central en 2013 una elevada desviación respecto al Objetivo (-3,8% del PIB). De producirse, se situará en el entorno de dos décimas del PIB.

Seguridad Social⁷

La base de los ingresos de la Seguridad Social se ha contraído fuertemente a lo largo de la crisis económica. Las cotizaciones sociales, su principal fuente de recursos, se sitúan a cierre de 2012 en 10.600 millones de euros por debajo de las recaudadas en 2008. Unido a ello, existen dos factores que condicionan los déficits que registra desde 2010: el incremento en las prestaciones por desempleo y el envejecimiento de la población española, con pensiones medias cada vez de mayor volumen.

Gráfico 7

Ingresos y prestaciones sociales (miles de millones de euros)



Fuente: Intervención General del Estado (IGAE).

⁷ El déficit en términos de Contabilidad Nacional incluye además del Sistema de la Seguridad Social (pensiones), el Servicio Público de Empleo Español (SPEE) y el Fondo de Garantía Salarial (Fogasa).

Estos dos factores han supuesto que el gasto en prestaciones sociales en 2012 fuese un 24,7% superior al de 2008.

Además de la crisis económica existen dos factores que condicionan los déficits que registra la Seguridad Social española desde 2010: el incremento en las prestaciones por desempleo y el envejecimiento de la población española, con pensiones medias cada vez más elevadas.

Este patrón, ante la escasa mejora del ciclo económico, es el que ha regido las cuentas de la Seguridad Social en 2013. A pesar de que el Gobierno inicialmente presupuestó en base a un escenario de equilibrio, tras suavizar la Comisión Europea en el mes de mayo la senda de conso-

lidación presupuestaria, el objetivo de déficit de las Administraciones de la Seguridad Social quedó fijado en el -1,4% del PIB.

Pese a la concesión de este margen, hasta el mes de agosto el Estado trató, acelerando el ritmo de transferencias anuales a realizar a la Seguridad Social, de retrasar la entrada en déficit de esta. De hecho, agosto, tras el práctico agotamiento de las transferencias, es el primer mes del año en el que se registró déficit (-0,18% del PIB).

El agotamiento de las transferencias supondrá un incremento más que proporcional del déficit de la Seguridad Social en el tramo final del año siendo plausible alcanzar el -1,4% del PIB previsto. Este déficit vendrá explicado, principalmente, por desviaciones respecto a las cifras presupuestadas en cotizaciones sociales (8.000 millones de

Cuadro 3

Evolución del déficit de las CC.AA.
(% del PIB)

<i>Déficit</i>	<i>dic-12</i>	<i>ago-13</i>	<i>Objetivo 2013</i>	<i>Margen en 2013</i>
Andalucía	-2,09	-0,75	-1,58	-0,83
Aragón	-1,45	-0,94	-1,30	-0,36
Asturias	-1,03	0,34	-1,06	-1,40
Baleares	-1,82	0,29	-1,40	-1,69
Canarias	-1,10	-0,11	-1,20	-1,09
Cantabria	-1,51	-0,36	-1,13	-0,77
Castilla-La Mancha	-1,57	-0,84	-1,30	-0,46
Castilla y León	-1,40	-0,54	-1,27	-0,73
Cataluña	-2,21	-1,06	-1,58	-0,52
Extremadura	-1,03	-0,86	-1,00	-0,14
Galicia	-1,29	-0,74	-1,20	-0,46
Rioja	-1,17	0,04	-1,06	-1,10
Madrid	-1,07	-0,91	-1,07	-0,16
Murcia	-3,17	-1,43	-1,59	-0,16
Navarra	-1,74	-2,55	-1,20	1,35
País Vasco	-1,46	-0,69	-1,20	-0,51
Valencia	-3,69	-0,76	-1,60	-0,84
TOTAL	-1,84	-0,79	-1,30	-0,51

Fuente: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

euros), pensiones contributivas (2.200 millones de euros) y en prestaciones por desempleo (3.300 millones de euros).

Comunidades Autónomas

Las regiones, principal foco de tensión y dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas en 2011, realizaron un importante esfuerzo de consolidación en el ejercicio 2012 cerrando con un déficit del 1,84% del PIB⁸. No obstante, la elevada heterogeneidad entre regiones, ya existente, pero que se agudizó con la crisis económica, supuso que la distancia en términos de déficit entre las regiones más saneadas y las que registraban desequilibrios más fuertes fuese

La elevada heterogeneidad entre regiones, ya existente, pero que se agudizó con la crisis económica, supuso que la distancia en términos de déficit entre las regiones más saneadas y las que registraban desequilibrios más fuertes fuese de más de 2,5 puntos del PIB.

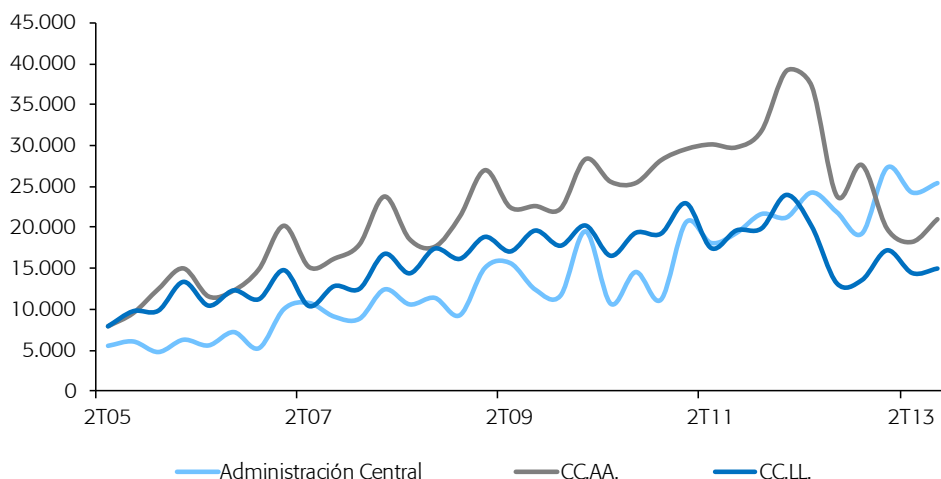
de más de 2,5 puntos del PIB. Mientras que Comunidades Autónomas como Comunidad Valenciana o Murcia más que doblaron el objetivo, -1,5% del PIB, nueve de las diecisiete CC.AA. se situaron por debajo del margen permitido. De hecho, cuatro CC.AA. (Principado de Asturias, Canarias, Extremadura y Comunidad de Madrid), cerraron en un nivel de déficit próximo al 1% del PIB.

Esta situación llevó al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas a establecer objetivos de déficit diferenciados entre regiones por primera vez desde que la normativa de estabilidad fue puesta en marcha. Pese a ello, el cumplimiento del límite establecido para el conjunto de CC.AA. pasa por realizar importantes esfuerzos en materia de gastos ya que los ingresos no van a suponer un aporte adicional de recursos significativo. La mayor parte de los ingresos de las CC.AA. están compuestos por las transferencias del Estado en virtud del Sistema de Financiación Autonómica, que en 2013 tan solo crecerán un 1,2% respecto a 2012.

Las CC.AA. registraron hasta agosto un déficit en términos de Contabilidad Nacional del -0,79% del PIB. El buen registro deriva de una conten-

Gráfico 8

Evolución cuentas pendientes de pago (millones de euros)



Fuente: Banco de España.

⁸ Según la última comunicación remitida a Eurostat en octubre de 2013.

ción del gasto público, (principalmente vía transferencias corrientes a otras AA.PP. y consumos intermedios). De mantenerse ese ritmo de crecimiento esta cifra implicaría el cumplimiento del objetivo (-1,3% del PIB). Pese a que en principio es un buen resultado hay que tener en cuenta que la dificultad para imputar los ajustes de Contabilidad Nacional a los presupuestos autonómicos de manera mensual ofrece en algunos casos datos poco representativos. De hecho tres CC.AA. seguían presentando superávit a falta de cuatro meses para acabar el año: Asturias, Baleares y La Rioja.

Este factor debe ser tenido en cuenta junto con el escaso grado de realización de las ventas de activos previstas, (se habían ejecutado hasta agosto un 11% de las proyectadas), ya que la conjunción de ambos factores podría generar una desviación sobre el objetivo de dos décimas del PIB. Bajo el supuesto de que este mayor déficit no pueda ser compensado con un recorte adicional del gasto, el déficit se situaría en el entorno del 1,5% del PIB frente al 1,3% del PIB marcado como límite. En todo caso, al igual que en 2012, se espera una elevada heterogeneidad entre regiones, esperando el cumplimiento de la mayor parte de las diecisiete, frente a niveles de déficits elevados en una minoría.

Corporaciones Locales

Las Corporaciones Locales no solo fueron en 2012 el único subsector que cumplió su objetivo de estabilidad (fijado en el 0,0% del PIB), sino que lo mejoraron registrando un superávit del 0,22% del PIB. Esta buena situación las hace colocarse en una posición holgada de cara al cumplimiento del objetivo en 2013, que vuelve a ser de estabilidad presupuestaria⁹. El aumento del Impuesto sobre bienes inmuebles en 2012, junto con el saneamiento practicado en las facturas pendientes de

⁹ Necesidad de financiación en términos de SEC 95 del 0,0% del PIB.

¹⁰ Estas medidas son equivalentes al 0,14% del PIB (sin medidas de empleo público).

¹¹ Hasta junio de 2013, último dato disponible a cierre de este artículo, el superávit se situaba en el 0,19% del PIB.

Cuadro 4

Impacto recaudatorio diferencial de los cambios impositivos (millones de euros)

	2013	2014
Impuesto sobre la renta	3.430	83
Impuesto sobre sociedades	152	2.920
Impuestos medioambientales	1.889	54
IVA	8.429	117
Impuestos especiales	2.422	434
Otros	-366	50
TOTAL	15.956	3.658

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

pago a proveedores ha sido la base de este buen resultado.

Para 2013 el mantenimiento de la subida del IBI, junto con una más que esperable contención del gasto en base a los planes de ajuste¹⁰ elaborados para acceder al Fondo de Financiación de Pago a Proveedores permitirá cumplir con el objetivo marcado e incluso generar un ligero superávit¹¹ que viniese a cubrir las desviaciones de la Administración Central y el Estado.

Perspectivas para 2014

En 2014 el esfuerzo de consolidación del conjunto de AA.PP. asciende a siete décimas del PIB para pasar de un déficit del 6,5% del PIB al 5,8% del PIB. El reparto por administraciones de este esfuerzo es desigual, siendo nulo para las CC.LL., de una décima para la A.C. y de tres para las CC.AA. y Seguridad Social. Consecuentemente, las mayores dificultades para el cumplimiento provendrán de estos dos últimos subsectores, lo cual es analizado con más detalle a continuación.

Estado

El escaso esfuerzo de consolidación exigido al Estado ha reducido la presión para aumentar los ingresos no financieros, de forma que se confía en que sean suficientes las mejoras del ciclo para que estos aumenten un 1,2% respecto a 2013.

Esta evolución implica que de cumplirse las previsiones de crecimiento del PIB (0,7% según el Gobierno), los volúmenes de recaudación impositiva presupuestados serían factibles, solo en riesgo por una desviación adicional a la anunciada en la previsión de cierre de 2013.

El gasto no financiero del Estado se mantiene prácticamente en el nivel presupuestado en 2013. El incremento de las aportaciones al Servicio Público de Empleo y de la financiación presupuestaria del déficit de tarifa eléctrica, que suma 5.500 millones de euros, obliga a que el ajuste se concentre en los gastos ministeriales, sobre los que el Estado tiene margen de discrecionalidad. También se reducen las aportaciones a CC.AA. y CC.LL.

pago de pensiones del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, que contaba en julio de 2013, cuando se realizó la última disposición del mismo, con un volumen de 59.307 millones de euros. Con el ritmo de disposiciones actual este fondo se agotaría en el año 2019. Esta insostenibilidad en el medio (caída de cotizaciones) y largo plazo (envejecimiento poblacional) del Sistema de la Seguridad Social ha obligado a emprender una reforma del sistema de pensiones.

Las principales novedades son la desvinculación de la actualización de las pensiones del IPC, –introduciéndose un índice de revalorización cuyos principales factores de determinación son los ingresos y gastos del Sistema de la Seguridad Social y la tasa de variación anual de número de pensiones contributivas–, así como un factor de sostenibilidad que entrará en vigor a partir del año 2019. Este factor de sostenibilidad estará determinado por la esperanza de vida en el momento de entrar en edad de jubilación.

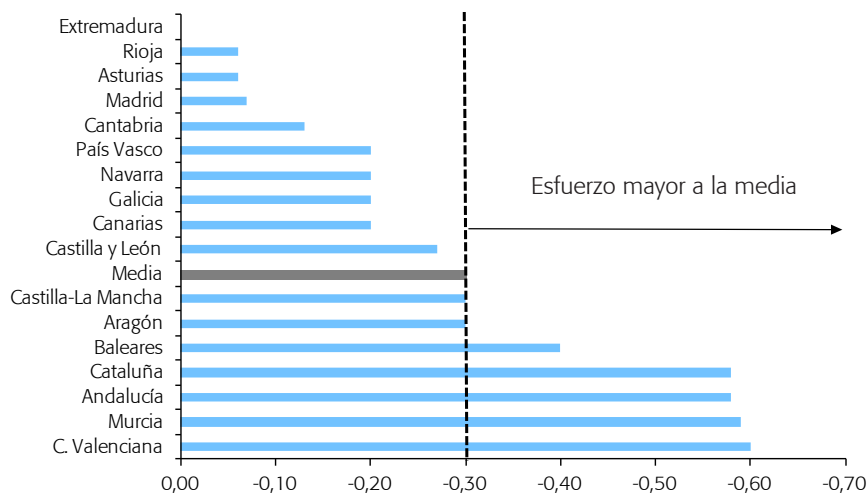
A estos dos factores hay que añadir que desde el pasado enero la edad legal de jubilación se va incrementando progresivamente hasta alcanzar en 2027 los 67 años de edad.

Seguridad Social

La generación de déficits en la Seguridad Social a partir de 2010 ha supuesto la utilización para el

Gráfico 9

Esfuerzo de consolidación en 2014



Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

En los presupuestos de la Seguridad Social elaborados para 2014 ya figura el impacto de esta reforma, revalorizándose las pensiones únicamente el 0,25%. Esto ha permitido que el objetivo de déficit para 2014 se reduzca desde el 1,4% del PIB del año anterior hasta el 1,1% del PIB. No obstante, puede haber dificultades para alcanzar este registro, ya que el presupuesto cuenta con unas cotizaciones sociales de 102.800 millones de euros que implican que, de continuar con la evolución experimentada hasta agosto, el incremento necesario para alcanzar la cuantía presupuestada en 2014 ascendería a 5.000 millones de euros. A pesar de que se incrementará en cinco puntos porcentuales la base máxima de cotización, dado que este grupo supone únicamente un 4% del total de cotizantes y no se prevén crecimientos relevantes ni en empleo ni en los salarios nominales, será difícil alcanzar la previsión del Gobierno.

Por el lado del gasto, las pensiones contributivas con un importe de 112.100 millones de euros

registran un importante crecimiento frente a lo presupuestado este año (+5,4%) consecuencia, fundamentalmente, del incremento del colectivo de pensionistas y del incremento de la pensión media, ya que la revalorización se espera que se limite al 0,25%.

De esta manera, con una disminución de las aportaciones del Estado, el fuerte incremento en las pensiones contributivas y las dificultades para alcanzar las cotizaciones sociales previstas, el cumplimiento del Objetivo para la Seguridad Social en 2014 puede requerir medidas adicionales a las reflejadas en los PGE.

Comunidades Autónomas

Las regiones en 2014 deberán reducir en media su déficit algo más de tres décimas del PIB para pasar del 1,3% del PIB hasta el 1,0% del PIB, de forma que será la Administración que junto a la Seguridad Social deberá realizar un mayor esfuerzo

Mapa 1

Variación interanual ingresos y gastos no financieros Comunidades Autónomas (presupuestos iniciales 2014 vs. 2013)

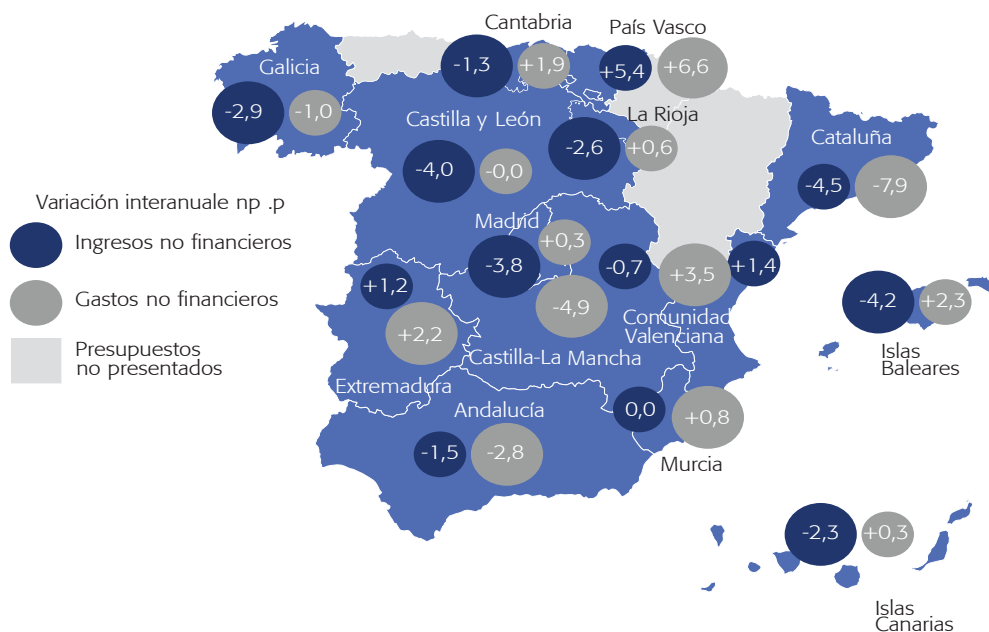
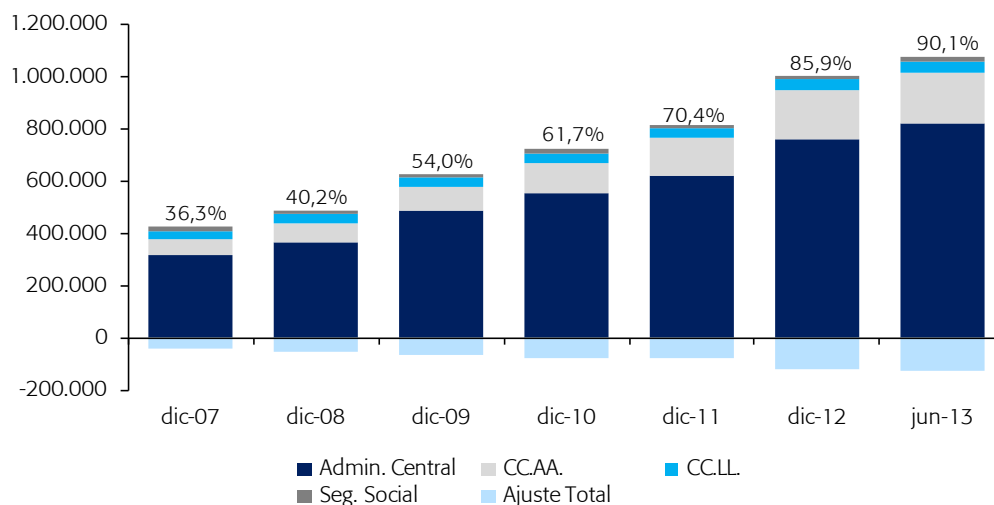


Gráfico 10

Nivel de deuda por Administración (millones de euros) y ratio de Deuda/PIB



Fuente: Banco de España.

de consolidación fiscal. A este mayor esfuerzo del conjunto hay que añadirle la presión adicional que se generará en aquellas regiones donde en 2013 el objetivo fue mayor al de la media autonómica: Cataluña, Andalucía, Murcia y la Comunidad Valenciana deberán reducir su déficit el doble que la media autonómica (gráfico 10). Este hecho puede llevar a que en 2014 vuelva a solicitarse un objetivo diferenciado de déficit por parte de las regiones que deberán hacer mayores esfuerzos.

Hasta la fecha de redacción de este artículo, catorce de las diecisiete regiones habían presentado sus proyectos de presupuestos para 2014. Analizando estos datos puede observarse que las Comunidades Autónomas van a tener que realizar esfuerzos adicionales para cumplir los ya de por sí exigentes objetivos, ya que verán reducidos sus ingresos por la vía de los procedentes del Sistema de Financiación Autonómica, que caerán en media un 2,5% respecto a 2013. Con el objetivo de compensar esa caída se han presupuestado unas cuantías de ingresos patrimoniales y ventas de activos que serán difíciles de alcanzar. La suma de estos importes —a falta de conocer aún los presupuestos de las tres restantes que no han presentado presupuestos— asciende a 4.700 millones

La deuda pública continuará creciendo al menos hasta 2016, si bien, lo hará a un ritmo inferior al de los últimos ejercicios consecuencia de los inferiores déficits esperados.

de euros, cuando en 2012 los ingresos por estos conceptos del total de CC.AA. apenas supusieron 1.470 millones de euros.

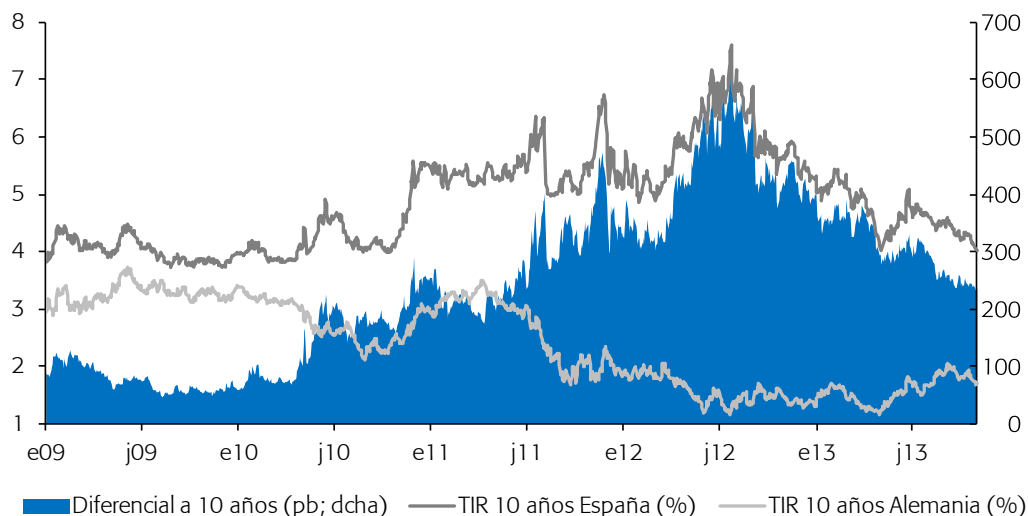
Pese a ello, la debilidad de los ingresos obliga a las Comunidades Autónomas, a diferencia del Estado, a reducir sus partidas de gasto. En conjunto, los presupuestos recogen una caída del gasto no financiero total del 1,4%. Las principales partidas que permiten esta reducción son los gastos de personal (-1,3%) suponiendo de esta manera que continuará la destrucción de empleo público, y de nuevo, los ajustes experimentados en gastos de capital (-11%), que ya solo representan el 9,2% del gasto no financiero.

Corporaciones Locales

Las CC.LL. deberán mantener en 2014 el equilibrio presupuestario exigido ya en 2013. Espe-

Gráfico 11

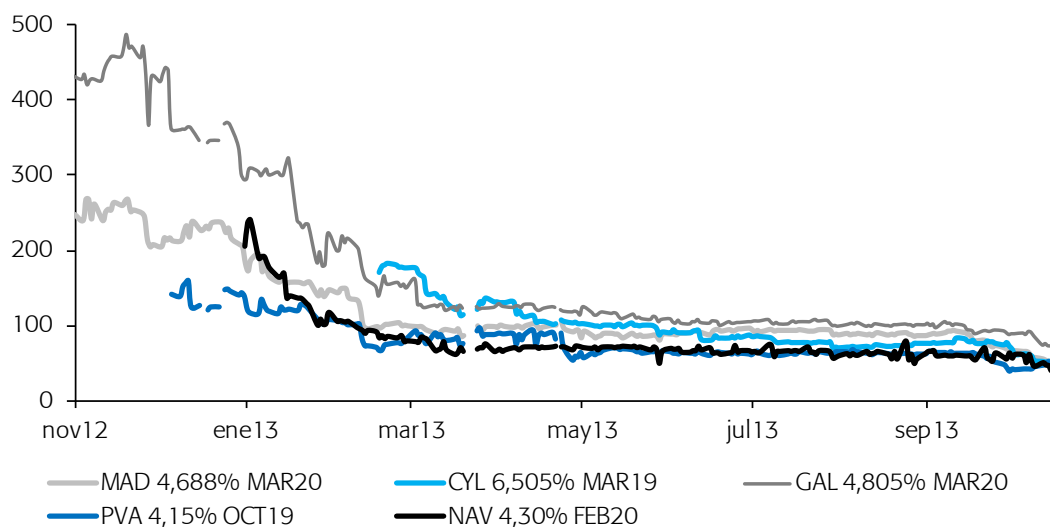
TIR de la deuda española y alemana a 10 años (%), diferencial soberano al plazo (pb)



Fuentes: AFI, Reuters.

Gráfico 12

Diferenciales de las CC.AA. (mercado secundario) respecto al Tesoro



Fuente: Bloomberg.

ramos el cumplimiento de su objetivo gracias al mantenimiento generalizado de la subida del impuesto sobre bienes inmuebles, obligatoria para

2012 y 2013, pero voluntaria a partir de entonces, y al recorte de gasto asociado a la reforma del sector local, actualmente en trámite parlamentario,

y para la que el Gobierno estima un impacto de 1.146 millones de euros en 2014.

Impacto en el nivel de endeudamiento

Los déficits generados durante la crisis económica han tenido su lógico reflejo en el nivel de endeudamiento ya que es el medio para financiar estos. A junio de 2013 el nivel de deuda de las Administraciones Públicas más que duplicaba el *stock* existente a cierre de 2008 (gráfico 11), situándose en el 90,1% del PIB. Este nivel, lejos de ser un techo, continuará en crecimiento debido a que hasta 2016, al menos, las AA.PP. españolas van a seguir registrando déficit¹².

En este sentido hay que recordar que aunque el Estado español se comprometió a través de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera a alcanzar en 2020 una ratio de deuda pública/PIB del 60%, con toda probabilidad no será posible su cumplimiento. De hecho, el S1, indicador de sostenibilidad a medio plazo utilizado por la Unión Europea, establece que sería necesario un saldo estructural primario del +5,3% hasta 2020 para devolver la ratio de endeudamiento al nivel del 60% del PIB en 2030. El saldo primario promedio de la economía española en el periodo 2000-2008,

momento de mayor auge de la economía española, únicamente alcanzó el 1,5%.

En todo caso, tras la estabilización de los mercados financieros las AA.PP. en 2013 están pudiendo cubrir sus necesidades de financiación del ejercicio con mayor facilidad y a un menor coste de financiación. El Tesoro, organismo que emite la deuda de la Administración Central, en octubre de 2013 ya había cubierto alrededor del 80% de sus necesidades netas de financiación para el ejercicio, ayudado, además, por una elevada presencia de inversores extranjeros en subastas de deuda.

Respecto a las CC.AA., nueve¹³ de ellas se encuentran acogidas al Fondo de Liquidez Autonómico, creado por el Estado, lo que les está permitiendo financiar tanto los vencimientos de deuda como las nuevas necesidades de financiación¹⁴ sin necesidad de acudir de forma individual al mercado. En el caso de las ocho restantes no adheridas, tras la relativa normalización de los mercados financieros, estas han podido materializar con rapidez sus necesidades de endeudamiento y a un coste muy inferior al de los últimos años.

No obstante, es preciso destacar que el Fondo de Liquidez Autonómico que surgió en 2012 como mecanismo de liquidez temporal para compensar la incapacidad de algunas Comunidades Autónomas de financiarse a precios razonables en el mercado se ha extendido por el momento, al menos, hasta 2014.

¹² De acuerdo con las previsiones del Gobierno, a cierre de 2014 la ratio de deuda pública sobre PIB ya alcanzará el 98,9% del PIB.

¹³ Andalucía, Cataluña, Valencia, Asturias, Canarias, Baleares, Murcia, Castilla-La Mancha y Cantabria.

¹⁴ El Fondo de Liquidez Autonómico permite atender los vencimientos de valores, los vencimientos de préstamos concedidos por instituciones europeas de las que España sea miembro, aquellas operaciones que, no puedan ser, en su caso, refinanciadas o novadas por las propias Comunidades Autónomas y las necesidades adicionales de financiación del déficit público.

Reestructuración bancaria, recapitalización y transparencia aumentada: mirando hacia 2014

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

Los desarrollos recientes en el sector bancario español muestran que todas las condiciones establecidas en el MoU ya se han puesto en marcha. Es importante destacar que los esfuerzos más recientes corresponden a algunos ejercicios de transparencia aumentada que representan un punto de partida ideal para hacer frente a la evaluación integral del BCE el próximo año.

Este artículo analiza los principales desarrollos de la reestructuración y la recapitalización del sector bancario español desde mayo hasta comienzos de noviembre de 2013. En primer lugar, nos ocupamos de las misiones realizadas por la Comisión Europea (CE), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central Europeo (BCE) para el examen del desempeño del Memorando de Entendimiento (MoU) por la asistencia financiera al sector bancario. En este punto, es importante tener en cuenta que incluso si la puesta en funcionamiento de todos los aspectos contemplados en el MoU se ha completado en julio, la supervisión ha continuado más allá, ya que la efectividad de los cambios realizados solo puede evaluarse en el largo plazo. Adicionalmente, se estudian otros avances recientes del proceso de reestructuración y recapitalización, incluyendo varias medidas de reforzamiento de la supervisión cautelar y las capacidades disciplinarias tanto del Banco de España, como por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), el desarrollo por parte del Banco de España del ejercicio prospectivo de la salud del sector denominado FLESB (acrónimo que proviene de la terminología inglesa Forward Looking Exercise on Spanish Banks) y los desarrollos metodológicos de la valoración comprehensiva de los balances bancarios que serán llevados a cabo por el BCE en noviembre del próximo año.

En general, los desarrollos recientes en el sector bancario español muestran que todas las condiciones establecidas en el MoU ya se han puesto en marcha. Es importante destacar que los esfuerzos más recientes corresponden a algunos ejercicios de transparencia aumentada que representan un punto de partida ideal para hacer frente a la evaluación integral del BCE el próximo año. En particular,

el FLESB ha puesto de manifiesto que, en un escenario adverso, la capacidad de absorción de pérdidas de la banca española superaría las pérdidas esperadas en unos 28.600 millones de euros y la ratio de capital *Common Equity Tier 1* (CET1 por sus siglas en inglés) sería del 11,3% en el escenario base, el 10,8% en el escenario desfavorable y el 10,2% en el escenario adverso en 2015.

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

Revisiones externas relacionadas con el programa de asistencia financiera

La tercera misión para la revisión del programa de asistencia financiera al sector bancario español de la CE, el BCE y el FMI tuvo lugar del 21 hasta el 31 de mayo de 2013. En aquel momento, la implementación de las medidas del MoU estaba cerca de terminar (se esperaba hacia julio de 2013). La CE y el BCE concluyeron que el programa estaba cumpliendo con el calendario y los objetivos marcados. Además, se señalaba que los mercados financieros se habían estabilizado considerablemente durante los primeros meses de 2013, y la situación de liquidez del sector bancario también había mejorado sustancialmente. Como apuntaban el BCE y la CE, esto permitió a las entidades bancarias españolas recuperar el acceso a los mercados de financiación y reducir su dependencia del banco central. Uno de los mayores logros, de acuerdo con el análisis, fue la recapitalización del sector y la transferencia de activos a la sociedad de gestión SAREB¹. Se observó, no obstante, que la SAREB todavía estaba afrontando el reto de gestionar exitosamente esa cartera de activos.

La CE y el BCE también consideraron como “prácticamente implantados” los requerimientos del MoU para el fortalecimiento de la gobernanza, el marco de regulación y supervisión del sector bancario español. Como se verá más adelante, esto ha implicado la reorganización y el fortalecimiento de algunos principios de supervisión y disciplina, dentro de las competencias del Banco de España y el FROB.

Incluso si la CE y el BCE reconocieron un adecuado cumplimiento de las condiciones del MoU, también destacaron algunos retos pendientes. En particular, de acuerdo con las revisiones externas previas, se volvió a incidir en el esfuerzo pendiente de desapalancamiento del sector privado, y al ajuste en el mercado inmobiliario, que se consideraba todavía lejos de haber concluido. Se señalaba

que ambos factores “afectan gravemente” el volumen de crédito y, potencialmente, a la calidad de los activos del sector bancario español, por lo que “una estrecha vigilancia del sistema” debía seguir con el fin de preservar la estabilidad financiera. Asimismo, también se señaló como necesario que las medidas de *burden sharing* o distribución de pérdidas entre accionistas y tenedores de deuda en el sector bancario se completaran.

La CE y el BCE también recordaron la importancia de los diagnósticos “en curso” (en aquel momento) sobre la evolución de la calidad de los activos, la situación de solvencia y la capacidad de resistencia de los bancos españoles que estaban siendo preparados por el Banco de España y cuyos resultados se analizan más adelante.

En cuanto al FMI, en su calidad de supervisor independiente del MoU su informe completo sobre la tercera misión se publicó en julio y, al igual que el BCE y la CE, también reconoció que “la gran mayoría de las medidas especificadas en el MoU se habían completado” de forma, incluso, anticipada a como estaba previsto en el calendario. El FMI menciona como particularmente relevantes las acciones dirigidas a recapitalizar la parte del sector bancario y de las transferencias de activos a SAREB.

Es importante destacar que, en lo que se refiere a las recomendaciones para la mejora, el FMI señala la necesidad de compartir esfuerzos entre la UE y las instituciones españolas. Por el lado europeo, se consideraba esencial la aplicación de acciones como la implementación de la unión bancaria y asegurar el mantenimiento de una “política monetaria acomodaticia”. En lo que se refiere a España, las prioridades se centraban en establecer una revisión proactiva y continuada de la salud del sector financiero acompañada de una estricta supervisión. Se destacó, en particular, los nuevos criterios aprobados por el Banco de España para determinar la clasificación de los préstamos refinanciados y reestructurados. El FMI pidió una “aplicación rigurosa de estos criterios” para

¹ Sociedad de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria.

asegurar una provisión adecuada de las potenciales pérdidas.

La cuarta misión de seguimiento del Programa de Asistencia Financiera a España se llevó a cabo por la CE y el BCE del 16 al 27 de septiembre de 2013 y las principales conclusiones fueron publicadas el 30 de septiembre. La mejora continua de las condiciones de financiación para España volvió a mencionarse en este informe. Dados los avances realizados a mediados de 2013, la CE y el BCE reconocieron que los ejercicios de reparto de la carga entre accionista y tenedores de bonos junior ya estaban prácticamente terminados y que el cumplimiento con los “requerimiento de política horizontal” (la lista de medidas de condicionalidad incluidas en el MoU) habían sido también prácticamente completadas.

Sin embargo, los evaluadores externos expresaron su preocupación de que el crédito en la economía seguía contrayéndose sustancialmente, “en particular en un contexto de debilidad de la demanda de nuevos préstamos”. Esto se consideró, en cierta medida, una consecuencia del proceso de desapalancamiento del sector privado. Como recomendación al respecto, se alentó a los supervisores y a los responsables políticos a “seguir vigilando de manera decisiva el proceso de estabilización del sector bancario”. Parte del fortalecimiento de dicha estabilización quedaba emplazado al análisis prospectivo de solvencia de la banca española que iba a desarrollar el Banco de España y cuyos resultados se esperan para principios de noviembre (estos resultados se discuten más adelante).

Es importante destacar que la CE y el BCE señalaron que habría una nueva misión en diciembre de 2013.

En cuanto al FMI, sus conclusiones respecto a la cuarta misión de evaluación fueron muy similares a los de la CE y el BCE. No hubo cambios significativos en la evaluación y las recomendaciones con respecto a la tercera revisión. El FMI insistió una vez más en la importancia de continuar con una supervisión proactiva de la salud del sector

financiero, dado que la recuperación de la economía todavía se consideraba que estaba en una etapa muy temprana. Una vez más, se recomendó una “aplicación cuidadosa de la continua revisión de la clasificación de los préstamos refinanciados (...) para garantizar una provisión adecuada de las pérdidas”. Como novedad, el FMI dio la bienvenida a la adopción de las nuevas directrices del Banco de España recomendando a los bancos limitar los dividendos en efectivo a un máximo del 25% de los beneficios. También consideraron necesario clarificar el tratamiento de los créditos fiscales diferidos como mecanismo para reforzar la solvencia.

Progresos hechos en el proceso de recapitalización y reestructuración

Alguna información pública reciente permite describir la evolución del proceso de recapitalización y reestructuración y de los ejercicios de reparto de la carga por las pérdidas generadas (*burden sharing*) en el sector bancario español. Los principales ejercicios de recapitalización impuestos por el MoU se han descrito en ediciones anteriores de *Cuadernos de Información Económica*. En esta ocasión, se ofrece una aproximación del impacto cuantitativo de estos cambios, junto con la evolución de algunos de los principales indicadores de negocio de los bancos españoles en 2013.

En primer lugar, la última edición del *Informe de Estabilidad Financiera*, de noviembre de 2013, ofrece algunos datos de interés. En particular, la financiación al sector privado, incluido el crédito y renta fija, ha disminuido su peso relativo en el balance de los bancos hasta el 60,6 % en junio de 2013 (61,5 % en el año anterior). En lo que se refiere específicamente al crédito al sector privado, el *stock* se redujo en un 11% en junio de 2013 con respecto al mismo mes del año anterior. El peso de ese crédito al sector privado en el balance de los bancos disminuyó desde el 58,8% en junio de 2012 hasta el 56,1% en junio de 2013. Esta reducción se debe, en gran parte, al cambio en la composición del balance de los bancos tras la transferencia de los activos deteriorados de las entidades del Grupo 1 y 2 (de acuerdo con

las definiciones MoU) a la SAREB. Es importante señalar que los bancos del Grupo 1 y 2 representaban 6,3 puntos del 11% de caída total del crédito para el sector en su conjunto en junio de 2013. alguna actualización reciente de estas cifras muestra que la tasa variación interanual del crédito al sector privado en España fue -12,8% en agosto de 2013. Todos estos datos sugieren que la contracción del crédito sigue siendo intensa en España. Incluso si las cifras de crecimiento económico han mostrado una cierta mejoría en los últimos meses, el desempleo sigue teniendo un impacto negativo significativo en la calidad de las carteras de préstamos. Concretamente, los activos dudosos totales se incrementaron un 5,1 % con respecto al año anterior en junio de 2013. En cualquier caso, la trayectoria del deterioro se ha ralentizado en comparación con junio de 2012 (18,9%).

La contracción del crédito sigue siendo intensa en España. Incluso si las cifras de crecimiento económico han mostrado una cierta mejoría en los últimos meses, el desempleo sigue teniendo un impacto negativo significativo en la calidad de las carteras de préstamos.

En cuanto a la rentabilidad, los ingresos de los bancos españoles aumentaron en 8.240 de millones de euros entre enero y junio de 2013, lo que representa una mejora significativa respecto a las pérdidas de 3.000 millones de euros registradas en el mismo período de 2012. La rentabilidad sobre activos (ROA) en junio de 2013 fue del 0,45% en comparación con -0,17% en junio de 2012. La rentabilidad sobre recursos propios (ROE) fue del 7,8% en junio de 2013 (-3 % en junio de 2012).

Ha habido también mejoras en la situación de solvencia de los bancos. En particular, la ratio *tier 1* para todo el sector fue del 10,8 % en junio de 2013, mientras que fue del 9,7% en junio de 2012. Como se señala en el *Informe de Estabilidad Financiera*, se ha producido un cambio en la composición con respecto a los fondos propios,

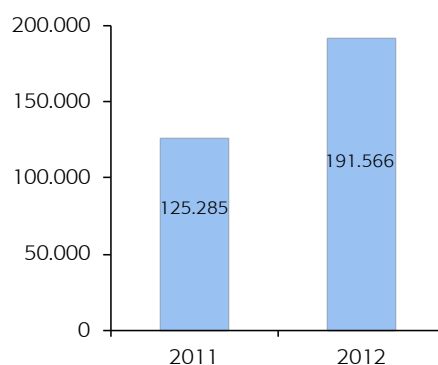
con un aumento del peso del capital de mayor calidad respecto a otros tipos de capital. Tomando un horizonte temporal más largo, vale la pena señalar que el peso del capital *tier 1* en el total de los fondos propios fue del 72% en junio de 2008 y ha aumentado hasta el 94 % en junio de 2013. El capital *tier 2* ha disminuido como consecuencia de la reducción de la deuda subordinada, que cayó un 43,2 % en junio de 2013 en comparación con junio de 2012.

La evolución de las ganancias de los bancos y las condiciones de solvencia se han visto afectadas por los procesos de saneamiento y recapitalización. Es especialmente importante prestar atención a los considerables esfuerzos realizados por las instituciones financieras en cuanto a las provisiones y reservas que se aplican para cubrir las pérdidas por deterioro que, según los datos facilitados por el Ministerio de Economía y Competitividad ascendían a 191.566 millones de euros a finales de 2012 (gráfico 1).

Gráfico 1

Provisiones y reservas aplicadas para cubrir pérdidas por deterioro de activos

(millones de euros)

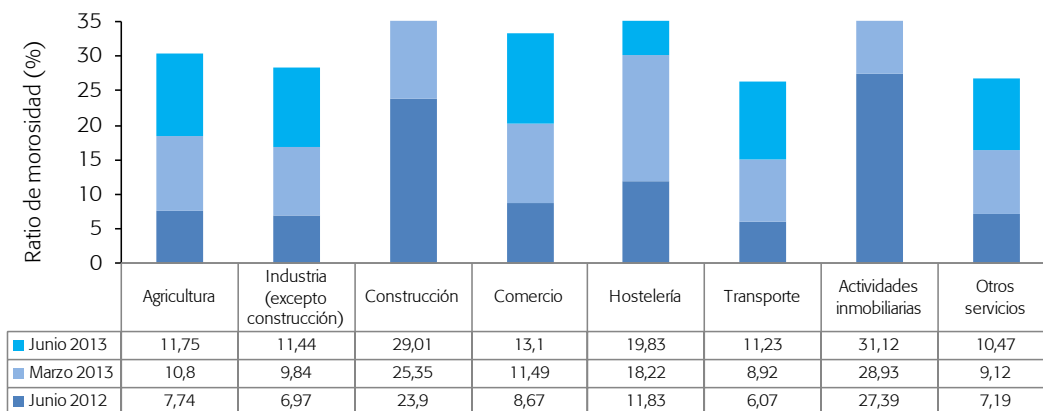


Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia..

En cualquier caso, hay que considerar también algunos riesgos a la baja (*downside risks*) dadas las condiciones macroeconómicas. El impacto potencial de estos riesgos se discute más adelante en este artículo pero, como se muestra en el gráfico 2, la morosidad está aumentando y es cada

Gráfico 2

Ratio de morosidad por sectores



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

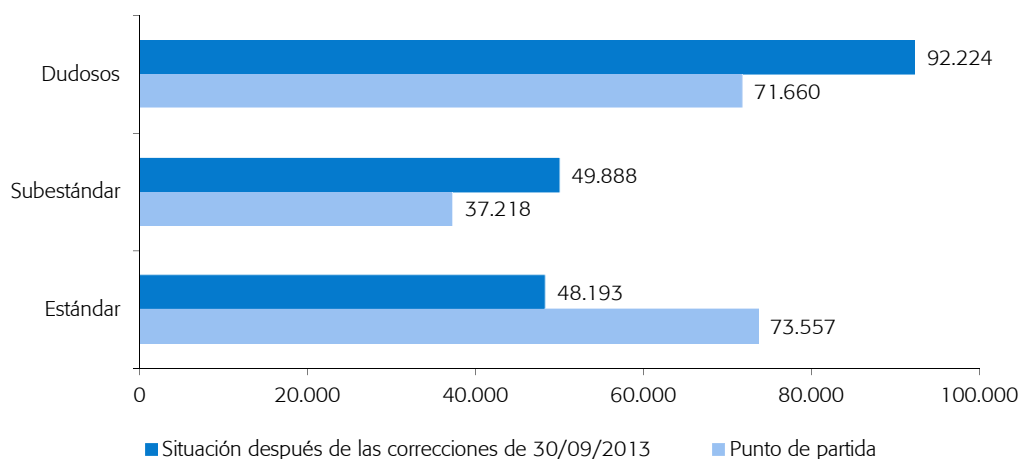
vez más relevante en los sectores no relacionados con la construcción o inmobiliarios.

Otro hito importante en el tratamiento de las pérdidas por deterioro, derivado de las recientes medidas de transparencia impuestas por el Banco de España también se muestra en el *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2013. En particular, en septiembre de 2013 y después de aplicar las nuevas reglas de reclasificación del

Banco de España, las entidades españolas han aumentado la cantidad de los préstamos refinanciados y reestructurados considerados dudosos en un 29%, hasta 92.224 millones de euros (gráfico 3). Después de la revisión realizada, los créditos estándar han pasado de 73.557 a 48.193 millones de euros. El importe de los préstamos subestándar han aumentado de 37.218 a 49.888 millones de euros.

Gráfico 3

Efectos de la aplicación de las nuevas normas de clasificación del Banco de España



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Últimos ejercicios de *burden sharing*

Junto con la mejora de las condiciones de solvencia y la recuperación progresiva de los beneficios bancarios –incluso si todavía persisten algunos riesgos– otro aspecto relevante en el período analizado en este trabajo ha sido el desarrollo de algunos ejercicios de reparto de cargas por las pérdidas ocasionadas en el sector. En particular, las que se refieren a dos de las entidades nacionalizadas, Catalunya Banc (CX) y NCG Banco (NCG). El 7 de junio de 2013, el FROB aprobó las medidas referentes al capital híbrido y otros instrumentos de deuda subordinada previstas en los planes de resolución de CX y NCG. En cuanto a las participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua, se espera que se conviertan en acciones aplicando una reducción de su valor nominal. En cuanto a la deuda subordinada perpetua, se permitió elegir entre acciones deuda senior, con el mismo plazo de vencimiento que la deuda subordinada, así como diferentes reducciones sobre el valor original de compra aplicado. De acuerdo con los cálculos del FROB estas transacciones también implicaron un descuento del 13,8% sobre su valor en libros.

Herramientas de vigilancia y supervisión y poderes de resolución del Banco de España y el FROB

Como se ha mencionado anteriormente, una de las últimas recomendaciones del MoU es la referida a la mejora de los poderes de toma de decisiones y de resolución de los supervisores españoles. El Banco de España dio a finales de septiembre de 2013 un paso importante en esta dirección, cuando su Comisión Ejecutiva aprobó una circular interna sobre los procedimientos aplicados en la Dirección General de Supervisión (Circular interna 2 /2013), actualizando las normas que estaban en vigor en ese momento (Circular interna 7/2011).

La nueva Circular incluye una serie de procedimientos obligatorios que serán de aplicación desde 2014. En cualquier caso, el Banco de España reconoce que los nuevos procedimientos tendrán muy probablemente que ser actualizados una vez que el mecanismo de supervisión único (SSM por sus siglas en inglés) de la unión bancaria europea esté en marcha a finales de 2014. Los cambios más relevantes en la Circular interna aprobados fueron los siguientes:

- La documentación formal de vigilancia continúa en el establecimiento y vigilancia remota se mejora. En particular, la vigilancia *in situ* y remota deben documentarse anteriormente en un informe periódico, similar al informe de inspección. La intención del Banco de España es que los procedimientos de supervisión deriven en “cartas de recomendación o requisitos de las instituciones, aunque la institución haya reparado las deficiencias detectadas por el equipo de inspección”.
- Mayor rapidez de los procedimientos de supervisión. La idea es que se instará a los bancos a corregir las deficiencias detectadas por los equipos de inspección a una velocidad más rápida que en el pasado. Esto significa que una vez que el trabajo sobre el terreno se haya completado, se envíe al banco una carta resumen de las situaciones observadas con las eventuales recomendaciones y exigencias formuladas por la Comisión Ejecutiva.
- Mayor detalle en la regulación del procedimiento de verificación del cumplimiento de los requisitos establecidos en las cartas. Se fijó como fecha límite un período específico de seis meses para acometer los procedimientos extraordinarios de supervisión y, dentro de este período, será preceptivo presentar un informe específico con el resultado de los procedimientos de inspección.
- Simplificación de las tareas y mejora de la asignación de recursos: se establece un sistema simplificado de vigilancia a distancia en

función de las advertencias trimestrales y los posibles problemas detectados en los informes confidenciales, así como de la información presentada por los bancos en la Central de Riesgos. El objetivo es detectar “posibles problemas futuros de liquidez, solvencia y rentabilidad”.

- La documentación formal de las discrepancias en el proceso de formación de opinión en las tareas de vigilancia. Las discrepancias, si las hubiere, que pudieran surgir en el proceso de formación de una opinión sobre la situación de una institución financiera (ya previsto en la Circular 7/2011) se detallan en un apartado específico del informe a la Comisión Ejecutiva. Hasta la fecha, cuando surgieron estas discrepancias, se incluyeron en un informe separado unido al resto de la documentación de control.
- La “naturaleza” de los informes de inspección y las notas de seguimiento. Es necesario que estos informes lleven dos firmas: la de la persona responsable del informe y la del Jefe de División.

Junto con el Banco de España, y también siguiendo los principios del MoU el FROB también aprobó un “marco general de actuación para complementar su poder de toma de decisiones en relación con posibles operaciones corporativas”. Este marco general fue anunciado en octubre de 2013. Este nuevo marco se establece para facilitar el éxito de las operaciones corporativas “para resolver las entidades de crédito”. Los principios aprobados por el FROB son principalmente los siguientes:

- El objetivo primordial es evitar los problemas de “transparencia para los acreedores o accionistas” de un banco resultante de las reglas generales aplicadas.
- Debe proporcionarse una justificación económica clara y validada por un experto inde-

pendiente para demostrar la conservación de su valor para el FROB y la minimización del coste para los contribuyentes.

- Los principios establecidos por el FROB deben cumplir con las normas europeas sobre ayudas de Estado.

Primer ejercicio de análisis prospectivo del Banco de España

El Banco de España ha dado un paso clave en el afán de aumentar la transparencia sobre la salud del sector bancario en noviembre de 2013, con la publicación en el *Informe de Estabilidad Financiera* de su propio análisis prospectivo (*forward-looking analysis*) de la banca española. El Banco de España publicó la metodología y los resultados iniciales de un ejercicio que se espera que sea llevado a cabo regularmente en el futuro².

El Banco de España considera que esta metodología implica la adopción de “mejores prácticas internacionales (EE.UU. y Reino Unido) en el área y la incorporación de los análisis de prospección a su gama de herramientas de supervisión”. Una de las cuestiones fundamentales del análisis es que se construye a partir de elementos “granulares” (es decir, un planteamiento ascendente) a partir de información de créditos individuales, con la información obtenida de la Central de Riesgos. El análisis se llama FLESB (siglas en inglés de “Ejercicio Prospectivo sobre los Bancos Españoles”). El objetivo del FLESB es evaluar la solvencia de los bancos en diferentes escenarios, en un horizonte temporal específico.

El primer análisis publicado por el Banco de España establece diciembre de 2012 como punto de partida y se extiende por un período de tres años desde 2013 a 2015. El objetivo principal del análisis es la cartera de crédito del sector privado residente y los activos adjudicados relacionados. La cartera de créditos se clasifica en seis cate-

² El texto completo del *Informe de Estabilidad Financiera* puede descargarse en el siguiente enlace: http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/13/IEF_Ing_Noviembre2013.pdf

gorías, incluyendo el sector relacionado con las actividades inmobiliarias, construcción, empresas, pymes, préstamos hipotecarios minoristas y créditos al consumo. El informe señala que “se ha tenido en cuenta que en diciembre de 2012 y en febrero de 2013 las instituciones de los grupos 1 y 2, respectivamente, realizaron la transferencia de activos deteriorados a la SAREB y las provisiones dotadas para ellos se excluyen del alcance del análisis”.

El FLEBS establece una ratio de capital principal (CET1) según la definición de la Directiva y Regulación de Solvencia IV (CRR/CRD IV) de la UE. Esto significa un capital mínimo regulatorio (en términos de CET1) del 4% en 2014 y del 4,5% en 2015.

Se consideran tres escenarios macroeconómicos. En el escenario base, la economía experimenta una “modesta recuperación”. En este escenario, la economía española abandona la recesión, aunque con modestas tasas de crecimiento del PIB, como en la mayoría de las estimaciones actuales. En el segundo escenario, el “escenario desfavorable”, la economía española “apenas crecerá en el período considerado”. En particular, el crecimiento de la producción acumulada desde 2013 hasta 2015 sería un 1,7% menor que en el escenario base. En la nota técnica se menciona que esta brecha o *gap* entre el crecimiento del PIB acumulado en los dos escenarios (base y desfavorable) coincide

la considerada en el *World Economic Outlook* del FMI publicado en octubre de 2013. El tercer escenario macroeconómico es el llamado “escenario adverso”, y supondría “una ligera caída de la economía española”. En este caso la diferencia acumulada de crecimiento del PIB en el escenario base es del 3,2 %.

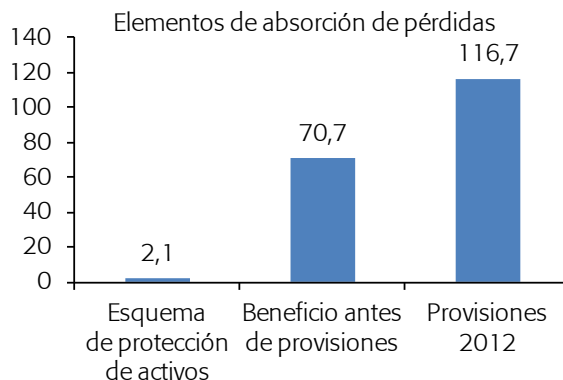
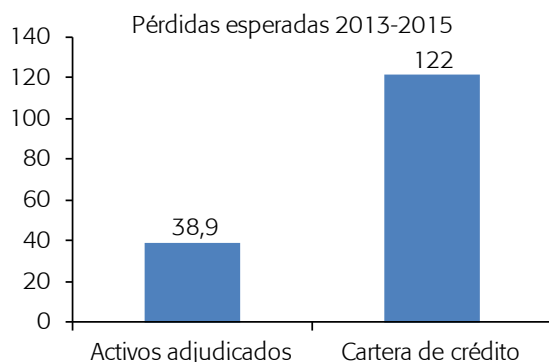
En cuanto a los principales resultados del FLEBS, en el escenario base, las pérdidas esperadas son el 7,6% del crédito total. Este porcentaje aumenta hasta el 8,8 % en el escenario desfavorable y al 9,7% en el escenario adverso. Como muestra el gráfico 4, las pérdidas de la cartera de crédito ascenderían 122.000 de millones de euros y las de los activos adjudicados serían de 38.900 millones de euros.

En la banca española hay una capacidad de absorción de pérdidas estimadas significativa, suficiente para cubrir las pérdidas potenciales, incluso en el escenario más adverso.

Como se muestra también en el gráfico 4, hay una capacidad de absorción de pérdidas estimadas significativa, suficiente para cubrir las pérdidas potenciales, incluso en el escenario más adverso. La estimación general del Banco de España es que hay “una situación de solvencia bastante cómoda a

Gráfico 4

Principales resultados del análisis prospectivo del sector bancario europeo conducido por el Banco de España



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

nivel agregado en 2015". En particular, en el escenario adverso, la capacidad de absorción superaría a las pérdidas esperadas en 28.600 millones de euros y la ratio de capital CET1 sería del 11,3% en el escenario base, el 10,8% en el escenario desfavorable y del 10,2% en el escenario adverso en 2015.

Evaluación comprehensiva del Banco Central Europeo

El análisis prospectivo del Banco de España es un paso importante para aumentar la transparencia del sector bancario español. Es importante destacar que también es una herramienta útil de cara a anticiparse al análisis comprehensivo de los balances bancarios que el Banco Central Europeo llevará a cabo en noviembre de 2014. Algunos aspectos metodológicos generales de este análisis del BCE se publicaron en octubre de 2014³ y se tratan en este artículo.

El ejercicio del BCE englobará a 130 bancos de 18 Estados miembros. Estos representan aproximadamente el 85% de los activos de los bancos de la eurozona. Esta es una primera mejora de este análisis respecto a las pruebas previas que se llevaron a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) que tenían una cobertura mucho más limitada.

Como fue el caso de España en 2012, Oliver Wyman ha sido elegido como el consultor que desarrollará el asesoramiento independiente al BCE en aspectos metodológicos. La evaluación constará de tres "pilares" complementarios:

- El primero, la evaluación del riesgo a efectos de supervisión, incluyendo el de liquidez, el de apalancamiento y el de financiación.
- El segundo, el análisis en sí de la calidad de los balances con "la adecuación de la valoración de los activos y las garantías, así como de las provisiones relacionadas".
- El tercero, la prueba de resistencia del balance bancario en escenarios de tensión.

El mínimo contemplado en el análisis de calidad de los balances será un *Common Equity Tier 1* del 8%. En el análisis de calidad de los balances se aplicará esta ratio según los estándares de solvencia actuales. Al parecer, en el test de estrés, sin embargo, se empleará la definición del 8% que Basilea III establece para 2019, como suma de un *Common Equity Tier 1* del 4,5% más el 2,5% de *capital conservation buffer* y un capital añadido (*add-on*) del 1%.

Aunque se necesitan más detalles sobre la metodología para estimar los efectos esperados de esta evaluación, la mayor parte de las estimaciones apuntan a que el ejercicio puede ser positivo desde la perspectiva española por, al menos, dos razones. En primer lugar, los bancos españoles ya han pasado por varias evaluaciones completas y ejercicios de transparencia aumentada desde 2012 siguiendo los principios del MoU. En segundo lugar, Oliver Wyman ya llevó a cabo un ejercicio similar en España y las medidas de recapitalización necesarias ya se han puesto en marcha.

³ La nota técnica puede descargarse en: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/notecomprehensiveassessment201310en.pdf?6d565e82ff67a0d842085c2b6889f010>

MARF: perspectivas y riesgos para el nuevo mercado

Pablo Guijarro y Pablo Mañueco*

En Europa, y en España en particular, el crédito bancario ha sido la principal fuente de financiación para las empresas. Por tanto, la tendencia a la desintermediación financiera tras la crisis ha dificultado seriamente el acceso de las empresas españolas a la financiación. El nuevo Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) puede ayudar a proporcionar alivio ante la ausencia del canal crediticio bancario tradicional.

Este artículo examina el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que fue lanzado en octubre de 2013, en comparación con los mercados de financiación alternativa similares creados en los países europeos en los últimos años. El MARF es uno de las principales apuestas para impulsar el proceso de desintermediación financiera en España, y puede ayudar a aliviar el cierre de los canales tradicionales de financiación bancaria a las empresas españolas. Sin embargo, todavía es demasiado pronto para estimar su potencial, dadas las limitaciones relacionadas con la alta proporción de pymes en España y la necesidad de los efectos demostración positivos de los primeros emisores.

El MARF en el marco de la desintermediación financiera en España

El análisis comparado de la financiación ajena de las empresas no financieras en EE.UU. y las economías europeas es una buena muestra del efecto diferencial que la crisis financiera ha tenido sobre la capacidad de obtención de crédito en unas regiones y en otras. Mientras que en EE.UU. las empresas obtienen el 47% de la financiación ajena a través de canales no bancarios (principal-

mente el mercado de capitales), en Europa este porcentaje se reduce hasta el 15%, una circunstancia que ilustra el severo impacto que la crisis ha tenido sobre la capacidad de emprender, de invertir y de innovar.

España no ha sido ajena a esta caracterización de la financiación de las empresas. El tejido empresarial se ha visto especialmente dañado por la restricción crediticia que se registra desde el año 2008, en un contexto de importantes cambios regulatorios y de saneamiento de los balances bancarios.

* Socios del Área de Coporate Finance de AFI (Analistas Financieros Internacionales, S.A.).

El persistente bloqueo de la financiación bancaria a la empresa, especialmente la no cotizada, ha motivado la búsqueda y el desarrollo de diferentes iniciativas para fomentar la captación de fondos a través de canales diferentes al bancario. El Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante, MARF) representa uno de los elementos fundamentales de este proceso, que no solo da cumplimiento a uno de los compromisos adquiridos en el *Memorandum of Understanding* suscrito en el marco del rescate bancario del ejercicio 2012, sino que abre la puerta a que las empresas puedan obtener financiación a través de canales diferentes al bancario tradicional.

El MARF es un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), que constituye una plataforma de negociación de instrumentos financieros correspondientes a empresas que no cotizan en un mercado secundario oficial.

En un momento en el que la economía española se encuentra en una fase de estabilización tras cinco años de crisis económica y financiera, este nuevo mercado, con apenas un mes de existencia, se enfrenta a diferentes retos. A continuación se detallan los principales elementos a tener en cuenta en el estudio de la capacidad del MARF para convertirse en una palanca de impulso para el proceso de desintermediación financiera en España, y de soporte al crecimiento económico.

Características del MARF

El MARF es una plataforma de negociación de instrumentos financieros emitidos por empresas no cotizadas en los mercados secundarios. El carácter de sistema multilateral de negociación ofrece menos garantías que un mercado regulado como puede ser AIAF¹; por ello el MARF se dirige exclusivamente a inversores institucionales: el importe mínimo unitario de emisión no puede ser inferior a 100.000 euros.

Los requisitos formales de la emisión son también menos estrictos que los de los mercados

oficiales, si bien mantienen un nivel de exigencia que permite garantizar la confianza por parte de los inversores. Entre estos requisitos figuran los siguientes:

- Información contable auditada.
- Documento informativo simplificado y estandarizado.
- Informe de *rating*.

Las emisiones a realizar en este mercado pueden ser tanto de corto plazo (pagarés) como de largo plazo (bonos).

A continuación se ahonda en las características de los emisores potenciales en el MARF, así como en la capacidad que este mercado presenta para captar fondos del sector privado.

Emisores y captación de fondos

Emisores potenciales

Las siguientes características de los emisores y de las emisiones nos ayudarán a concretar qué empresas podrán acceder a este mercado:

- Perfil del emisor:
 - Empresas internacionalizadas.
 - Adecuado nivel de recursos propios frente a vencimientos de deuda a corto plazo, fondo de maniobra positivo, y al corriente del pago de sus deudas.
 - Ratio de deuda EBITDA inferior a 3,5 veces.
 - Niveles de EBITDA de al menos 12 millones de euros.
 - Incrementos constantes de facturación y EBITDA en los últimos años.

¹ Mercado español de referencia para la deuda corporativa o renta fija privada integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME) (www.aiaf.es).

- Tamaño medio de la emisión: 20 millones de euros.

A tenor de las características señaladas los principales destinatarios, por el lado de la demanda de fondos, del MARF, son las empresas grandes no cotizadas. Este es un punto significativo de cara a enmarcar el MARF dentro del proceso de desintermediación financiera en España. Su objetivo no es cubrir el déficit de financiación de todas las empresas, sino facilitar el acceso a financiación de aquéllas que, por su condición de no cotizadas en un mercado secundario, tienen un acceso más restringido a la financiación a través de los mercados de capitales. Las pymes de menor dimensión, por lo tanto, no tienen cabida en este mercado, y deben explorar otras vías para paliar la falta de financiación bancaria.

Debido a la dimensión de una empresa objetivo para el MARF, no se espera una entrada masiva de emisores a este nuevo mercado.

La dimensión de la empresa con acceso al MARF es, a su vez, un determinante del potencial de fondos que puede captarse a través de este mercado. Dada la composición del tejido empresarial español (el 96% de las empresas pueden calificarse como pequeñas, con menos de diez asalariados), resulta inconsistente pensar en una entrada masiva de emisores a este nuevo mercado, no solo por condicionantes económicos, sino por las propias dimensiones de los mismos.

Cambios legislativos y apoyos institucionales al MARF

Con carácter previo al análisis de la captación potencial de fondos en el MARF se detallan de forma sucinta los cambios legislativos que han

tenido lugar para impulsar su desarrollo. Los más relevantes son los siguientes:

1. Se ha levantado la limitación de que las emisiones por parte de las sociedades anónimas no puedan superar el importe de los recursos propios más las reservas del último balance y las cuentas de regulación y actualización. También aplica a las sociedades anónimas no cotizadas que emitan deuda, siempre y cuando se dirija la emisión a inversores institucionales, como es el caso del MARF.
2. Las empresas que emitan obligaciones en el mercado alternativo de renta fija no tendrán que elevar el documento de emisión a escritura pública ni proceder a su inscripción en el Registro Mercantil para poder alcanzar la inscripción de los valores en anotaciones en cuenta.
3. Los planes y fondos de pensiones podrán invertir en instrumentos del MARF emitidos por una misma empresa hasta un 3% de su patrimonio bajo gestión². Las entidades aseguradoras podrán invertir hasta el 10% del saldo de provisiones técnicas a cubrir, en instrumentos del MARF.

En cuanto a los apoyos públicos para el desarrollo de este mercado, los más relevantes son los siguientes:

1. ENISA (Empresa Nacional de Innovación S.A.) destinará parte de su presupuesto a financiar la salida de empresas al MARF, para mitigar los costes de emisión y dotar de profundidad a este mercado (ENISA Mercados Alternativos)³.
2. El ICO ha puesto en marcha una nueva línea de crédito para financiar la adquisición de pagarés y bonos en este mercado por parte

² Para más información, consultar Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

³ Para más información, consultar <http://www.enisa.es/es/financiacion/info/consolidacion/enisa-mercados-alternativos>

de entidades financieras, por un importe inicial de 1.000 millones de euros⁴.

Captación potencial de fondos

Como hemos comentado, el MARF no es una plataforma destinada a todas las pymes, sino a empresas medianas de gran dimensión, hecho que podría limitar el total de fondos obtenido a través del mismo.

Teniendo presente este condicionante, hemos realizado un análisis del volumen de emisión que podría realizarse a partir de la capacidad de inversión de entidades financieras e inversores institucionales. La experiencia en otros países nos muestra que estos agentes han sido los más propensos a la inversión en este tipo de activos.

De modo conservador se han planteado los siguientes escenarios que se detallan en el cuadro 1:

■ Solo se captan fondos al amparo de la línea del ICO: 1.000 millones de euros.

■ Se captan fondos por un importe equivalente a la mitad del total de inversión en este mercado permitido a fondos de pensiones y entidades aseguradoras:

- Fondos y planes de pensiones: los desarrollos legislativos permiten la inversión en el MARF de hasta el 3% del patrimonio bajo gestión. Asumiremos un máximo de inversión del 1,5% en estos activos, que sobre el total gestionado por los fondos de pensiones a cierre de 2012 representa 1.306 millones de euros.
- Entidades aseguradoras: los cambios legislativos permiten la inversión de hasta el 10% del saldo total de provisiones técnicas. Asumiremos un máximo de inversión

Cuadro 1

Potencial de captación de fondos a través del MARF

Categoría	Importe total (1)	
Línea de apoyo del ICO		
Importe aprobado	1.000	
Inversión institucional		
(A) Fondos de Pensiones		
Patrimonio gestionado (2)	87.067	
% de inversión máxima en emisiones de MARF (3)		
% de inversión considerado en el análisis	3%	
Importe de inversión en MARF	1,50%	1.306
(B) Seguros		
Saldo de provisiones técnicas a cubrir (2)	189.700	
% de inversión máxima en emisiones de MARF (3)		
% de inversión considerado en el análisis	10%	
Importe de inversión en MARF	5%	9.485

Notas: (1) Importes en millones de euros.

(2) Datos a 31 de diciembre de 2012.

(3) Fijados en la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores.

Fuentes: Dirección General de Seguros y Pensiones, AFI.

⁴ Para más información, consultar http://www.ico.es/webcomercial/portal/productos/adjuntos/ICO_PAGARES_y_bonos.pdf

del 5% en estos activos, que sobre el total de provisiones técnicas a cierre de 2012 supone 9.485 millones de euros.

Los cálculos realizados nos ofrecen el máximo importe que se podría captar a través del MARF (no cifras acumulativas). Consideramos por lo tanto que en una primera fase el mercado podría generar un volumen de captación más bien reducido, por lo que el rango entre 1.000 y 1.300 millones de euros acotado por la línea de financiación del ICO y el importe que podrían invertir los fondos de pensiones parece el más razonable.

Este importe supone un 0,10% del PIB de España, un registro similar al que se puede observar analizando el volumen de fondos que se ha captado en Alemania (ver apartado siguiente), que supone el 0,13% del PIB de la economía germana. Importes superiores a este registro no serían consistentes con las características del tejido empresarial español.

La experiencia de otros países

La implantación de un mercado alternativo de renta fija no es nueva. Las experiencias de Ale-

mania, Noruega y Francia permiten llevar a cabo un diagnóstico aún más certero de la capacidad de captación de fondos a través de un mercado de estas características.

En el presente apartado se detallan las características de cada uno de estos mercados, así como las principales diferencias con respecto al modelo implantado en España.

Alemania. Mittelstand Bond Market

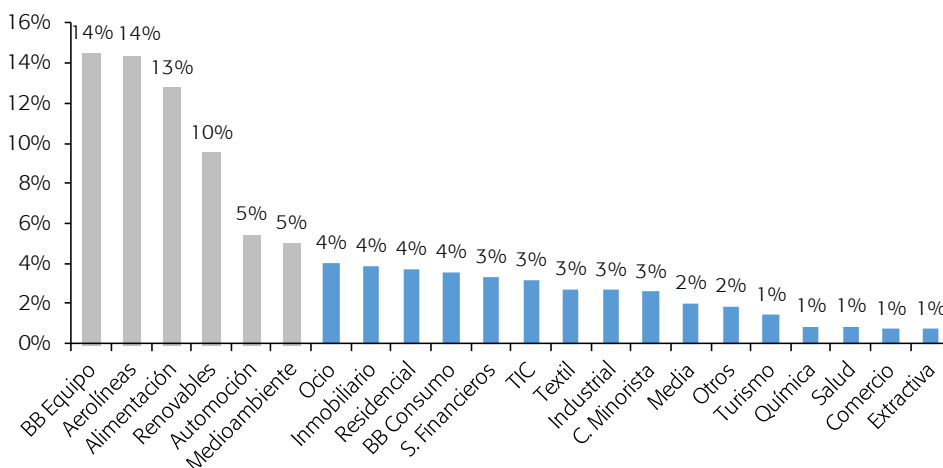
El Mittelstand Bond Market (MBM) alemán se desarrolló entre 2010 y 2011, año en el que las empresas medianas no cotizadas comenzaron a emitir. En la actualidad, existen cinco mercados con una división de renta fija de empresas de estas características: Stuttgart, Düsseldorf, Frankfurt, Munich y Hamburgo-Hannover.

La principal diferencia con el mercado español es que está dirigido no solo a inversores profesionales, sino también a inversores minoristas, con un nominal unitario de emisión de 1.000 euros.

Los requisitos de las empresas emisoras son los siguientes:

Gráfico 1

Distribución sectorial de las emisiones realizadas en el Mittelstand Bond Market de Alemania



Fuentes: MBM Alemania, AFL.

- Ventas entre 25 y 400 millones de euros.
- Ratio de cobertura de intereses de 3x (EBIT/Gastos financieros).
- *Rating* asignado por una de las tres agencias de calificación crediticia aprobadas por BaFin: Creditreform, Euler Hermes y Scope.
- No hay un *rating* mínimo aunque el 80% de las emisiones realizadas han tenido una calificación crediticia en el momento de emisión entre BB o BBB.
- Volumen de emisión mínimo de 10 millones de euros.

En cuanto a los requisitos de información, se fijan los siguientes: i) folleto con los detalles de la

emisión; ii) cuentas anuales auditadas; iii) informes de resultados semestrales; y por último, iv) un informe de calificación crediticia.

La totalidad de fondos captados en el MBM de Alemania asciende a 3.500 millones de euros, lo que representa el 0,13% del PIB de esta economía.

El perfil sectorial, pese a ser muy heterogéneo, está concentrado en bienes de equipo, aerolíneas, alimentación, energías renovables y automoción.

Noruega. Oslo ABM

El mercado alternativo de renta fija en Noruega es la infraestructura más veterana de cuantas se analizan en el presente artículo. Este mercado se estableció en 2005, con carácter de mercado auto-

Gráfico 2

Nominal en circulación en Oslo ABM (millones de euros)

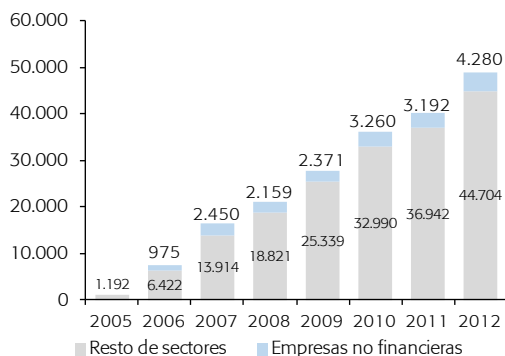
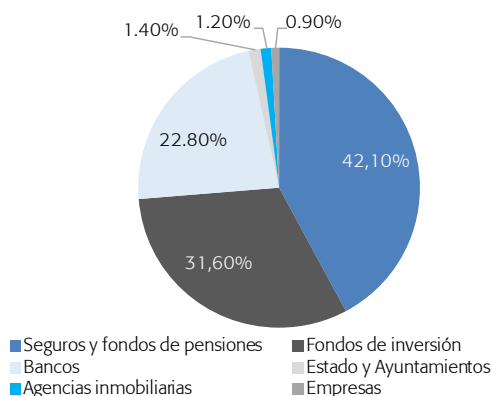


Gráfico 4

Distribución de la inversión por sector



Fuentes: AFI, Oslo ABM.

Gráfico 3

Emisores en Oslo ABM

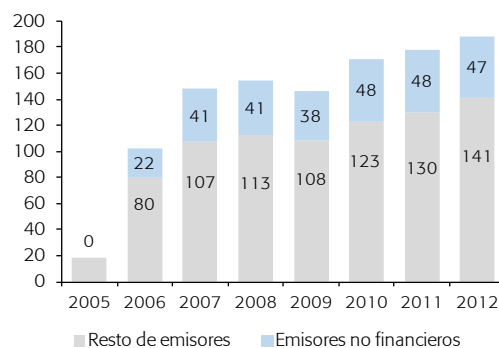
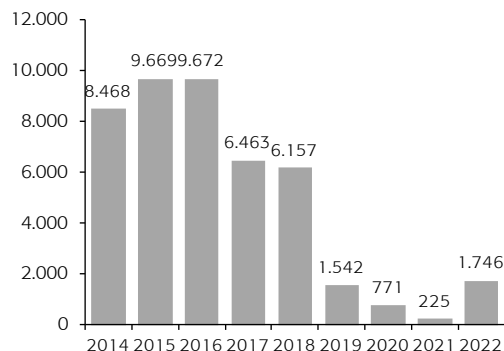


Gráfico 5

Distribución de las emisiones por vencimiento (total sectores)



regulado y con un funcionamiento independiente de las directivas de la UE.

Las características de Oslo ABM son:

- El proceso de inclusión es más simple que la admisión a cotización en el mercado bursátil, de igual modo que sucede en España y Alemania.
- Existe una mayor flexibilidad para que el emisor elija las normas contables a aplicar (frente al formato de las Normas Internacionales de Información Financiera -NIIF- que deberían adoptar si las emisiones tuvieran lugar en un mercado oficial).
- No obstante, las normas sobre la divulgación de información y las normas de comercio son en gran parte las mismas que para el mercado bursátil, con el objetivo de favorecer la comparación de la información y evitar problemas de confianza en los inversores.

En términos de demanda y oferta de fondos:

- Las empresas de carácter industrial han captado 4.280 millones de euros, un importe equivalente al 1% del PIB de Noruega. El mayor volumen de captación de fondos ha de relativizarse considerando el número de años de funcionamiento de Oslo ABM, pero constituye un buen ejemplo del potencial de una infraestructura de estas características.
- Los agentes que han liderado la inversión en este mercado son entidades aseguradoras (42% del total), fondos de renta fija (31% del total) y entidades financieras (22% del total).

La principal característica diferencial de Oslo ABM frente al modelo español es que está segmentado en dos mercados:

- Oslo ABM Retail (valor nominal unitario de emisión inferior a 68.000 euros) que

se orienta a la negociación por parte del público en general.

- Oslo ABM Professional (valor nominal unitario de emisión superior a los 68.000 euros) que se orienta a la negociación por parte de inversores profesionales.

Francia Alternext

Alternext ha sido uno de los últimos mercados en establecer un segmento alternativo de renta fija para pymes. Al igual que en España, Alternext inició su andadura como un mercado destinado a la captación de capital por parte de las empresas (de modo análogo al Mercado Alternativo Bursátil -MAB). En enero de 2012 Alternext crea el segmento de renta fija para pymes.

Las características principales de este mercado son:

- Los bonos no son admitidos en una bolsa de valores regulada por la UE; se suavizan con ello los requisitos de transparencia para la protección del inversor, al igual que ha sucedido en Alemania, Noruega y España.
- A diferencia de Alemania, el emisor no requiere de *rating* para su cotización, pero sí requiere un *sponsor* registrado y aprobado por NYSE Euronext, que apoye al emisor durante el proceso de admisión y de la duración de la cotización.
- La información financiera histórica debe ser divulgada periódicamente por el emisor.
- La cantidad mínima de la primera admisión a negociación es de 200.000 euros.

El segmento de renta fija de Alternext ha permitido una captación de 360 millones de euros desde su establecimiento a principios de 2012, un importe que supone el 0,018% del PIB de Fran-

Resumen de las principales características de los mercados alternativos de renta fija del entorno europeo

<i>Mercado</i>	<i>Fecha de inicio</i>	<i>Inversor objetivo</i>	<i>Rating</i>	<i>Volumen de emisión (millones de euros)</i>	<i>Volumen de emisión (como % del PIB)</i>
Alemania	2010	Institucional y minorista	Obligatorio	3.500	0,131%
Noruega	2005	Institucional y minorista	No obligatorio	4.280	1,079%
Francia	2012	Institucional	No obligatorio	360	0,018%

Fuentes: Mercados alternativos de renta fija de Alemania, Noruega y Francia, AFI.

cia, y que posiciona a este mercado como el que menor actividad ha registrado de las tres infraestructuras que se han analizado, tanto en términos absolutos como en términos relativos.

Retos principales para el MARF

El análisis del valor del MARF en el marco de la desintermediación financiera en España no puede realizarse sin hacer referencia a los retos que conlleva su implantación y que son consustanciales a su desarrollo. Estos riesgos hacen referencia a tres variables: riesgo de solvencia, rentabilidad y riesgo de liquidez.

Como todo mercado en fase de desarrollo, la confianza de los inversores juega un papel destacado en la definición del potencial del mercado. Es por ello que los emisores que lideren las salidas a este mercado deben ser empresas cuya capacidad de repago no admita discusión, en la medida en la que determinarán no solo sus diferencias en la captación de fondos, sino que, adicionalmente, favorecerán una entrada gradual de otros emisores sin una penalización excesiva.

El perfil crediticio de los emisores del MARF será el de una empresa high yield, por lo que la rentabilidad a ofrecer a los inversores será elevada, para compensar el mayor riesgo asumido. Esta caracterización crediticia no debe llevar a engaño: las empresas *high yield* tienen una mayor probabilidad de impago que las *investment grade*, pero

Los emisores que lideren las salidas a este mercado deben ser empresas sólidas, lo que favorecerá una entrada gradual de otros emisores sin una penalización excesiva.

no por ello son menos solventes. En la medida en la que los líderes del mercado respondan a las expectativas de los agentes, será más fácil reducir la prima de riesgo adicional fijada a nuevos entrantes en el mercado de renta fija, atenuando progresivamente los costes de financiación de las empresas a través de este canal.

Finalmente, la liquidez de las emisiones es un factor que jugará un papel destacado en el desarrollo del mercado. En primera instancia, no se debe pensar en un mercado profundo y líquido como el mercado continuo o como los grandes mercados internacionales, especialmente en la primera fase de desarrollo del mismo. Por ello, los agentes que apuesten por invertir en las emisiones que abran el mercado deben ser conscientes de que la alternativa de mantenimiento hasta el vencimiento de las mismas puede ser más conveniente que la idea de una venta en un momento intermedio. A medida que el mercado gane profundidad y nuevos oferentes de fondos se incorporen al mismo, la prima por iliquidez se irá atenuando, pero no se puede descartar que este factor penalice a las primeras emisiones que se lleven a cabo en el mercado.

Conclusión

El MARF constituye uno de los principales mecanismos sobre los cuales pivota el proceso de desintermediación financiera en España. Su reciente apertura impide tener visibilidad clara acerca del potencial de esta infraestructura para el tejido empresarial de España, pero el análisis de experiencias del entorno pone de manifiesto que este tipo de mercados han supuesto un avance muy importante para la financiación de las empresas.

Los ejemplos de Noruega y Alemania, con mercados en los que la captación de fondos representa un 1% y un 0,13% del PIB (4.300 y 3.500 millones de euros, respectivamente), constituyen un precedente significativo de la capacidad potencial del MARF. En todo caso, la comparación con otros países debe realizarse teniendo en cuenta

que las características de la empresa en España (el 96% del tejido empresarial son empresas con menos de diez asalariados) pueden limitar el total de fondos que se capte a través del MARF en comparación con otras economías del entorno, como pueda ser especialmente Alemania.

No debe perderse de vista que para que el MARF despliegue todo su potencial será preciso que las empresas que lideren las primeras emisiones respondan a la confianza de los inversores. Es deseable, por lo tanto, que las instituciones encargadas de velar por el buen funcionamiento y la transparencia del mercado primen la calidad de las emisiones frente a la cantidad. Esta dinámica permitirá reforzar la profundidad de este mercado y su capacidad para fijar, de modo racional, el coste de financiación de las empresas a través de otros canales diferentes al bancario tradicional.

Emprendimiento en las regiones españolas: el impacto de la crisis

Mercedes Gumbau-Albert* y Joaquín Maudos**

Durante la crisis se han creado en España unas 330.000 empresas por año a pesar de que se ha destruido un número mayor. Por ello es relevante analizar las diferencias que existen en la tasa de emprendimiento de las comunidades autónomas comparando el comportamiento de los emprendedores en el periodo de expansión (2000-2007) y de crisis (2008-2011), así como entre empresas de distinto tamaño y sectores según su intensidad tecnológica.

Los resultados muestran el fuerte impacto de la crisis sobre la tasa de emprendimiento de todas las comunidades autónomas pero especialmente de aquellas tradicionalmente más emprendedoras. Además, el período de crisis viene acompañado por un aumento en la tasa de emprendimiento en los sectores de intensidad tecnológica baja lo que refleja un aumento del emprendimiento por necesidad y no por la existencia de oportunidades tecnológicas.

De acuerdo con la información proporcionada por el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística (INE), durante el período de crisis (2008-2013), el número de empresas en España ha caído un 8% (275.669) hasta alcanzar un total de 3.146.570 empresas¹. Esta caída de empresas no significa que no se hayan creado empresas sino que se han destruido muchas más. De hecho, en el mismo período se han dado de alta 1.653.391 empresas, lo que

implica una media de 330.000 al año. En consecuencia, sigue habiendo emprendedores que apuestan por iniciar un negocio en un contexto de crisis, aunque pueden existir diferencias importantes entre comunidades autónomas.

En las últimas décadas el fenómeno del emprendimiento ha adquirido una gran importancia para el desarrollo de las regiones, tanto en Europa como en Estados Unidos, ya que algunas

* Universidad de Valencia.

** Universidad de Valencia e IVIE.

¹ Los autores agradecen al INE la disponibilidad de la información facilitada para la realización del trabajo. El estudio se enmarca en el proyecto de investigación SEC2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación.

de las ventajas que se podrían derivar de este fenómeno son el crecimiento del nivel de empleo, la reducción de la pobreza o el desarrollo de nuevas tecnologías e innovación. Por este motivo, en este trabajo nos centraremos en analizar el emprendimiento de las regiones españolas utilizando un indicador del capital emprendedor de las comunidades autónomas. Aunque existen otros informes en los que se analiza la evolución y causas del emprendimiento en España, no existe suficiente información acerca de las diferencias entre comunidades autónomas, siendo esta la principal contribución de nuestro trabajo.

Las condiciones macroeconómicas tales como el comportamiento de la demanda o el grado de estabilidad económica inciden sobre el contexto en el cual los emprendedores identifican oportunidades y deciden si van a emprender. Además, la probabilidad de encontrar financiación adecuada y los distintos aspectos culturales como la valoración social del país hacia el emprendedor y las actitudes frente al riesgo de fracasar son factores fundamentales que inciden sobre la formación de vocaciones para emprender. Sin embargo, en situaciones de crisis como la actual de gran recesión, pueden existir otros motivos diferentes como la falta de trabajo. ¿Qué ha ocurrido en las regiones españolas?

Para responder a esta pregunta, nos planteamos como objetivo analizar cómo ha impactado la crisis en la evolución de la tasa de emprendimiento (TDE) en el período 2000-2011 incidiendo en las diferencias existentes entre las regiones españolas, prestando especial atención a las diferencias entre sectores de alta, baja y media intensidad tecnológica y a las diferencias por tamaño de empresa. Para ello, comparamos el comportamiento de la TDE en el período de expansión 2000-2007 y en el de crisis 2008-2011, ya que 2011 es el último año para el que disponemos de información a nivel de comunidad autónoma.

Para este trabajo, utilizamos la información proporcionada por el INE sobre el número de altas de nuevas empresas por comunidades autónomas y su desglose por tamaños y sectores en los que

operan. En el primer caso, la información facilitada por el INE distingue tres estratos de tamaño en función del número de empleados: sin asalariados, de 1 a 5, y 6 o más. En el segundo caso, se ha utilizado la información de los distintos sectores que proporciona el INE para distinguir entre sectores de intensidad tecnológica baja, media y alta.

Con este objetivo, el trabajo se estructura de la forma siguiente. En el apartado 2 se analiza la evolución de la TDE en España y en sus comunidades autónomas estableciendo una comparación entre el período anterior (2000-2007) y posterior a la crisis (2008-2011). Asimismo, se analizan los datos referentes al emprendimiento en España por tamaño de empresa. En el apartado 3 se cuantifica la TDE de las comunidades autónomas españolas en los sectores de intensidad tecnológica alta, media y baja y finalmente, en el 4 se detallan las conclusiones del estudio.

Tasa de emprendimiento: diferencias regionales

En este estudio nos centramos en la iniciativa emprendedora que hace referencia a la puesta en marcha de nuevos proyectos emprendedores. Definimos la tasa de emprendimiento total (TDE) como el porcentaje que el número de empresas dadas de alta representa respecto al total de la población. Esta variable ha sido utilizada en numerosos trabajos académicos (véase Acs *et al.*, 2004; Audretsch y Keilbach; 2004 y 2008; y Audretsch, *et al.*, 2006; por ejemplo) y entendemos que es la que mejor refleja la creación potencial de nuevos negocios.

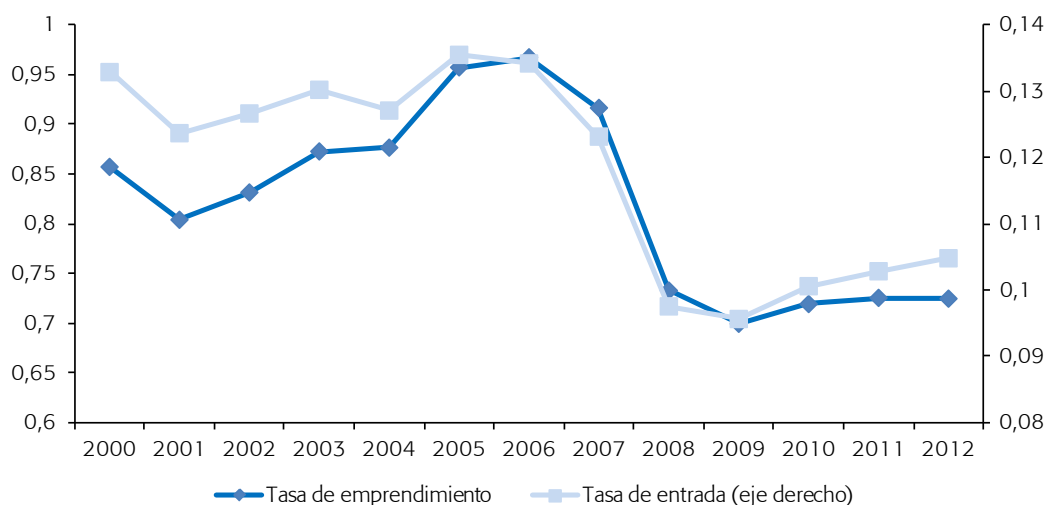
La evolución de la TDE en España que presenta el gráfico 1 muestra que existen dos períodos claramente diferenciados que se corresponden con las etapas de expansión y posterior crisis económica. Así, de 2000 a 2006 la TDE aumentó de un 0,86% a un 0,97%, lo que implica pasar de una situación en la que se crea una empresa por cada 117 habitantes a otra, en que se crea una empresa por cada 103 habitantes. Por el contrario, en los años posteriores la TDE se reduce de forma acusada hasta alcanzar un mínimo del 0,7%

en 2009 (se crea en ese año una empresa por cada 143 habitantes) y repunta ligeramente hasta el 0,72% en 2012, siendo en este último año la tasa un 15% inferior a la existente a principios de la década de los dos mil. La evolución de la TDE es muy parecida a la tasa de entrada, definida como la ratio empresas creadas/número total de empresas. Como muestra el eje derecho del gráfico 1, la tasa de entrada de empresas ha experimentado una caída en el período de crisis hasta alcanzar en 2012 un valor del 0,015%, un 21% por debajo del valor en el año 2000. Este valor significa que en 2012 se crearon casi 105 empresas por cada 1.000 existentes, frente a 133 en 2.000.

el primer período con la excepción de Cataluña. Más concretamente, se aprecia que tanto en el primer período como en el segundo, las comunidades autónomas con mayores tasas medias de emprendimiento total son Baleares, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana. No obstante, la caída de su TDE después de la crisis ha sido considerable y superior a la media de España con la excepción de Cataluña. Las comunidades autónomas con una menor TDE en el período anterior a la crisis (Castilla-León, Asturias y Galicia) también siguen teniendo una menor tasa en el segundo período, aunque su tasa ha caído mucho menos que en las regiones con mayor TDE.

Gráfico 1

Evolución de la tasa de emprendimiento y de entrada en España: 2000-2012 (porcentaje)



Fuente: INE y elaboración propia.

En el cuadro 1 se ofrece la información de la TDE para cada una de las comunidades autónomas españolas en los subperíodos de expansión (2000-2007) y crisis (2008-2011) y se observa que la tasa en España ha caído un 18,9% como consecuencia de la recesión, pasando de un 0,89% a un 0,72%. Asimismo, este descenso se ha producido en todas las comunidades autónomas, siendo mayor y por encima de la media de España en aquellas comunidades que partían de un mayor nivel de emprendimiento en

Cabe destacar el caso particular del País Vasco, que a pesar de ser una de las regiones españolas con mayor renta per cápita, tiene una TDE reducida. No obstante, estos dos hechos son coherentes entre sí si tenemos en cuenta que las TDE por necesidad tienden a disminuir cuando un país progresa en términos de desarrollo económico debido a que se generan más y mejores empleos. No obstante, el País Vasco también es una de las regiones que más ha sufrido la caída de esta tasa durante el período de crisis.

Cuadro 1

Tasa de emprendimiento en las comunidades autónomas españolas (porcentaje)

	Empresas creadas/población total		Variación 2000-07/2008-11
	2000-2007	2008-2011	
Andalucía	0,817	0,686	-16,0
Aragón	0,830	0,639	-23,0
Asturias	0,690	0,613	-11,2
Baleares	1,225	0,887	-27,6
Canarias	0,881	0,701	-20,4
Cantabria	0,738	0,612	-17,0
Castilla-León	0,640	0,570	-10,8
Castilla La Mancha	0,793	0,636	-19,8
Cataluña	1,057	0,866	-18,1
C. Valenciana	0,975	0,760	-22,1
Extremadura	0,778	0,607	-22,0
Galicia	0,734	0,653	-10,9
Madrid	0,997	0,784	-21,4
Murcia	0,917	0,668	-27,1
Navarra	0,927	0,638	-31,2
P. Vasco	0,749	0,580	-22,5
La Rioja	0,813	0,666	-18,1
ESPAÑA	0,887	0,719	-18,9

Fuente: INE y elaboración propia.

La distribución porcentual por tamaños del número de empresas creadas muestra el elevado peso de microempresas en todas las comunidades autónomas.

Si analizamos la distribución porcentual por tamaños del número de empresas creadas, en el cuadro 2 se observa el elevado peso de microempresas en todas las comunidades autónomas. Este hecho se explica, en parte, porque las empresas de nueva creación pueden requerir de un mayor número de años para aumentar su tamaño. A destacar, de nuevo, el caso del País Vasco que es la comunidad autónoma con menor porcentaje de autónomos, trabajadores independientes o sin asalariados entre las empresas de nueva creación,

pero la que dispone de un mayor porcentaje de empresas creadas de 1 a 5 trabajadores, hecho que puede estar ligado al mayor peso del sector industrial cuyas empresas tienen un mayor número de trabajadores. Por el contrario, Madrid y Cataluña (con mayor peso del sector servicios cuyas empresas tienen un menor número de trabajadores) son dos de las comunidades autónomas con mayor porcentaje de creación de empresas sin asalariados y menor porcentaje de empresas nuevas creadas en el tramo de 1 a 5 trabajadores. Las empresas de 6 o más trabajadores se reparten por toda la geografía española durante el período 2000-2007 y su rasgo más significativo es que son un porcentaje muy reducido del total.

Estas mismas diferencias por comunidades autónomas se acentúan en el período 2008-11,

destacando además en este período la caída generalizada de la TDE del resto de empresas de la muestra (tanto de 1 a 6 como más de 6 trabajadores) con la salvedad del País Vasco y aumentando de forma significativa el porcentaje de empresas sin asalariados creadas. Este hecho pone de manifiesto que se ha producido un aumento en la TDE procedente de trabajadores independientes o empresarios sin asalariados que puede ser consecuencia del deterioro económico y de la falta de creación de empleo y no consecuencia de la existencia de posibles oportunidades económicas. Así pues, el aumento del autoempleo puede estar relacionado con la necesidad y con el hecho de que más personas buscan en el emprender una forma de trabajo.

Se ha producido un aumento en la tasa de emprendimiento procedente de trabajadores independientes o empresarios sin asalariados que puede ser consecuencia del deterioro económico y no de la existencia de posibles oportunidades económicas.

Emprendimiento e intensidad tecnológica

La iniciativa emprendedora puede entenderse desde varios puntos de vista. Por una parte, la orientación de las nuevas empresas puede ser, sencillamente, llenar un vacío existente en el mercado de forma que, sin involucrar ningún tipo de innovación tecnológica, ocupen nuevos nichos de mercado y ofrezcan bienes y servicios adquiridos por los consumidores. Pero también es posible que las *start-ups* o nuevas empresas tengan una orientación innovadora de tal forma que el emprendedor lleva a cabo nuevas combinaciones de medios de producción y adquiere un riesgo y responsabilidad en el diseño e implementación de la estrategia del nuevo negocio. Una iniciativa emprendedora impulsora de la innovación y la creatividad, siempre es sinónimo de mayor com-

petitividad y desarrollo económico y social en una región², ya que estas empresas no solo se introducen en mercados existentes sino que cambian e incluso crean nuevos mercados.

Aunque las empresas innovadoras no tienen por qué estar concentradas únicamente en determinados sectores sino que, probablemente, se encontrarán distribuidas por todo el tejido industrial, sí que existe una elevada correlación entre el colectivo de empresas innovadoras y los sectores de alto contenido tecnológico que se justifica por tratarse de sectores que se encuentran más próximos al uso del conocimiento científico. Por este motivo parece interesante también distinguir entre sectores de intensidad tecnológica alta, media y baja y detallar cuál es la posición de las comunidades autónomas españolas.

Así, atendiendo a la clasificación CNAE 2009, los sectores de intensidad tecnológica alta son: investigación y desarrollo, fabricación de productos farmacéuticos, informáticos, electrónicos y ópticos, así como la fabricación de otro material de transporte (aeronáutica y aeroespacial). Por su parte, los sectores de intensidad tecnológica media incluyen los servicios avanzados a empresas (telecomunicaciones, programación, actividades informáticas, servicios financieros, jurídicos y de contabilidad, arquitectura, ingeniería, publicidad), industrias y servicios culturales, educación y actividades sanitarias. Se considera de intensidad tecnológica baja al resto de sectores.

La distribución porcentual de empresas creadas según su intensidad tecnológica que podemos encontrar en el cuadro 3 muestra que en el período anterior a la crisis, las comunidades autónomas se caracterizan en su conjunto por emprender principalmente en el sector de actividad tecnológica baja, siendo la media de España del 74,39%. No obstante, por debajo de la media encontramos a las comunidades autónomas de Madrid (62,83%), País Vasco (72,37%) y Cataluña (72,79%). Del mismo modo, estas mismas comunidades se encuentran por encima de la media en cuanto a porcentaje de emprendimiento

² Véase Carree y Thurik, 2003; van Stel *et al.*, 2005; Wennekers y Thurik, 1999; y Wennekers *et al.*, 2005, entre otros.

Cuadro 2

Distribución porcentual por tamaños del número empresas creadas (porcentaje)

	2000-2007			2008-2011			Variación 2000-07/2008-11		
	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más
Andalucía	70,8	24,5	4,7	75,1	22,2	2,8	4,3	-2,3	-1,9
Aragón	72,3	24,0	3,7	75,9	21,4	2,7	3,6	-2,5	-1,0
Asturias	70,4	25,9	3,7	75,3	22,3	2,4	4,9	-3,6	-1,3
Baleares	70,5	24,9	4,6	74,0	23,2	2,8	3,6	-1,7	-1,8
Canarias	68,2	26,7	5,1	72,3	24,4	3,3	4,1	-2,3	-1,8
Cantabria	70,1	25,4	4,5	74,9	22,5	2,6	4,9	-2,9	-1,9
Castilla-León	72,6	23,9	3,5	76,6	21,0	2,4	4,0	-2,9	-1,2
Castilla La Mancha	71,5	24,3	4,3	76,6	20,7	2,7	5,2	-3,6	-1,6
Cataluña	73,4	22,6	4,0	77,8	19,7	2,5	4,4	-2,9	-1,5
C. Valenciana	71,2	24,5	4,3	75,9	21,6	2,5	4,6	-2,9	-1,8
Extremadura	75,9	21,0	3,1	77,6	20,0	2,4	1,7	-1,0	-0,7
Galicia	70,7	26,0	3,3	74,6	23,1	2,3	4,0	-2,9	-1,0
Madrid	75,6	20,5	3,9	79,1	18,0	2,9	3,4	-2,5	-0,9
Murcia	68,4	26,2	5,4	74,3	22,7	3,0	5,9	-3,5	-2,4
Navarra	69,3	26,3	4,5	72,2	23,5	4,2	3,0	-2,7	-0,2
P. Vasco	66,3	29,4	4,2	65,7	30,8	3,5	-0,6	1,3	-0,7
La Rioja	73,0	23,1	3,9	76,5	21,2	2,2	3,5	-1,9	-1,6
ESPAÑA	71,9	23,9	4,2	75,9	21,4	2,7	4,0	-2,6	-1,5

Fuente: INE y elaboración propia.

Cuadro 3

Distribución porcentual de empresas creadas según intensidad tecnológica (porcentaje)

	2000-2007			2008-2011			Variación 2000-07/2008-11		
	Alta	Media	Baja	Alta	Media	Baja	Alta	Media	Baja
Andalucía	1,01	21,38	77,61	0,62	20,1	79,3	-0,39	-1,31	1,70
Aragón	1,09	22,67	76,24	0,59	20,4	79,0	-0,50	-2,25	2,75
Asturias	1,09	22,51	76,41	0,68	20,4	78,9	-0,40	-2,11	2,51
Baleares	1,50	21,75	76,75	0,87	20,4	78,7	-0,63	-1,35	1,97
Canarias	0,91	23,57	75,52	0,69	21,6	77,7	-0,22	-1,93	2,15
Cantabria	0,89	20,99	78,12	0,71	20,7	78,6	-0,18	-0,28	0,46
Castilla-León	0,79	21,75	77,45	0,61	19,4	80,0	-0,19	-2,32	2,51
Castilla La Mancha	0,70	16,82	82,49	0,47	15,3	84,2	-0,23	-1,48	1,71
Cataluña	1,25	26,22	72,53	0,82	24,6	74,5	-0,43	-1,57	2,01
C. Valenciana	0,96	20,70	78,33	0,59	19,6	79,8	-0,37	-1,13	1,50
Extremadura	0,73	19,08	80,19	0,57	17,1	82,4	-0,17	-2,02	2,18
Galicia	0,94	22,08	76,98	0,61	21,2	78,2	-0,33	-0,84	1,17
Madrid	1,19	35,94	62,87	0,81	33,1	66,1	-0,37	-2,83	3,20
Murcia	1,01	19,09	79,90	0,62	19,3	80,1	-0,39	0,20	0,20
Navarra	0,98	23,82	75,20	0,76	22,4	76,8	-0,23	-1,42	1,65
P. Vasco	0,84	26,55	72,61	0,78	26,1	73,1	-0,06	-0,48	0,54
La Rioja	1,22	21,33	77,45	0,96	19,9	79,1	-0,26	-1,42	1,69
ESPAÑA	1,05	24,58	74,37	0,70	23,0	76,3	-0,36	-1,60	1,96

Fuente: INE y elaboración propia.

en el sector de intensidad tecnológica media, ya que Madrid concentra un 35,99% del total del emprendimiento anterior a la crisis en este segmento tecnológico, el País Vasco el 26,74% y Cataluña el 25,98%, mientras que en el lado opuesto, las comunidades autónomas que tienen mayor porcentaje de emprendimiento en el sector de intensidad tecnológica baja (Comunidad Valenciana, 78,30%; Murcia, 79,82; Extremadura, 80,26%; y Castilla-La Mancha, 82,34%) son también las que menor porcentaje de empresas del sector tecnológico medio han creado (Castilla-La Mancha, 16,96%; Extremadura, 19%; Murcia, 19,16%; y Comunidad Valenciana, 20,75%). Las diferencias entre comunidades autónomas en cuanto a emprendimiento del sector de intensidad tecnológica alta son escasas, ya que parece que este emprendimiento se reparte entre toda la geografía española aunque su magnitud es poco significativa.

Las diferencias entre comunidades autónomas en cuanto a emprendimiento del sector de intensidad tecnológica alta son escasas, ya que parece que este emprendimiento se reparte entre toda la geografía española aunque su magnitud es poco significativa.

En el segundo período analizado, es decir, durante el período de crisis se observa la misma distribución tecnológica por comunidades autónomas, pero además destacan dos hechos relevantes. Por una parte, en todas las comunidades autónomas se aprecia una caída del emprendimiento tanto en el sector de intensidad tecnológica alta como en el sector de intensidad tecnológica media y, al mismo tiempo, se aprecia que se ha intensificado el emprendimiento en sectores de intensidad tecnológica baja. Todas las comunidades autónomas han visto incrementar el emprendimiento en este sector, siendo la Comunidad de Madrid y Cataluña dos de las comunidades en las que más se ha producido este aumento y el País Vasco una de las comunidades en las que menos ha aumentado. Este hecho vuelve a constatar el estrecho vínculo entre emprendimiento y necesidad, ya que las

tasas de emprendimiento por necesidad tienden a aumentar cuando un país retrocede en su desarrollo económico debido a que se generan menos y peores empleos.

Si para cada tipo de empresa creada según su nivel tecnológico analizamos su distribución por tamaños (cuadro 4), comprobamos de nuevo que el porcentaje mayor de emprendimiento lo realizan empresarios independientes y sin asalariados en la mayoría de las comunidades autónomas. Sin embargo, un análisis más detenido revela diferencias entre comunidades. Así, en el caso del emprendimiento de intensidad tecnológica alta, el País Vasco y, en menor medida, Navarra destacan como las comunidades con menor porcentaje de autónomos y mayor porcentaje de emprendimiento en el tramo de 1 a 5 trabajadores, así como en el tramo de más de 6 trabajadores. Además, y comparando ambos períodos, antes y después de la crisis, estas son también las comunidades autónomas que más reducen el emprendimiento de autónomos para aumentar el emprendimiento de empresas pequeñas pero con asalariados (de 1 a 6 trabajadores). Eso sí, el impacto de la crisis también es negativo, al igual que en el resto de comunidades entre las empresas de mayor tamaño (más de 6 trabajadores). Por el lado contrario, comunidades como Cantabria, Extremadura, Murcia y La Rioja, tienen un porcentaje prácticamente nulo de emprendimiento en el tramo superior (más de 6 trabajadores) dentro de la rama de intensidad tecnológica alta.

Tanto en el sector de intensidad tecnológica media como baja, se aprecia el mismo patrón, siendo el País Vasco la comunidad más diferenciada del resto. Asimismo, se aprecia un antes y un después de la crisis en los sectores de intensidad tecnológica media y baja, ya que se reduce claramente el emprendimiento en el tramo de más de 6 trabajadores y aumenta el emprendimiento del colectivo de empresarios independientes y sin asalariados. Este crecimiento, además, es más acusado en el caso de sectores de intensidad tecnológica media que en sectores de intensidad tecnológica baja.

Cuadro 4

Distribución porcentual de las empresas creadas en cada nivel tecnológico por tamaños (porcentaje)

2000-07	Alta			Media			Baja		
	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más
Andalucía	88,1	9,3	2,6	80,1	16,7	3,2	68,0	26,9	5,1
Aragón	86,7	10,5	2,8	79,5	17,2	3,3	70,0	26,2	3,9
Asturias	84,6	12,6	2,8	77,9	19,2	2,9	67,9	28,1	4,0
Baleares	87,7	10,2	2,1	81,6	15,5	3,0	67,0	27,9	5,1
Canarias	89,3	8,6	2,1	81,0	15,9	3,1	63,9	30,4	5,7
Cantabria	87,5	10,1	2,4	79,2	18,0	2,8	67,4	27,6	5,0
Castilla-León	87,8	9,8	2,4	81,1	16,1	2,8	70,0	26,2	3,8
Castilla La Mancha	86,6	11,1	2,2	80,1	17,1	2,8	69,6	25,8	4,6
Cataluña	85,8	11,1	3,1	81,1	15,7	3,2	70,4	25,3	4,3
C. Valenciana	86,4	11,5	2,2	80,3	16,7	3,0	68,6	26,7	4,6
Extremadura	88,5	9,9	1,6	82,2	15,5	2,3	74,3	22,4	3,3
Galicia	81,3	12,3	6,3	79,7	17,9	2,4	68,0	28,5	3,6
Madrid	89,2	8,2	2,6	83,2	13,6	3,2	71,1	24,7	4,3
Murcia	86,3	10,8	2,9	79,3	17,6	3,1	65,6	28,4	6,0
Navarra	81,1	13,6	5,3	75,5	20,6	3,9	67,2	28,2	4,6
P. Vasco	66,9	24,1	9,1	72,5	23,9	3,6	64,1	31,5	4,4
La Rioja	90,0	7,9	2,2	81,5	15,7	2,7	70,4	25,4	4,2
ESPAÑA	86,3	10,7	3,0	80,7	16,2	3,1	68,8	26,6	4,6

2008-11	Alta			Media			Baja		
	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más
Andalucía	88,3	9,6	2,1	84,6	13,5	1,9	72,5	24,5	3,0
Aragón	87,4	11,1	1,5	84,1	13,8	2,1	73,7	23,5	2,8
Asturias	88,1	10,2	1,7	84,4	13,9	1,7	72,8	24,6	2,6
Baleares	89,1	10,3	0,6	85,2	13,1	1,7	71,0	25,9	3,1
Canarias	92,3	7,2	0,5	86,3	11,8	1,9	68,2	28,1	3,7
Cantabria	94,1	5,9	0,0	85,6	12,7	1,7	71,9	25,2	2,8
Castilla-León	85,8	11,0	3,2	85,5	12,6	1,9	74,4	23,1	2,5
Castilla La Mancha	91,8	7,4	0,8	85,0	13,1	1,9	75,0	22,1	2,8
Cataluña	89,3	9,2	1,5	87,0	11,2	1,8	74,6	22,6	2,8
C. Valenciana	88,5	9,4	2,1	84,8	13,4	1,8	73,6	23,8	2,7
Extremadura	91,9	7,4	0,7	85,2	13,2	1,6	76,0	21,5	2,6
Galicia	83,8	12,3	3,9	85,3	13,1	1,6	71,7	25,9	2,5
Madrid	90,1	8,5	1,4	87,5	10,5	2,1	74,7	21,9	3,4
Murcia	91,7	8,3	0,0	85,6	12,6	1,8	71,5	25,2	3,3
Navarra	75,6	21,8	2,5	79,4	16,6	4,1	70,1	25,6	4,3
P. Vasco	61,2	30,7	8,0	72,8	24,7	2,4	63,3	32,9	3,8
La Rioja	96,3	3,8	0,0	84,9	13,8	1,3	74,2	23,3	2,5
ESPAÑA	87,8	10,3	1,9	85,4	12,7	1,9	72,9	24,1	3,0

Fuente: INE y elaboración propia.

Cuadro 4 (continuación)

Distribución porcentual de las empresas creadas en cada nivel tecnológico por tamaños (porcentaje)

Variación 2000-07/2008-11	Alta			Media			Baja		
	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más	Sin asalariados	De 1 a 5	6 y más
Andalucía	0,2	0,3	-0,5	4,5	-3,2	-1,3	4,6	-2,4	-2,2
Aragón	0,7	0,6	-1,3	4,5	-3,4	-1,1	3,7	-2,7	-1,0
Asturias	3,5	-2,4	-1,1	6,5	-5,3	-1,2	4,9	-3,5	-1,3
Baleares	1,4	0,1	-1,5	3,6	-2,4	-1,2	4,0	-1,9	-2,1
Canarias	3,0	-1,4	-1,6	5,3	-4,0	-1,2	4,3	-2,3	-2,0
Cantabria	6,6	-4,1	-2,4	6,3	-5,3	-1,1	4,5	-2,4	-2,2
Castilla-León	-2,0	1,2	0,8	4,4	-3,5	-0,9	4,4	-3,1	-1,3
Castilla-La Mancha	5,1	-3,7	-1,4	5,0	-4,0	-1,0	5,4	-3,7	-1,7
Cataluña	3,5	-1,9	-1,6	5,9	-4,5	-1,4	4,2	-2,7	-1,5
C. Valenciana	2,1	-2,1	-0,1	4,5	-3,4	-1,2	4,9	-3,0	-2,0
Extremadura	3,4	-2,5	-1,0	3,0	-2,3	-0,7	1,6	-1,0	-0,7
Galicia	2,5	0,0	-2,5	5,6	-4,8	-0,9	3,7	-2,6	-1,1
Madrid	0,9	0,3	-1,3	4,3	-3,2	-1,1	3,6	-2,8	-0,9
Murcia	5,4	-2,5	-2,9	6,3	-5,0	-1,3	5,9	-3,2	-2,7
Navarra	-5,5	8,2	-2,7	3,9	-4,0	0,1	3,0	-2,6	-0,3
P. Vasco	-5,6	6,7	-1,0	0,3	0,8	-1,1	-0,8	1,4	-0,6
La Rioja	6,3	-4,1	-2,2	3,4	-1,9	-1,5	3,8	-2,1	-1,7
ESPAÑA	1,5	-0,4	-1,1	4,7	-3,5	-1,2	4,1	-2,6	-1,6

Fuente: INE y elaboración propia.

Conclusiones

En este trabajo se han analizado las diferencias existentes entre comunidades autónomas españolas respecto a la tasa de emprendimiento medida como el porcentaje que las nuevas empresas dadas de alta representan respecto del total de la población de cada comunidad. Comparando el período de expansión (2000-2007) con el de crisis (2008-2011), los resultados muestran una caída de la tasa de emprendimiento en todas las comunidades autónomas españolas. A pesar de que esta tasa repunta ligeramente en 2012, en este último año dicha tasa es un 15% inferior a la existente a principios de la década de los 2000.

Este descenso se ha producido en todas las comunidades autónomas, pero es menos acusado en las menos emprendedoras (Castilla-León, Asturias y Galicia) y más acusado en las más emprendedoras (Baleares, Cataluña, Madrid y Comunidad

Valenciana) aunque Cataluña, de entre estas cuatro, es la comunidad que menos ha reducido su emprendimiento lo que puede implicar que este fenómeno está menos ligado al ciclo económico que en las comunidades de Baleares, Madrid y Comunidad Valenciana. Por su parte, el País Vasco destaca por una tasa de emprendimiento inferior a la media española que podría explicarse por la existencia de un sistema económico que genera más y mejores empleos, evitando así el emprendimiento por necesidad. Sin embargo, su tasa de emprendimiento también ha acusado enormemente el impacto de la crisis.

Por tamaño de empresa, en los nuevos negocios destaca el peso de las microempresas en todas las comunidades autónomas, en parte porque es posible que se requiera un mayor número de años para aumentar el tamaño de empresa. Madrid y Cataluña son dos de las comunidades autónomas con mayor porcentaje de creación de

empresas sin asalariados, es decir autónomos o trabajadores independientes, mientras que el País Vasco es la comunidad autónoma que presenta un mayor porcentaje de empresas creadas de 1 a 5 trabajadores, hecho que puede estar ligado al mayor tamaño medio de las empresas del sector industrial (en términos de trabajadores) en el que el País Vasco está más especializado. La creación de empresas de 6 o más trabajadores se reparten por toda la geografía española, pero representan un porcentaje muy reducido del total.

Por intensidad tecnológica, en todas las comunidades autónomas se aprecia una caída de la tasa de emprendimiento en los sectores de intensidad tecnológica media y alta, pero un mayor emprendimiento en sectores de intensidad tecnológica baja, siendo Madrid y Cataluña dos de las comunidades en las que más se ha producido este incremento y el País Vasco una de las comunidades en las que menos. Este hecho constata el estrecho vínculo entre emprendimiento y necesidad, ya que las tasas de emprendimiento por necesidad tienden a aumentar cuando un país retrocede en su desarrollo económico.

La falta de una cultura favorable al emprendedor, así como las dificultades derivadas del enorme clima de incertidumbre macroeconómica acompañado de dificultades en el acceso a la financiación pueden explicar el fenómeno antes descrito. La estabilidad y el crecimiento económico influyen favorablemente sobre las expectativas de las personas que apuestan por crear o no una nueva empresa pero, además, en sociedades avanzadas con culturas favorables al emprendimiento es más factible que los medios de comunicación, las universidades y las instituciones en general propicien un

clima más proclive a la cultura del emprendimiento, priorizando una mayor formación y motivación para emprender. También es cierto, por el contrario, que en épocas de crisis la necesidad y no la oportunidad de negocio pasen a ser uno de los motivos fundamentales del emprendimiento, siendo en estos casos la creación de una empresa y el autoempleo la forma elegida para evitar el desempleo.

Si creemos que los factores clave para potenciar la iniciativa emprendedora son la cultura, la educación, la financiación y los trámites administrativos, el aumento de la creación de *start-ups* en España presenta varias dificultades que sería prioritario resolver. Entre estas ocupa un papel destacado la falta de apoyo a la iniciativa emprendedora por parte de la cultura española. Así, el *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) considera que hay un amplio consenso a este respecto, y que a pesar de los avances existe una falta de reconocimiento, en especial, en el emprendimiento social y científico y matiza, además, la tendencia creciente entre los trabajadores españoles hacia la preferencia por el trabajo por cuenta ajena. Los expertos consideran también que existe una falta de cultura emprendedora en la universidad así como una orientación emprendedora más innovadora. En este sentido sería importante aumentar la iniciativa emprendedora en la enseñanza superior, especialmente en estudios no empresariales pero también sería importante, como señala Mayer (2011), disponer de grandes empresas catalizadoras de la innovación y que ejercen efectos positivos sobre el emprendimiento del entorno. En este sentido, el papel principal de los que toman las decisiones de política económica sería ayudar a impulsar el éxito y crecimiento de empresas clave en el desarrollo de una región.

Finalmente, cabe destacar también la necesidad de reducir los trámites burocráticos para crear una empresa, en particular, desde una universidad o centro de investigación, ya que estos siguen siendo considerables, lo que unido a la falta de financiación (capital riesgo, fondos estructurales, etc.) y/o dificultad para acceder al crédito conlleva el abandono de nuevas iniciativas.

Si creemos que los factores clave para potenciar la iniciativa emprendedora son la cultura, la educación, la financiación y los trámites administrativos, el aumento de la creación de start-ups en España presenta varias dificultades que sería prioritario resolver.

En resumen, la fuerte destrucción de empleo que ha experimentado España desde que estalló la crisis en un contexto en el que ha desaparecido un porcentaje considerable de empresas, hace prioritario eliminar las barreras a la creación de empresas e incentivar la cultura del emprendimiento fomentando la aparición de nuevos empresarios. Un paso importante puede venir de la mano de la reciente Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. En cualquier caso, mientras no se normalice el acceso a la financiación bancaria (la dificultad más importante con diferencia en España) en mejores condiciones de cantidad y precio, y se eliminan las dificultades para la creación de empresas, difícil será poner en marcha nuevas iniciativas empresariales.

Referencias

- ACS, Z.; AUDRETSCH, D.; BRAUNERHJELM, P. y B. CARLSSON (2004), "The Missing Link: The Knowledge Filter and Entrepreneurship in Endogenous Growth", *CEPR Discussion Papers*, 4783.
- AUDRETSCH, D. y M. KEILBACH (2004), "Entrepreneurship capital and regional performance", *Regional Studies*, vol. 38(8), pp. 949-959.
- (2008), "Resolving the knowledge paradox: Knowledge-spillover entrepreneurship and economic growth", *Research Policy*, Volume 37 (10), pp 1697–1705.
- AUDRETSCH, D.; KEILBACH, M., y E. LEHMANN (2006), *Entrepreneurship and Economic Growth*, New York, Oxford University Press.
- CARREE, M. y R. THURIK (2003), "The impact of entrepreneurship on economic growth". En: AUDRETSCH, D.B. y ACS, Z.J. (eds.), *Handbook of Entrepreneurship Research*, Boston/Dordrecht, Kluwer Academic Publishers, pp. 437–471.
- MAYER, H. (2011), *Entrepreneurship and Innovation in Second Tier Regions*, Cheltenham (UK), Edward Elgar.
- VAN STEL, A.; CARREE, M. y R. THURIK (2005), "The effect of entrepreneurial activity on national economic growth", *Small Business Economics*, 24, pp. 311–321.
- WENNEKERS, S. y R. THURIK (1999), "Linking entrepreneurship and economic growth", *Small Business Economics*, 13, pp. 27–55.
- WENNEKERS, S.; VAN STEL, A.; THURIK, R. y P. REYNOLDS (2005), "Nascent entrepreneurship and the level of economic development", *Small Business Economics* 24(3), pp. 293–309.

La gestión fiscal de los gobiernos estatales y locales en Estados Unidos. El caso de Detroit en perspectiva

Lucía Cuadro-Sáez*

La crisis económica ha supuesto un grave deterioro de la situación fiscal en la mayoría de los países desarrollados y ha puesto de manifiesto la fragilidad de las finanzas públicas en numerosos países, no solo a nivel del Gobierno nacional sino también en las instancias territoriales, como regiones y municipios. La gestión de las finanzas públicas y la resolución de estos problemas fiscales a nivel regional y local, así como sus elementos de prevención, tiene una larga historia en Estados Unidos, por lo que constituye un referente interesante.

Un caso reciente es el de la ciudad de Detroit, que el pasado mes de julio solicitó acogerse a la Ley de Quiebras para gobiernos locales, al declararse incapaz de hacer frente al pago de su deuda, de 18.500 millones de dólares, tras un período de dificultades fiscales y financieras que se remonta varios años atrás. Esta quiebra es la mayor registrada a nivel subfederal en la historia de Estados Unidos, si bien otros condados y ciudades han presentado dificultades financieras desde el inicio de la crisis. La configuración del Estado implica un sistema complejo de relaciones intergubernamentales que opera bilateralmente entre Gobierno federal y gobiernos estatales, por un lado, y Gobierno estatal y gobiernos locales, por otro, tanto para las normas presupuestarias como para los mecanismos previstos ante emergencias financieras. En este artículo se analizan estos aspectos, con especial atención a las estrategias de gestión de situaciones de estrés fiscal a nivel subfederal (Estados, condados, municipios, y agencias locales y regionales con propósito específico), poniendo en perspectiva el reciente caso de Detroit.

Estructura de financiación y reglas fiscales de los gobiernos estatales y locales

La estructura fiscal territorial de Estados Unidos está bastante descentralizada. Con datos de 2013,

el peso de las Administraciones Públicas en el PIB, medido por los gastos, es del 19%, el Gobierno federal supone un 40% del mismo (7,5% del PIB), los gobiernos estatales constituyen otro 33% del total (algo más del 6% del PIB), y los entes locales constituyen el 27% restante, es decir, un 5% del PIB.

* Banco de España. Este artículo recoge las opiniones de su autora, por lo que no necesariamente refleja las del Banco de España. Este documento está basado en un trabajo previo con Rubén Segura. A esta versión ha contribuido Juan Carlos Berganza. La autora agradece los valiosos comentarios de Enrique Alberola, Ángel Estrada, Ignacio Hernando, Pilar L'Hotellerie-Fallois, Pedro del Río y Javier Vallés, así como de los participantes en el seminario interno donde se presentó este documento.

Cuadro 1

Diferencias en la gestión presupuestaria y de las dificultades fiscales entre gobiernos estatales y locales

	Gobiernos estatales	Gobiernos locales
ESTRUCTURA DE INGRESOS Y GASTOS		
Ingresos	Impuestos indirectos y sobre renta personal y corporativa, además de las tasas y las transferencias del Gobierno federal	Impuestos sobre patrimonio y transacciones, tasas y transferencias de los gobiernos estatales
Gastos	Servicios sociales y sanidad, transferencias a gobiernos locales, educación —fundamentalmente— universitaria y contribuciones a fondos de seguro social	Educación —principalmente primaria y secundaria—, gastos de capital y, en menor medida, servicios sociales y sanidad
Fondos de emergencia (<i>Rainy Day Funds</i>)	Previsto en 48 de los 50 Estados	No necesariamente previsto. Algunos gobiernos locales tienen fondos de reserva, pero no todos están obligados a tenerlos. Depende de su propia legislación
GESTIÓN DE DIFICULTADES FISCALES		
Aumentos impositivos	Posible, con muchas restricciones	Posible, con muchas restricciones
Reducción de servicios	Sí	Sí
Posibilidad de intervención por instancia superior si incumplen objetivos fiscales	Potencialmente, sí No se ha utilizado	Sí
MECANISMOS DE REACCIÓN EN EMERGENCIAS FINANCIERAS		
Medidas de apoyo fiscal de carácter general	Posible	Posible
Financiación directa de emergencia de Gobierno de rango superior	Sí, aunque de difícil acceso	Sí, aunque de difícil acceso
Resolución de crisis	Mecanismo asimilado a la quiebra como opción. No se ha utilizado. Suspensión de pagos posible, pero inédita en últimos 80 años	Posible aplicación de la Ley de Quiebras Renegociación de deudas

La estructura de ingresos y gastos de gobiernos locales y estatales muestra diferencias relevantes. Por el lado de los ingresos, las entidades locales dependen más de los impuestos sobre la propiedad y los estatales, de los impuestos sobre rentas (cuadro 1); por el lado de los gastos, los gobiernos locales tienen mayor carga de educación y los estatales, de sanidad y bienestar social. Como se muestra en el cuadro 2, los gobiernos estatales se nutren fundamentalmente de transferencias del Gobierno federal (más de un tercio de sus ingresos en 2011), impuestos indirectos, impuestos sobre renta personal y corporativa y tasas; cada uno de estos tres últimos constituye en torno al 20% de los ingresos. Por su parte, los gobiernos

locales se financian mediante transferencias del Gobierno estatal en una proporción similar, disponiendo además de ingresos por impuestos sobre el patrimonio (29%) y tasas (22%). Los gobiernos estatales emplean sus fondos fundamentalmente en gastos de servicios sociales y de sanidad (27%), educación —universitaria principalmente— (13%), y en contribuciones a fondos de seguro social (16%). Las transferencias a los entes locales representan un cuarto de los gastos de los Estados. Los gobiernos locales asignan la mayoría del gasto a la educación (37%) —principalmente primaria y secundaria—, tienen mayores gastos de capital (13%), y se ocupan en menor medida de servicios sociales y sanidad (11%).

Respecto a las reglas fiscales, tanto los gobiernos estatales como los locales tienen la obligación legal de presentar presupuestos equilibrados —recolectada en la propia constitución de 49 de los 50 Estados—. De este modo, las dificultades fiscales experimentadas suelen responder a desequilibrios puntuales derivados, por ejemplo, de recesiones profundas. Respecto a la capacidad de endeudarse, a nivel estatal y local el endeudamiento está limitado a proyectos de inversión en infraestructuras, básicamente, y las ampliaciones de los límites requieren aprobación en referéndum en numerosos casos (véase Bohn e Inman, 1996). Por último, el incumplimiento de los objetivos de déficit o endeudamiento puede llevar a la intervención de la gestión del Gobierno estatal o local por el de rango inmediatamente superior. En conjunto, estas normativas están destinadas a evitar que los déficits acumulados a lo largo del tiempo puedan amenazar la sostenibilidad de la deuda. Aun así, el saldo vivo de la deuda (excluido el crédito comercial) de gobiernos estatales y locales ascendía en el primer trimestre de 2013 a 3 billones de dólares (18,1% del PIB), siendo el 98% de la misma a largo plazo. El mercado de deuda municipal estadounidense está bastante desarrollado, y los entes locales utilizan aseguradoras para garantizar una parte de sus emisiones.

Además de las reglas fiscales, en el caso de los gobiernos estatales —y algunos gobiernos locales, pues no es de obligado cumplimiento para ellos— destaca la existencia de fondos de reserva, conocidos como *Rainy Day Funds*. Estos fondos se dotan con sus ingresos propios y están destinados a compensar desequilibrios fiscales cíclicos y hacer frente a situaciones de emergencia. No se contempla su uso para solventar desequilibrios estructurales, como una caída tendencial de la recaudación debido a factores demográficos, pues no harían más que enmascarar de manera temporal una caída de ingresos permanente. En cuanto a las situaciones de emergencia, pueden abarcar desde desastres naturales hasta la incapacidad para hacer frente al pago de la deuda, y deben utilizarse para el servicio de la deuda si los ingresos corrientes y transferencias de gobiernos de mayor rango no resultaran suficientes para atender

dichos pagos. Cada Estado tiene su propia regulación tanto para la dotación (entre el 2% y el 15% sobre los ingresos o gastos del período), como para las condiciones requeridas para la retirada y restauración de los fondos. En general, su utilización requiere un proceso de aprobación prolijo y el cumplimiento de varias condiciones: la declaración del estado de emergencia en el Estado, la autorización de su utilización por el Gobernador del Estado, la aprobación de su disposición por un mínimo de votos en las cámaras estatales, o el compromiso para reponer los fondos en un plazo determinado, que suele ser relativamente breve. En el caso de los Estados, se estima que al cierre del actual año fiscal las aportaciones a estos fondos alcanzarán los 39.000 millones de dólares (5,7% de sus gastos), aunque en algún momento han llegado a representar cerca del 12% del presupuesto de los gobiernos estatales. Existe en todo caso una notable variabilidad entre Estados: en algunos casos se han agotado y en otros la dotación excede sobradamente los gastos del Estado, como en Alaska, donde alcanza el 214% de los mismos.

Los fondos de reserva, conocidos como Rainy Day Funds se dotan con ingresos propios y están destinados a compensar desequilibrios fiscales cíclicos y hacer frente a situaciones de emergencia. No se contempla su uso para solventar desequilibrios estructurales, pues no harían más que enmascarar de manera temporal una caída de ingresos permanente.

La situación tras la crisis es más comprometida para los gobiernos locales porque la composición de ingresos y gastos les hace más vulnerables a la situación recesiva, mientras que los gobiernos estatales tienen algunas potestades que les dotan de mayor resistencia. Respecto a los ingresos, la recaudación del impuesto sobre patrimonio (fundamental para las entidades locales) ha descendido mientras que la recaudación por renta personal e imposición indirecta (de la que se nutren en mayor medida los Estados) se ha estabilizado.

Cuadro 2

Estructura de ingresos y gastos de gobiernos estatales y locales. FY2011

	Gobiernos estatales		Gobiernos locales	
	miles de millones \$	% total	miles de millones \$	% total
Ingresos totales	2.265		1.669	
Ingresos generales	1.654	100	1.460	100
(Transferencias y propios)				
Transferencias	593	36	554	38
del Gobierno federal	573	35	73	5
del Gobierno estatal	-	-	482	33
del Gobierno local	20	1	-	-
Ingresos propios	1.061	64	905	62
Impuestos sobre	760	46	578	40
Patrimonio	14	1	429	29
Indirectos	368	22	93	6
Renta personal	259	16	26	2
Beneficios empresariales	41	3	7	0
Otros conceptos	78	5	23	2
Tasas	301	18	327	22
Otros ingresos	21		136	
(incluye tasas por suministros e ingresos de establecimientos de venta de alcohol)				
Ingresos fondos de seguro social	590		74	
(incluye los resultados de los fondos)				
Gastos totales	2.004	100	1.664	100
Transferencias intergubernamentales	497	25	14	1
Gastos directos	1.508	75	1.651	99
Educación	262	13	610	37
Servicios sociales y sanidad	548	27	181	11
Infraestructura de transporte	95	5	87	5
Seguridad ciudadana	69	3	157	9
Urbanismo	39	2	163	10
Suministros	24	1	184	11
Otros gastos	5	0	1	0
Gastos generales y de administración	98	5	164	10
Intereses de deuda	47	2	62	4
Contribuciones a fondos de seguridad social	320	16	41	2
Promemoria:				
Gastos de capital	116	6	220	13
Salarios	252	13	596	36

Nota: Las cuantías totales de Gobierno estatal y local se calculan en términos netos, excluyendo las transferencias intergubernamentales. Conviene recordar que el Bureau of the Census publica con retraso, respecto a las Cuentas Nacionales este desglose, que permite observar con detalle la estructura de financiación. No obstante, para el cálculo del déficit de los Gobiernos estatales y locales de las Cuentas Nacionales, han de excluirse partidas como los gastos de inversión, transferencias de capital recibidas y emitidas y consumo de capital fijo, así como la imputación temporal de algunos resultados financieros (especialmente los derivados de los ingresos de los fondos de pensiones públicos), por lo que la diferencia entre ingresos y gastos totales es una mera aproximación al déficit del año fiscal de los Gobiernos subnacionales. *Fuentes:* US Bureau of the Census, 2011 Annual Surveys of State and Local Government Finances. Última información disponible, ejercicio fiscal 2011.

Asimismo, en la vertiente de los gastos, la situación también es algo más delicada para las entidades locales dado que los Estados tienen la capacidad de reducir las transferencias con que financian a los gobiernos locales, al tiempo que pueden trasladarles una parte de sus compromisos. Así, las perspectivas de menor recaudación por patrimonio a corto y medio plazo sugieren que, si hubiera nuevos recortes afectarían con mayor probabilidad al gasto en educación primaria y secundaria, competencia de los gobiernos locales, que a los gastos en bienestar social, competencia en mayor grado de los gobiernos estatales, que previsiblemente mantendrán relativamente estabilizados sus ingresos.

En todo caso, las restricciones al déficit fiscal y al endeudamiento en las instancias subfederales implican que las dificultades fiscales, aunque sean de alcance limitado, pueden derivar rápidamente en problemas de financiación y sostenibilidad. Conviene pues distinguir entre situaciones de crisis puramente fiscal, derivadas de un desequilibrio presupuestario inesperado, y situaciones de crisis financiera, que implican problemas de financiación. En los epígrafes siguientes se describen los mecanismos de actuación para cada una de las dos situaciones.

Control y ajustes en períodos de emergencia fiscal

Las restricciones fiscales implican un intenso control presupuestario en los gobiernos estatales y locales. En términos operativos, si en la valoración de la ejecución presupuestaria realizada a mitad del ejercicio fiscal se revelara un déficit habría de ser enjugado antes del cierre de ese mismo ejercicio mediante tres posibles vías: recorte de gastos, aumento impositivo, y/o uso de los fondos de reserva (*Rainy Day Funds*). Con todo, es frecuente que durante las recesiones los gobiernos subnacionales terminen registrando déficits, si bien por cuantías reducidas. A modo de ejemplo, en la pre-

sente crisis los 50 Estados han mantenido un déficit promedio de 134.000 millones de dólares entre los años fiscales de 2009 y 2012 (equivalente al 1% del PIB aproximadamente), y se prevé que se contraiga hasta 49.000 millones de dólares (0,3%) en este año fiscal¹.

Desde inicios de la pasada década, existe evidencia de un cambio en las preferencias hacia el ajuste basado en una reducción de los gastos.

Desde inicios de la pasada década, existe evidencia de un cambio en las preferencias hacia el ajuste basado en una reducción de los gastos. En efecto, desde los años setenta las administraciones subfederales venían reaccionando a las crisis fiscales mediante combinaciones de aumentos impositivos y recortes de gasto, conocidas como *Cutback Management* (véase Scorsone y Plerhopes, 2010). Sin embargo, desde la recesión del 2001 se ha percibido una tendencia creciente a recortar gastos y servicios, implementando solo incrementos marginales de impuestos. A modo de ejemplo, los incrementos de la recaudación impositiva durante la crisis del 2000 fueron aproximadamente 1/3 del incremento experimentado a inicios de los años noventa. A este cambio podría haber contribuido la mayor disponibilidad de los fondos de reserva, el predominio de gobiernos republicanos sobre gobiernos demócratas, o la polarización política, que está teniendo un impacto relevante en la evolución de las finanzas públicas. Esta estrategia más centrada en la reducción de servicios podría reforzarse en el futuro, cuando a la caída de ingresos —que dependerá en buena parte de las medidas que se adopten en años venideros— se añadirán los gastos crecientes derivados del envejecimiento de la población.

En cuanto a las estrategias de recorte de gastos, desde mediados de los setenta se han realizado en dos fases: en una primera, abarcando todos los niveles de gasto, y en una segunda, si la

¹ Nótese que el año fiscal de los Estados y gobiernos locales se anticipa en un trimestre al del Gobierno federal, pues en el caso de FY2013 ha transcurrido entre el 1 de julio de 2012 y el 30 de junio de 2013, frente al del Gobierno federal, para el que FY2013 tiene lugar de 1 de octubre de 2012 a 30 de septiembre de 2013.

RECUADRO 1

LEY DE QUIEBRAS PARA GOBIERNOS LOCALES

Este mecanismo de quiebra está recogido en el Capítulo 9 de la Ley de Quiebras para la reorganización de deuda de municipalidades, incluidas ciudades, pueblos, villas, condados, distritos fiscales, suministros municipales y distritos escolares. En concreto, define municipalidades como “cualquier subdivisión política, agencia pública o subsidiaria de un Estado”. Su objetivo es dar protección frente a sus acreedores a las municipalidades en dificultades financieras, donde la reorganización de deuda se realiza típicamente mediante la extensión de plazo, reducción de principal e intereses, o refinanciación mediante la obtención de un nuevo préstamo.

Entre las diferencias básicas con el procedimiento de quiebra de entidades privadas, destacan los siguientes aspectos:

1. No se contempla la posibilidad de liquidar activos, pues violaría la Décima Enmienda de la Constitución estadounidense, y tampoco limita la capacidad de los Estados para el control de una municipalidad de su competencia, bien sea mediante legislación o cualquier otro medio, en el ejercicio de sus poderes políticos o gubernamentales, incluidos los gastos que impliquen dicho ejercicio de poder.
2. El juzgado a cargo del caso tiene un papel limitado, pues no puede interferir en las decisiones del Gobierno local, limitándose generalmente a aprobar la petición (si el deudor es elegible), confirmar el plan de ajuste de deuda y asegurar el cumplimiento del plan. En todo caso, el Gobierno local puede decidir incorporar al poder judicial en determinados aspectos de su operativa para facilitar los trámites judiciales.
3. Un Gobierno local puede solicitar acogerse al Capítulo 9 cuando haya sido autorizado por el Estado al que pertenece, sea insolvente, desee reestructurar su deuda y se haya dado una de las siguientes condiciones: haya llegado a un acuerdo con sus acreedores mayoritarios, haya intentando sin éxito dicho acuerdo, que esa negociación sea inviable, o espere que algún acreedor intente obtener trato preferencial al iniciar el caso.
4. La asignación del juez competente se realizará de modo que no se produzcan interferencias políticas, y garantizando que dispondrá de capacidad y tiempo suficientes para una resolución rápida (lo que garantiza mayor celeridad en la resolución frente a casos de quiebras del sector privado). En concreto, el juez no puede interferir en las decisiones de política del Gobierno local, ni tampoco sobre sus poderes gubernamentales, propiedades o ingresos, ni sobre el uso o disfrute de cualquier propiedad generadora de rentas. La solicitud del Gobierno local puede ser rechazada por el juez si no se ha realizado de buena fe o incumple los requerimientos de la Ley de Quiebras.
5. Si se admite a trámite, automáticamente el Gobierno local queda protegido de las acciones legales que pudieran emprender sus acreedores, se paralizan los pagos y se renegocia un plan de deuda que, para su aprobación, debe cumplir con dos principios esenciales: que sea aceptado por los acreedores de cada tipo de activo afectado, a la vez que ha de estar en el mejor interés de los acreedores, principio cuya interpretación determina que la solución para los acreedores ha de ser mejor que si la quiebra se hubiera rechazado.
6. El papel de los acreedores es más limitado bajo el Capítulo 9 que bajo las condiciones para las quiebras privadas, de modo que el deudor mantiene cierto margen de maniobra para continuar con su operativa. De hecho, el deudor mantiene la capacidad de endeudarse aunque esté inmerso en un proceso de quiebra. En todo caso, dada la relevancia e implicaciones de las quiebras de Gobiernos locales, la Ley de Quiebras establece que el Secretario del Tesoro puede intervenir *motu proprio* o requerido por el juzgado, al igual que los representantes del Estado donde se encuentre localizado el Gobierno local, los de la *Securities and Exchange Commission*, así como otras partes interesadas (empleados municipales, residentes locales, y bancos locales, entre otros).
7. El Gobierno local recibe el descargo de la deuda bajo el Capítulo 9 cuando: se confirma el plan de reestructuración, se realiza el depósito requerido de nuevos títulos al agente de desembolso (*disbursing agent*) indicado por el juzgado, y el juzgado determina que los nuevos valores depositados al agente de desembolso constituyen obligaciones legales válidas del deudor y que cualquier provisión realizada para pagar o asegurar el pago de dichas obligaciones es válido.

primera no era suficiente, centrando el objetivo de recorte²: restricciones de contratación, congelaciones salariales, despidos y jubilaciones anticipadas de empleados públicos, así como recortes en educación y gasto sanitario. Por la vía de los ingresos se ha aumentado la recaudación por impuestos y tasas —a través de subida de tipos, ampliación de bases impositivas y eliminación de exenciones—, anticipado el cobro de impuestos y, también, se ha retrasado el pago de transferencias, como las dirigidas a financiar futuros servicios sanitarios o las aportaciones a los planes de pensiones de empleados públicos, lo que constituye un riesgo de sostenibilidad del sistema en el largo plazo. La estrategia adoptada por Estados y gobiernos locales tras la crisis de 2008 se ha centrado en este tipo de medidas, especialmente las orientadas al recorte de gasto público.

A la luz de la experiencia, tras una primera etapa de reducciones de gasto generalizadas, la estrategia de recorte se ha conjugado con objetivos de reducción o eliminación de programas marginales, y externalización de actividades susceptibles de regirse por criterios de mercado. También se ha hecho un esfuerzo de clarificación de las competencias de las organizaciones públicas y de prioridades de gasto (Plant y White, 1982).

Aun con todas estas actuaciones, en ocasiones las crisis fiscales han derivado en situaciones en las que la solvencia financiera de los gobiernos subfederales ha quedado comprometida, por lo que las autoridades han tenido que enfrentar una crisis de financiación, ante la que están disponibles otra serie de medidas.

Gestión de emergencias financieras de gobiernos estatales y locales

En los últimos años, el deterioro de las cuentas públicas ha reactivado la eventualidad de que se produzcan quiebras de algunos gobiernos estatales y locales, aunque la experiencia histórica y la opinión de expertos mitigan de manera importante esta

preocupación. En primer término, porque según la legislación estadounidense el servicio de la deuda tiene prioridad sobre cualquier otro desembolso del Gobierno, lo que dota a sus acreedores de mayor garantía de cobro. En segunda instancia, los gobiernos estatales —y, también algunos locales— tienen obligación —como se ha señalado anteriormente— de generar fondos de reserva, que han de utilizarse para el servicio de la deuda si los ingresos corrientes y transferencias de gobiernos de mayor rango no resultaran suficientes. En tercer lugar, tanto los gobiernos estatales como los locales pueden solicitar financiación de emergencia del Gobierno federal o a su Gobierno estatal, respectivamente. Esta vía de financiación del Gobierno federal puede materializarse por diversas vías, ya sea a través de medidas de apoyo fiscal para el soporte de gobiernos estatales, como en el paquete fiscal de 2009, ya sea como financiación directa, a la que es más difícil acceder. En definitiva, existen mecanismos para evitar las situaciones de emergencia, lo que las hace relativamente infrecuentes. No obstante, cuando se materializan, la resolución suele incluir —además de recortes drásticos de gasto— la renegociación de sus deudas. Por su parte, las quiebras solo están permitidas en el caso de gobiernos locales, existiendo un régimen particular en caso de insolvencia de los gobiernos estatales, como se detalla a continuación.

Existen mecanismos para evitar las situaciones de emergencia, lo que las hace relativamente infrecuentes. No obstante, cuando se materializan, la resolución suele incluir —además de recortes drásticos de gasto— la renegociación de sus deudas.

Los Estados tienen, en algunos aspectos, menos margen de maniobra que los condados, municipios y otros entes locales para reaccionar ante situaciones de estrés fiscal, pues se requieren condiciones muy severas para la aprobación de aumentos impositivos, y existen compromisos de gasto fiscal no negociables (como algunos de financiación a

² Véase Jonas, 2011.

programas de educación y sanidad). Sin embargo, tienen más margen para endeudarse, bien emitiendo deuda a corto plazo dentro de los límites aprobados para financiación de gastos corrientes, y a largo plazo para inversiones de capital, pueden posponer sus contribuciones a planes de pensiones, y también para financiar proyectos sanitarios. En situación de especial gravedad pueden acudir al Gobierno federal para financiarse, aunque la historia reciente prueba que es difícil obtener tal financiación; este fue el caso del Estado de California en 2008, lo que le obligó a recortes presupuestarios más ambiciosos en primera instancia, y más adelante, en 2012, a aumentar impuestos. En caso de especial gravedad, los Estados podrían hacer una suspensión de pagos sobre su deuda, aunque ningún Gobierno estatal ha suspendido el pago de su deuda en Estados Unidos desde que Arkansas lo hiciera en 1933. California se apoyó en la emisión de nueva deuda –como se refleja en el recuadro 2– para hacer frente a los compromisos a corto plazo.

Además, los gobiernos estatales gozan constitucionalmente de inmunidad judicial, por lo que no pueden acogerse al procedimiento de quiebra contemplado en la Ley de Quiebras. Si el Estado no pudiera hacer frente a sus pagos, está previsto que el Gobierno federal pueda imponer un *Receivership*, que supone iniciar un proceso parecido a un concurso de acreedores, en el que un gestor supervisado por un juez podría forzar a los acreedores a renegociar la deuda pendiente. El matiz importante respecto a un proceso de quiebra habitual, es que mientras dure el proceso de *Receivership*, ni el gestor ni el Gobierno federal pueden inmiscuirse en los presupuestos del Gobierno estatal. En cualquier caso, este mecanismo nunca se ha utilizado.

Los gobiernos locales pueden requerir financiación de emergencia de su Gobierno estatal, que suele resultar muy difícil obtener. En todo caso, si no cumplen las condiciones en materia de déficit o endeudamiento, o no pueden hacer frente a sus pagos por problemas de liquidez, pueden ser intervenidos por el Gobierno estatal –perdiendo la independencia de gestión–; en la mayoría de los Estados, pueden acogerse a la vez a la Ley de Quie-

bras, previa autorización del Gobierno estatal, que no siempre se consigue.

La resolución de los episodios de crisis fiscal en los condados, municipalidades y otros entes locales contempla fuertes reducciones del gasto público y la renegociación de los compromisos financieros, que puede realizarse dentro del proceso de quiebra o sin necesidad de recurrir al mismo. Buena parte del ajuste del gasto suele recaer sobre los empleados públicos, tanto por la reducción de las plantillas como por los recortes salariales y los excedentes temporales forzados.

La renegociación de los compromisos financieros incluye a los proveedores de gasto corriente y a los proveedores de los beneficios sociales –tanto en materia de sanidad como de pensiones de empleados públicos–. La renegociación de las contribuciones a planes de pensiones y empresas sanitarias está ligada a la reducción de las pensiones y de los servicios sanitarios aparejados, y el incremento de las contribuciones de los empleados a su fondo de pensiones.

En cuanto a los bonos municipales, suelen respetarse las condiciones para evitar perjudicar futuras emisiones. Además, en general, el monto total de deuda de las entidades suele ser reducido en relación a sus compromisos totales, por lo que su renegociación suele aportar relativamente poco al ajuste necesario. Además, en una proporción significativa estas emisiones están aseguradas por compañías de seguro especializadas –como las conocidas *monolines*–, por lo que en último término, son las aseguradoras quienes afrontan las modificaciones. De este modo, los recortes que afrontan los inversores son muy limitados. Según Moody's, entre 1970 y 2008 la tasa de recuperación fue de 85 centavos por dólar. En el caso de la deuda no asegurada, las garantías para el cobro íntegro de principal e intereses otorgadas por el Estado de Rhode Island a raíz de la crisis de Central Falls contribuyen a la consideración de la deuda municipal estadounidense como activo seguro.

Respecto a la recurrencia de las quiebras de gobiernos locales, 1987 fue el año en el que se produjeron más episodios (18). Más recientemente, se ha observado un incremento entre 2010 (6 casos) y 2011-13 (diez de promedio anual), aunque el número sigue siendo muy limitado, teniendo en cuenta que en 2012 había 51.000 emisores en el mercado de bonos municipales. De hecho, desde que en 1937 se estableciera la posibilidad de acogerse a un proceso de quiebra, solo se han dado 649 casos, frente a las 50.000 quiebras empresariales registradas en promedio en cada uno de los últimos años.

El año en el que se produjeron más quiebras de gobiernos locales (18) fue 1987. Más recientemente, se ha observado un incremento entre 2010 (6 casos) y 2011-13 (diez de promedio anual), aunque el número sigue siendo muy limitado, teniendo en cuenta que en 2012 había 51.000 emisores en el mercado de bonos municipales.

En definitiva, las quiebras de entes locales constituyen un evento relativamente infrecuente. En este sentido, la declarada por la Ciudad de Detroit en julio de 2013 destaca por ser la mayor quiebra municipal, en términos de volumen de deuda –18.500 millones de dólares–, equivalente al 0,1% del PIB de Estados Unidos, muy por encima de la quiebra del Condado de Jefferson (Alabama), a finales de 2011, por un volumen de 4.000 millones de dólares. La delicada situación de Detroit se remonta a varios años atrás, pues desde 2011 el Estado de Michigan se había involucrado en la resolución de los problemas fiscales de la ciudad, y en marzo de 2013 había declarado la situación de emergencia fiscal, tomando el control de sus finanzas y relevando del cargo a su gestor, y dando menores beneficios sociales para los nuevos contratados.

Con la finalidad de encuadrar la actual crisis de Detroit dentro de la diversidad de casos que se ha dado en el pasado, el recuadro 2 describe el caso de Detroit y algunos otros episodios como referen-

cia, señalando tanto los motivos del deterioro de la posición fiscal como las medidas adoptadas para solventarlo. En el caso de los gobiernos estatales, destaca el del Estado de California en 2008, cuyo proceso de resolución sigue en marcha y se basa en un fuerte recorte de gastos, la emisión temporal de pagarés y, más recientemente, el aumento de impuestos. Para los gobiernos locales, se recogen algunos de los episodios más conocidos, que contemplan la intervención por el Gobierno de rango superior (ciudades de Nueva York, 1975, y de Filadelfia, 1991) o la quiebra (Condado de Orange, 1994, y Ciudad de Vallejo, 2008); y los más cercanos, como Central Falls (2010), cuya rápida normalización gracias a la garantía establecida para los tenedores de bonos ha despertado un creciente interés (véase The Pew Charitable Trusts, 2013). Como se detalla en el recuadro, los factores que explican la situación actual de Detroit han estado también presentes en otros episodios de crisis, pues suelen ser una combinación de una caída de ingresos tanto de carácter cíclico como estructural, junto con gastos excesivos, frecuentemente de personal, derivados de la debilidad negociadora de los gobiernos frente a los sindicatos, y de políticas de gestión incorrectas y, en ocasiones, incluso fraudulentas.

Los ejemplos descritos ilustran la variedad de soluciones, y la distinta efectividad para regresar a los mercados para financiarse. Así, por ejemplo, el Condado de Orange consiguió tener acceso a los mercados tan solo dieciocho meses después de concluir el proceso de quiebra en 1995, con una penalización muy reducida –apenas 20 puntos básicos para los nuevos títulos–. En el otro extremo, las inversiones excesivamente arriesgadas y las prácticas de gestión dudosas de Nueva York y Cleveland provocaron un retraso de más de cinco años en poder acceder a financiación de mercado de manera independiente. Central Falls, sin embargo, es un ejemplo de rápida recuperación gracias a las garantías establecidas, como se refleja en el recuadro, aunque esta vía de solución no está exenta de costes.

La reconducción de las finanzas públicas hacia situaciones de estabilidad fiscal suele ser lenta,

RECUADRO 2

EL CASO DE DETROIT Y OTROS EJEMPLOS DE RESOLUCIÓN DE CRISIS DE GOBIERNOS ESTATALES Y LOCALES EN ESTADOS UNIDOS

- **Ciudad de Detroit (Michigan), 2013: intervención estatal, propuesta de quita a bonistas y acogimiento a la Ley de Quiebras.** Es un caso de deterioro gradual de las cuentas públicas en las últimas décadas (la población de la ciudad ha disminuido un 63% desde 1950 y un 26% desde el año 2000), que se vio agudizado en la reciente crisis financiera. La tasa de paro aumentó hasta situarse en 27,8% en abril de 2009 (desde un 6% en abril de 2000) y en abril de 2013 aún se situaba en el 16%. Las caídas en la población y en la actividad económica llevaron a una evolución desfavorable del precio de la vivienda, limitando una de las principales fuentes de ingresos, a lo que se sumó la dificultad para controlar los gastos salariales y de pensiones de los trabajadores públicos, dado el poder de los sindicatos y las pugnas políticas. El Estado de Michigan declaró la emergencia fiscal en la ciudad en marzo de 2013, nombrando un interventor externo. Este gestor verificó en junio la imposibilidad de afrontar el pago de las deudas, de unos 18.000 millones de dólares (sobre un presupuesto anual ligeramente superior a 1.100 millones de dólares), cuyo servicio ya suponía más del 30% de los ingresos). Como suele ocurrir al inicio de los procesos de renegociación, el interventor propuso una fuerte quita a los acreedores de obligaciones no garantizadas, y una reestructuración de los tipos y términos de pago a los acreedores de obligaciones garantizadas. Este es el paso previo ("negociación de buena fe") para poder solicitar el acogimiento al Capítulo 9 de la Ley de Quiebras, que finalmente se produjo en julio, previa aprobación del Estado de Michigan. Este procedimiento plantea interesantes aspectos legales, pues los procesos de quiebra del Capítulo 9 permiten la renegociación de las pensiones, pero la constitución del Estado de Michigan garantiza las pensiones de los empleados públicos. En cualquier caso, es improbable que se llegue a una solución rápida (la solicitud de quiebra del Condado de Jefferson presentada en 2011 está todavía en curso).
- **Central Falls (Rhode Island), 2010: intervención estatal y acogimiento a la Ley de Quiebras, con garantías para los tenedores de bonos municipales.** En 2010 solicitó la intervención financiera del Estado por los crecientes compromisos en materia de pensiones y otros beneficios sociales de empleados públicos, y en 2011 solicitó acogerse a la Ley de Quiebras ante la imposibilidad de renegociar dichos compromisos. De manera relevante, para preservar el acceso a los mercados, el Estado de Rhode Island legisló que los tenedores de bonos afectados por quiebras municipales tendrán plenamente garantizada su inversión con la recaudación impositiva correspondiente, lo que ha permitido normalizar la situación de Central Falls en poco más de un año. En julio de 2013 la gestión financiera ha retornado a sus representantes electos, por lo que constituye una de las resoluciones más rápidas y eficaces, con la reducción de los compromisos insostenibles, aunque no está exenta de costes: por el incremento de impuestos, el recorte de empleo público y la consecuente reducción de servicios.
- **Estado de California, 2008: recorte de gastos, emisión de pagarés y aumento de impuestos.** En los años previos a la crisis se produjo un fuerte incremento de gastos, fundamentalmente por desorbitados salarios públicos. La situación se hizo insostenible con la fuerte caída de la recaudación impositiva procedente de renta personal y corporativa, que unida a ciertas dificultades para la aprobación de medidas fiscales, situó al Gobierno estatal en una situación financiera muy delicada. A finales de 2008 el Gobernador solicitó financiación de emergencia al Gobierno federal, que le fue denegada. Dicha financiación no se había utilizado desde que en 1975 el Gobierno federal colaborara con el Gobierno del Estado de Nueva York para rescatar a la ciudad de Nueva York. A mediados de 2009, a pesar de los recortes en salarios, las suspensiones obligatorias de empleo sin sueldo, y otros recortes en sanidad, educación y bienestar social, el Estado no pudo hacer frente a sus compromisos a corto plazo. A primeros de julio emitió, por primera vez desde 1992, los pagarés denominados *California Registered Warrants*, comúnmente conocidos como *IOUs* (acrónimo de *I Owe You*), por un importe de 51.000 millones de dólares, que se preveía repagar desde el 2 de octubre. Estas emisiones se vieron limitadas —casi inmediatamente— por las entidades de crédito, que anunciaron una fecha límite a partir de la cual no aceptarían el descuento de estos títulos; el repago pudo realizarse desde septiembre. A finales de 2012 se aprobó un incremento de impuestos. Actualmente la situación fiscal del Estado de California sigue siendo muy delicada.

RECUADRO 2 (continuación)

EL CASO DE DETROIT Y OTROS EJEMPLOS DE RESOLUCIÓN DE CRISIS DE GOBIERNOS ESTATALES Y LOCALES EN ESTADOS UNIDOS

- **Ciudad de Vallejo (California), 2008: acogimiento a la Ley de Quiebras.** De nuevo, la caída de los ingresos, asociada al menor precio de la vivienda, hizo que en 2008, el 74% del presupuesto de la ciudad estuviera comprometido para el pago de salarios y beneficios sociales de empleados públicos, con elevado poder de negociación sindical. La ciudad decidió acogerse al proceso de quiebra para defender su posición financiera ante una situación insostenible. En 2011 finalizó el proceso, por el que ha logrado reducir los salarios y beneficios sociales de sus empleados y modificar el régimen de contratación de nuevos trabajadores públicos.
- **Condado de Orange (California), 1994: acogimiento a la Ley de Quiebras.** La política de inversiones excesivamente apalancadas del Condado en un contexto de bajos tipos de interés le llevó a una situación de crisis de liquidez cuando los tipos subieron en 1994. El Condado solicitó acogerse a la Ley de Quiebras ese mismo año. La diferencia principal con los casos anteriores es que no se hizo ningún intento de reconducir la situación por otra vía. Durante la elaboración del plan de ajuste se suspendieron los pagos y, como medida adicional para solventar la situación, se reestructuraron los vencimientos de deuda a través de la emisión de nuevos títulos.
- **Ciudad de Filadelfia, 1991: intervención estatal.** Tras acumular un déficit sustancial perdió el acceso a la financiación de mercado. El Estado aprobó la creación de una autoridad, *The Pennsylvania Intergovernmental Cooperation Authority*, para gestionar las finanzas de la ciudad y evitar la quiebra, formada por miembros del Gobierno y del Senado, con poder legal de emitir deuda para refinanciar a la ciudad. A cambio, se le dotó de la autoridad de aprobar los presupuestos y planes de ajuste y se prohibía a la ciudad acudir a la Ley de Quiebras.
- **Ciudad de Nueva York, 1975: intervención estatal.** Al revelarse ciertas prácticas contables dudosas para equilibrar su balance, la ciudad fue incapaz de refinanciar su deuda viva y de financiar las necesidades nuevas, y se situó al borde del impago de su deuda y de la quiebra. El Estado de Nueva York y el Gobierno federal la rescataron a través de la emisión de deuda a largo plazo emitida por una entidad específicamente creada con tal fin, la *State Municipal Assistance Corporation*. No fue preciso acudir a la Ley de Quiebras ni reestructurar su deuda. La ciudad de Cleveland en 1978 es un caso muy parecido al de la ciudad de Nueva York.

tanto en el caso de procesos de quiebra (para el que solo hay evidencia en gobiernos locales, pues nunca se ha producido en el caso de los gobiernos estatales) como en el de procedimientos alternativos. La principal ventaja de los procesos de quiebra es que dota a los gobiernos locales de mayor capacidad de acción para realizar ajustes laborales, como ocurrió en los Condados de Orange y Vallejo, en Central Falls, y —posiblemente— también acabe sucediendo en Detroit.

Conclusiones

Estados Unidos dispone de una estructura fiscal federal relativamente descentralizada, con un peso dominante del Gobierno federal —cerca-

al 40%—, seguido de los gobiernos estatales y, a poca distancia, los gobiernos locales. Esta posición de dominio del Gobierno federal se refleja también en mayor margen de maniobra en la gestión fiscal, pues las instancias subfederales deben presentar presupuestos equilibrados y tienen importantes restricciones para endeudarse.

Existen diferencias relevantes entre gobiernos estatales y gobiernos locales en su estructura de financiación, que hacen que estos últimos sean más vulnerables financieramente —en particular, porque dependen de las transferencias de los Estados e impuestos sobre la propiedad, que tienden a reducirse en caso de dificultades—. En cualquier caso, ambas instancias actúan de modo similar en la gestión de las situaciones fiscales difíciles.

Las restricciones al endeudamiento para los gobiernos subnacionales suponen que puedan aparecer dificultades fiscales cuando ocasionalmente incurren en déficit —posibilidad más común en períodos de recesión o debilidad económica como el actual—, pero la probabilidad de que desemboquen en problemas financieros es limitada. En todo caso, Estados Unidos dispone de un marco bien determinado de actuación para reconducir situaciones de dificultades fiscales de los gobiernos estatales y locales, a través de recortes de gasto e incrementos de impuestos y, en el caso de los Estados, las dotaciones realizadas a fondos de reserva.

Asimismo, los mecanismos de reacción en caso de emergencia financiera presentan ciertos paralelismos. Los gobiernos locales pueden recurrir a financiación de emergencia de gobiernos estatales o acogerse a la Ley de Quiebras específica para este tipo de entidad, mientras que los gobiernos estatales pueden solicitar financiación de emergencia del Gobierno federal o someterse a un proceso similar al de la quiebra para renegociar su deuda. No obstante, este último nunca se ha utilizado.

En todo caso, la recurrencia de situaciones de emergencia fiscal en Estados Unidos ha sido relativamente reducida, debido, a las reglas de presupuesto equilibrado, los límites al endeudamiento y a los mecanismos de corrección previstos en casos de deterioro de la situación fiscal. Además, aunque en el ámbito local la resolución de las crisis fiscales ha contemplado con cierta asiduidad

reestructuraciones de la deuda, a nivel estatal, los compromisos de deuda han sido respetados en los últimos ochenta años.

Referencias

- BOHN, H. y R. INMAN (1996), "Balanced-budget rules and public deficits: evidence from the U.S. States", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 45, North-Holland, pp. 13-76.
- FEDERAL FUNDS INFORMATION FOR STATES (2012), "How States Address Municipal Bankruptcies", *State Policy Reports*, volumen 30 (14).
- JONAS, J. (2011), "Great Recession and Fiscal Squeeze at US Subnational Government Level", *International Monetary Fund Working Paper* n.º 12/184.
- NATIONAL GOVERNORS ASSOCIATION y NATIONAL ASSOCIATION OF STATE BUDGET OFFICERS (2013), "Fiscal Survey of the States, Spring 2013", National Association of State Budget Officers, Informe semestral.
- THE PEW CHARITABLE TRUSTS (2013), *The State Role in Local Government Financial Distress*, julio.
- PLANT, J.F. y L.G. WHITE (1982), "The Politics of Cutback Budgeting: An Alliance Building Perspective", *Public Budgeting and Finance*, vol. 2, pp. 65-71.
- SCORSONE, ERIC A. y C. PLERHOPES (2010), "Fiscal Stress and Cutback Management Amongst State and Local Governments: What Have We Learned and What Remains to Be Learned?", *State and Local Government Review*, vol. 42(2), pp. 176-187.

Los efectos económicos del Sistema Europeo de Comercio de Emisiones de Gases de Efecto Invernadero

Pedro Linares y Pablo Pintos***

El mercado europeo de derechos de emisión, EU-ETS, es una de las principales medidas de la Unión Europea en el ámbito de la lucha contra el cambio climático. Establecido en 2005, este mercado pretende reducir las emisiones de CO₂ de la industria europea en 2020 en un 21% con respecto a 1990, año establecido como de referencia para el Protocolo de Kioto. Para ello establece un tope a las emisiones de CO₂ de la industria, asigna derechos de emisión (nunca superiores a este tope), y permite que los agentes compren y vendan estos derechos buscando siempre la eficiencia económica: comprarán derechos aquellos para los que reducir sus emisiones sea más costoso que comprar el permiso; y los venderán aquellos que puedan reducir emisiones por debajo del coste del derecho de emisión. El resultado de este mercado es un precio para las emisiones de CO₂, y de hecho, en teoría, el sistema es equivalente a un impuesto a estas emisiones (en la práctica hay diferencias que no se comentarán aquí).

El mercado europeo de emisiones ha sido elogiado en numerosas ocasiones (e.g. Ellerman y Joskow, 2008), al constituir una de las primeras aplicaciones en el mundo de instrumentos económicos a la regulación de las emisiones de CO₂. De hecho, la Unión Europea ha dado muestras recientemente de mantener e incluso potenciar este mercado, incorporando a nuevos sectores, como la aviación, retirando permisos del mercado para estabilizar los precios, o estableciendo una subasta obligatoria para algunos sectores como el eléctrico.

Como instrumento económico de regulación, y al igual que los impuestos, en teoría este instrumento garantiza la consecución de los objetivos de reducción a un mínimo coste, además del método de asignación de los permisos de emisión, tal como propuso Coase (1960). Sin embargo, los mercados reales no siempre se comportan como los teóricos, lo cual puede dar lugar a desviaciones con respecto a esta máxima eficiencia, que

* Instituto de Investigación Tecnológica, Universidad Pontificia Comillas.

** Economics for Energy.

eventualmente podrían hacer cuestionarse la efectividad de los mismos. Este trabajo trata de analizar algunos de los elementos que pueden crear estas desviaciones en el mercado europeo de derechos de emisión a partir del estudio de transacciones reales de derechos. Las desviaciones citadas podrían derivar en falta de liquidez o en precios que se desviarán del coste marginal de la reducción de emisiones; en un mayor coste de las reducciones (al recurrir los agentes a reducciones internas en lugar de al comercio de los derechos); en una falta de equivalencia entre los resultados del mercado cuando los derechos se asignaran gratuitamente o cuando se subastaran; y finalmente, también en una mayor o menor efectividad de las políticas que se establecieran para evitar la fuga de emisiones.

Partiendo de la base de que el número de agentes es muy elevado y por tanto parece remota la posibilidad de que exista poder de mercado, hay dos efectos que podrían afectar a la eficiencia del sistema: el efecto *endowment* y los costes de transacción.

El efecto *endowment* es aquel por el cual los agentes económicos valoran más aquellos bienes que poseen que los que podrían adquirir en el mercado. Este efecto, bien documentado en la literatura (e.g. Bischoff y Meckl, 2008), hace que el coste de oportunidad que los agentes asignan a los permisos no sea el mismo, según cuál haya sido el método de asignación. Así, un método como el *grandfathering* por el cual los derechos se entregan gratuitamente podría suponer que los agentes valoraran más estos permisos regalados que los potenciales compradores. Los análisis realizados hasta el momento, como el de Fowlie y Perloff (2008), que estudiaron en sistema RECLAIM californiano, o Ellerman y Reguant (2008) que analizaron el mercado eléctrico español, no han encontrado evidencia de estos posibles comportamientos anómalos hasta el momento. Sin embargo, otros estudios como el de Fowlie (2010), o el mismo de Ellerman y Reguant evidencian ciertos comportamientos extraños, y falta de internalización del precio de los permisos que podría deberse a este efecto.

Otra posible fuente de anomalías (e ineficiencia) en el mercado es la existencia de costes de transacción, es decir, de costes asociados a la compra y venta de permisos, o a la búsqueda de información sobre el proceso, que de nuevo pueden crear diferencias en la valoración de compradores y vendedores. Esta situación ha sido estudiada en mercados de emisiones desde distintas perspectivas. Por ejemplo, Kerr y Maré (1998) descubrieron que los costes de transacción redujeron en un 10-20% los excedentes potencialmente comercializables en un mercado de Estados Unidos creado para erradicar el plomo de la gasolina en los años ochenta. Un estudio para RECLAIM (Gangadharan, 2000) encontró que, sin los costes de transacción, las transacciones comerciales de derechos se habrían incrementado un 32% en 1995 y un 16% en 1996. En este tipo de trabajos también se sugiere que los costes de transacción son más importantes en las primeras etapas de implantación de un programa de este tipo, para luego disminuir a medida que madura el mercado y los participantes aprenden cómo operar en el sistema. El Programa de Lluvia Ácida de Estados Unidos, por ejemplo, está considerado como uno de los más eficientes, y sus costes de transacción eran mínimos (Joskow *et al.*, 1998).

Sin embargo, los trabajos sobre el EU-ETS en este sentido son escasos. Uno de ellos es el de Jaraite y Kažukauskas (2012), que estudió la importancia de los costes de las transacciones y su repercusión en la eficacia de EU-ETS, dividiendo estos en dos tipos; costes de información y costes de búsqueda. Sus resultados concuerdan con las preocupaciones de la Comisión Europea (Comisión Europea, 2008), que considera que los costes de transacción pueden ser excesivos para los pequeños participantes. Un trabajo empírico sobre esta problemática para Alemania es el de Heindl (2012). Este estudio cifra los costes de transacción promedios (costes de transacción divididos por las emisiones anuales) para pequeños emisores hasta en 1 euro/ton. de CO₂ y hasta menos de 0,03 euro/ton. de CO₂ para muy grandes emisores, empresas que emiten más de un millón de toneladas de CO₂.

Por tanto, y como se puede observar, existe un cierto riesgo de ineficiencia en los mercados de comercio de emisiones por estos dos efectos, una ineficiencia que se puede traducir en varios resultados. En primer lugar, el nivel de reducción de emisiones, o el coste de alcanzarlo, puede no ser el óptimo (por ejemplo, si las empresas no imputan correctamente el coste de oportunidad de los permisos). En segundo lugar, la respuesta de los agentes a distintos sistemas de reparto de emisiones puede ser distinta, según se subasten o se asignen gratuitamente. Esto puede ser especialmente relevante desde el punto de vista de las políticas que tratan de prevenir la fuga de emisiones (*leakage*).

Es interesante pues analizar hasta qué punto estos efectos tienen lugar en el desarrollo normal del EU-ETS. Para ello es necesario estudiar las transacciones reales realizadas por los agentes, identificando en primer lugar posibles comportamientos anómalos, y posteriormente tratando de explicarlos en función de dichos efectos. En este artículo se presenta la primera parte de esta investigación, el análisis del comportamiento en cuanto a transacciones de derechos de emisión de distintos agentes (pertenecientes a distintos sectores, y de distintos tamaños) durante el primer periodo (2005-2007), como paso previo para la explicación posterior.

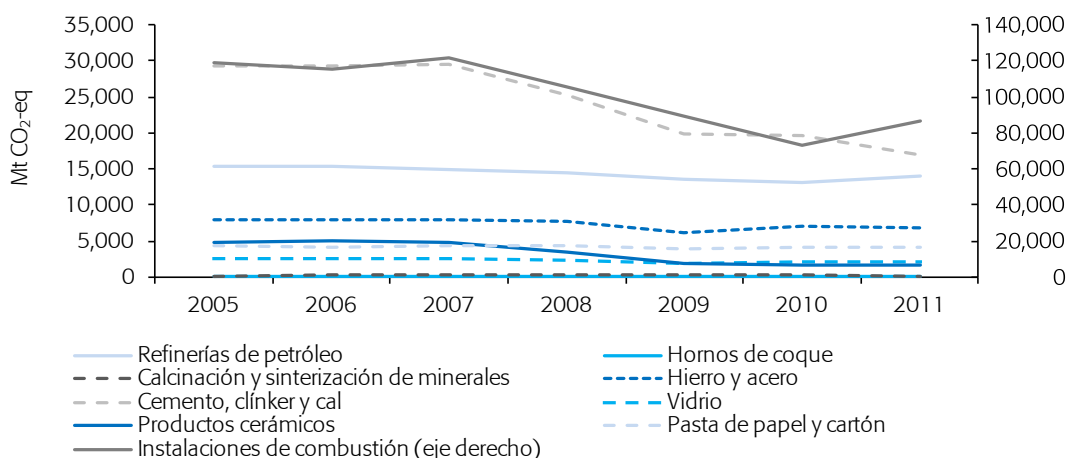
Descripción del estudio

El objetivo de este trabajo, como ya se mencionó previamente, es esclarecer si el comportamiento de las instalaciones participantes en el EU-ETS es racional dentro de este mercado. Para ello se analiza si las transacciones que se realizan dentro del mismo, compras y ventas de permisos, tienen sentido económico, es decir, si reflejan el coste de oportunidad de las emisiones. En concreto, lo que se pretende identificar es si las instalaciones venden sus permisos cuando les sobran (bien porque se les hayan asignado más permisos de los necesarios, o porque sus niveles de producción disminuyen) o cuando es más barato reducir las emisiones antes que utilizar los permisos; y también si las instalaciones, ante unas emisiones mayores que los derechos de emisión que poseen, compran permisos o prefieren reducir sus emisiones internamente (algo que debería depender del precio del permiso).

En este apartado se realiza un primer análisis de cómo han evolucionado desde 2005, y por sectores, los niveles de producción y emisiones con el objetivo de aclarar la influencia de las bajadas/subidas de producción en las reducciones o aumentos de emisiones. Las conclusiones macro

Gráfico 1

Emisiones de GEI por sectores, 2005-2011



Fuente: Agencia Europea de Medio Ambiente (EEA).

obtenidas sirven para enfocar el estudio. A partir de la base de datos central de la UE, el *European Union Transaction Log* (EUTL), donde se registran todas las transacciones de derechos de emisión que realizan los agentes, se puede analizar el comportamiento de las instalaciones y tratar de entender sus decisiones con respecto a sus responsabilidades en el EU-ETS. En el EUTL están disponibles los datos de asignación de derechos, emisiones verificadas, cumplimiento de entrega de derechos, así como las transacciones de compra/venta propias del mercado. Esta última información está disponible con un retraso de cinco años, de aquí que este estudio se centre en el primer periodo (2005-2007).

El gráfico 1 muestra un descenso generalizado de las emisiones verificadas desde 2005 a 2011 para España, siendo más acusada la reducción en sectores como el del cemento o los productos cerámicos. Como se mencionaba anteriormente, es preciso analizar en qué medida estas bajadas de emisiones se deben a proyectos de descarbonización (y por tanto se deben al EU-ETS) o son consecuencia de menor actividad en el sector.

En un orden de magnitud parecido al de las emisiones, la producción industrial presenta una reducción significativa desde 2007. Los sectores

más afectados por esta disminución de la producción son los relacionados con la construcción: fabricación de hormigones, cemento, etc. Esta caída se concentra en el año 2008, al igual que el desplome de emisiones, tal y como se muestra en el gráfico 2.

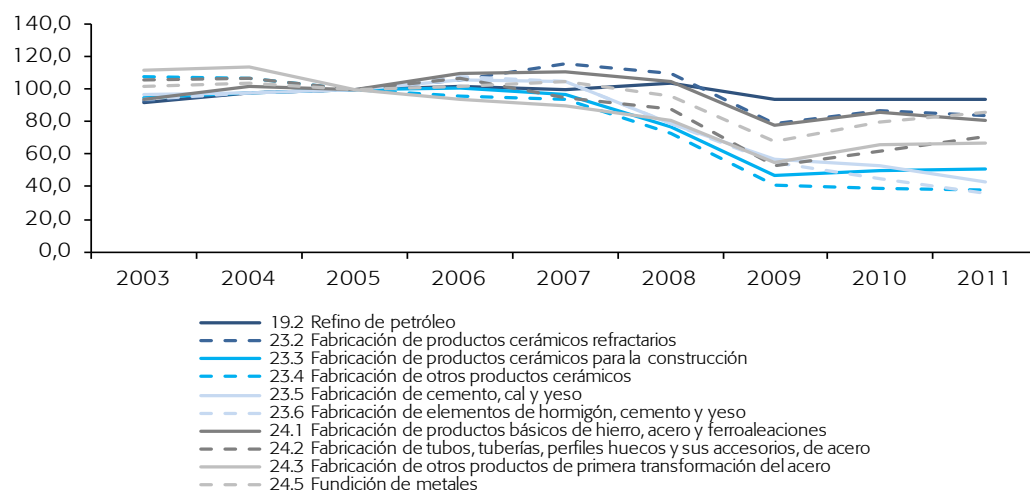
Por tanto, podemos observar cómo la reducción de emisiones puede explicarse, al menos parcialmente, en función de la reducción de la actividad de producción. Sin embargo, el análisis de la intensidad de carbono muestra que algunos sectores han empeorado en su intensidad, mientras que otros la han mejorado. Es decir, que algunos sectores podrían haber invertido en mejoras tecnológicas o de otro tipo para reducir sus emisiones (ladrillo, refino), y por tanto, sumado a la reducción de la actividad, podrían estar en condiciones de vender permisos; mientras que otros necesitarían más derechos de emisión para producir el mismo volumen. En la siguiente sección se estudian algunos casos particulares.

Resultados

A continuación se detalla el comportamiento de instalaciones españolas en el mercado de

Gráfico 2

Índice de producción industrial en España, base 2005



Fuente: INE.

derechos de emisión europeo. Tal y como ya se ha explicado, para ello se utilizan y tratan los datos (transacciones, asignaciones, emisiones, etc.) del primer periodo (2005-2007) disponibles en el *European Union Transaction Log* (EUTL). El propósito es analizar instalaciones y grupos de instalaciones tipo. Para ello se escogieron instalaciones que cumplieran una serie de requerimientos representativos. Se seleccionaron instalaciones y empresas de distintos sectores y tamaños, para tratar de recoger un buen número de situaciones y comportamientos. Estas son:

- Instalación pequeña en cuanto a emisiones de GEI (menos de 25 ktCO₂-eq al año).
- Instalación de gran tamaño en cuanto a emisiones de GEI (entre 50 <emisiones <500 kt CO₂-eq. al año).
- Dos empresas con varias instalaciones dentro del EU ETS.
- Dos instalaciones sin sobreasignación de emisiones.

En el cuadro 1 se ofrecen cifras significativas de las instalaciones examinadas. Para cada instalación se muestran los datos anuales de: la asignación de derechos de emisión (o EUAs, *EU Emission Allowances*) que reciben mediante los Planes Nacionales de Asignación (NAP, por sus siglas en inglés); las emisiones verificadas de CO₂; las EUAs entregadas para realizar el "acto de cancelación" (cumplir con el EU-ETS); el nivel de cumplimiento¹ anual de cada instalación (todas las instalaciones escogidas han cumplido en plazo con la entrega de EUAs, esto es lo que ocurrió en el 98% de las instalaciones españolas en 2007). En la última columna se ofrecen porcentajes de sobreasignación de emisiones; diferencia entre las emisiones de una determinada instalación y los EUAs asignados gratuitamente.

A partir de los datos analizados de distintas instalaciones y empresas (agrupaciones de instalaciones) se han observado diferentes tipos de comportamiento.

La instalación 1 es el ejemplo empírico de que las instalaciones pequeñas son reacias a entrar en el mercado, lo que se corresponde con los estudios sobre el comportamiento de las instalaciones dependiendo de su tamaño. Esta fábrica de productos cerámicos, a pesar de obtener en torno al 40% de sobreasignación durante el primer periodo (cuadro 1), no entra en el mercado, "tirando" el exceso de EUAs asignados, los cuales, en el mejor de los casos estaban valorados en más de 80.000 euros². Una posible explicación de esta ineficiencia es el muy bajo precio del derecho de emisión en la fase final del periodo I.

El segundo ejemplo, una instalación de fabricación de cemento, también parece confirmar que las empresas de mayor tamaño tienen un mayor conocimiento del EU-ETS. En este caso, en 2005, año con mayores emisiones que asignaciones de derechos, se aprovecharon los excedentes de 2006 para cubrir el déficit de 2005, de esta manera no tuvieron que comprar derechos. Y aunque en el resto del periodo le sobraron EUAs, el escaso valor de esos derechos al final del periodo (≈3.300 euros en el mejor de los casos), parece no compensar su venta, si se tienen en cuenta los posibles costes de transacción.

En los casos de estudio de agrupaciones de instalaciones que pertenecen a una misma empresa, los dos ejemplos escogidos (la empresa 1 y la empresa 2), instalaciones de combustión, actúan de forma razonable. En la empresa 1, la instalación estudiada, al tener sobreasignación en 2005 y 2006, procede a la venta de la mayoría del excedente de EUAs, obteniendo unos beneficios estimados en 415.000 euros. En el caso de la empresa 2, se trató de comprender cómo interac-

¹ El símbolo "A" corresponde a las instalaciones que completaron la entrega de derechos de emisión en plazo (antes del 30 de abril). El símbolo "B" se asigna a las instalaciones que teniendo dato de emisiones inscrito en RENADE (Registro Nacional de Derechos de Emisión Español) no completaron la entrega antes del 30 de abril. "C" indica que las instalaciones que no tenían un dato de emisiones inscrito con fecha 30 de abril.

² Cálculos a partir de las cotizaciones de los EUAs teniendo en cuenta el precio de cierre diario.

Cuadro 1

Resumen de asignación de derechos, emisiones verificadas, unidades entregadas y cumplimiento

INSTALACIÓN 1								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento*	Sobreasignación
2005-2007	2005	9.360	6.693	6.693	6.693	6.693	A	39,8%
2005-2007	2006	9.360	6.552	6.552	13.245	13.245	A	42,9%
2005-2007	2007	9.360	6.689	6.689	19.934	19.934	A	39,9%
INSTALACION 2								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento	Sobreasignación
2005-2007	2005	82.867	85.368	85.368	85.368	85.368	A	-2,9%
2005-2007	2006	82.867	77.507	77.507	162.875	162.875	A	6,9%
2005-2007	2007	82.867	78.026	78.026	240.901	240.901	A	6,2%
EMPRESA 1 –INSTALACION 1.1								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento*	Sobreasignación
2005-2007	2005	64.561	47.078	47.078	47.078	47.078	A	37,1%
2005-2007	2006	69.175	56.153	56.153	103.231	103.231	A	23,2%
2005-2007	2007	69.175	75.973	75.973	179.204	179.204	A	-8,9%
EMPRESA 2 – INSTALACION 2.1								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento	Sobreasignación
2005-2007	2005	211.153	208.840	208.840	208.840	208.840	A	1,1%
2005-2007	2006	211.153	201.914	201.914	410.754	410.754	A	4,6%
2005-2007	2007	211.153	202.890	202.890	613.644	613.644	A	4,1%
EMPRESA 2 – INSTALACION 2.2								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento	Sobreasignación
2005-2007	2005	124.055	128.005	128.005	128.005	128.005	A	-3,1%
2005-2007	2006	124.055	121.703	121.703	249.708	249.708	A	1,9%
2005-2007	2007	124.055	132.566	132.566	382.274	382.274	A	-6,4%
EMPRESA 2 – INSTALACION 2.3								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento	Sobreasignación
2005-2007	2005	366.100	383.286	383.286	383.286	383.286	A	-4,5%
2005-2007	2006	366.100	374.951	374.951	758.237	758.237	A	-2,4%
2005-2007	2007	366.100	357.497	357.497	1.115.734	1.115.734	A	2,4%
INSTALACIÓN 3								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento	Sobreasignación
2005-2007	2005	151.137	158.927	158.927	158.927	158.927	A	-4,9%
2005-2007	2006	157.786	161.998	161.998	320.925	320.925	A	-2,6%
2005-2007	2007	157.786	159.587	159.587	480.512	480.512	A	-1,1%
INSTALACIÓN 4								
Periodo ETS	Año	Asignación (NAP)	Emisiones verificadas	Unidades entregadas	Total de unidades entregadas	Total de emisiones verificadas	Código de cumplimiento	Sobreasignación
2005-2007	2005	22.455	25.968	25.968	25.968	25.968	A	-13,5%
2005-2007	2006	22.455	26.397	26.397	52.365	52.365	A	-14,9%
2005-2007	2007	22.455	27.144	27.144	79.509	79.509	A	-17,3%

Nota: * El código de cumplimiento A significa que se han entregado en plazo los derechos requeridos.

Fuente: EUTL.

cionan las instalaciones de una misma empresa. Se puede observar, en las transacciones reflejadas en el EUTL cómo se transfieren derechos desde las instalaciones que tienen sobreasignación a cuentas deficitarias, minimizando así la entrada en el mercado. Sin embargo, se observa como comportamiento no racional que, a pesar de que la instalación 2.2 podía hacer *borrowing* (posibilidad de utilizar derechos asignados en un año determinado para cumplir con compromisos del año anterior), compró sobre 500.000 euros de derechos.

Los últimos dos ejemplos muestran cómo se comportan instalaciones que no han recibido sobreasignación de derechos en todos los años del periodo. El primer ejemplo de estas características, la instalación 3, es grande en cuanto a emisiones. Sin embargo, aunque tiene posibilidad de hacer *borrowing* intraperiodo, se estima que realizó una compra de EUAs de 200.000 euros para cumplir con las emisiones del 2005. Esto se puede achacar a que sus perspectivas indicaban que el precio ascendería en 2006.

La instalación 4, una fabrica de arrabio o acero de gran tamaño, tampoco tuvo sobreasignación. Pero al contrario que el ejemplo anterior, para cumplir con las emisiones de CO₂ verificadas de 2005, optó por utilizar derechos de 2006. Esto provocó que, aunque para los siguientes años compraran derechos, el coste fuera menor (87.000 euros). Sin embargo, si hubiera hecho *borrowing* durante todos los años del periodo 2005-2007, en el mejor de los casos el coste de la compra de derechos sería de uno pocos cientos de euros.

Conclusiones

Este trabajo presenta los primeros resultados de una línea de investigación que tiene como propósito analizar la racionalidad de los comportamientos de los agentes en el mercado europeo de derechos de emisión de CO₂. Como ya se mencionó en la introducción, el hecho de que los agentes se comporten de forma racional o no tiene muchas implicaciones para el desarrollo del mercado: puede derivar en falta de liquidez o en precios que

se desvían del coste marginal de la reducción de emisiones; en un mayor coste de las reducciones (al recurrir los agentes a reducciones internas en lugar de al comercio de los derechos); en una falta de equivalencia entre los resultados del mercado cuando los derechos se asignan gratuitamente o cuando se subastan; y finalmente, también en una mayor o menor efectividad de las políticas que se establecen para evitar la fuga de emisiones.

La posible falta de racionalidad aparente de los agentes puede derivarse de distintos efectos: el efecto *endowment*, la existencia de costes de transacción significativos, y también otras motivaciones difíciles de recoger en los modelos (como la incertidumbre ante precios y producciones futuras). En general, se ha observado ya en algunos mercados que estos efectos tienden a desaparecer cuanto más expertos son los agentes (e.g. List, 2003). Sin embargo, el mercado europeo de derechos de emisión es relativamente joven y puede estar experimentando aún anomalías dignas de tenerse en cuenta.

Nuestro análisis preliminar, de hecho, muestra algunas anomalías, como agentes que no venden derechos a pesar de no necesitarlos, u otros que compran en lugar de reducir internamente. Algunos de estos comportamientos anómalos pueden explicarse racionalmente, por ejemplo por cuestiones financieras (usar los derechos como garantía) o por razones estratégicas (guardar derechos esperando que se asignen más en futuras etapas). También pueden tener su origen en costes de transacción o en comportamientos no racionales.

Se observa además que, tal como predice la teoría, los agentes de menor tamaño tienen comportamientos más anómalos que aquellos con mayor capacidad de negociación y análisis. Dentro de los sectores cubiertos por el sistema europeo hay algunos donde los agentes son relativamente pequeños (como el sector cerámico, por ejemplo).

Si se confirman estas anomalías podría concluirse en la necesidad de reformar los mecanismos utilizados para regular las emisiones de CO₂ en Europa. Por ejemplo, podría ser necesario

recurrir a regulación *command-and-control* como estándares para asegurar las reducciones; o sacar a algunos sectores del mercado de emisiones. También sería conveniente revisar las políticas para evitar el *leakage*, como la concesión gratuita de permisos de emisión, si ello resulta en mayores o menores efectos de los teóricamente previstos. Todas estas cuestiones se analizarán en fases futuras del proyecto.

Referencias

- BISCHOFF, I. y J. MECKL (2008), "Endowment effect theory, public goods and welfare", *The Journal of Socio-Economics*, 37, pp.1768–1774.
- COASE, R.H. (1960), Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 (Oct., 1960), pp. 1-44.
- COMISIÓN EUROPEA (2008), *Accompanying document to the proposal for a directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2003/87/EC so as to improve and extend the EU greenhouse gas emission allowance trading system: Impact Assessment*.
- ELLERMAN, A.D. y M. REGUANT (2008), "Grandfathering and the Endowment Effect An Assessment in the context of the Spanish National Allocation Plan", *Working Paper*.
- ELLERMAN, A.D. y P.L. JOSKOW (2008), *The European Union's emissions trading system in perspective*, Pew Center on Global Climate Change Arlington, VA.
- FOWLIE, M. (2010), "Emissions Trading, Electricity Restructuring, and Investment in Pollution Abatement", *American Economic Review*, 100, 837–869.
- FOWLIE, M. y J.M. PERLOFF (2008), "Distributing pollution rights in cap-and-trade programs: are outcomes independent of allocation?", *CUDARE Working Paper Series*, N°. 0968R.
- GANGADHARAN, L. (2000), Transaction Costs in Pollution Markets: An Empirical Study, *Land Economics*, Vol. 76, N°. 4 (Nov., 2000), pp. 601-614.
- HEINDL, P. (2012), "Transaction Costs and Tradable Permits: Empirical Evidence from the EU Emissions Trading Scheme", *SSRN Scholarly Paper*, N° ID 2018804, Rochester (NY).
- JARAITE, J. y A. KAZUKAUSKAS (2012), "Firm Trading Behaviour and Transaction Costs in the European Union's Emission Trading System: An Empirical Assessment", *SSRN Scholarly Paper*, N° ID 2013891, Rochester (NY).
- JOSKOW, P.L.; SCHMALENSEE, R. y E.M. BAILEY, (1998), "The Market for Sulfur Dioxide Emissions", *American Economic Review*, 88, pp. 669–85.
- KERR, S. y D. MARÉ, (1998), Transaction Costs and Tradable Permit Markets: The United States Lead Phasedown, *SSRN Working Papers*, 1082596.
- LIST, J.A. (2003), "Does market experience eliminate market anomalies?", *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), pp. 41–71.

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								
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones	Bienes de equipo y otros productos					
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	1,4	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	1,2	0,2	-1,0	-0,7	-4,6	-3,2	-5,6	4,4	1,3	-2,8	-0,2	1,4
	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	31,7	96,9	1,6	
2014	1.044,0	58,8	19,1	16,7	9,1	4,0	5,1	7,6	36,6	31,9	95,2	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

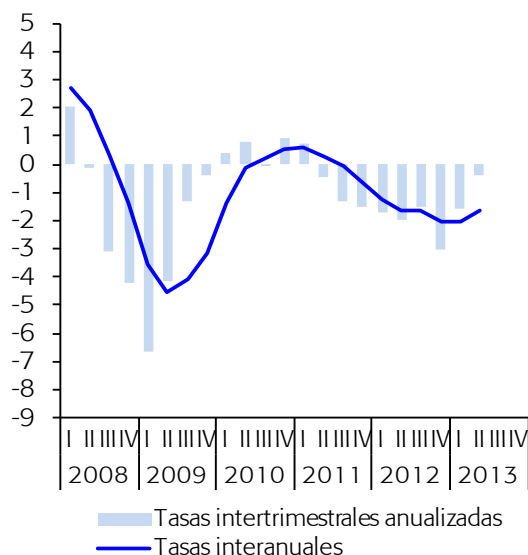


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

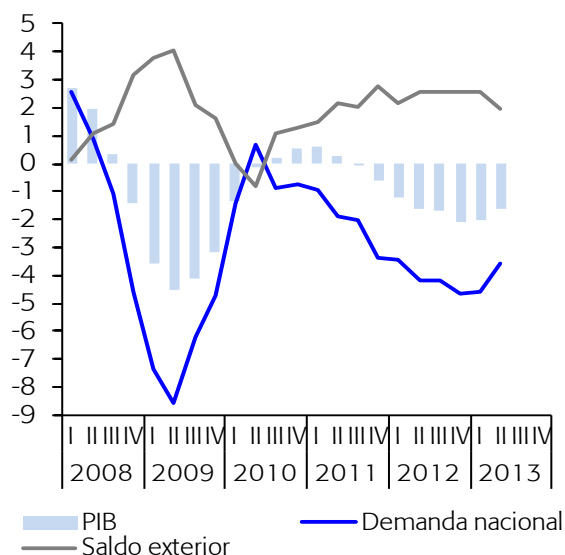


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

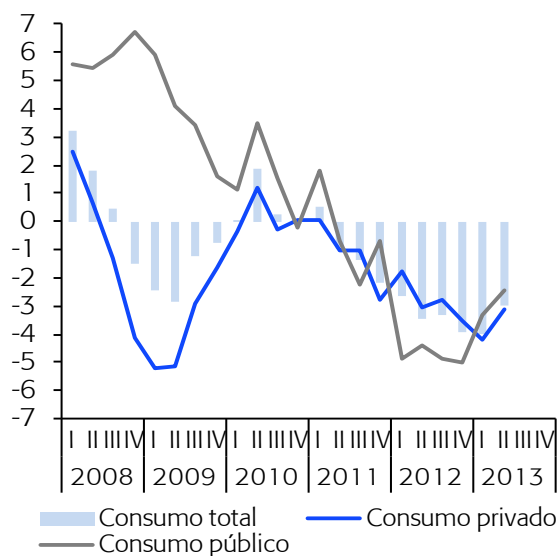
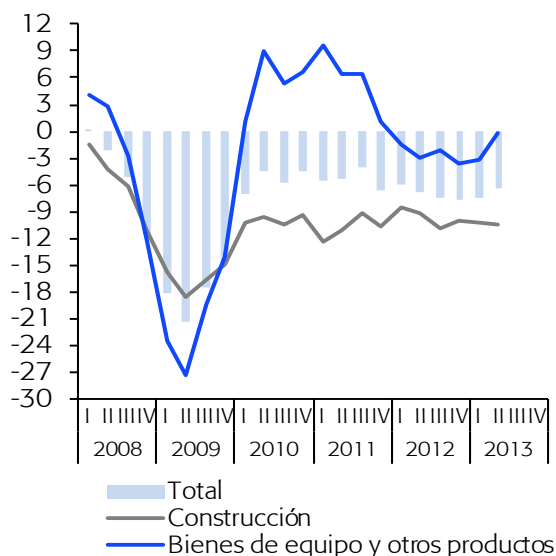


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico*

Previsiones en azul

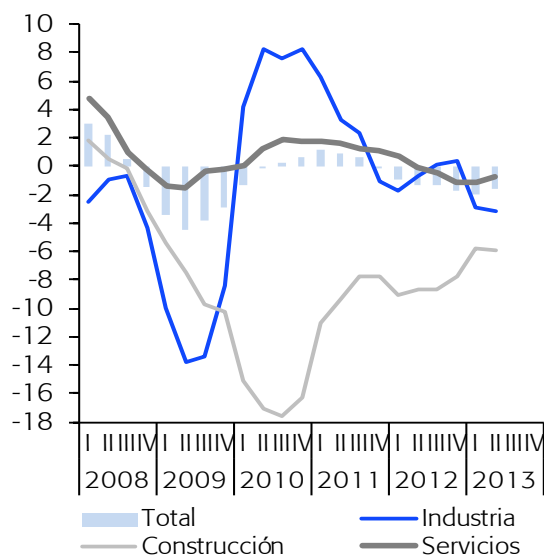
	Valor añadido bruto a precios básicos													Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades 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	951,6	2,6	17,7	7,4	72,2	25,6	4,2	4,6	8,6	7,7	17,7	3,8	9,6	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

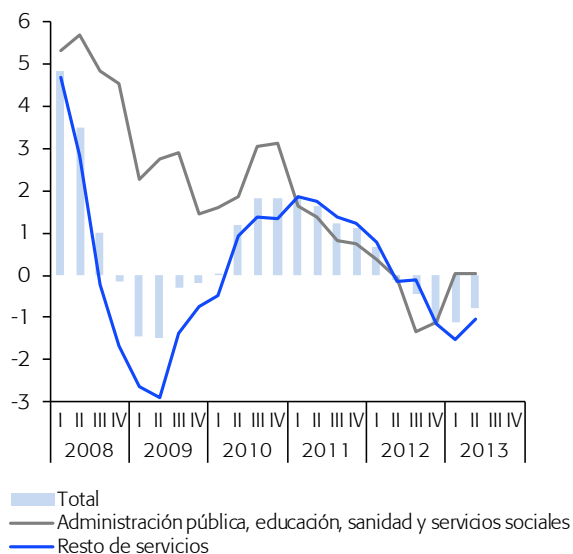
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 2.1 - VAB por sector

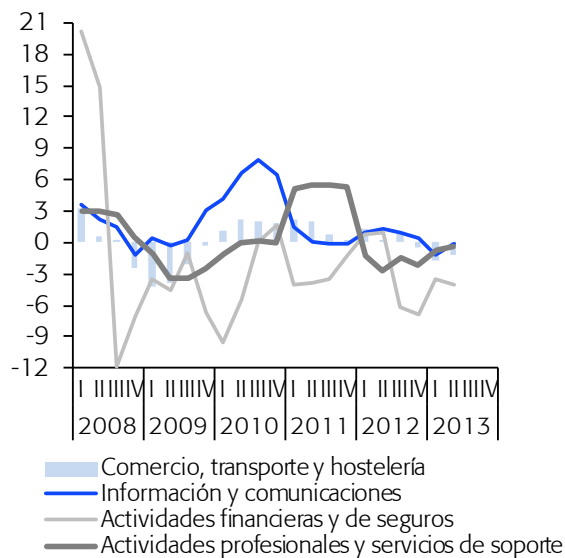
Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)**

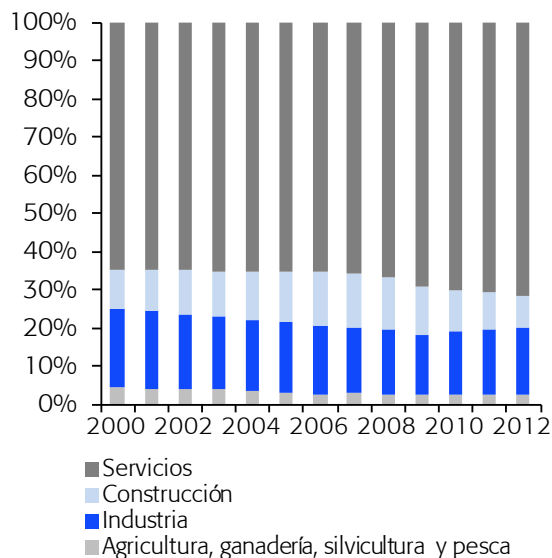
Tasas de crecimiento interanuales

**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	88,7	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	-2,5	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

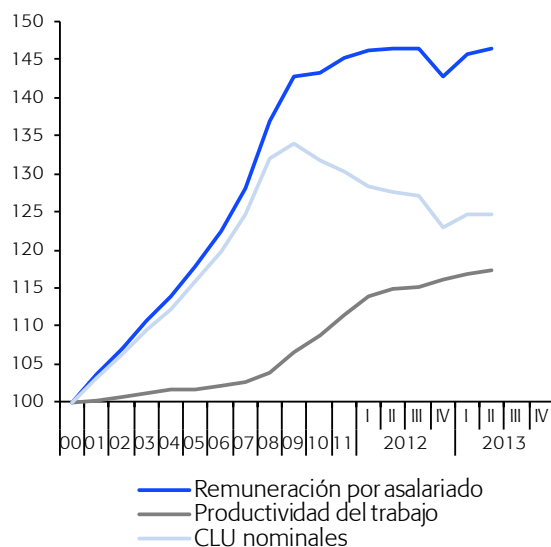
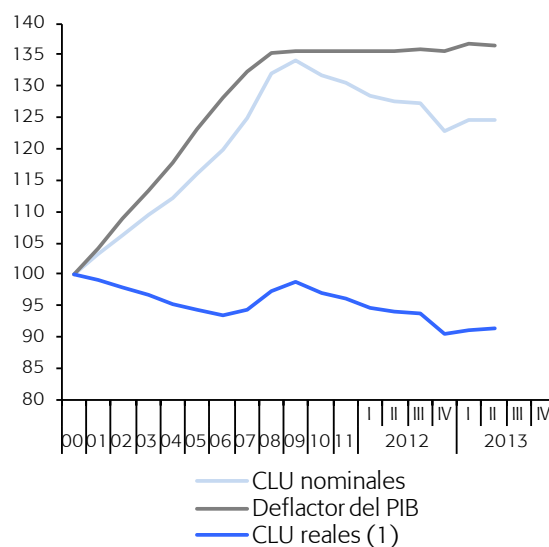


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

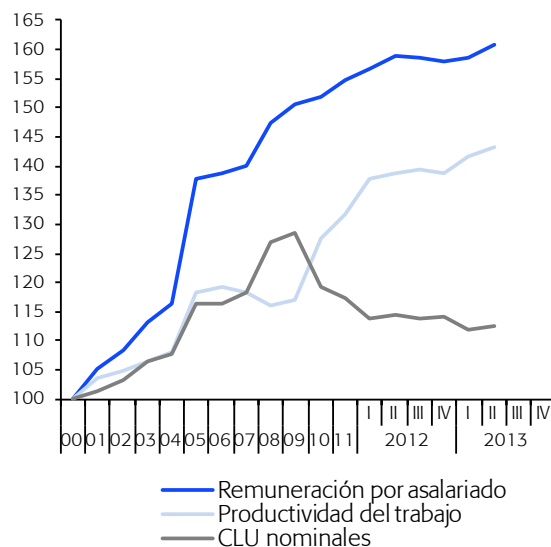
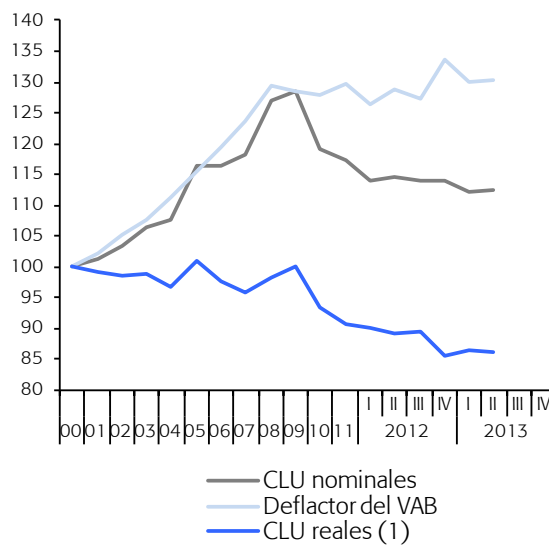


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



(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 transferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres										Porcentaje del PIB			
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	463,4	97,4	-8,0	1.016,4	-5,1	1.011,3	807,8	203,5	45,3	45,2	9,5
2014	1.044,0	458,9	486,7	98,4	-13,0	1.031,0	-5,2	1.025,8	815,4	210,5	43,9	46,6	9,4
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	2,4	3,6	-47,5	0,3	5,0	0,2	-1,3	6,7	-1,6	1,3	0,4
2014	1,9	-1,0	5,0	1,1	62,3	1,4	2,0	1,4	0,9	3,4	-1,3	1,4	-0,1
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 mil. euros, suma móvil 4 trimestres

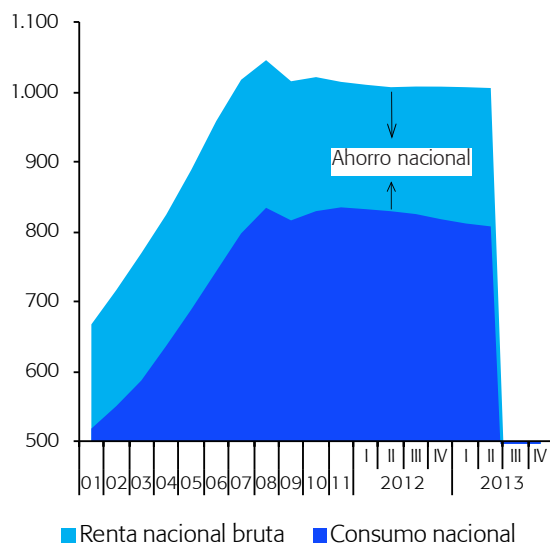


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.

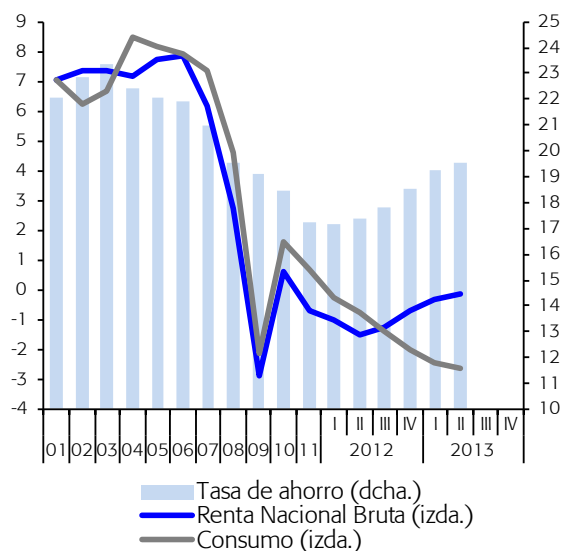


Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional
Variación interanual en %

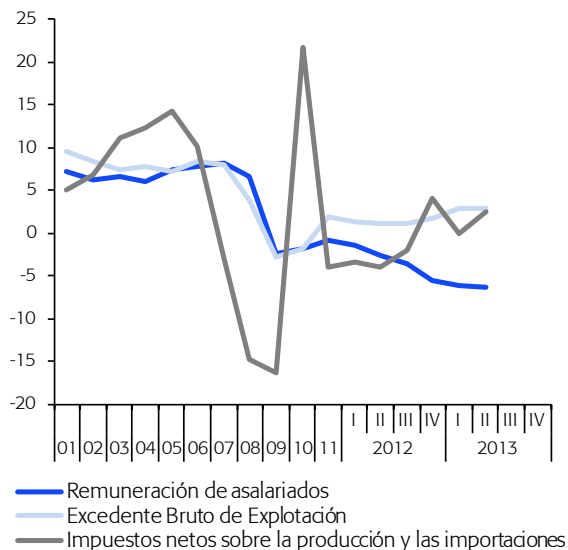
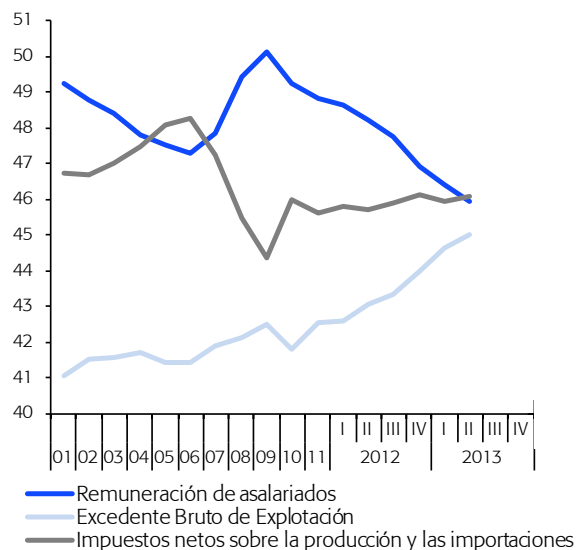


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta
Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



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 nacio- nal bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3+4	2	3	4	5	6	7=1+5+6	8	9=7+8	10	11	12=7=10-11
MM 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	31,6	-5,9	35,4	2,1	-8,0	-5,1	18,5	7,5	26,0	203,5	185,0	18,5
2014	48,7	7,3	37,0	4,3	-13,0	-5,2	30,5	6,5	37,0	210,5	180,0	30,5
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	-0,6	3,5	0,2	-0,8	-0,5	1,8	0,7	2,5	19,9	18,1	1,8
2014	4,7	0,7	3,5	0,4	-1,2	-0,5	2,9	0,6	3,5	20,2	17,2	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

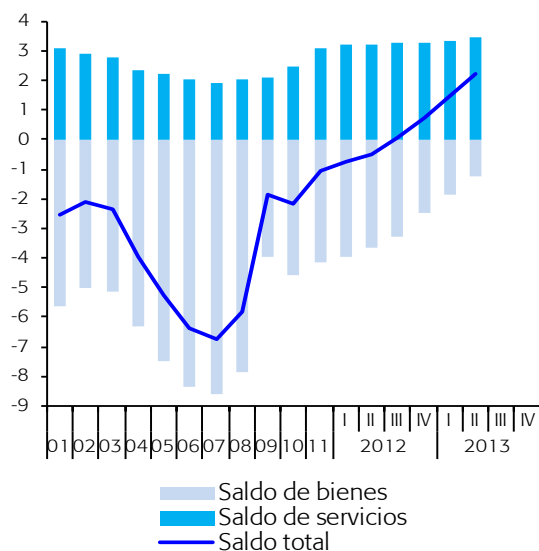


Gráfico 5.2.- Balanza de servicios
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

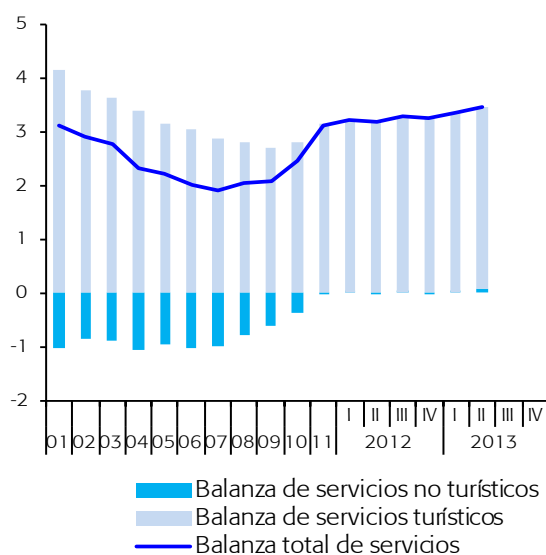


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

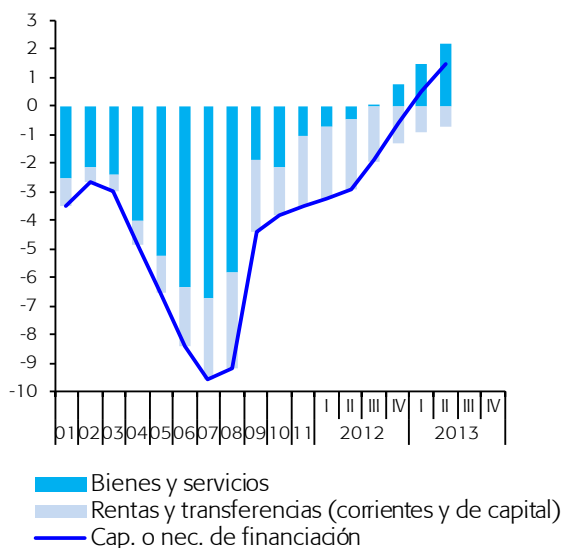
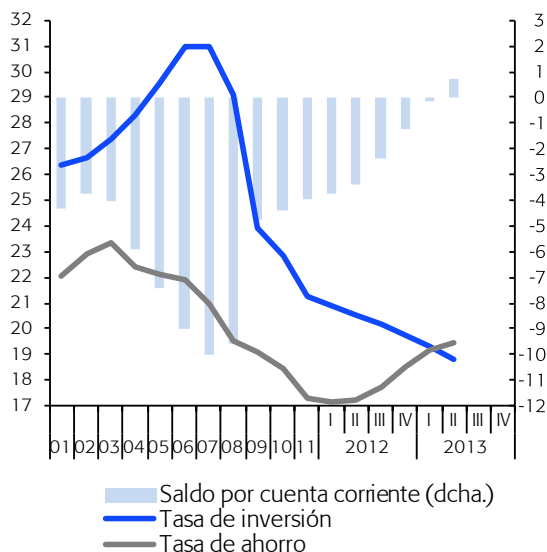


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares

Previsiones en azul

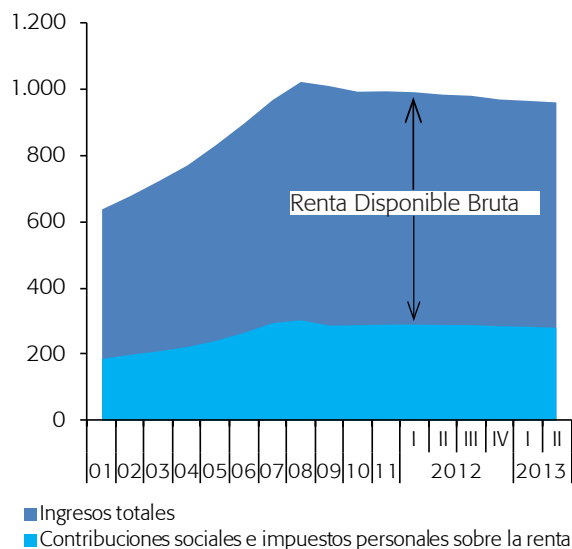
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
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	717,1	537,6	264,2	217,0	216,9	84,6	622,4	99,2	13,8	5,4	91,1	13,5	1,2
2009	721,0	524,5	248,0	233,8	209,2	76,1	592,8	128,3	17,8	5,6	67,7	66,2	6,3
2010	702,6	514,8	236,0	238,5	207,2	79,4	605,1	97,3	13,9	7,1	60,7	43,7	4,2
2011	702,3	510,8	239,3	240,4	206,5	81,7	612,8	88,8	12,6	3,4	53,1	39,1	3,7
2012	682,4	482,6	238,3	245,0	201,0	82,6	610,4	70,7	10,4	2,7	48,2	25,1	2,4
2013	679,9	463,6	246,2	248,0	194,4	83,5	603,7	74,3	10,9	2,0	43,7	32,6	3,2
2014	691,1	458,9	260,2	250,0	192,9	85,0	614,1	74,9	10,8	1,7	41,6	35,0	3,4
2011 III	703,5	512,5	238,4	241,4	207,6	81,2	613,7	88,5	12,6	7,0	54,4	41,0	3,9
IV	702,3	510,8	239,3	240,4	206,5	81,7	612,8	88,8	12,6	3,4	53,1	39,1	3,7
2012 I	699,3	506,9	239,0	241,9	206,1	82,4	613,0	85,8	12,3	3,1	52,2	36,6	3,5
II	693,2	500,4	238,0	242,1	204,5	82,8	612,7	80,2	11,6	3,0	51,7	31,5	3,0
III	690,1	494,0	238,1	245,0	203,9	83,1	611,2	77,8	11,3	2,3	50,1	30,0	2,9
IV	682,4	482,6	238,3	245,0	201,0	82,6	610,4	70,7	10,4	2,7	48,2	25,1	2,4
2013 I	679,7	475,8	239,5	246,5	199,9	82,2	605,6	72,7	10,7	3,0	48,2	27,5	2,7
II	678,4	469,5	240,7	247,0	197,9	81,0	602,6	74,2	10,9	2,8	46,6	30,3	3,0
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	0,6	9,9	5,2	-2,1	2,9	41,7	3,4	55,7	-10,2	-	3,9
2009	0,5	-2,4	-6,1	7,7	-3,6	-10,1	-4,8	29,4	4,0	4,8	-25,7	-	5,1
2010	-2,5	-1,9	-4,8	2,0	-1,0	4,4	2,1	-24,1	-3,9	25,2	-10,3	-	-2,1
2011	0,0	-0,8	1,4	0,8	-0,4	2,8	1,3	-8,7	-1,2	-51,9	-12,5	-	-0,4
2012	-2,8	-5,5	-0,4	1,9	-2,7	1,1	-0,4	-20,4	-2,3	-21,7	-9,3	-	-1,3
2013	-0,4	-3,9	3,3	1,2	-3,3	1,1	-1,1	5,1	0,6	-25,0	-9,4	-	0,7
2014	1,6	-1,0	5,7	0,8	-0,8	1,8	1,7	0,9	-0,1	-15,0	-4,8	-	0,2
2011 III	-0,2	-0,9	0,8	2,2	0,5	3,0	1,9	-13,7	-2,0	18,3	-12,3	-	-0,5
IV	0,0	-0,8	1,4	0,8	-0,4	2,8	1,3	-8,7	-1,2	-51,9	-12,5	-	-0,4
2012 I	-0,5	-1,4	1,1	0,8	-0,9	3,5	0,6	-8,0	-1,0	-55,3	-10,6	-	-0,5
II	-1,3	-2,5	0,3	0,5	-1,9	2,7	0,2	-10,9	-1,2	-57,9	-7,2	-	-0,9
III	-1,9	-3,6	-0,1	1,5	-1,8	2,4	-0,4	-12,0	-1,3	-66,4	-7,9	-	-1,0
IV	-2,8	-5,5	-0,4	1,9	-2,7	1,1	-0,4	-20,4	-2,3	-21,7	-9,3	-	-1,3
2013 I	-2,8	-6,2	0,2	1,9	-3,0	-0,2	-1,2	-15,2	-1,6	-3,3	-7,7	-	-0,8
II	-2,1	-6,2	1,1	2,0	-3,2	-2,2	-1,7	-7,5	-0,6	-7,0	-9,8	-	-0,1

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

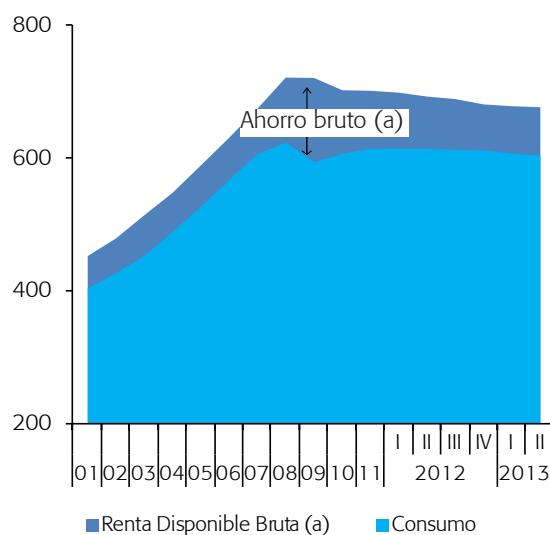
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Hogares: Renta disponible bruta

Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres

**Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto**

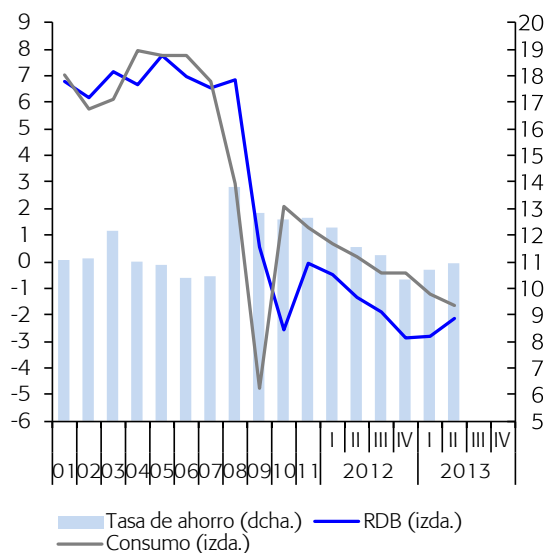
Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres



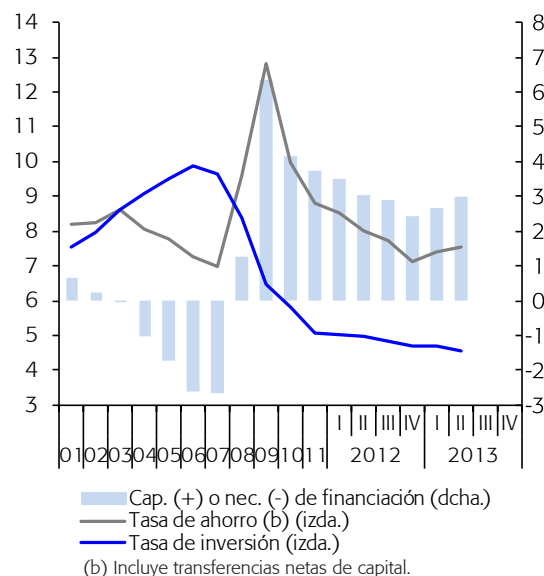
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

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	41,7	57,5	10,0	181,1	-113,6	-10,8	35,1	36,9
2008	522,1	339,0	183,1	-71,2	-10,6	25,4	75,9	12,2	171,8	-83,7	-7,7	35,1	32,9
2009	505,5	323,6	181,9	-49,4	-10,3	19,8	102,4	12,7	124,6	-9,5	-0,9	36,0	24,6
2010	512,0	317,1	194,9	-45,3	-10,1	16,0	123,5	11,2	127,2	7,5	0,7	38,1	24,8
2011	517,2	316,9	200,3	-51,3	-10,1	15,8	123,2	11,0	130,5	3,7	0,3	38,7	25,2
2012	510,1	303,4	206,7	-47,3	-9,6	19,7	130,2	9,3	127,9	11,5	1,1	40,5	25,1
2013	505,4	288,8	216,6	-36,7	-8,9	18,0	153,0	10,4	118,3	45,1	4,4	42,9	23,4
2014	517,3	286,7	230,6	-39,1	-8,7	19,0	163,7	10,6	117,2	57,2	5,5	44,6	22,7
2011 III	517,9	317,6	200,3	-49,4	-10,3	14,6	126,1	11,9	130,0	8,0	0,8	38,7	25,1
IV	517,2	316,9	200,3	-51,3	-10,1	15,8	123,2	11,0	130,5	3,7	0,3	38,7	25,2
2012 I	515,3	314,4	200,9	-52,5	-10,0	16,2	122,2	9,9	130,0	2,1	0,2	39,0	25,2
II	512,9	311,0	201,9	-51,4	-9,7	17,0	123,8	9,8	130,9	2,6	0,3	39,4	25,5
III	510,6	307,5	203,2	-51,3	-9,6	16,4	125,9	8,8	130,7	4,0	0,4	39,8	25,6
IV	510,1	303,4	206,7	-47,3	-9,6	19,7	130,2	9,3	127,9	11,5	1,1	40,5	25,1
2013 I	509,4	297,8	211,6	-42,6	-9,4	17,2	142,3	10,0	122,4	29,9	2,9	41,5	24,0
II	508,4	293,3	215,1	-37,9	-9,4	17,8	150,0	10,1	120,4	39,7	3,9	42,3	23,7
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	-38,9	31,9	22,0	-5,1	--	3,1	0,0	-4,0
2009	-3,2	-4,5	-0,7	-30,6	-2,5	-22,2	34,9	4,1	-27,5	--	6,8	0,9	-8,3
2010	1,3	-2,0	7,2	-8,4	-1,8	-19,2	20,6	-12,2	2,1	--	1,6	2,1	0,2
2011	1,0	-0,1	2,8	13,4	-0,7	-1,3	-0,3	-1,5	2,6	--	-0,4	0,7	0,4
2012	-1,4	-4,3	3,2	-7,9	-4,8	25,1	5,7	-15,8	-2,0	--	0,8	1,8	-0,2
2013	-0,9	-4,8	4,8	-22,4	-6,8	-8,8	17,6	12,0	-7,5	--	3,3	2,3	-1,7
2014	2,3	-0,7	6,4	6,7	-2,1	5,4	7,0	2,0	-1,0	--	1,1	1,7	-0,8
2011 III	2,5	0,3	6,2	13,9	-16,9	-14,9	8,8	-6,8	3,6	--	0,5	1,3	0,3
IV	1,0	0,6	1,7	13,4	-17,1	-1,3	-0,3	-1,5	2,6	--	-0,4	0,3	0,4
2012 I	0,4	-0,1	1,2	10,5	-17,2	0,7	-0,6	-8,7	1,7	--	-0,4	0,3	0,3
II	-0,7	-1,4	0,3	5,7	-21,2	11,9	-1,0	-15,1	2,3	--	-0,6	0,4	0,8
III	-1,4	-3,2	1,4	3,8	-6,2	12,1	-0,1	-25,6	0,5	--	-0,4	1,1	0,5
IV	-1,4	-4,3	3,2	-7,9	-4,8	25,1	5,7	-15,8	-2,0	--	0,8	1,8	-0,2
2013 I	-1,2	-5,3	5,3	-18,8	-5,8	6,7	16,4	1,1	-5,9	--	2,7	2,5	-1,2
II	-0,9	-5,7	6,5	-26,3	-3,3	4,8	21,2	3,3	-8,1	--	3,6	2,9	-1,9

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

Gráfico 7.1.- Sociedades no financieras: excedente bruto de explotación

Miles mil. euros, suma móvil 4 trimestres

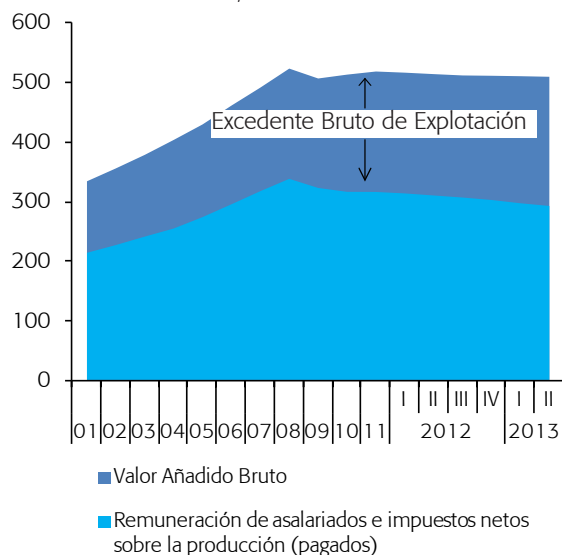


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, FBE y ahorro

Tasa de variación anual, suma móvil 4 trimestres

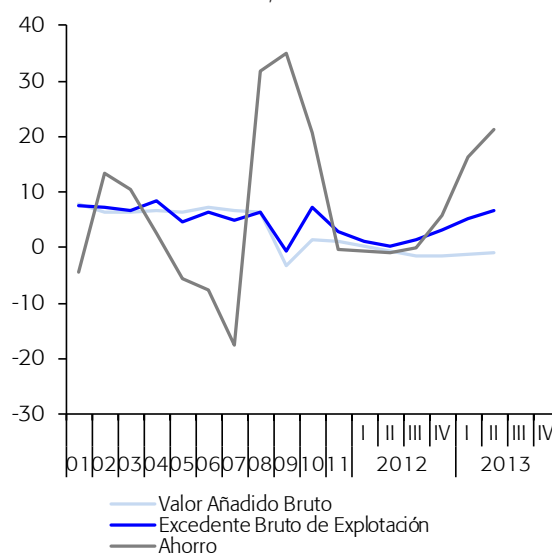


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres

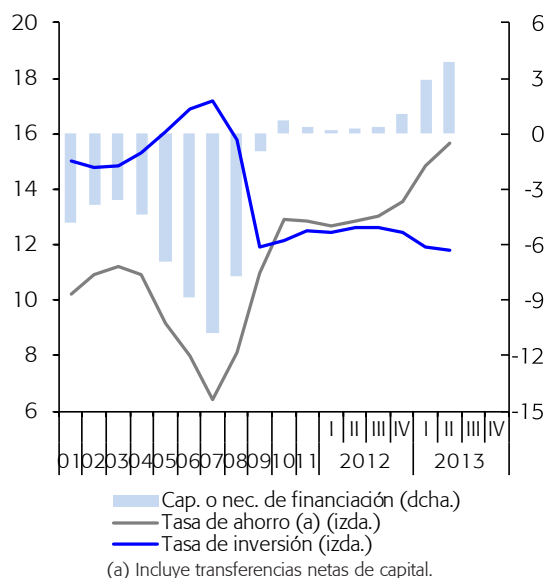
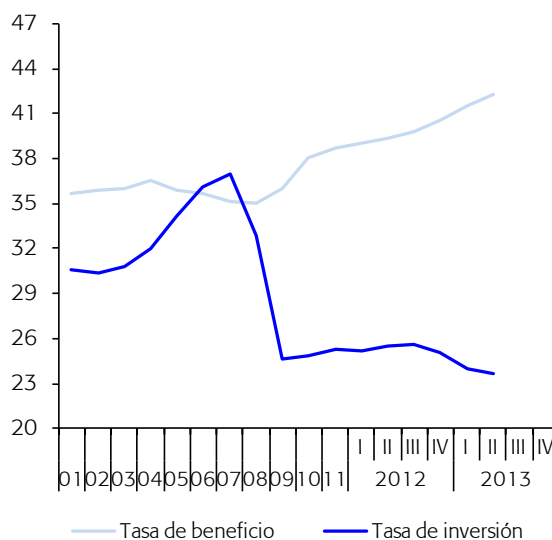


Gráfico 7.4.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión

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



Cuadro 8

Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas

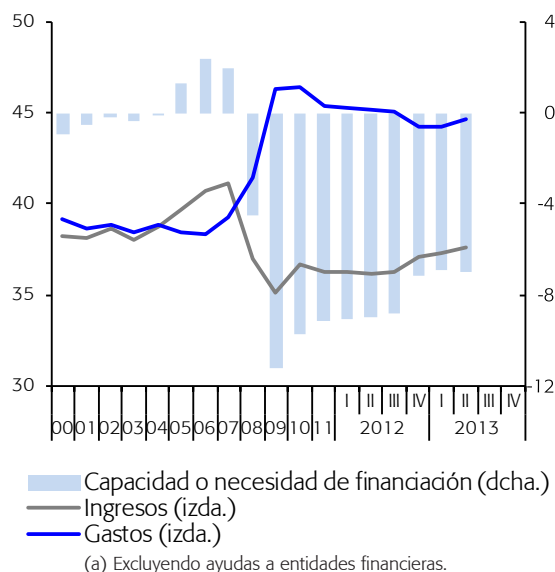
Previsiones en azul

	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)	Prestaciones 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	136,9	136,8	107,8	6,6	122,7	18,9	264,7	193,1	71,7	50,9	20,7	20,7
2008	136,9	106,6	115,8	143,1	118,5	6,1	136,3	22,7	218,8	212,0	6,8	55,9	-49,1	-49,1
2009	144,5	92,4	100,8	140,1	125,7	8,1	153,7	22,4	168,0	223,6	-55,6	60,7	-116,4	-116,4
2010	145,7	109,6	99,8	140,3	125,7	10,9	161,6	20,7	176,4	224,5	-48,1	52,5	-100,5	-100,5
2011	144,0	104,5	101,2	139,5	123,6	16,2	163,2	20,2	166,0	222,2	-56,2	43,8	-100,0	-94,9
2012	135,9	107,5	105,5	133,8	115,2	20,8	167,7	17,8	161,2	207,7	-46,4	63,0	-109,4	-70,3
2013	136,7	110,6	104,4	131,1	114,1	25,1	170,9	17,5	155,2	204,1	-48,9	22,4	-71,3	-69,6
2014	136,2	111,4	107,0	131,2	112,7	25,1	172,2	16,9	158,9	201,3	-42,4	19,3	-61,6	-62,7
2011 III	144,5	109,0	99,9	139,8	124,2	14,9	162,9	19,7	171,6	223,0	-51,4	43,6	-95,0	-95,0
IV	144,0	104,5	101,2	139,5	123,6	16,2	163,2	20,2	166,0	222,2	-56,2	43,8	-100,0	-94,9
2012 I	143,3	105,5	101,9	138,6	122,9	17,8	164,3	20,1	164,2	219,4	-55,2	40,4	-95,6	-90,5
II	142,1	103,7	102,8	137,8	121,6	19,3	165,7	20,0	159,9	216,8	-56,9	41,5	-98,4	-87,8
III	140,9	104,3	102,4	136,5	120,3	20,7	167,4	18,9	156,8	214,2	-57,3	41,5	-98,8	-83,7
IV	135,9	107,5	105,5	133,8	115,2	20,8	167,7	17,8	161,2	207,7	-46,4	63,0	-109,4	-70,3
2013 I	135,7	104,5	102,8	133,2	115,0	21,2	168,3	17,7	153,9	206,3	-52,4	61,4	-113,8	-74,7
II	135,2	105,3	101,9	132,1	114,4	22,5	169,0	17,9	150,7	205,2	-54,4	58,0	-112,4	-76,0
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	10,6	13,2	10,9	0,6	12,5	2,1	20,1	19,5	0,6	5,1	-4,5	-4,5
2009	13,8	8,8	9,6	13,4	12,0	0,8	14,7	2,1	16,0	21,4	-5,3	5,8	-11,1	-11,1
2010	13,9	10,5	9,5	13,4	12,0	1,0	15,5	2,0	16,9	21,5	-4,6	5,0	-9,6	-9,6
2011	13,8	10,0	9,7	13,3	11,8	1,6	15,6	1,9	15,9	21,2	-5,4	4,2	-9,6	-9,1
2012	13,2	10,4	10,2	13,0	11,2	2,0	16,3	1,7	15,7	20,2	-4,5	6,1	-10,6	-6,8
2013	13,3	10,8	10,2	12,8	11,1	2,4	16,7	1,7	15,2	19,9	-4,8	2,2	-7,0	-6,8
2014	13,0	10,7	10,2	12,6	10,8	2,4	16,5	1,6	15,2	19,3	-4,1	1,8	-5,9	-6,0
2011 III	13,8	10,4	9,5	13,3	11,8	1,4	15,5	1,9	16,3	21,2	-4,9	4,1	-9,0	-9,0
IV	13,8	10,0	9,7	13,3	11,8	1,6	15,6	1,9	15,9	21,2	-5,4	4,2	-9,6	-9,1
2012 I	13,7	10,1	9,8	13,3	11,8	1,7	15,8	1,9	15,7	21,0	-5,3	3,9	-9,2	-8,7
II	13,7	10,0	9,9	13,3	11,7	1,9	16,0	1,9	15,4	20,9	-5,5	4,0	-9,5	-8,5
III	13,6	10,1	9,9	13,2	11,6	2,0	16,2	1,8	15,2	20,7	-5,5	4,0	-9,6	-8,1
IV	13,2	10,4	10,2	13,0	11,2	2,0	16,3	1,7	15,7	20,2	-4,5	6,1	-10,6	-6,8
2013 I	13,2	10,2	10,0	13,0	11,2	2,1	16,4	1,7	15,0	20,1	-5,1	6,0	-11,1	-7,3
II	13,2	10,3	10,0	12,9	11,2	2,2	16,5	1,8	14,7	20,1	-5,3	5,7	-11,0	-7,4

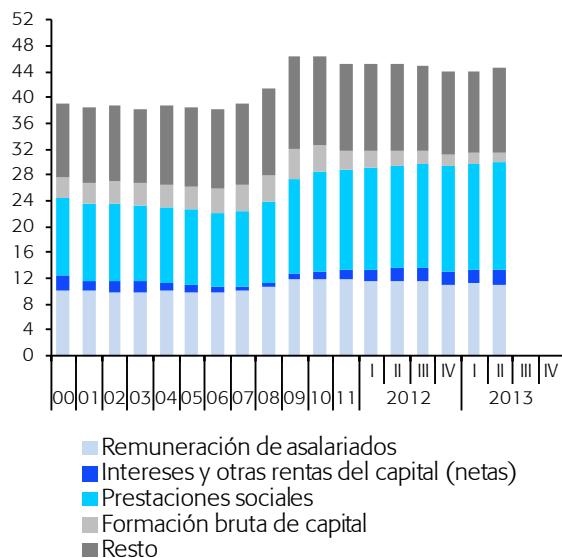
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 8.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)

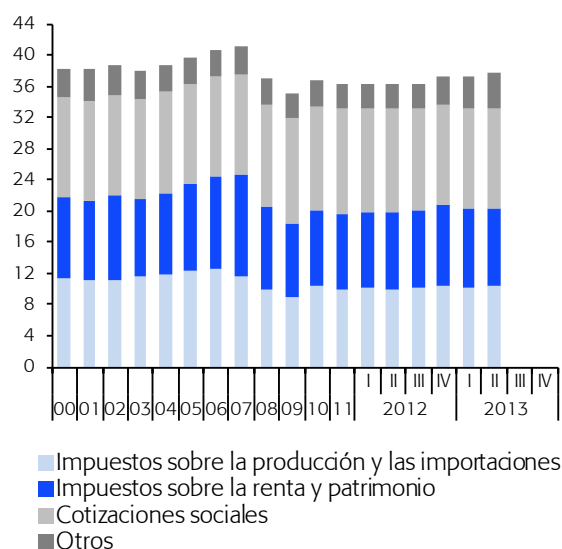
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos**

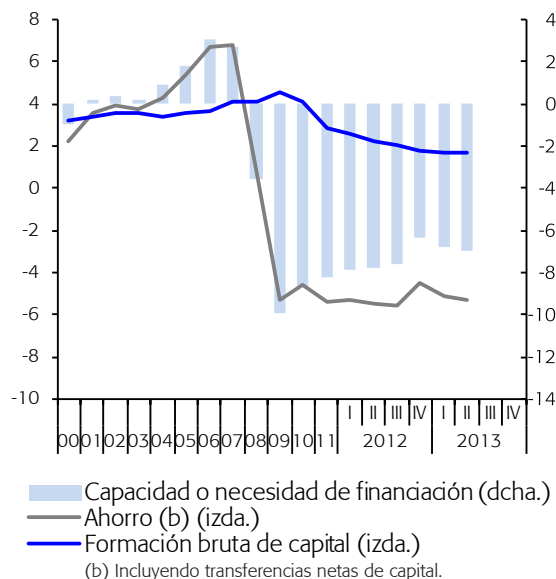
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 8.4.- 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	12,9	-2,5	-3,3	13,7	20,7	317,4	61,0	29,4	17,2	382,3
2008	-32,2	-19,1	-5,4	7,6	-49,1	367,1	72,6	31,8	17,2	437,0
2009	-97,0	-21,6	-5,9	8,1	-116,4	485,5	91,0	34,7	17,2	565,1
2010	-51,8	-39,7	-7,1	-1,9	-100,5	549,7	120,8	35,4	17,2	644,7
2011 (a)	-36,5	-54,6	-8,2	-0,7	-100,0	622,3	142,3	35,4	17,2	737,3
2012 (a)	-82,8	-18,8	2,4	-10,2	-109,4	760,2	185,4	41,9	17,2	884,7
2013	-44,7	-17,4	5,1	-15,4	-72,4	--	--	--	--	978,9
2014	-39,7	-12,5	3,1	-13,6	-62,7	--	--	--	--	1.049,2
2011 III	-43,8	-38,8	-7,2	-5,2	-95,0	598,0	138,4	36,7	17,2	709,4
IV	-36,5	-54,6	-8,2	-0,7	-100,0	622,3	142,3	35,4	17,2	737,3
2012 I	-41,8	-45,8	-7,8	-0,2	-95,6	655,3	147,3	36,9	17,2	775,8
II	-53,2	-43,2	-4,6	2,6	-98,4	680,2	169,1	45,0	17,2	805,5
III	-51,2	-41,4	-2,5	-3,8	-98,8	695,5	168,3	43,8	17,2	818,0
IV	-82,8	-18,8	2,4	-10,2	-109,4	760,2	185,4	41,9	17,2	884,7
2013 I	-85,0	-19,8	2,7	-11,6	-113,8	796,7	190,4	42,8	17,2	923,6
II	-84,5	-18,8	2,0	-11,1	-112,4	818,3	194,0	43,2	17,2	943,4
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres						Porcentaje del PIB				
2007	1,2	-0,2	-0,3	1,3	2,0	30,1	5,8	2,8	1,6	36,3
2008	-3,0	-1,8	-0,5	0,7	-4,5	33,7	6,7	2,9	1,6	40,2
2009	-9,3	-2,1	-0,6	0,8	-11,1	46,4	8,7	3,3	1,6	54,0
2010	-5,0	-3,8	-0,7	-0,2	-9,6	52,6	11,6	3,4	1,6	61,7
2011 (a)	-3,5	-5,2	-0,8	-0,1	-9,6	59,5	13,6	3,4	1,6	70,5
2012 (a)	-8,0	-1,8	0,2	-1,0	-10,6	73,9	18,0	4,1	1,7	86,0
2013	-4,4	-1,7	0,5	-1,5	-7,1	--	--	--	--	95,6
2014	-3,8	-1,2	0,3	-1,3	-6,0	--	--	--	--	100,5
2011 III	-4,2	-3,7	-0,7	-0,5	-9,0	57,0	13,2	3,5	1,6	67,6
IV	-3,5	-5,2	-0,8	-0,1	-9,6	59,5	13,6	3,4	1,6	70,5
2012 I	-4,0	-4,4	-0,7	0,0	-9,2	62,8	14,1	3,5	1,6	74,4
II	-5,1	-4,2	-0,4	0,2	-9,5	65,5	16,3	4,3	1,7	77,6
III	-4,9	-4,0	-0,2	-0,4	-9,6	67,2	16,3	4,2	1,7	79,1
IV	-8,0	-1,8	0,2	-1,0	-10,6	73,9	18,0	4,1	1,7	86,0
2013 I	-8,3	-1,9	0,3	-1,1	-11,1	77,8	18,6	4,2	1,7	90,1
II	-8,3	-1,8	0,2	-1,1	-11,0	80,1	19,0	4,2	1,7	92,3

(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.

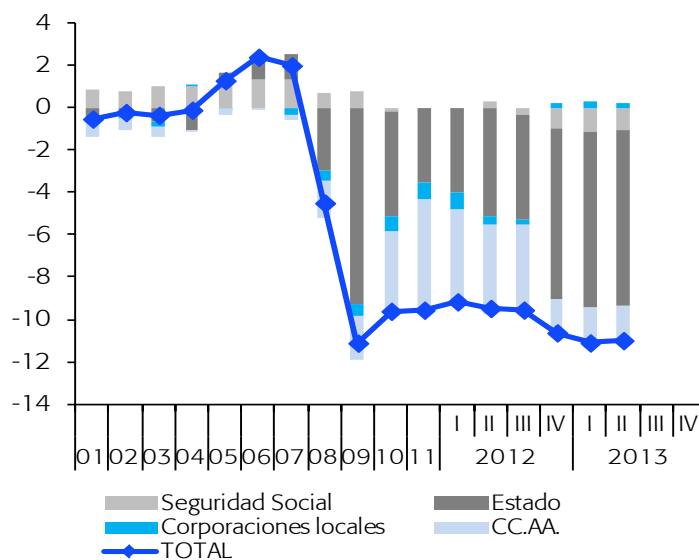
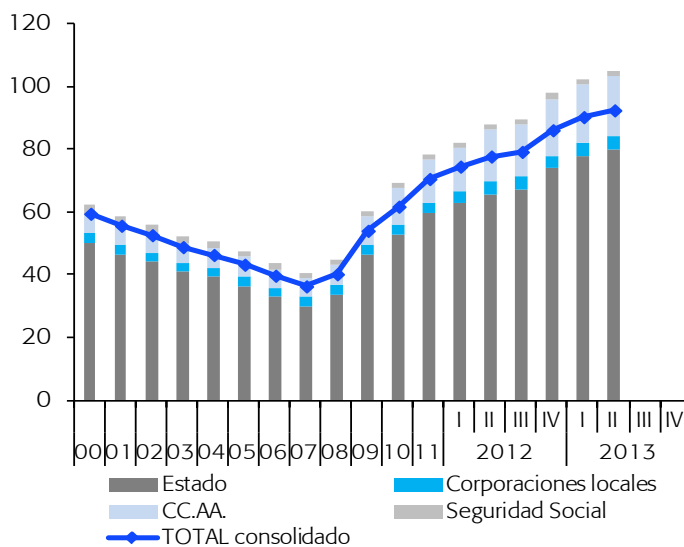


Gráfico 9.2.- Deuda pública
Porcentaje del PIB



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	12	13		
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	--	75,0	55,1	26,4	--	--	--
2014		29,8	22,5	--	16,7	--	5,8	--	75,1	55,5	25,9	--	--	--
2011	IV	30,7	23,1	23,1	17,8	17,8	5,3	5,3	74,8	57,6	22,9	48,8	20,8	34,8
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	35,6
	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	53,8	23,7	36,0
	IV	30,3	22,9	22,9	17,0	17,0	6,0	6,0	75,1	55,4	26,1	55,2	24,3	36,5
2013	I	30,2	22,8	22,8	16,6	16,8	6,2	6,0	75,0	55,0	26,4	56,1	24,5	37,8
	II	30,2	22,8	22,8	16,8	16,7	6,0	6,0	74,9	55,0	26,4	55,6	24,8	36,0
	III	30,1	22,7	22,7	16,8	16,7	5,9	6,0	75,1	55,1	26,5	55,9	24,6	37,9
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		-1,3	-1,4	--	-3,2	--	4,2	--	0,0	-1,1	1,4	--	--	--
2014		-1,2	-1,0	--	-0,4	--	-2,9	--	0,1	0,5	-0,5	--	--	--
2011	IV	-0,5	-0,1	-0,1	-3,3	-4,8	12,3	17,9	0,3	-1,7	2,5	5,8	2,2	4,4
2012	I	-0,6	0,0	-0,5	-4,0	-4,9	14,9	15,7	0,4	-2,0	3,1	6,5	2,8	4,9
	II	-0,5	-0,1	0,3	-4,8	-4,7	17,8	17,6	0,3	-2,6	3,8	7,1	3,8	4,0
	III	-0,7	-0,2	-0,1	-4,6	-4,1	16,1	13,1	0,4	-2,4	3,5	6,5	3,9	2,1
	IV	-1,0	-0,7	-2,5	-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	-4,0	10,0	3,4	0,1	-1,9	2,7	5,2	2,8	2,2
	II	-1,2	-1,5	-1,2	-3,6	-1,0	5,0	-1,9	-0,2	-1,4	1,6	2,9	2,0	0,0
	III	-1,3	-1,6	-0,5	-2,9	-1,1	2,2	1,3	-0,1	-0,8	1,0	2,1	0,9	2,0

(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

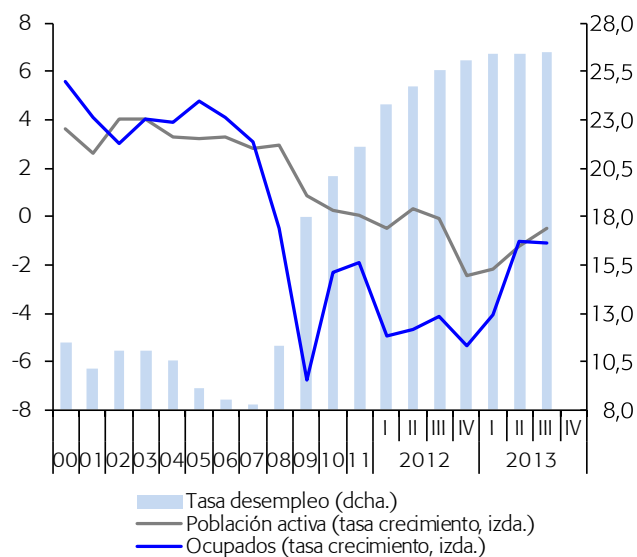
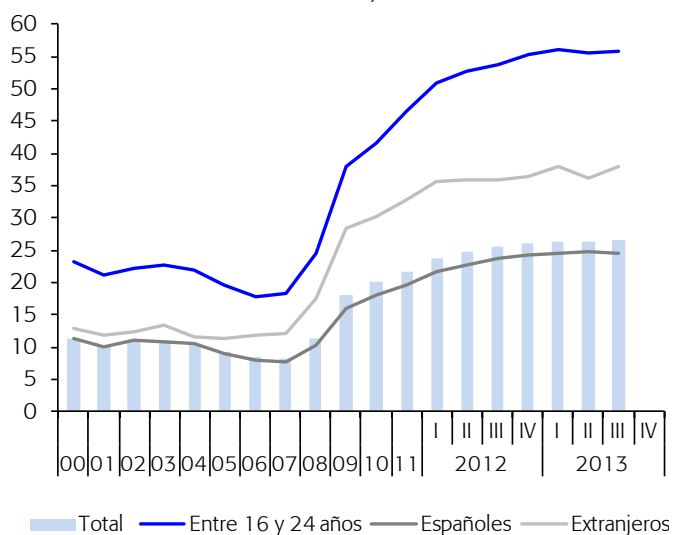


Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE
 Porcentaje



Cuadro 11

Índice de precios al consumo

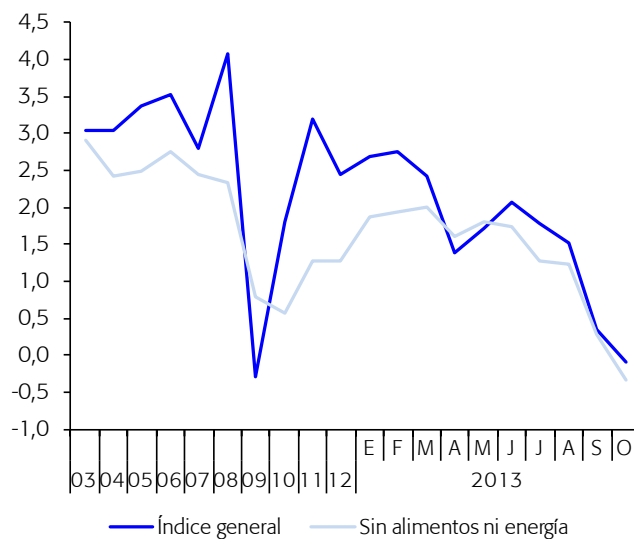
Previsiones en azul

		Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía			Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
				Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios			
% del total en 2011		100,0	66,73	81,41	26,99	39,74	14,67	6,41	21,09
Índices, 2011 = 100									
2008		95,5	97,4	96,9	101,1	94,8	94,6	99,5	84,4
2009		95,2	98,2	97,7	99,8	97,0	95,4	98,2	76,8
2010		96,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4
2011		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012		102,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9
2013		103,9	102,4	103,1	101,4	103,0	106,3	105,8	108,7
2014		104,6	103,0	104,0	101,5	103,9	109,0	104,8	108,4
Tasas de crecimiento interanual									
2008		4,1	2,3	3,2	0,3	3,9	6,5	4,0	11,9
2009		-0,3	0,8	0,8	-1,3	2,4	0,9	-1,3	-9,0
2010		1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5
2011		3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7
2012		2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9
2013		1,4	1,1	1,5	0,6	1,4	3,1	3,5	-0,1
2014		0,7	0,6	0,9	0,1	0,9	2,6	-1,0	-0,3
2013	Ene	2,7	1,9	2,2	1,3	2,2	3,6	4,3	5,3
	Feb	2,8	1,9	2,3	1,4	2,2	3,6	3,1	5,9
	Mar	2,4	2,0	2,3	1,4	2,4	3,6	2,5	3,2
	Abr	1,4	1,6	1,9	1,5	1,7	3,1	2,7	-2,5
	May	1,7	1,8	2,0	1,5	2,0	2,9	4,9	-1,8
	Jun	2,1	1,7	2,0	1,5	1,9	3,0	5,3	1,0
	Jul	1,8	1,3	1,7	0,2	1,9	3,4	7,4	-0,4
	Ago	1,5	1,2	1,6	0,4	1,7	3,3	7,6	-2,2
	Sep	0,3	0,3	0,8	-0,8	1,0	3,0	2,8	-3,7
	Oct	-0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	2,7	0,9	-2,7
	Nov	0,3	0,0	0,5	-0,3	0,2	2,6	0,2	-1,2
	Dic	0,2	0,0	0,5	-0,3	0,2	2,6	-0,4	-1,2
	Ene	0,4	0,3	0,8	-0,1	0,6	2,7	-0,8	-1,1
	Feb	0,2	0,3	0,7	-0,2	0,6	2,7	-0,7	-2,8
	Mar	0,3	0,3	0,7	-0,1	0,5	2,7	-0,3	-2,2
	Abr	0,9	0,6	1,0	-0,1	1,0	2,8	-0,6	0,8
	May	0,8	0,5	0,9	0,0	0,8	2,7	-1,8	2,0
	Jun	0,7	0,5	0,9	0,0	0,9	2,8	-2,8	1,6
	Jul	0,5	0,6	0,9	0,0	0,9	2,5	-3,9	0,1
	Ago	0,4	0,6	1,0	0,1	1,0	2,5	-4,2	-1,1
	Sep	0,6	0,7	1,0	0,2	1,0	2,5	-0,3	-1,6
	Oct	0,9	0,9	1,1	0,3	1,2	2,5	1,1	-0,5
	Nov	1,0	0,7	1,1	0,4	1,0	2,4	1,3	0,7
	Dic	1,1	0,8	1,1	0,4	1,0	2,4	1,6	0,9

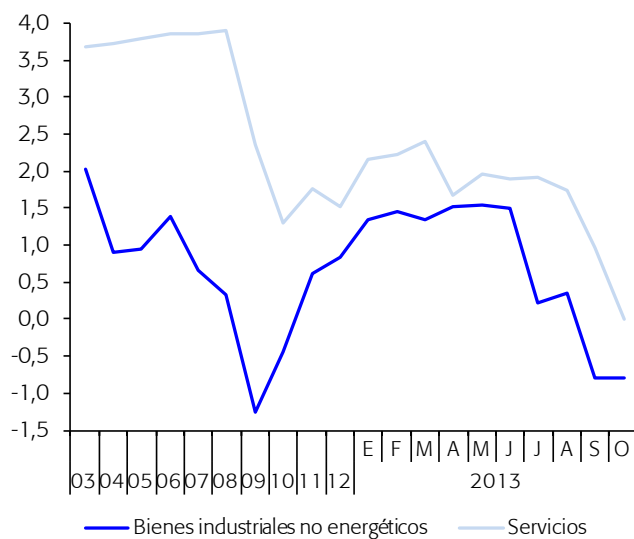
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

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	130,2	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	--	130,7	120,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2013 Jul	--	130,7	120,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Ago	--	130,6	120,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Sep	--	130,8	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	0,8	1,2	-13,2	-7,8	-11,5	-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	--	0,4	0,1	--	--	--	--	--	--	--	--
2013 Jul	--	1,2	0,7	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Ago	--	-0,1	0,2	--	--	--	--	--	--	--	0,7
Sep	--	0,1	-0,4	--	--	--	--	--	--	--	0,7

(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)

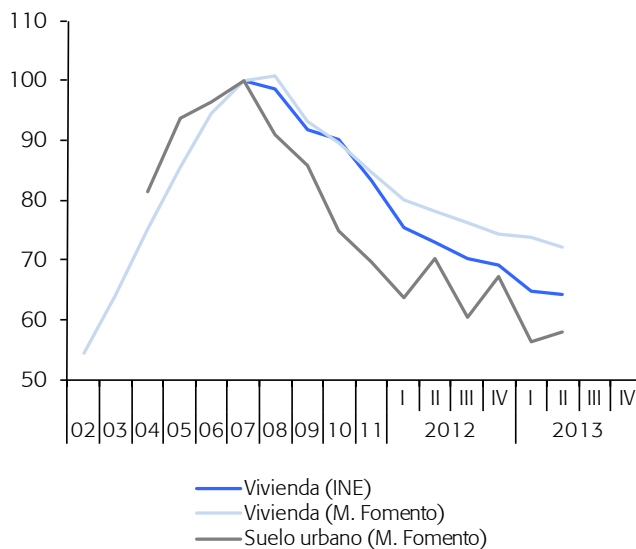
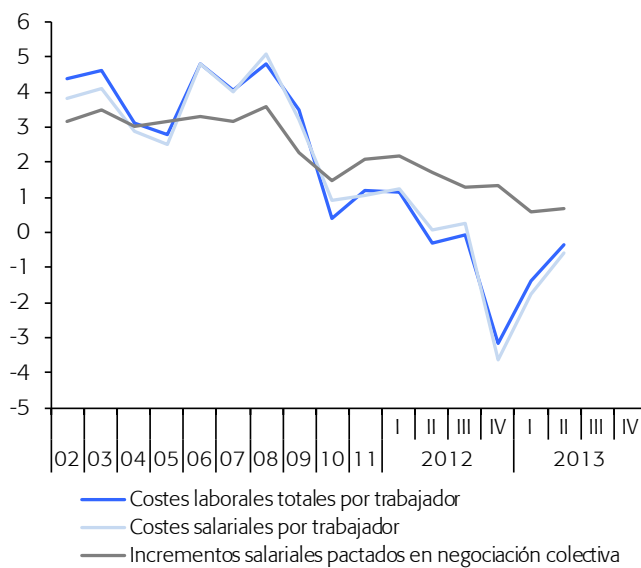


Gráfico 12.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

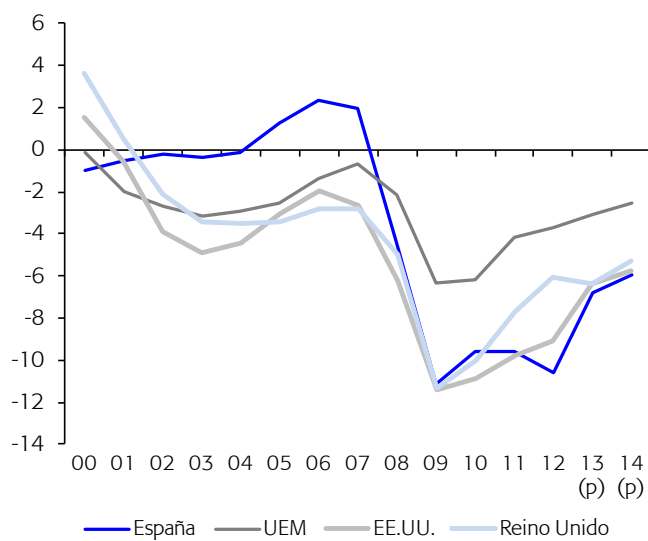
Desequilibrios: comparación internacional

En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las A.A.P.P.				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	11,6	-207,6	-402,9	-43,6	392,5	5.749,0	8.502,9	533,0	-67,8	36,4	-703,4	-23,6
2006	23,2	-118,7	-272,8	-37,9	391,1	5.887,0	8.837,5	577,0	-88,9	42,4	-580,4	-38,3
2007	20,7	-61,9	-385,1	-40,5	382,3	5.994,5	9.328,4	624,6	-105,2	38,7	-729,2	-31,2
2008	-49,1	-197,4	-913,4	-72,7	437,0	6.490,3	10.797,1	758,9	-104,3	-64,2	-777,5	-13,8
2009	-116,4	-566,6	-1.647,4	-160,6	565,1	7.138,5	12.445,4	951,0	-50,0	7,1	-453,4	-20,1
2010	-100,5	-568,7	-1.626,6	-149,3	644,7	7.854,1	14.235,8	1.165,4	-45,7	30,0	-497,6	-40,0
2011	-100,0	-390,7	-1.517,3	-118,0	737,3	8.297,3	15.442,7	1.295,9	-41,6	37,8	-403,3	-22,5
2012	-109,4	-349,4	-1.475,0	-95,3	884,7	8.789,6	16.688,5	1.387,8	-12,5	168,5	-422,0	-59,8
2013	-69,1	-296,8	-1.070,4	-102,2	966,6	9.174,3	17.524,3	1.513,6	14,7	264,3	-430,2	-68,3
2014	-61,0	-248,5	-994,6	-87,9	1.030,0	9.444,9	18.284,2	1.613,0	26,4	286,7	-477,3	-73,1
Porcentaje del PIB												
2005	1,3	-2,5	-3,1	-3,4	43,2	70,6	64,9	41,7	-7,5	0,4	-5,4	-1,8
2006	2,4	-1,4	-2,0	-2,8	39,7	68,7	63,8	42,8	-9,0	0,5	-4,2	-2,8
2007	2,0	-0,7	-2,7	-2,8	36,3	66,4	64,4	43,7	-10,0	0,4	-5,0	-2,2
2008	-4,5	-2,1	-6,2	-5,0	40,2	70,2	73,3	51,9	-9,6	-0,7	-5,3	-0,9
2009	-11,1	-6,4	-11,4	-11,3	54,0	80,0	86,3	67,1	-4,8	0,1	-3,1	-1,4
2010	-9,6	-6,2	-10,9	-10,1	61,7	85,7	95,2	78,4	-4,4	0,3	-3,3	-2,7
2011	-9,6	-4,1	-9,8	-7,7	70,5	88,0	99,4	84,3	-4,0	0,4	-2,6	-1,5
2012	-10,6	-3,7	-9,1	-6,1	86,0	92,7	102,7	88,7	-1,2	1,8	-2,6	-3,8
2013	-6,8	-3,1	-6,4	-6,4	94,8	95,7	104,7	94,3	1,4	2,8	-2,6	-4,3
2014	-5,9	-2,5	-5,7	-5,3	99,9	96,1	105,2	96,9	2,6	2,9	-2,7	-4,4

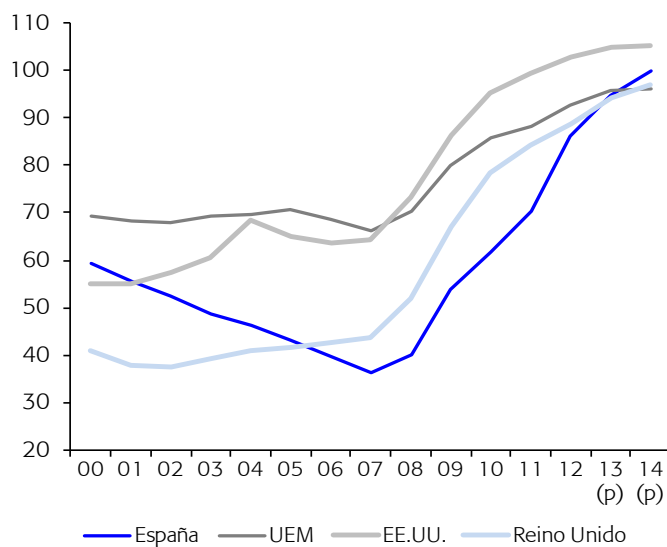
Fuente: Comisión Europea.

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.

1. 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

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

* Dato referido al período 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	17.391,9♦	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	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.

* Datos referidos al periodo julio 2011-junio 2012.

♦ Datos referidos al periodo enero-septiembre 2013.

• 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 (1º y 2º ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto de los hogares (€)
2006/2007	1.557.257	665.127	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	8.244
2007/2008	1.643.016	659.573	451.541	1.389.249	34.695	46.459.265	8.522
2008/2009	1.763.019	669.021	472.604	1.377.228	49.799	50.880.439	8.505
2009/2010	1.819.402	692.054	517.344	1.404.115	81.840	53.092.220	8.762
2010/2011	1.872.829	720.937	555.580	1.445.392	100.963	52.720.999	9.085
2011/2012	1.917.236	684.176	699.295**	1.469.653	113.061	50.714.177*	9.085***
2012/2013	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	1.338.944♦	28,1♦	5.440.354♦	978,0♦	935.621♦	907,1♦	2.334.530♦	617,2♦
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras**
		Jubilación	Incapacidad permanente	
	Número	Número	Número	
2006	558.702	276.920	204.383	82.846
2007	575.675	270.980	201.751	73.159
2008	646.186	265.314	197.884	64.967
2009	960.888	260.908	196.782	57.737
2010	1.445.228	257.136	195.962	50.876
2011	1.331.316	254.295	194.704	44.457
2012	1.327.027	251.549	194.896	37.651
2013	1.321.811♦	250.879●	195.169●	32.456♦
Fuentes:	BEL	IMERSO	IMERSO	BEL

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

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

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

♦ Datos referidos a enero-octubre.

● Datos referidos a enero-septiembre.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto total por habitante (€)	Gasto público por habitante (€)	Médicos colegiados por 1.000 habitantes	Enfermeros colegiados por 1.000 habitantes	Farmacéuticos colegiados 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	5,81	1,41		58,70
2012			4,97	5,77	1,42		
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.

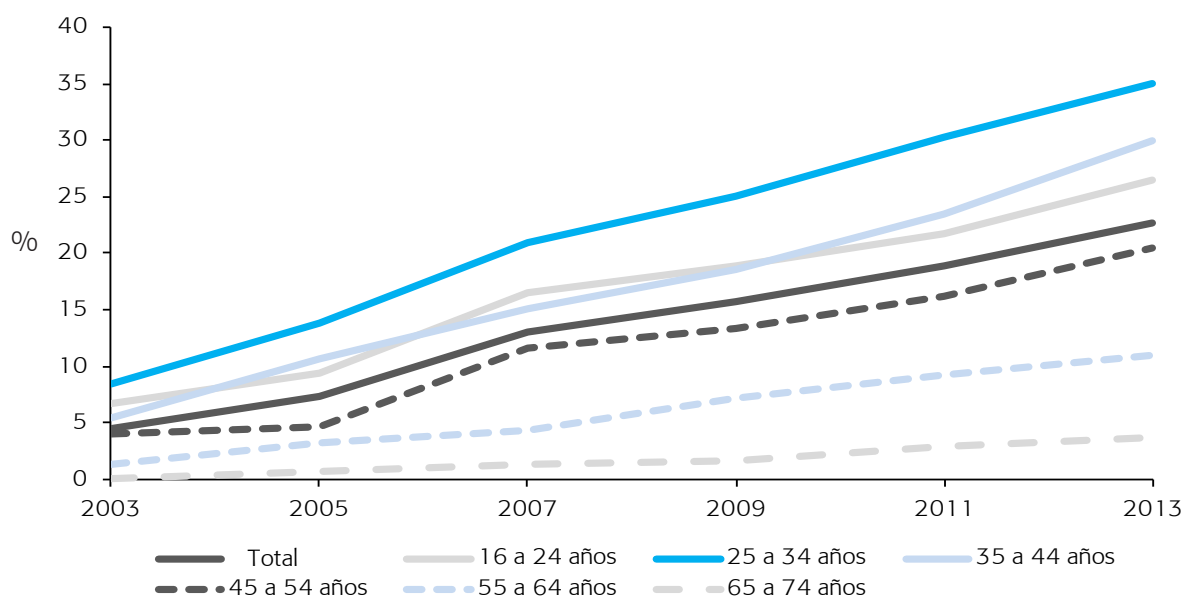
ENS: Encuesta Nacional de Salud.

2. FLASH SOCIAL

Desde 2003 se ha quintuplicado en España el porcentaje de personas que compran por Internet. En todos los grupos de edad se registra una evolución ascendente, pero es en el de 25 a 34 años donde se localiza la proporción más alta de compradores por Internet: en torno a una tercera parte afirma haber utilizado este medio para comprar algo en los tres últimos meses (gráfico y cuadro 1).

Gráfico 1

Compradores de algún producto o servicio a través de Internet en los últimos tres meses, por grupos de edad



Cuadro 1

Compradores de algún producto o servicio a través de Internet en los últimos tres meses, por grupos de edad (en porcentaje)

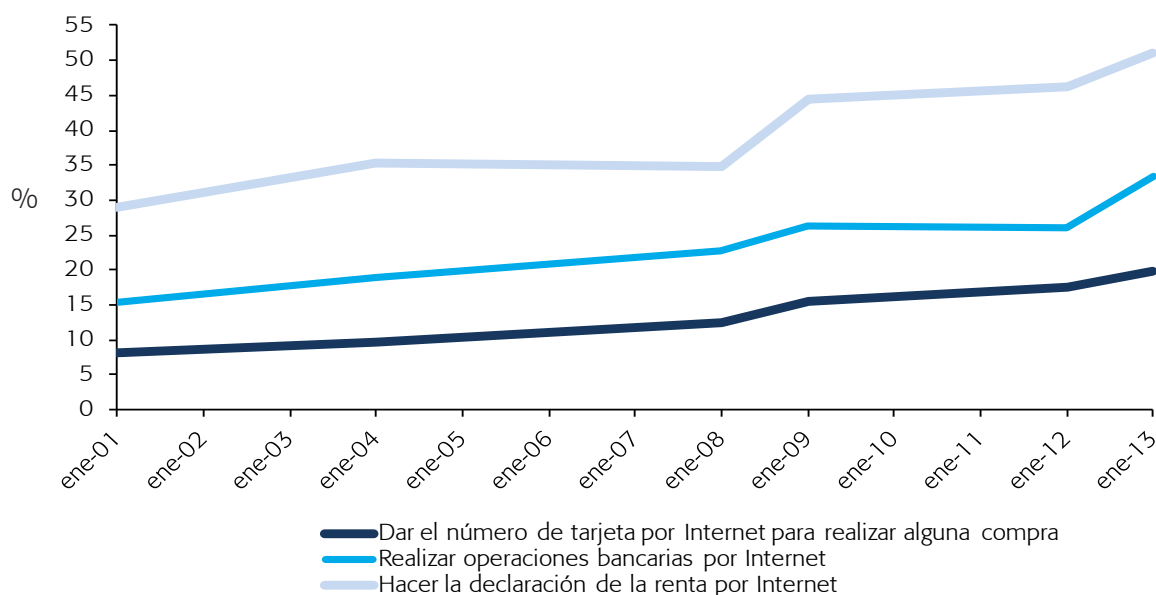
	2003	2005	2007	2009	2011	2013
Total	4,58	7,35	13,0	15,7	18,9	22,7
16 a 24 años	6,77	9,47	16,5	18,9	21,7	26,5
25 a 34 años	8,44	13,86	21,0	25,1	30,2	35,0
35 a 44 años	5,48	10,71	15,1	18,6	23,4	30,0
45 a 54 años	4,03	4,72	11,6	13,4	16,2	20,5
55 a 64 años	1,40	3,18	4,4	7,2	9,2	11,0
65 a 74 años	0,15	0,65	1,3	1,7	3,0	3,7

Fuente: INE, Encuesta sobre equipamiento y uso de tecnologías de la información y comunicación en los hogares 2013, 2011, 2009, 2007, 2005 y 2003.

Aunque en los últimos diez años ha aumentado notablemente la confianza en Internet como medio para realizar operaciones, persiste la desconfianza respecto a la seguridad del comercio electrónico: solo una quinta parte de la población considera seguro dar el número de la tarjeta bancaria por Internet para realizar alguna compra. Sin embargo, a un tercio le parece muy o bastante seguro realizar operaciones bancarias a través de este medio (gráfico y cuadro 2).

Gráfico 2

Personas que consideran muy o bastante seguro operar a través de Internet



Cuadro 2

Personas que consideran muy o bastante seguro operar a través de Internet (en porcentaje)

	Sep 2001	Ene 2004	Feb 2008	Sep 2009	Jun 2012	May 2013
Dar el número de su tarjeta por Internet para realizar alguna compra	8,2	9,8	12,5	15,4	17,6	19,9
Realizar operaciones bancarias por Internet	15,4	18,9	22,7	26,4	26,1	33,3
Hacer la declaración de la renta por Internet	28,9	35,3	34,9	44,4	46,2	51,0

Pregunta: "Por lo que se refiere a la protección de sus datos personales, ¿qué grado de seguridad: mucha, bastante, poca o ninguna, diría Ud. que le ofrecen cada una de las siguientes acciones que le voy a leer?"

Fuente: CIS, estudios 2429, 2554, 2754, 2812, 2948 y 2987.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de noviembre de 2013

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,1	Agosto 2013
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,6	Agosto 2013
Dudosos (% var. mensual medio)	1,2	Agosto 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	699.324	Octubre 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	234.812	Octubre 2013
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	15.611	Octubre 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 Octubre	2013 15 Novemb.	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,4	1,5	3,0	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	3,1	1,4	0,6	0,23	0,21	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	3,2	2,0	1,1	0,55	0,50	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	4,02	4,06	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	3,12	-	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”: En la primera quincena de noviembre, el Euríbor a 3 meses y a 1 año parece que han vuelto a emprender una senda a la baja, hasta el 0,21% y el 0,50%, respectivamente, tras el anuncio reciente de reducción del tipo de interés de referencia por parte del Banco Central Europeo. Cabe destacar, asimismo, el compromiso de prolongación de esta política expansiva del BCE a futuro, en consonancia con los anuncios prospectivos (*forward-looking*) realizados por la autoridad monetaria. Por otro lado, aunque con ligeras fluctuaciones, el tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años ha aumentado levemente hasta el 4,06.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Agosto	2013 Septiembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	20,1	81,6	84,7	67,9	74,3	(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	46,5	52,8	(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	0,7	0,9	(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	2,6	2,7	(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	1,2	1,2	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	812,9	825,7	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	-0,9	10,3	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	-50,4	32,9	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	840,1	985,9(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.748,3	8.566,7	7.583,2	8.920,5	9.695,9(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	27,3	30,3	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 Agosto	2013 Septiembre	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	2,8	15,1	-15,1	-14,7	27,5	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,8	59,24	73,9	-3,4	-0,8	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	2,5	2,2	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	-15,8	-10,8	-7,6	0,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,3	-25,9	54,1	51,4	-37,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de noviembre 2013.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se observa un ligero incremento en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro, así como en la contratación de bonos y obligaciones del Estado del 74,3% y 52,8%, respectivamente. Por otro lado, en la primera quincena de noviembre, el IBEX-35 se ha situado en los 9.695 puntos desde los 9.805 puntos del cierre de octubre y el Índice General de la Bolsa de Madrid también ha registrado una corrección hasta 985 puntos desde los 1.009 del cierre de septiembre. Por otro lado, se observa un aumento del 0,9%% de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 mientras que por el contrario, se observa una ligera reducción del 37,7%% de las operaciones realizadas con opciones financieras.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2004-2010	2011	2012	2013 I T.	2013 II T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,7	-3,4	-0,2	1,1	0,4	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	0,6	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	256,1	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 2004-2010	2011	2012	2013 I T.	2013 II T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	79,3	82,2	78,9	80,3	79,9	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	5,0	-0,1	2,9	0,3	0,2	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	9,9	-0,5	-0,7	-1,6	-0,9	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el segundo trimestre de 2013 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 0,4% 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 0,2%, mientras que se observa una disminución del *stock* de pasivos del 0,9%.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Julio	2013 Agosto	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	14,1	-3,8	-10,4	-1,7	-0,1	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	11,0	-5,3	-1,8	-0,8	0,6	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	-1,9	-0,5	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	0,2	-0,3	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	-7,9	-7,8	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Julio	2013 Agosto	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	30,8	28,3	20,0	1,3	1,2	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	-19,0	15,9	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	0,9	0,4	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 agosto de 2013, muestra una reducción del crédito del 0,1%, mientras que por el contrario, se registra un incremento de los depósitos al sector privado del 0,6%. Los valores distintos de acciones y participaciones y de acciones y participaciones presentan una caída del 0,5% y del 0,3%, respectivamente. Por otro lado, se ha producido un aumento de la morosidad del 1,2% 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	699.324(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	234.812(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	15.611(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a octubre de 2013.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En octubre de 2013, la apelación neta al Eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 33,57% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona. En septiembre, este recurso alcanzaba el 33,85%.

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 136. Las telecomunicaciones en España

N.º 137. Construir una Unión Bancaria

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 235. Final de la recesión y lenta recuperación

N.º 236. La reducción de la deuda del sector privado: un proceso en curso

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 64. Integración inmigrantes e interculturalidad: modelos familiares y patrones culturales a través de la prensa en España (2010-11)

N.º 65. Sostenibilidad del sistema de pensiones de reparto en España y modelización de los rendimientos financieros

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2014

Publicación	Suscripción		
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	50	30
Cuadernos de Información Económica	6 números	40	Gratuita
Panorama Social	2 números	20	Gratuita
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	30	Gratuita
Focus	6 números	--	Gratuita
Estudios (números sueltos)	--	13	9

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

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

INTERNET: <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>

E-MAIL: publica@funcas.es



Siempre a la vanguardia en tecnología



Real Casa de la Moneda
Fábrica Nacional
de Moneda y Timbre

<http://www.fnmt.es/tarjetas>

Proyectos de identificación y Tarjetas
Fabricación y Consultoría