

## La demanda nacional impulsa la recuperación económica

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Inversión exterior de España: cambios tras la crisis

España ante el SEPA

Estabilidad presupuestaria en las comunidades autónomas

Endeudamiento de las entidades locales

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

El federalismo fiscal en Alemania

Banca en la sombra

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

Alain Cuenca García

## CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director)

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Ángel Laborda Peralta

Antonio Jesús Romero Mora

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

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

Diseño  
y maquetación: **Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas)**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

Printed in Spain

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

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

## PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Mario Fernández Pelaz

Amado Franco Lahoz

Manuel Menéndez Menéndez

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

# Cuadernos de Información Económica

241

julio/agosto 2014





---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 La demanda nacional impulsa la recuperación económica  
*Ángel Laborda y María Jesús Fernández*
- 15 Inversión exterior de España: cambios tras la crisis  
*Sara Baliña y Ángel Berges*
- 23 España ante la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA):  
un análisis comparativo  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 35 Estabilidad presupuestaria en las comunidades autónomas:  
más allá de la reforma de la Constitución  
*Violeta Ruiz Almendral y Alain Cuenca*
- 45 Radiografía del endeudamiento de las entidades  
locales: evolución y expectativas  
*Iker Goicoechea Bilbao y Carmen López Herrera*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 53 El federalismo en Alemania: su reparto  
de los recursos públicos  
*Daniel Martínez Egaña*
- 63 Banca en la sombra: regulando el futuro con las dudas del pasado  
*David Ramos Muñoz*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 76 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 103 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 107 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*

sumario



## Carta de la redacción

La recuperación de la economía española se va consolidando, impulsada ahora por la demanda nacional. Las condiciones financieras han mejorado notablemente, se ha comenzado a crear empleo y los indicadores de confianza se encuentran en niveles previos a la crisis, lo que indica que el proceso de recuperación seguirá ganando fuerza en los próximos trimestres. Este es el diagnóstico que ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ proponen en el artículo que abre el número 241 de *Cuadernos de Información Económica*. Sin embargo, también señalan que la aportación del sector exterior ha vuelto a ser negativa y el superávit por cuenta corriente se ha reducido. De continuar esta tendencia, la deuda volvería a aumentar, por lo que la política económica debe orientarse a impulsar las exportaciones, no el consumo, y a elevar la tasa de ahorro de la economía con el fin de incrementar la tasa de inversión sin necesidad de recurrir a más deuda externa.

En su trabajo SARA BALIÑA y ÁNGEL BERGES estudian el importante vuelco registrado en la posición exterior de la economía española. El proceso de internacionalización financiera de España tuvo la fase de mayor expansión desde 2000 hasta el inicio de la crisis. Las repercusiones de la crisis reciente en la reacción de las empresas españolas en lo que se refiere a su estrategia de presencia en el mercado internacional permite identificar dos períodos en los que España ha visto caer el valor de su posición de activo exterior: 2009-2010, y el iniciado en 2013 que se extiende hasta la actualidad.

La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) es un hito en el proceso de integración financiera europea del que se ocupan SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ. España está haciendo progresos significativos con una adopción muy avanzada de estándares técnicos en transferencias de crédito y adeudos, así como requerimientos de seguridad en pagos con tarjetas de crédito. Los potenciales ahorros anuales se estiman en 21.900 millones de euros, y se calcula que se puede liberar liquidez y líneas de crédito en más de 227.000 millones de euros.

VIOLETA RUIZ y ALAIN CUENCA abordan el marco de estabilidad presupuestaria de las comunidades autónomas tras la reforma de la Constitución en 2011. Con el desarrollo legislativo se han obtenido resultados positivos en términos de déficit y ha mejorado la percepción internacional sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de España. Sin embargo, se ha producido cierto exceso regulatorio y, a pesar de los severos mecanismos correctivos, se han creado instrumentos de rescate que han facilitado el endeudamiento autonómico. Es posible que esto represente un riesgo futuro para la sostenibilidad financiera, al menos mientras no se consiga eliminar totalmente los déficits anuales.

Por su parte, la deuda de las entidades locales ha registrado un comportamiento muy distinto al de los otros niveles de gobierno, tal como muestran IKER GOICOECHEA y CARMEN LÓPEZ. Es de esperar que el esfuerzo de consolidación desarrollado siga favoreciendo la

mejora de su posición de solvencia, aunque algunas entidades seguirán necesitando de asistencia. Por su heterogeneidad y su atomización es difícil extraer conclusiones sobre el conjunto de las entidades locales. En todo caso, es el único nivel administrativo que registra superávit en sus cuentas desde 2012, y tiene el menor ritmo de crecimiento de su endeudamiento (41% desde 2007 a 2013, frente al incremento del 163% de la Administración central y casi el 240% de las CC.AA.).

Por lo que se refiere a nuestra sección de Economía internacional incluimos dos trabajos. El primero, cuyo autor es DANIEL MARTÍNEZ, describe el sistema que se utiliza en la República Federal de Alemania para el reparto de los recursos públicos entre los diferentes niveles de gobierno. Alemania dispone de reglas de reparto de los recursos transparentes, fijadas en la Constitución y desarrolladas en leyes marco para largos períodos de tiempo

(el actual está vigente desde 2005 hasta 2019) con pequeños ajustes a través de leyes federales anuales. No es un sistema perfecto ni pacífico, de hecho es fuente continua de confrontación política y de conflictos jurídicos ante el Tribunal Constitucional de Karlsruhe, pero siempre dentro de los cauces constitucionales y puede servir de referencia para el caso español.

El segundo trabajo es el desarrollado por DAVID RAMOS sobre la “banca en la sombra”. Se trata de un concepto que describe un fenómeno consustancial a la regulación. Si esta es efectiva, genera un incentivo para que los operadores realicen una actividad funcionalmente equivalente fuera de los límites marcados por las normas. Pero cuando se manifiestan los primeros síntomas de la crisis, la confianza se evapora de manera súbita, revelando la fragilidad del sistema no regulado, y contagiando al sistema regulado.

## La demanda nacional impulsa la recuperación económica

Ángel Laborda y María Jesús Fernández\*

**La recuperación de la economía española se va consolidando, impulsada ahora por la demanda nacional. Las condiciones financieras han mejorado notablemente, se ha comenzado a crear empleo y los indicadores de confianza se encuentran en niveles previos a la crisis, lo que indica que el proceso de recuperación seguirá ganando fuerza en los próximos trimestres. No obstante, la aportación del sector exterior ha vuelto a ser negativa y el superávit por cuenta corriente se ha reducido. De continuar esta tendencia, la deuda volvería a aumentar, por lo que la política económica debe orientarse a impulsar las exportaciones, no el consumo, y a elevar la tasa de ahorro de la economía con el fin de incrementar la tasa de inversión sin necesidad de recurrir a más deuda externa.**

### Contexto exterior

El contexto exterior durante la primera mitad de 2014 ha estado marcado por la bonanza de los mercados financieros mundiales, con importantes ascensos en los índices bursátiles, bajadas de la rentabilidad de la deuda pública y privada y reducciones de las primas de riesgo. Esto se explica por la búsqueda de rentabilidad en un contexto de abundancia de liquidez derivada de las políticas monetarias fuertemente expansivas de Estados Unidos, Reino Unido y Japón, a lo que se unió, durante la primavera, la expectativa de que el Banco Central Europeo adoptase medidas más agresivas de política monetaria.

No obstante, esta situación no está exenta de riesgos. Existe el temor a que los mercados no estén realizando una valoración adecuada de los riesgos, y a que los precios de muchos activos se encuentren sobrevalorados, de tal modo que, ante cualquier acontecimiento que pueda dar lugar a una reevaluación de dichos riesgos, puedan surgir nuevos episodios de inestabilidad. A esto se une la incertidumbre con respecto a los posibles efectos desestabilizadores que puede generar la retirada de las medidas de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal, sobre todo cuando esta comience a elevar los tipos de interés, lo que podría suceder antes de lo previsto –mediados de 2015– debido a la tendencia ascendente de su

\* Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

tasa de inflación. Por el lado contrario, la posibilidad de una reactivación de la crisis de la deuda europea se puede dar prácticamente por descartada tras las últimas medidas anunciadas por el BCE.

### *Las expectativas en cuanto a la adopción por parte del BCE de una política monetaria más beligerante fueron finalmente satisfechas*

Las expectativas en cuanto a la adopción por parte del BCE de una política monetaria más beligerante fueron finalmente satisfechas. En la reunión del 5 de junio, la institución decidió, entre otras cosas, reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, fijar un tipo de interés negativo para las facilidades de depósito, y lanzar un nuevo programa de operaciones denominadas TLTRO consistente en proporcionar liquidez a las entidades financieras condicionada a que se destine a conceder crédito a familias y empresas –excepto hipotecario–. Todo ello con el objeto de impedir que la tasa de inflación se sitúe demasiado tiempo en niveles excesivamente reducidos y de reducir la segmentación de los mercados financieros europeos.

Por otra parte, la recuperación entre los países desarrollados ha seguido avanzando a ritmo moderado. Estados Unidos sufrió un retroceso del PIB del 2,9% en el primer trimestre –tasa anualizada–, debido, en buena medida, a las adversas condiciones meteorológicas del pasado invierno. Conforme a los indicadores económicos del segundo trimestre, su economía sigue creciendo de forma sostenida, aunque se observa una pérdida de dinamismo en el mercado inmobiliario y su tasa de inflación se mueve ya en torno al 2%. Japón experimentó un fuerte repunte del 6,7%, aunque con carácter transitorio, debido al adelanto de compras en anticipación a la subida del impuesto sobre el consumo que se llevó a cabo en abril.

En cuanto a la zona del euro, cuya tasa de inflación se ha mantenido durante toda la primera mitad del año en niveles muy reducidos –entre el 0,5% y el 0,8%–, registró un decepcionante

avance del PIB del 0,7% en el primer trimestre –también en tasa anualizada–, y los indicadores disponibles del segundo apenas reflejan una leve mejoría. Reino Unido mantiene un ritmo de crecimiento muy vigoroso, con tasas intertrimestrales de en torno al 3% en los últimos cuatro trimestres, lo que ha conducido al Gobernador del Banco de Inglaterra a advertir de que los tipos de interés podrían empezar a elevarse antes de lo esperado.

Los países emergentes, por su parte, se encuentran ahora en una situación de calma, contagiados del optimismo de los mercados financieros mundiales, tras las turbulencias sufridas en las primeras semanas del año. No obstante, no ha desaparecido la incertidumbre con respecto al posible impacto sobre sus economías de la retirada progresiva de las medidas de expansión cuantitativa en Estados Unidos, y el riesgo de nuevos brotes de inestabilidad sigue presente, en un contexto, además, de caída estructural de su potencial de crecimiento.

## **Evolución reciente de la economía española**

El PIB creció un 0,37% en el primer trimestre de 2014, lo que equivale a un 1,5% en tasa anualizada (así es como se expresarán en adelante las tasas de crecimiento). El ascenso interanual fue del 0,5%.

Dicho crecimiento intertrimestral fue el resultado de una aportación positiva de la demanda nacional de 4 puntos porcentuales (pp), y una aportación negativa del sector exterior de -2,5 pp. Esta última ha sido el resultado de un descenso de las exportaciones en términos reales y de un incremento de las importaciones impulsadas por el crecimiento de la demanda nacional. Este esquema de aportaciones al crecimiento supone una inversión del patrón habitual desde el inicio de la crisis, consistente en una aportación negativa de la demanda nacional y positiva del sector exterior. Dicho cambio también se ha producido con respecto a la tasa interanual de crecimiento del PIB, lo cual solo había sucedido una vez durante este periodo, en el segundo trimestre de 2010.

El consumo privado creció un 1,7%, en ascenso por cuarto trimestre consecutivo. Este crecimiento viene dado fundamentalmente por el comportamiento alcista del consumo de bienes duraderos. Los indicadores disponibles del segundo trimestre apuntan a una continuación de la tendencia ascendente de esta variable. Especialmente favorable es la evolución del índice de confianza del consumidor, que se encuentra en niveles de 2001, y de la cartera de pedidos de bienes de consumo. Las

matriculaciones de automóviles también siguen creciendo de forma intensa, influidas por los incentivos del Gobierno (gráficos 1.1 a 1.3).

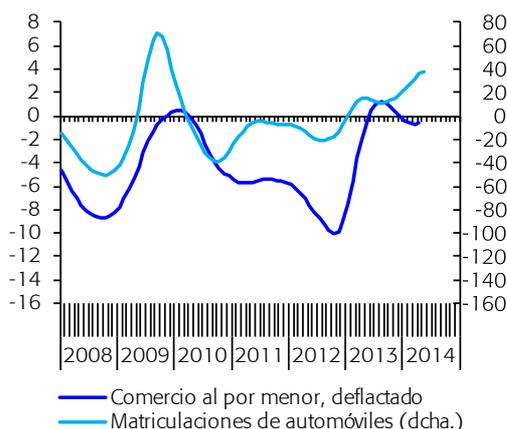
El consumo público se incrementó un 18,9%. Ahora bien, las tasas intertrimestrales sobre las cifras desestacionalizadas de este último componente de la demanda deben ser tomadas con cautela, puesto que la desestacionalización puede estar distorsionada por el cambio en la forma de periodi-

Gráfico 1

**Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo**

1.1 - Indicadores de consumo (I)

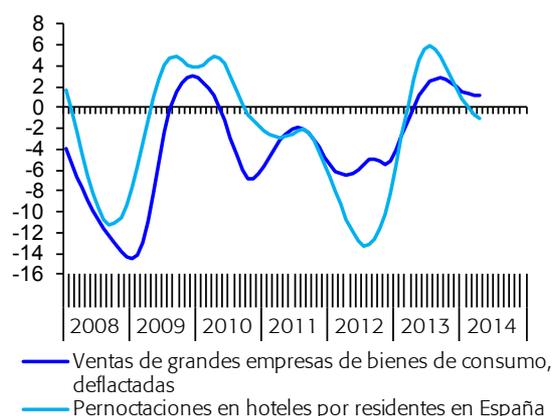
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: INE, DGT y Funcas.

1.2 - Indicadores de consumo (II)

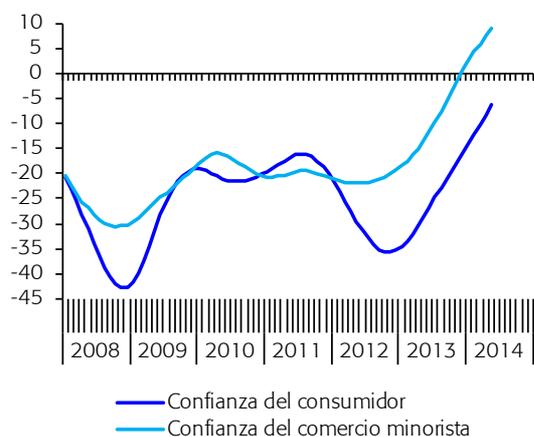
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: INE, AEAT y Funcas.

1.3 - Indicadores de consumo (III)

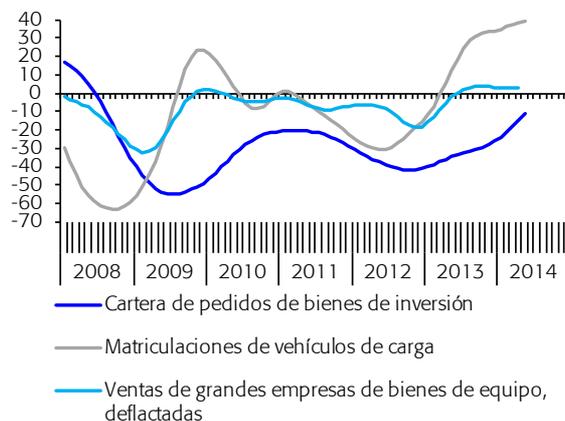
Índice, series suavizadas



Fuentes: CE y Funcas.

1.4 - Indicadores de inversión en bienes de equipo

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT, DGT y Funcas.

ficar el gasto público corriente que se llevó a cabo el pasado año. De hecho, este fuerte aumento vendría a compensar la también fuerte caída del 14,6% registrada en el trimestre anterior. En este sentido, la tasa interanual, situada en el -0,2% en el primer trimestre, es más significativa de la tendencia de este agregado.

---

*El mercado inmobiliario comienza a ofrecer señales de estabilización, tanto en precios como en ventas.*

---

Con respecto a la formación bruta de capital fijo, la destinada a construcción acentuó su ritmo de descenso hasta una tasa del -12,5%. La construcción en vivienda continuó su ajuste, aunque a un ritmo que tiende a moderarse, mientras que la inversión en otras construcciones no pudo sostener el repunte del último trimestre de 2013 y volvió de nuevo a tasas fuertemente negativas. El mercado inmobiliario comienza a ofrecer señales de estabilización, tanto en precios como en ventas: el ritmo de descenso de los precios se ha ralentizado notablemente, e incluso, según la estadística de precios del INE, el de la vivienda nueva dejó de caer en el primer trimestre de este año; en cuanto a las transacciones de viviendas, ya han comenzado a presentar ligeros crecimientos.

La inversión en bienes de equipo y otros productos creció un 10,8%, siendo este el quinto trimestre consecutivo en ascenso. Destaca especialmente el crecimiento de la inversión en equipo de transporte, en línea con la evolución de las matriculaciones de vehículos de carga, indicador que, además, ha acelerado su crecimiento en abril y mayo. También la cartera de pedidos de bienes de equipo ha experimentado una sustancial mejoría en estos dos meses, todo lo cual apunta al mantenimiento de un vigoroso ritmo de crecimiento de este componente de la demanda en el segundo trimestre (gráfico 1.4).

Las exportaciones totales, que en los dos últimos trimestres de 2013 ya habían sufrido una pérdida de dinamismo, registraron un retroceso en el

primer trimestre de 2014, aunque las de servicios no turísticos continuaron avanzando a buen ritmo. Las importaciones crecieron con fuerza, reflejando la recuperación del consumo de bienes duraderos y de la inversión en bienes de equipo. En términos interanuales ambas variables crecieron, pero más las importaciones que las exportaciones, lo cual no sucedía desde el segundo trimestre de 2010. Con respecto al segundo trimestre, solo se dispone de los datos de Aduanas de abril, que recogen una recuperación de las exportaciones, que además crecen por encima de las importaciones. No obstante, aún es pronto para saber si esto supone el retorno de una tendencia más favorable (gráfico 3.1).

Desde la perspectiva de la oferta, el VAB de la agricultura repitió el buen resultado del trimestre anterior. La industria registró una contracción, aunque esta se debió a la caída de la actividad en la rama energética, mientras que la manufacturera evolucionó de forma positiva. El crecimiento de esta última podría incluso acelerarse en el segundo trimestre, según avanzan el índice de producción industrial, el índice de cifra de negocios y las ventas de grandes empresas industriales de abril, así como los PMI de abril y mayo. Incluso la afiliación a la Seguridad Social ha comenzado a crecer en este sector (gráficos 2.1 y 2.2).

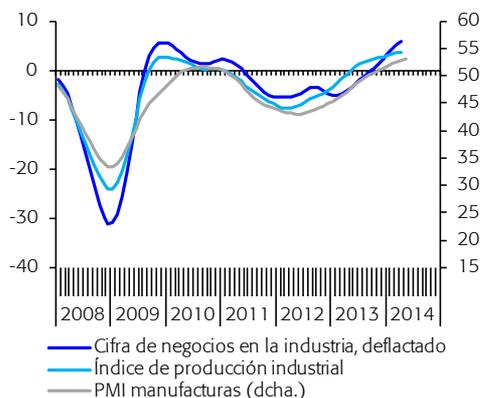
El VAB también creció en los servicios de mercado, y los PMI de abril y mayo, al igual que los indicadores de confianza, el índice de actividad en el sector y la afiliación a la Seguridad Social, apuntan a una aceleración en el segundo trimestre (gráficos 2.3 y 2.4). En cuanto a la construcción, volvió a contraerse a un ritmo intenso, tras la moderación observada en los dos trimestres precedentes, lo cual contrasta con la mejoría registrada por indicadores como el consumo de cemento, que se ha estabilizado, o los afiliados a la Seguridad Social en construcción e IPI de materiales de construcción, que ya están creciendo (gráficos 2.5 y 2.6).

El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se incrementó un 0,5%, con lo que ya son dos trimestres en ascenso. Este resultado está en línea con la evolución de la afiliación a la Seguridad Social, que

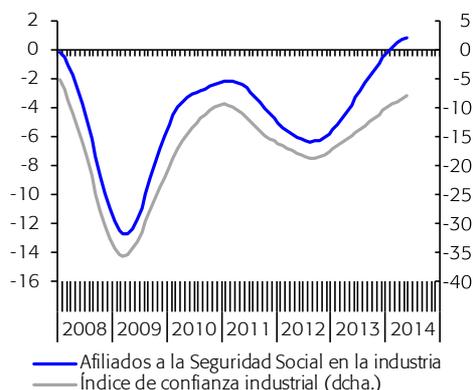
Gráfico 2

### Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

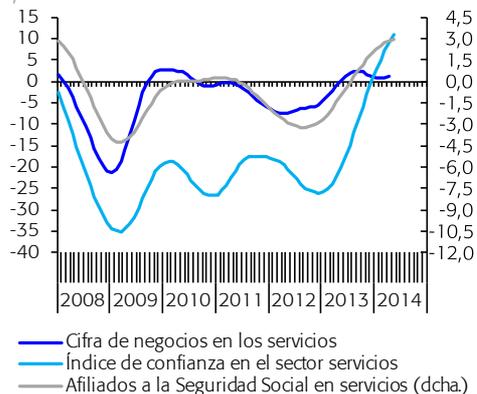
2.1 - Indicadores de actividad en la industria (I)  
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



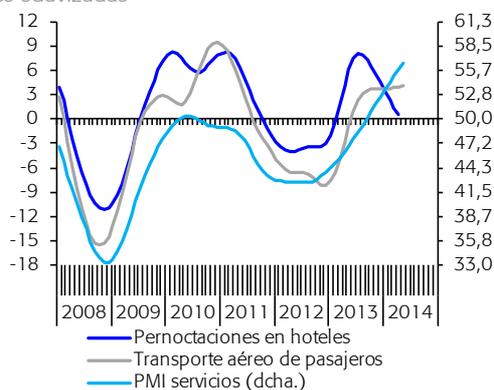
2.2 - Indicadores de actividad en la industria (II)  
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



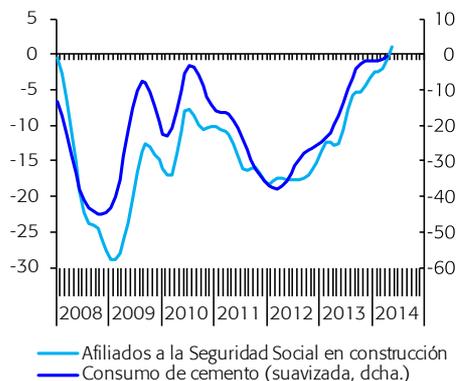
2.3 - Indicadores de servicios (I)  
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), e índice, series suavizadas



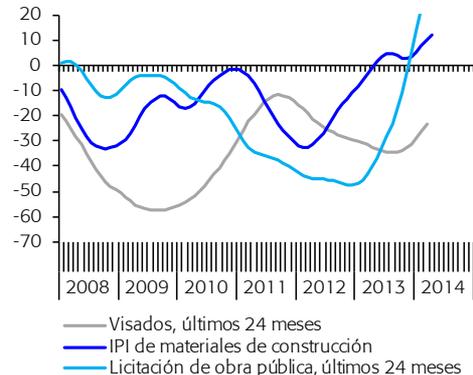
2.4 - Indicadores de servicios (II)  
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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



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



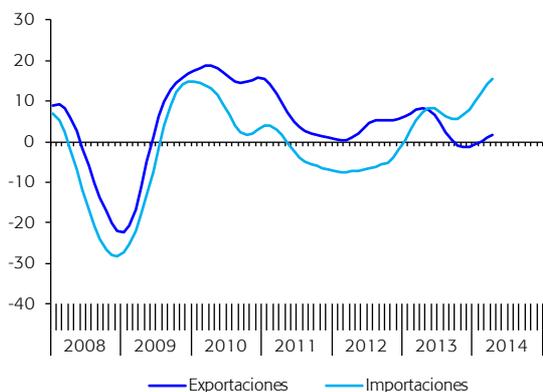
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, INE, Aena, Markit Economics Ltd., OFICEMEN y Funcas.

Gráfico 3

### Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

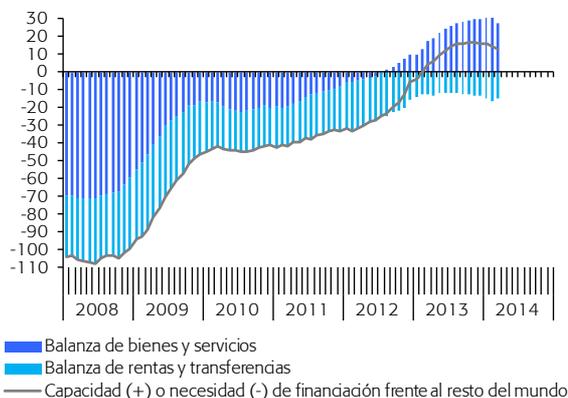
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Industria y Fincas.

3.2 - Balanza de pagos

Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

también creció en el primer trimestre –aunque de forma más intensa que lo indicado por las cifras de la CNTR–, mientras que la Encuesta de Población Activa, por el contrario, apuntaba a una reducción del empleo. La afiliación a la Seguridad Social es una estadística muy consistente y fiable, mientras que los resultados de la EPA, por tratarse de una encuesta, están sujetos a un margen de error, dentro del cual, en este caso, cabría perfectamente un resultado positivo, de modo que su resultado del primer trimestre no es inconsistente con un crecimiento del empleo (gráficos 4.1 a 4.4).

Por otra parte, según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, el empleo siguió aumentando a un ritmo creciente en los meses de abril y mayo, de forma muy generalizada por sectores –incluso en la construcción–, lo que constituye otra señal de que el ritmo de crecimiento del PIB se ha intensificado en dicho periodo.

La productividad aparente del factor trabajo se elevó un 0,9% en el conjunto de la economía y un 5% en las manufacturas, mientras que las remuneraciones por asalariado experimentaron una disminución, de modo que los costes labora-

les unitarios volvieron a reducirse, tanto en el conjunto de la economía como, especialmente, en el sector manufacturero.

El saldo comercial empeoró en el primer trimestre en comparación con el mismo periodo del año anterior, lo que no sucedía desde la primera mitad de 2010, como resultado del repunte de las importaciones ligado a la recuperación del consumo y de la inversión en bienes de equipo. En consecuencia, también ha empeorado el saldo de la balanza por cuenta corriente, lo cual, desde el punto de vista del equilibrio entre ahorro nacional e inversión nacional, ha sido el resultado de un descenso en la tasa de ahorro superior al sufrido por la tasa de inversión (gráficos 3.2 y 5.1).

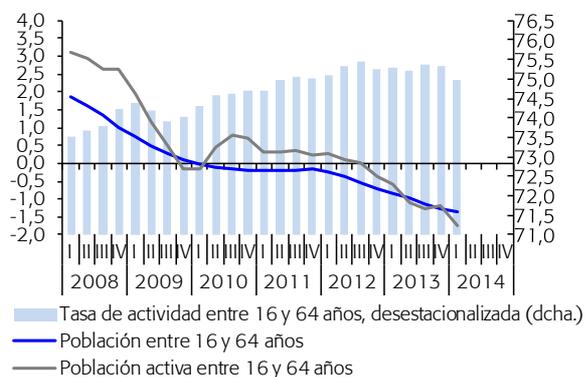
La tasa de ahorro nacional mantuvo al inicio del año, por tanto, la tendencia descendente que se inició al mismo tiempo que la recuperación económica, en el tercer trimestre de 2013, poniendo final a la trayectoria ascendente que había mantenido a lo largo de 2012 y primera mitad de 2013, aunque con una evolución muy diversa de sus componentes. Así, dicho aumento de la tasa de ahorro procedió básicamente de las empresas,

Gráfico 4

### Mercado de trabajo

#### 4.1 - Oferta de empleo

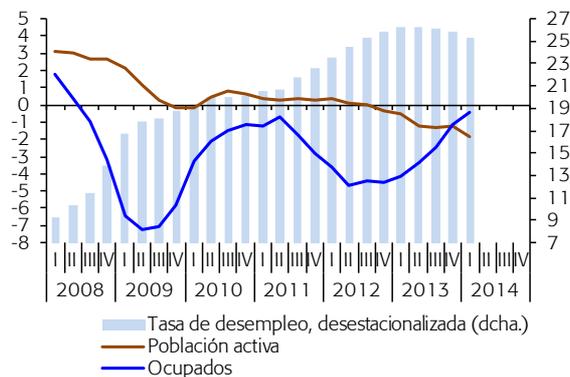
Variación interanual en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

#### 4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

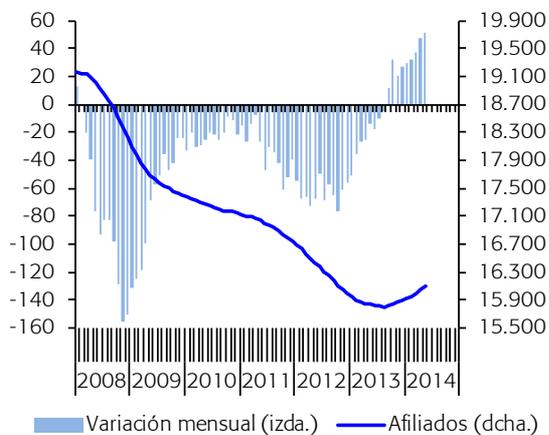
Variación interanual en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

#### 4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

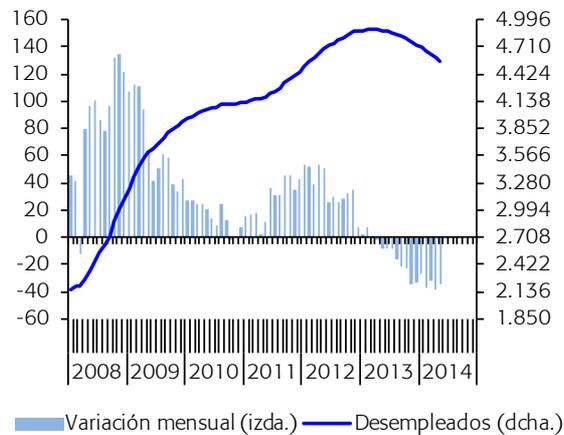
Miles, cifras desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

#### 4.4 - Desempleo registrado

Miles, cifras desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

que creció con fuerza en los dos últimos años (gráfico 5.2). Concretamente en 2013 aumentó un 18,1%, como consecuencia fundamentalmente del descenso de los pagos por remuneraciones salariales y por intereses –en el caso de estos últimos, gracias tanto al descenso de los tipos de interés como al volumen de endeudamiento–.

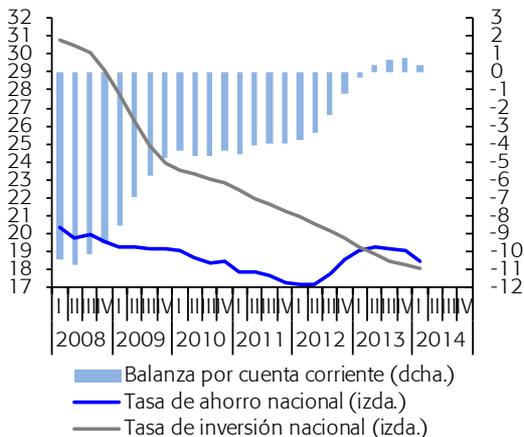
Como consecuencia del fuerte crecimiento del ahorro de las empresas y del descenso de su tasa

de inversión, la capacidad de financiación de estas casi se triplicó en 2013, pasando de representar un 1,1% del PIB a un 4,3% del PIB. Al igual que sucedió el año anterior, este excedente financiero fue destinado en su totalidad, junto a los recursos procedentes de la venta neta de activos financieros, a la reducción de la deuda empresarial. Esta se situó al final de 2013 en el 129% del PIB, 4,6 pp menos que en el año anterior, y 14,6 pp por debajo del máximo de 2010 (gráfico 5.3).

Gráfico 5

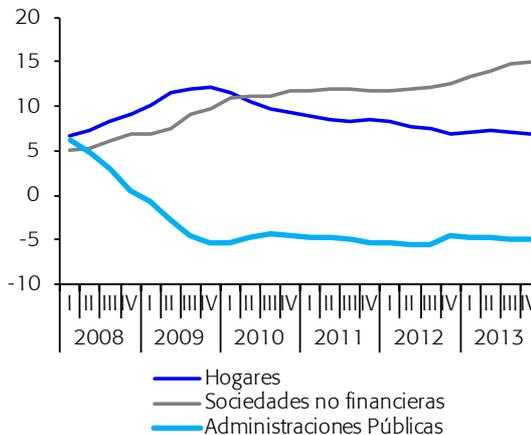
### Desequilibrios financieros

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



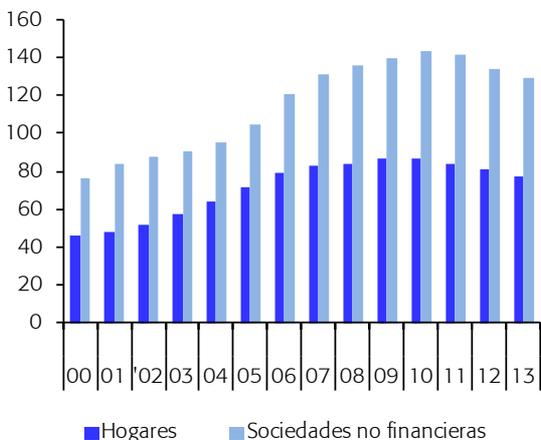
Fuente: INE.

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



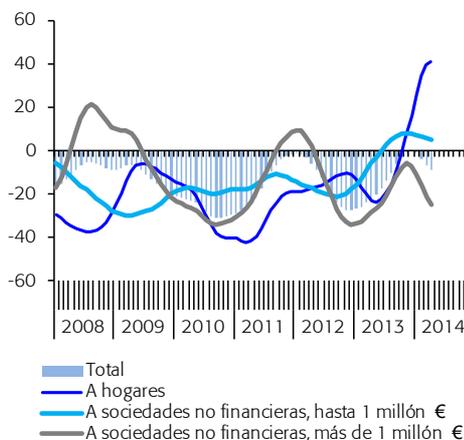
Fuente: INE.

5.3 - Tasa de endeudamiento  
 Deuda bruta en porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

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



Fuentes: Banco de España y Funcas.

Los hogares también generaron un excedente financiero creciente en 2013, que fue destinado en su mayor parte a reducir el volumen de deuda –y en menor parte, a la adquisición neta de activos financieros–. El ritmo de reducción de deuda de los hogares se ha acelerado a lo largo de los tres últimos años, de modo que a finales de 2013 representaba el 116,5% de su renta disponible,

12,1 pp menos que el máximo alcanzado en 2010 (gráfico 5.3).

Con respecto a las Administraciones Públicas (AA.PP.), excluyendo a las Corporaciones Locales, los ingresos impositivos totales crecieron un 2,7% en el primer trimestre de 2014 en comparación con el mismo periodo del año anterior –en

el caso solo del Estado, el incremento de estos fue del 5,1%-. Los gastos totales se redujeron un 0,1%, debido a los menores gastos en prestaciones sociales y en transferencias corrientes a otras AA.PP., mientras que el gasto en intereses creció a un ritmo del 5%. El déficit fue del 0,7% del PIB, una décima porcentual menos que en el mismo periodo del año anterior. Teniendo en cuenta que el objetivo para el conjunto del año es reducir el déficit (excluidas las ayudas a instituciones financieras) del 6,6% del PIB al 5,5%, el avance del primer trimestre parece insuficiente. Por administración, dicho saldo se repartió de la siguiente forma: -0,75% del PIB en el caso de la Administración Central, +0,3% en el de la Seguridad Social (de naturaleza totalmente estacional), y -0,25% en el de las comunidades autónomas.

En cuanto a la cuenta financiera de la balanza de pagos, en el primer trimestre del año las entradas de inversión extranjera directa fueron inferiores a las del mismo periodo del año anterior, al igual que las entradas por otras inversiones, mientras que las inversiones de cartera evolucionaron de manera más favorable que hace un año. El saldo neto total de la cuenta financiera, excluyendo el

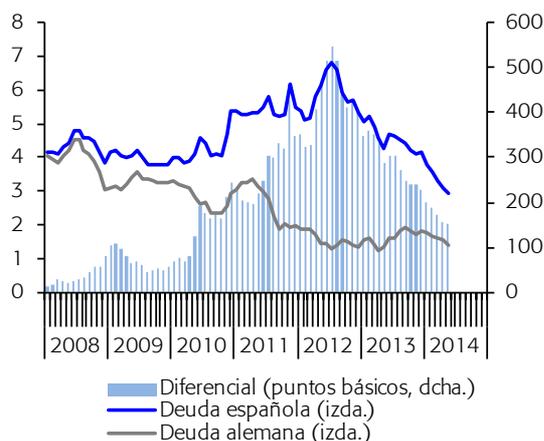
Banco de España, fue de -10.500 millones de euros, frente a un saldo de 41.500 registrado en el mismo periodo de 2013 (gráfico 6.2).

Por otra parte, la rentabilidad de la deuda española ha seguido descendiendo hasta mínimos históricos. La de 5 años se ha movido en las últimas semanas en torno al 1,4%, y la de 10 años en torno al 2,7%, con la prima de riesgo en torno a 140 pp, el nivel más bajo desde que estalló la crisis de la deuda griega en mayo de 2010 (gráfico 6.1).

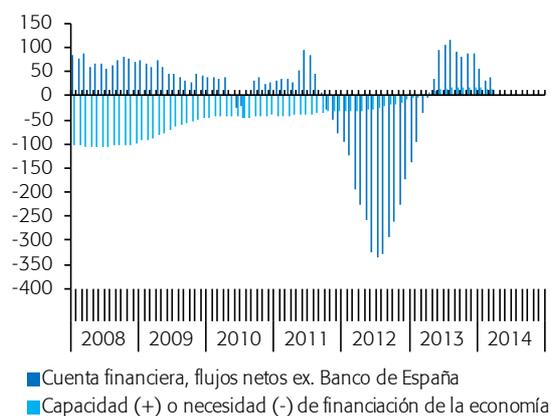
La inflación continúa en mínimos. En mayo la tasa general se situó en el 0,2%, y la subyacente en el 0% (gráfico 7.1). En los primeros cinco meses del año, han sido los alimentos, sobre todo los no elaborados, los que han registrado un mayor descenso de su tasa de inflación, mientras que los productos energéticos sufrieron un ascenso, especialmente en los meses de abril y mayo. Pese a la recuperación de la demanda, esta no tiene aún la fuerza suficiente como para presionar al alza sobre los precios, y por el lado de la oferta, las tensiones también son inexistentes, debido a la capacidad productiva excedentaria y a la reducción de costes laborales.

Gráfico 6

## Indicadores financieros

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

Fuentes: BCE y Banco de España.

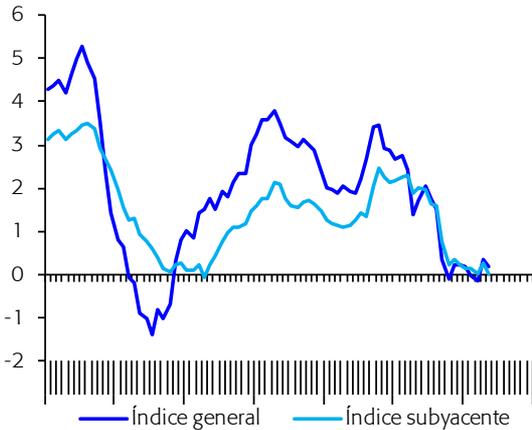
6.2 - Balanza de pagos  
Miles de millones de € suma móvil 12 meses

Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

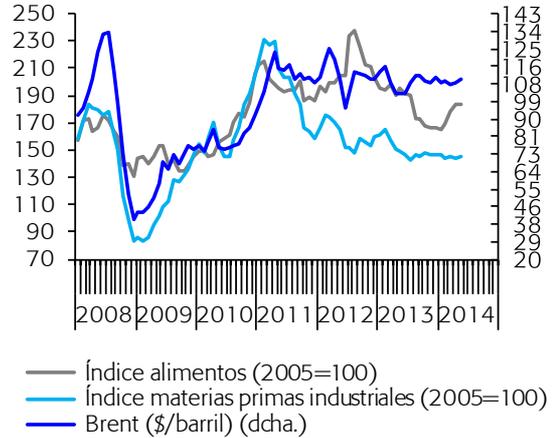
**Indicadores de precios**

7.1 - Índice de precios al consumo  
Variación interanual en %



Fuente: INE.

7.2 - Precios materias primas  
Dólares e índice



Fuentes: Ministerio de Economía y *The Economist*.

El crédito nuevo a las pequeñas y medianas empresas y a los hogares ha seguido creciendo en los primeros meses del año. En el caso de los hogares, se registran ascensos tanto en el crédito al consumo como a la compra de vivienda. Sorprende el fuerte ritmo de crecimiento de este último, si bien hay que tener en cuenta que se parte de niveles muy reducidos: el volumen actual apenas supone el 15% del alcanzado en 2006 (gráfico 5.4).

**Previsiones 2014-2015**

El resultado del primer trimestre ha sido, a grandes rasgos, el esperado, si bien con un cambio de signo en la evolución del saldo exterior y, consecuentemente, en la aportación de este al crecimiento del PIB. Esto no es deseable ni sostenible ya que la reducción del endeudamiento –proceso al que todavía le queda un largo recorrido para estar concluido– exige la generación de excedentes financieros frente al exterior. Por ello, entre otros factores, se prevé que en los próximos trimestres el comportamiento de los distintos agregados del gasto se atenga en mayor medida a la fase cíclica actual, lo que significa que las

aportaciones al crecimiento tanto de la demanda nacional como del sector exterior sean positivas en ambos casos, si bien la de este último será considerablemente inferior a la registrada en los años de recesión, debido precisamente al efecto del crecimiento de la demanda nacional sobre las importaciones.

Por otra parte, la continua mejoría de las condiciones financieras experimentada durante la primera mitad de este año, que se ha reflejado en la reducción de la rentabilidad de la deuda pública hasta mínimos históricos y en la disminución de la prima de riesgo, se ha intensificado tras las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo en su reunión del 5 de junio. El resultado será una mayor facilidad de acceso a financiación y, sobre todo, una reducción de los tipos de interés a largo plazo del crédito a empresas y hogares, que además se van a mantener reducidos previsiblemente durante un periodo de tiempo muy prolongado. Esto favorecerá notablemente el proceso de recuperación de la economía española, tanto por la vía del estímulo a la inversión como de la reducción de la carga financiera de la deuda de empresas, hogares y AA.PP.

El mayor riesgo procede del exterior, concretamente, como ya se ha señalado, del peligro de que se generen tensiones en los mercados financieros como consecuencia de la progresiva retirada de las medidas de expansión cuantitativa en Estados Unidos y del aumento de sus tipos de interés que podría producirse el próximo año, así como del peligro de pinchazo de posibles burbujas en los mercados financieros.

---

*La previsión para 2015 también ha sido revisada al alza, hasta el 2,2%, cuatro décimas porcentuales más que en las anteriores previsiones.*

---

Teniendo en cuenta las tendencias recientes y el entorno exterior y financiero, la previsión de crecimiento del PIB para 2014 ha sido revisada al alza en dos décimas porcentuales, hasta el 1,4%. La previsión para 2015 también ha sido revisada al alza, hasta el 2,2%, cuatro décimas porcentuales más que en las anteriores previsiones (cuadro 1). La evolución intertrimestral presentará un perfil relativamente estable, con tasas que fluctuarán entre el 0,5% y el 0,6%, lo que en términos anualizados representa un ritmo de entre el 2,0% y el 2,5% (gráfico 8.1).

El consumo privado crecerá un 1,7% en 2014, apoyado en el incremento de la renta disponible de los hogares, que en 2014 presentará un modesto ascenso por primera vez desde 2009 gracias al aumento del empleo y de las rentas no salariales y a la reducción de los pagos por intereses de la deuda (gráfico 8.3). Este crecimiento de la renta será algo inferior al del consumo, lo que supone que la tasa de ahorro descenderá hasta mínimos históricos, por debajo del 10% de la renta disponible. En 2015 existirá un margen algo mayor para el aumento del gasto, debido en buena medida a la anunciada bajada del impuesto sobre la renta, lo que permitirá acelerar el crecimiento del consumo hasta un 2,0%, y al mismo tiempo recuperar ligeramente la tasa de ahorro. Con respecto al consumo público, se estima que se reducirá un 0,8% en 2014 y un 0,5% en 2015.

La formación bruta de capital fijo en construcción moderará su ritmo de ajuste hasta tasas del -4,9% y el -1,4% en 2014 y 2015 respectivamente, aunque este componente de la demanda ha sido revisado a la baja –mayor caída en comparación con las previsiones anteriores– debido a su evolución peor de la prevista en el primer trimestre (gráfico 8.3). El mercado inmobiliario tocará fondo a lo largo de este año, lo que permitirá que en la segunda mitad de 2015 comience a remontar la inversión en construcción residencial. La inversión en bienes de equipo y otros productos, por el contrario, se ha revisado al alza hasta un 8,3% este año, y un 6,0% el próximo. Se trata fundamentalmente, de inversión destinada a la reposición del capital productivo, y financiada en gran parte con los recursos propios de las empresas.

---

*El mercado inmobiliario tocará fondo a lo largo de este año, lo que permitirá que en la segunda mitad de 2015 comience a remontar la inversión en construcción residencial.*

---

En suma, la demanda nacional en su conjunto registrará aportaciones positivas al crecimiento del PIB de 1 punto porcentual en 2014 y de 1,6 puntos en 2015, lo cual no sucedía desde 2007 (gráfico 8.2).

La previsión de crecimiento para las exportaciones se ha elevado hasta el 5% este año, como consecuencia fundamentalmente de la revisión al alza del crecimiento esperado para las exportaciones de servicios, que están presentando un vigor mayor de lo esperado. La previsión para el año próximo también se ha modificado ligeramente al alza hasta el 5,3%.

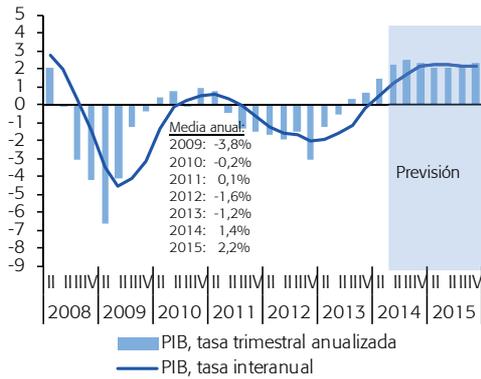
El mayor crecimiento esperado para la demanda nacional ha dado lugar a un ascenso de la previsión de las importaciones hasta un 4,0% y un 3,9% en 2014 y 2015 respectivamente. Como consecuencia de la evolución conjunta de exportaciones e importaciones, la aportación del sector exterior será positiva, aunque inferior a la observada en los últimos años (gráfico 8.2).

Gráfico 8

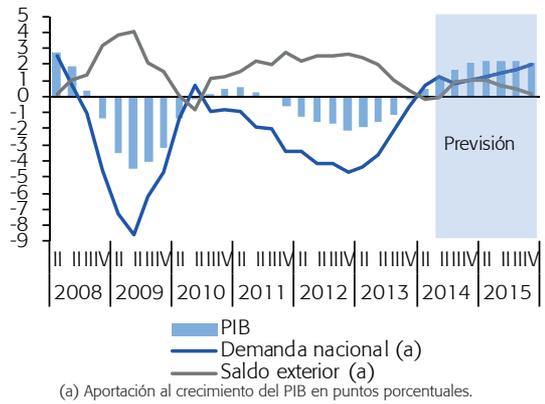
**Previsiones Funcas para 2014-2015. Perfil trimestral**

Variación interanual en %, salvo indicación en contrario

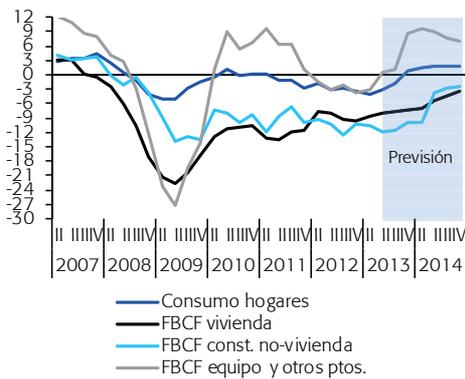
8.1 - PIB



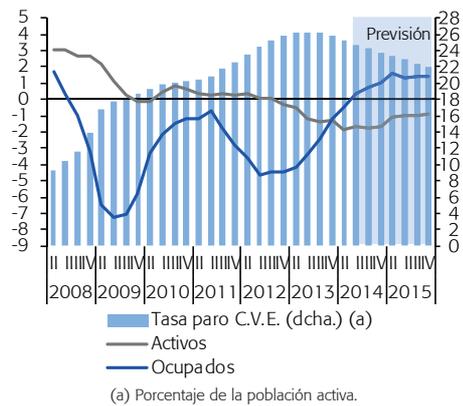
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



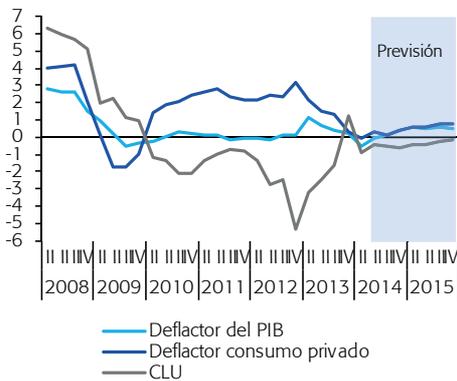
8.3 - Agregados de la demanda nacional



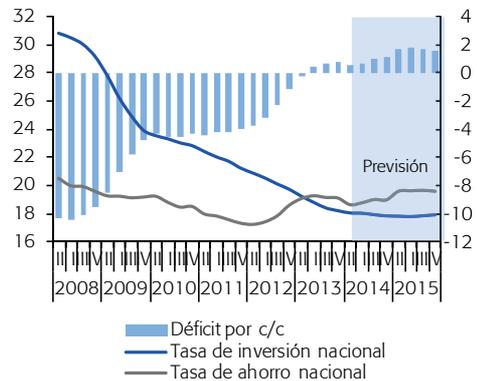
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



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



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

Cuadro 1

## Previsiones económicas para España, 2014-2015

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados			Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	2012	2013	2014	2015	2014	2015
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>							
<b>PIB, pm</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	-2,8	-2,1	1,7	2,0	0,4	0,5
Consumo final administraciones públicas	4,3	-4,8	-2,3	-0,8	-0,5	0,5	0,4
Formación bruta de capital fijo	6,2	-7,0	-5,1	0,8	2,1	0,1	-0,5
Construcción	5,6	-9,7	-9,6	-4,9	-1,4	-3,0	-2,5
Construcción residencial	7,6	-8,7	-8,0	-5,1	-2,2	-0,3	-0,5
Construcción no residencial	3,9	-10,6	-10,9	-4,8	-0,7	-5,1	-3,9
Equipo y otros productos	7,4	-2,6	1,7	8,3	6,0	4,2	1,7
Exportación bienes y servicios	6,7	2,1	4,9	5,0	5,3	1,4	0,4
Importación bienes y servicios	9,3	-5,7	0,4	4,0	3,9	1,7	0,4
<b>Demanda nacional (b)</b>	<b>4,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
Saldo exterior (b)	-0,8	2,5	1,5	0,4	0,6	0,0	0,0
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	1.029,3	1.023,0	1.036,9	1.064,8	--	--
- % variación	7,4	-1,6	-0,6	1,4	2,7	-0,3	0,2
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	3,6	0,0	0,6	0,0	0,5	-0,5	-0,2
<b>Deflactor del consumo de los hogares</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-4,8	-3,4	0,6	1,4	0,1	0,3
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	3,3	2,3	0,8	0,8	0,1	0,1
Remuneración de los asalariados	7,2	-5,6	-3,5	0,8	1,9	0,0	0,3
Excedente bruto de explotación	7,3	1,6	1,3	1,6	3,2	-0,9	-0,2
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,2	0,2	0,7	0,2	0,5	-0,2	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	-3,0	-1,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>12,5</b>	<b>24,8</b>	<b>26,1</b>	<b>24,5</b>	<b>22,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>							
Tasa de ahorro nacional	22,2	18,5	19,0	19,0	19,5	-0,5	-0,4
- del cual, ahorro privado	18,9	23,0	23,9	22,7	22,5	-0,7	-0,9
Tasa de inversión nacional	26,6	19,8	18,2	17,9	17,9	-0,2	-0,3
- de la cual, inversión privada	23,1	18,0	16,8	16,5	16,6	-0,3	-0,3
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-4,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-0,6	1,5	1,7	2,2	-0,3	-0,2
- Sector privado	-2,6	10,0	8,6	7,2	6,8	-0,8	-1,0
<b>- Sector público (déficit AA.PP.)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-10,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>
<b>- Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin.</b>	<b>--</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>
Deuda pública bruta	53,5	86,0	93,9	99,4	103,0	-0,3	-1,3
<b>4. Otras variables</b>							
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,0	10,3	10,4	9,8	10,0	-0,5	-0,4
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,5	122,9	116,5	111,5	106,2	-0,7	-1,2
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	82,1	133,6	129,0	119,2	110,6	0,8	-0,3
Deuda externa bruta española (% del PIB)	92,5	167,9	159,7	154,8	149,1	-4,7	-4,8
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,1	0,5	0,5	0,7	-0,1	-0,2
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	5,9	4,6	2,9	2,7	-0,3	-0,6

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

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

Fuentes: 1996-2013: INE y BE; Previsiones 2014-2015: Funcas.

Con respecto al empleo, se prevé un crecimiento del 0,6% este año y del 1,4% el próximo, lo que representa una creación de 90.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en 2014 y de 222.000 en 2015 (gráfico 8.4). La tasa de desempleo media anual será del 24,5% y del 22,6% respectivamente, lo que supone una reducción en el número de parados de casi un millón de personas a lo largo estos dos años (cuarto trimestre de 2015 sobre cuarto de 2013). En torno a las dos terceras partes de esa reducción procederá de la caída de la población activa –como consecuencia del descenso de la población en edad de trabajar– y una tercera parte se deberá al aumento en el número de ocupados.

La productividad aparente del factor trabajo se va a ralentizar notablemente con respecto al ritmo de crecimiento que ha presentado en los últimos años, pero seguirá siendo superior al incremento de las remuneraciones salariales, de modo que los costes laborales unitarios seguirán descendiendo, si bien a tasas más moderadas.

El saldo de la balanza por cuenta corriente arrojará superávits crecientes, aunque su cuantía esperada se ha revisado a la baja hasta el 1,1% del PIB en 2014 y el 1,6% en 2015 (gráfico 8.6). El déficit público –excluidas las ayudas a instituciones financieras– se reducirá este año hasta el 5,5% del PIB y hasta el 4,6% en 2015 (los objetivos oficiales son 5,5% y 4,2%, respectivamente), gracias sobre todo al impacto favorable del ciclo y al menor gasto en intereses de la deuda pública, unido todo ello al incremento del denominador de la ratio por el aumento del PIB nominal. En la previsión de déficit para 2015 se han incluido los efectos de una reforma limitada del impuesto de la renta personal cuyo alcance era desconocido en el momento de la elaboración de las previsiones, por lo que debe considerarse como puramente tentativa.

En suma, La recuperación de la economía española se va consolidando progresivamente.

El crecimiento del PIB va tomando fuerza y, algo que es muy importante, ha empezado a crearse empleo. Al mismo tiempo, continúan los procesos de desapalancamiento del sector privado, lo que no es incompatible con que empiecen a aumentar los flujos de crédito nuevo a este sector. Las condiciones financieras para el conjunto de la economía mejoran visiblemente como consecuencia tanto del saneamiento y recapitalización llevados a cabo en el sector financiero doméstico como de la mejor disposición de los mercados internacionales. Los indicadores de confianza también muestran una notable mejora. Todo ello permite prever que la recuperación continúe y vaya ganando fuerza en los próximos trimestres.

Ahora bien, en la reciente coyuntura se observan algunos rasgos no deseables ni sostenibles a medio plazo. La fuerte recuperación del consumo de bienes duraderos y sobre todo de la inversión en bienes de equipo provoca un crecimiento elevado de las importaciones, justo cuando las exportaciones se han debilitado como consecuencia de la caída de la demanda de los mercados emergentes. Ello se ha traducido en una aportación negativa de la demanda externa neta al crecimiento del PIB y en una reducción del incipiente superávit por cuenta corriente frente al exterior. Si estas tendencias continuaran, pronto volvería a aparecer el déficit por cuenta corriente y, con él, la tendencia creciente de la deuda. Es difícil imaginar que en tales condiciones pudiera consolidarse una verdadera recuperación. Por ello, la orientación de la política económica debe seguir centrada en potenciar las exportaciones más que el consumo y en progresar en la consolidación de los desequilibrios del sector público, con la vista puesta en elevar la capacidad de ahorro del conjunto de la economía. La economía española necesita ciertamente elevar su tasa de inversión para afianzar el potencial de crecimiento y crear empleo, pero esta inversión debe financiarse con ahorro interno y no con más deuda externa.

# Inversión exterior de España: cambios tras la crisis

Sara Baliña y Ángel Berges\*

**Uno de los efectos de la crisis financiera ha sido el importante vuelco registrado en la posición exterior de la economía española. Esta se había visto reforzada desde el nacimiento del euro, con un incremento sustancial de las operaciones de adquisición de activos financieros, fundamentalmente, a través de operaciones de Inversión Extranjera Directa (IED). La duración y naturaleza de la crisis reciente ha reducido los nuevos flujos de inversión, sobre todo los materializados en financiación bancaria a corto plazo coincidiendo con el proceso de *desapalancamiento* en el que se halla inmerso el sector financiero. Ello, unido a la caída de valor experimentada por inversiones realizadas en el pasado, está mermando la posición de activo de España en el exterior, limitando la mejora de la Posición de Inversión Internacional y conteniendo las rentas del capital percibidas del resto del mundo.**

*El objetivo del presente artículo es analizar el proceso de internacionalización financiera de España, caracterizando la fase de mayor expansión, que se extiende desde 2000 hasta el inicio de la crisis, y abordando, a continuación, las repercusiones de la crisis reciente en la reacción de las empresas españolas en lo que se refiere a su estrategia de presencia en el mercado internacional. En este sentido, se establecen dos períodos en los que España ha visto caer el valor de su posición de activo exterior: 2009-2010, y el iniciado en 2013 que se extiende hasta la actualidad.*

## El proceso de internacionalización hasta el inicio de la crisis

Al igual que en la mayoría de economías, la primera fase de internacionalización de España tuvo su principal manifestación en un incremento sustancial de la apertura comercial coincidiendo con la adhesión a la UE en 1986. El volumen total de

exportaciones e importaciones de bienes y servicios pasó de representar un 36% del PIB en ese año a alcanzar el 60% a principios de la década de 2000.

El nacimiento del euro, con las consiguientes ganancias de credibilidad de la política monetaria, la convergencia de los tipos de interés nominales entre los países miembros de la eurozona y

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

la desaparición del riesgo de cambio en las transacciones efectuadas entre los países de la zona del euro, supuso el relanzamiento del proceso de internacionalización financiera de la economía española.

*Entre 2000-07 España realizó operaciones de compra de activos financieros en el resto del mundo por un montante medio de 134.000 millones de euros anuales.*

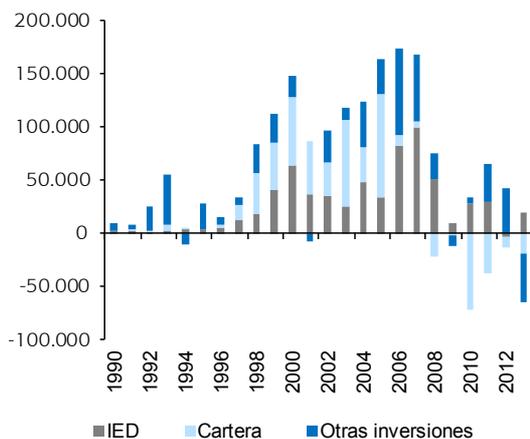
El hecho de que la constitución de la zona del euro coincidiese con una intensificación de la globalización financiera a nivel mundial, caracterizada por la desregulación de este tipo de transacciones y el aumento de los flujos de capital transfronterizo, supuso un incentivo adicional para que empresas ya exportadoras o con ventajas competitivas en el ámbito doméstico decidiesen reforzar o iniciar su incursión en el mercado internacional. Lo hicieron, fundamentalmente, a través de operaciones de IED en sus distintas modalidades.

Los flujos netos de adquisición de activos financieros de España en el exterior dan cuenta de este proceso. Según los datos de la *Balanza Financiera*

Gráfico 1

### Flujos de inversión en activos financieros de España en el exterior por modalidad

(millones de euros)

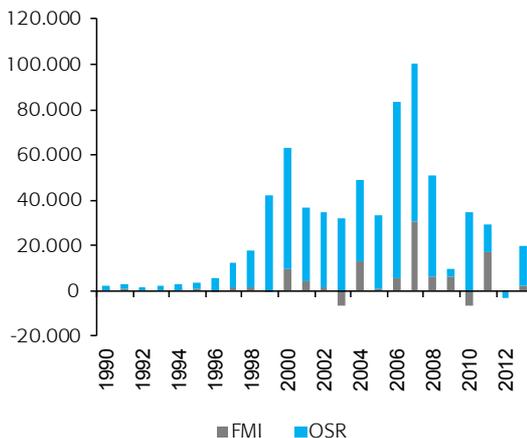


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 2

### Flujos de IED de España en el exterior por sector institucional

(millones de euros)



Notas: FMI: instituciones financieras monetarias; OSR: otros sectores residentes (empresas).

Fuente: Banco de España y AFI.

del Banco de España, entre los años 2000-2007 la economía española realizó operaciones de compra de activos financieros en el resto del mundo por un montante medio de 134.000 millones de euros anuales (en torno al 16% del PIB), destacando la estabilidad de dichas operaciones en el período mencionado. El 40% de las mismas se materializó en decisiones de IED llevadas a cabo, mayoritariamente, por el sector empresarial no financiero y concretadas en la adquisición –total o parcial, pero buscando el control– de empresas extranjeras.

Las inversiones de cartera también aglutinaron buena parte de los flujos de inversión exterior de España en los años de expansión, suponiendo en alguno de ellos más del 60% del total. Aun cuando el sector financiero haya tenido una mayor importancia relativa en estas decisiones de inversión que en las de IED, es de nuevo el sector corporativo el que ha concentrado el grueso de las inversiones de cartera a través de la compra de paquetes minoritarios de acciones o participaciones empresariales (el carácter minoritario de estas adquisiciones es lo que justifica que no se trate como una decisión de IED).

La financiación bancaria a corto plazo, otorgada a contrapartes extranjeras y representada en préstamos o depósitos clasificados como "otras inversiones", presenta un perfil más volátil, pero llegó a ser representativa en los años inmediatos al inicio de la crisis financiera de 2008, fruto de la expansión de la financiación interbancaria que acompañó al crecimiento del endeudamiento privado.

Como resultado del proceso de internacionalización anteriormente comentado, el valor de los activos financieros de España en el exterior pasó de 350.000 millones de euros a finales de los años noventa a superar 1,3 billones en 2007, siendo mínimo el impacto que han tenido los cambios de valoración en las inversiones realizadas. La comparación entre las adquisiciones netas de activos financieros del conjunto de la economía que proporcionan las *Cuentas Financieras* y la variación anual del valor de los activos en el exterior recogida en la Posición de Inversión Internacional permite extraer dicho "efecto valoración".

Teniendo en cuenta la elevada magnitud del déficit por cuenta corriente en los años 2000 (próximo al 10% del PIB), la deuda externa captada por España fue destinada no solo a financiar el gasto interno en inversión no cubierto por el ahorro nacional, sino también a buena parte de los flujos de adquisición de activos financieros en el resto del mundo.

Al margen del recurso al endeudamiento que, en muchos casos, hizo posible la compra de participaciones empresariales en el extranjero, en un contexto de laxitud monetaria, facilidad de acceso al crédito y buenas expectativas de negocio, las derivadas del aumento de la internacionalización financiera fueron: (i) la ampliación del *stock* de IED en el exterior y (ii) las rentas del capital derivadas de dichas inversiones y que nutrieron los ingresos de la balanza de rentas.

Respecto al primer punto, el valor de las inversiones en IED de España llegó a suponer en 2007 casi 400.000 millones de euros (37% del PIB) cuando en 1998 era de apenas 52.000 millones (menos de un 10% del PIB). El *stock* de IED de España en relación al tamaño de su economía

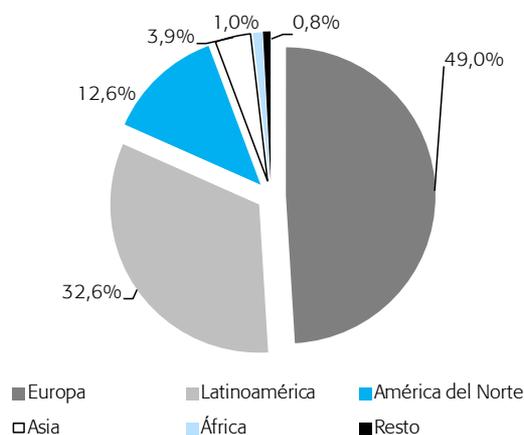
es similar al de Alemania y superior al de países como EE.UU. o Italia.

En este sentido, es relevante mencionar la naturaleza de los flujos de IED llevados a cabo por España en ese período. En la primera fase de expansión internacional de las empresas españolas (desde finales de los noventa hasta 2001-2002), la mayoría de las inversiones en IED se materializaron en Latinoamérica y, en particular, en los sectores de la energía y las comunicaciones (es el caso de la adquisición por parte de Repsol de la empresa argentina YPF en 1999). Las emisiones de acciones y participaciones, junto con la contratación de préstamos bancarios, sirvieron de base de financiación de la IED en estos años.

En la segunda fase, que abarca desde 2002 hasta 2007, la Unión Europea sustituyó a Latinoamérica como principal destino de la IED española, alcanzando, según los datos de Datainvox, el 64% de participación en el *stock* total de IED emitida por España en 2007. El cambio sectorial fue significativo. La industria y la construcción ganaron peso relativo aun cuando la energía y las telecomunicaciones continuaron concentrando un porcentaje significativo de la inversión total. Las operaciones de Telefónica con la compra de O2 o la de Iberdrola con la adquisición de Scottish

Gráfico 3

### Stock de IED de España en 2012 por área geográfica (% sobre el total)

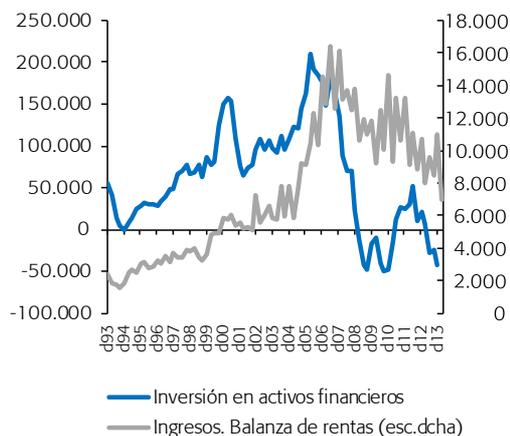


Fuente: AFI, Datainvox.

Gráfico 4

### Adquisición neta de activos financieros de España en el exterior e ingresos por rentas

(millones de euros; flujos trimestrales)

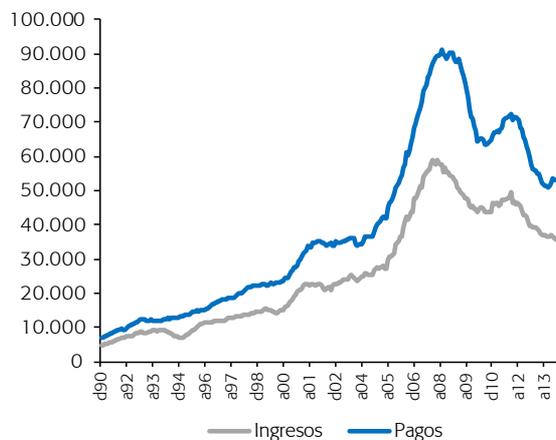


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 5

### Balanza de rentas de España

(millones de euros; flujos acumulados últimos 12 meses)



Fuente: Banco de España y AFI.

Power se realizaron en esos años. El recurso al endeudamiento, vía emisión de bonos o la contratación de préstamos con el sector bancario residente, sustituyó a los recursos propios como principal fuente de financiación de la IED.

Con relación a los rendimientos obtenidos por España de sus inversiones en el exterior, cabe destacar el aumento de las rentas del capital en para-

lelo al incremento de las operaciones netas de inversión en activos financieros. Considerando que las rentas del trabajo son residuales, el aumento en 42.000 millones de euros de los ingresos por rentas entre 1998 y 2007 tiene su correspondencia en los rendimientos del capital. El motivo por el cual el saldo de la balanza de rentas ha sido persistentemente deficitario es el abultado volumen de las rentas pagadas por el endeudamiento externo contraído, llegando casi a duplicar los ingresos por este concepto en algunos años.

## El impacto de la crisis actual en la decisiones de inversión exterior de España

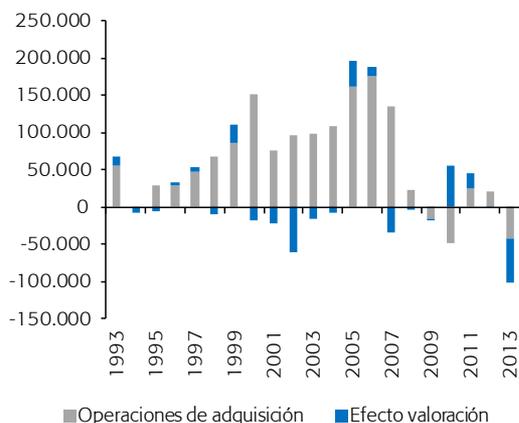
La crisis financiera que emergió en 2008 alteró de forma sustancial la función de decisión de las empresas españolas en cuanto a su proceso inversor en el exterior. El carácter sistémico de la crisis y el hecho de que haya tenido en el cierre de los mercados de financiación mayorista y en el colapso de los canales de liquidez interbancarios de sus máximos exponentes, justifica la aceleración de la caída de los flujos de inversión de España. Un patrón que, al igual que en el período de expansión, afectó al grueso de economías, pero fue más intenso en aquellas con una mayor dependencia de la financiación bancaria, un déficit por cuenta corriente más elevado y un endeudamiento privado también más significativo.

En España, el proceso de reducción de las inversiones en el exterior tuvo dos fases claramente diferenciadas: la primera se produjo en 2009-2010, con desinversiones por un volumen acumulado en ambos ejercicios de 64.500 millones de euros; la segunda se inició a principios de 2013 y se prolonga hasta el momento. Uno de los elementos diferenciales entre ambas es que en la primera el incremento de la valoración de los activos en el exterior compensó buena parte del impacto que tendrían las desinversiones en la posición total de activo, mientras que en la segunda las ventas netas de activos han venido acompañadas de una caída del valor de los mismos ("efecto valoración" negativo). De hecho, en

Gráfico 6

### Variación del valor de los activos financieros de España en el exterior: adquisición neta de activos y efecto valoración

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

2013, la posición de inversión de España en el exterior registró la cesión más abultada de las dos últimas décadas (-102.000 millones de euros), explicando la pérdida de valor un 60% de dicha corrección.

*Desde 2012, los flujos de IED han empezado a ralentizarse aunque son las posiciones en derivados y financiación bancaria a corto plazo las que lideran las desinversiones de España en el exterior.*

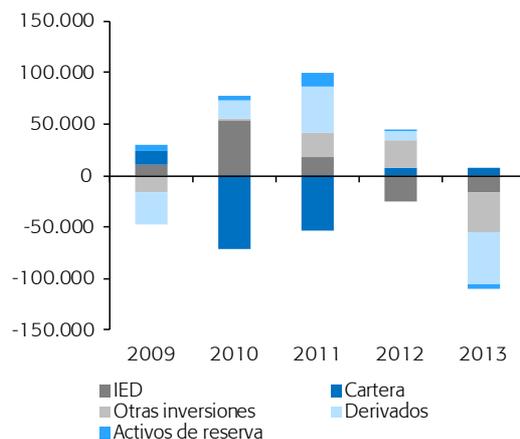
Otro factor diferencial entre las dos fases está relacionado con la naturaleza de los flujos de desinversión. En 2009-2010, estos se materializaron, fundamentalmente, en decisiones de inversión de cartera. Desde 2012, los flujos de IED han empezado a ralentizarse aunque son las posiciones en derivados y financiación bancaria a corto plazo ("otras inversiones") las que lideran la caída.

De nuevo, se hace necesario distinguir las causas que explican el deterioro de las inversiones de España en los últimos trimestres. Tal y como

Gráfico 7

### Variación anual del valor de los activos financieros de España en el exterior por modalidad de inversión

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

se observa en los gráficos adjuntos, la intensificación del proceso de *desapalancamiento* del sector bancario justifica el cierre de posiciones de financiación a corto plazo recogidas en "otras inversiones" y que, en última instancia, están asociadas con operaciones de depósitos o *repos*. Las ventas de carteras de deuda extranjera (pública o privada) por parte de las entidades financieras también explican una parte de las desinversiones netas de España en el exterior.

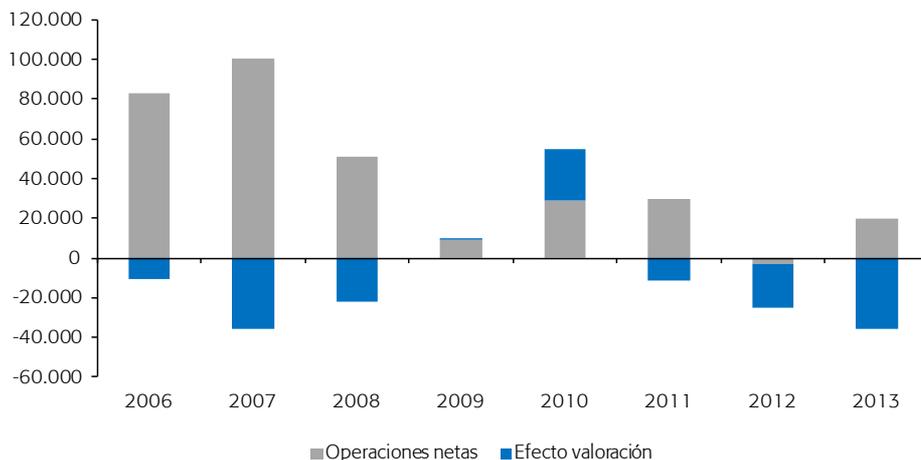
En el caso de la IED, el "efecto valoración" negativo es el que está condicionando el valor de los activos españoles materializados en esta modalidad de inversión, ya que tras la cesión de 2012, los nuevos flujos (principalmente, en forma de participaciones empresariales no accionariales y beneficios retenidos) han conseguido recuperarse aunque se mantienen lejos de los volúmenes de 2006-2008. El retraso de las decisiones de expansión internacional a causa de la duración de la crisis reciente y la pérdida de pulso de algunas de las economías emergentes receptoras de flujos financieros españoles contendrán las inversiones en IED.

La contrapartida a esta dinámica es la ralentización de los ingresos por rentas del capital que

Gráfico 8

**Variación anual de la posición de activo en IED de España en el exterior**

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

España recibe por sus inversiones en el exterior que, al mismo tiempo, se ven afectados por la

*Los ingresos por rentas del capital acusan la ralentización de las inversiones en el exterior.*

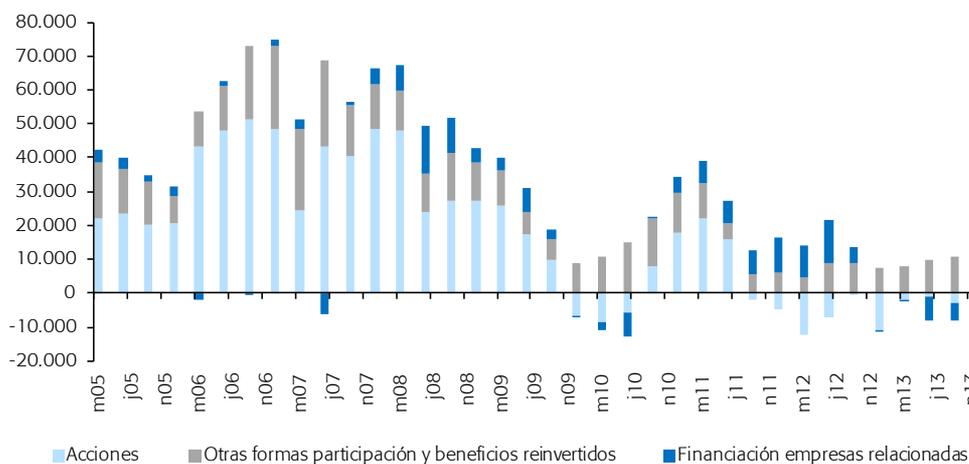
cesión de rentabilidades en el grueso de activos de renta fija. Frente a un promedio de 45.000

millones de euros anuales entre 2009-2012, los ingresos por rentas se cifraron en 2013 en 36.800 millones; una tendencia que se está acentuando en el inicio de 2014. En el primer trimestre de este año, los ingresos fueron de 6.900 millones, mil millones menos que en el mismo período de 2013. Teniendo en cuenta que los pagos por rentas al exterior no se están conteniendo a igual ritmo, el saldo deficitario de balanza de rentas

Gráfico 9

**Flujos de IED de España en el exterior por tipo de instrumento**

(millones de euros; flujos acumulados en los últimos 12 meses)

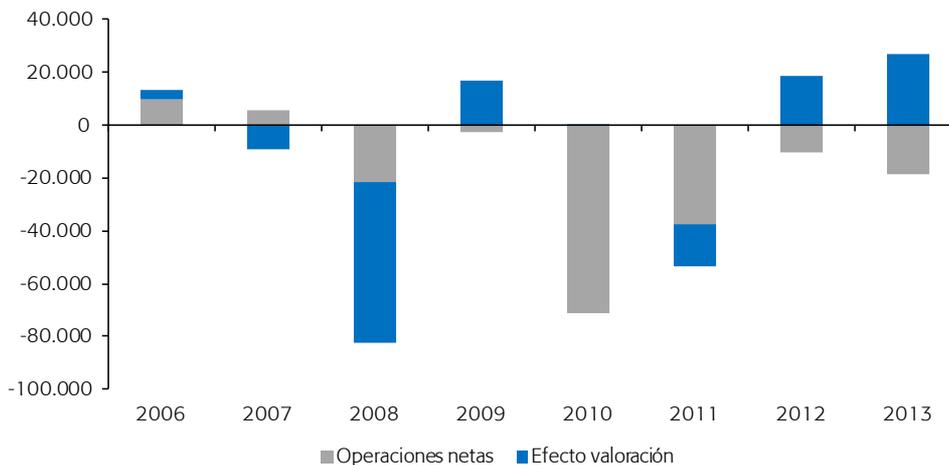


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 10

**Variación anual de la posición de activo en inversión de cartera de España en el exterior**

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

ha empezado a incrementarse desde finales del pasado ejercicio, situándose en el entorno de 17.000 millones de euros (1,7% del PIB).

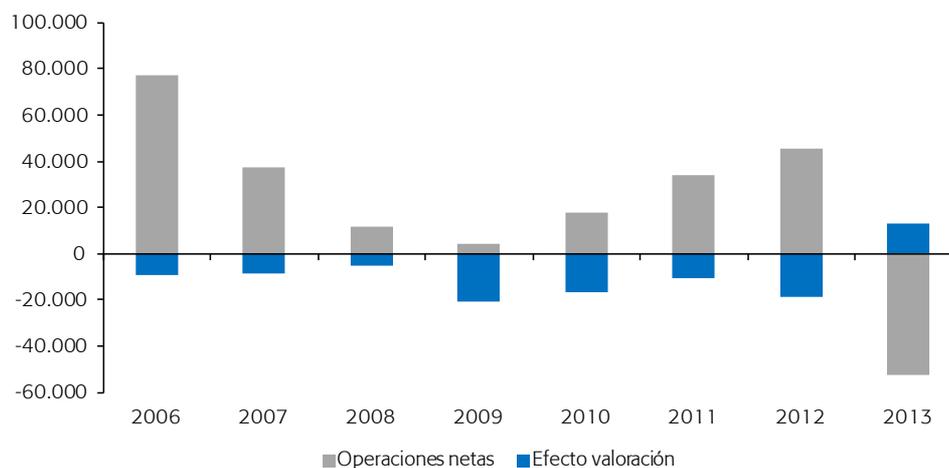
El comportamiento de la balanza de rentas es especialmente relevante para poder asistir a mejoras sostenibles del superávit exterior de España.

La inversión del signo del saldo de la balanza por cuenta corriente, de negativo a positivo, a partir de mediados de 2013, ha sido el resultado de la fuerte contención del déficit comercial y del aumento del superávit de servicios con motivo de la intensa recuperación del turismo extranjero y del dinamismo de las exportaciones de servicios

Gráfico 11

**Variación anual de la posición de activo en "otras inversiones" de España en el exterior**

(millones de euros)

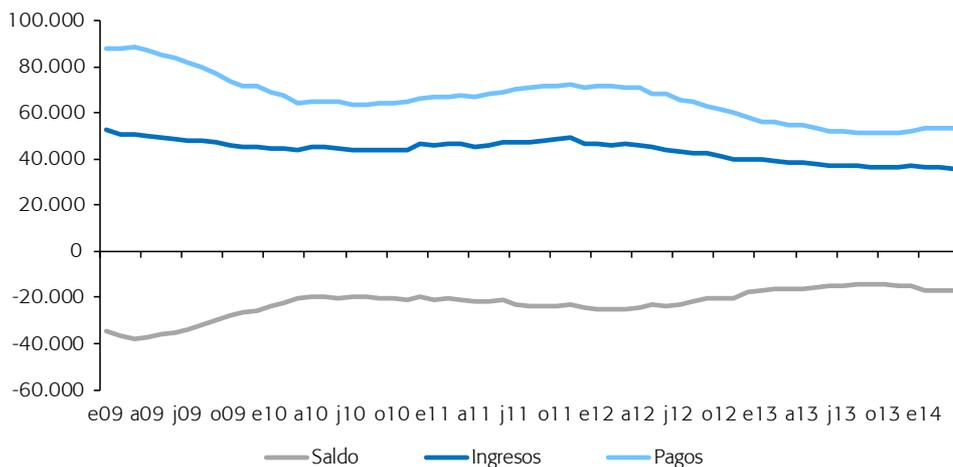


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 12

**Balanza de rentas de España**

(millones de euros; flujos acumulados en los últimos 12 meses)



Fuente: Banco de España y AFI.

no turísticos (servicios empresariales, financieros, de transporte, etc.); pero puede verse lastrado por el deterioro en la balanza de rentas.

La desagregación del saldo de la balanza corriente en sus componentes estructural y cíclico revela que buena parte de la mejora relativa observada durante la crisis ha sido de carácter estructural o de largo plazo, es decir, determinada por la convergencia progresiva de la tasa de inversión en activos fijos y de la ratio de crédito bancario sobre el PIB hacia cotas más sostenibles. Ahora bien, la intensidad de la recesión económica también otorga al componente cíclico un papel significativo en la alteración de la posición exterior de España. En la medida en que se consolide la mejora de la actividad iniciada a finales de 2013, el déficit comercial tenderá a deteriorarse respecto a los niveles actuales debido a la elevada elasticidad que todavía muestran las importaciones de bienes a la estabilización de la demanda doméstica y al crecimiento de las exportaciones. El margen para que se produzcan aumentos adicionales del superávit de servicios también es reducido. Por lo tanto, un mayor deterioro de la rúbrica de rentas constituiría un lastre para la consolidación del superávit exterior español.

**Conclusiones**

La necesidad de racionalizar las nuevas decisiones de inversión, en algunos casos, y reducir el tamaño del balance, en otros muchos, seguirá limitando la recuperación de los flujos de inversión financiera de España en el resto del mundo, principalmente de aquellos que lleven aparejada una presencia permanente en el país de destino. Al mismo tiempo, la reorientación de las estrategias de negocio bancario a nivel europeo pero, sobre todo español, más sesgadas a la financiación tradicional y con un menor peso relativo de la financiación mayorista, continuará determinando el comportamiento de las inversiones a más corto plazo. Es previsible que, en adelante, el grueso de las adquisiciones netas de activos financieros en el resto del mundo se sustenten, en mayor medida, en la generación de ahorro interno, perdiendo protagonismo el recurso al endeudamiento externo como fuente de financiación de la expansión internacional. En cualquier caso, aquellas empresas pertenecientes a sectores cuya presencia en el exterior ya está consolidada y presentan buenas perspectivas de negocio deberían ser las que relancen la inversión extranjera, en un contexto en el que el mercado nacional ofrecerá menores oportunidades de crecimiento que en el pasado reciente.

# España ante la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA): un análisis comparativo

Santiago Carbó Valverde\* y Francisco Rodríguez Fernández\*\*

**La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) es un gran hito en el proceso de integración financiera europea. España está haciendo un progreso significativo en este marco, con una adopción muy avanzada de estándares técnicos en transferencias de crédito y adeudos, así como requerimientos de seguridad en pagos con tarjetas de crédito. No obstante, continúa siendo difícil anticipar el impacto global sobre los sistemas de pago.**

*La creación de la SEPA representa un gran paso para mejorar el uso, la eficiencia, y la seguridad de las transacciones de pago nacionales y transfronterizas dentro de la Unión Europea. Los potenciales ahorros anuales se estiman en 21.900 millones de euros, y se calcula que se puede liberar liquidez y líneas de crédito en más de 227.000 millones de euros. A pesar de los avances hacia la SEPA, todavía existen diferencias significativas en los sistemas de pago minoristas dentro de la UE en términos de infraestructura y, en particular, relacionados con el uso de tarjetas de pago. Este artículo también analiza el impacto de la crisis en los pagos con tarjeta y los avances recientes en este campo. Por ejemplo, las últimas decisiones tomadas en España, en consonancia con otros países como son Estados Unidos y Australia, para reducir la tasa de intercambio para las tarjetas de crédito y débito, con la esperanza de incrementar la actividad del pago con tarjeta. El impacto final de estas últimas medidas aún es difícil de estimar aunque, en todo caso, la reducción de tasas en España anticipa la implementación del Reglamento europeo a tal efecto, el (CE) 260/2012.*

## Componentes e implicaciones de la SEPA

Integrar los sistemas financieros ha sido uno de los principales objetivos de la Unión Europea en las últimas décadas. Los sistemas de pago representan una parte esencial de estos esfuerzos, que

son particularmente relevantes dentro de la zona del euro, donde se comparte una moneda única.

Las diferentes iniciativas legislativas han convergido progresivamente hacia un objetivo más general que es la creación de la conocida Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en

\* Bangor Business School y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

inglés). La idea detrás de la SEPA es que todas las transacciones (nacionales y transfronterizas) ofrezcan las mismas condiciones de facilidad, eficiencia y seguridad en cualquier país miembro.

La SEPA dio sus primeros pasos operativos en enero de 2008, cuando se pusieron en funcionamiento las Transferencias de Crédito SEPA, con lo que estas operaciones pudieron hacerse bajo los mismos estándares operativos y técnicos dentro de la UE. Le siguieron los Adeudos Domiciliados SEPA en 2009.

La SEPA cubre a todos los Estados miembros de la UE, así como Islandia, Liechtenstein, Mónaco, Noruega, San Marino y Suiza. Es un proyecto exhaustivo que incluye varios aspectos de eficiencia en los sistemas de pago, como son instrumentos comunes, estándares, procedimientos e infraestructuras. Se aplica, principalmente, a tres instrumentos de pago: transferencias de crédito, adeudos domiciliados y tarjetas de pago. La Comisión Europea ha colaborado con el Banco Central Europeo y todos los bancos centrales de los países de la SEPA para conseguir los objetivos anteriormente mencionados. Se han identificado un número de heterogeneidades en los estándares técnicos, de valoración, y de competitividad y el papel de la SEPA será transformarlos en estándares y prácticas comunes.

Dada la implicación lógica de los bancos europeos en esta iniciativa, existe también un organismo coordinador de los esfuerzos SEPA en el sector bancario, el Consejo Europeo de Pagos (EPC, por sus siglas en inglés) que, en términos prácticos ha sido la institución que define los nuevos instrumentos y estándares necesarios para garantizar la eficiencia y la seguridad de los pagos en la SEPA. Por tanto, el EPC desarrolla los esquemas de pagos y los marcos que ayudan a realizar la SEPA.

Las principales iniciativas regulatorias en relación a la SEPA han sido las siguientes:

- La Directiva de Servicios de Pago (PSD, por sus siglas en inglés), sobre el conjunto de

normas estandarizadas aplicables a todos los servicios de pago provistos en la Unión Europea. La PSD fue adoptada en España por la Ley 13/2009 de Servicios de Pago.

- Reglamento CE 294/2009 (modificado por el Reglamento 260/2012), que establece la igualdad de las comisiones en pagos nacionales y transfronterizos equivalentes en euros, excluidos los cheques.
- Reglamento CE 260/2012, que establece el plazo para la migración a los instrumentos de la SEPA fijando una serie de requerimientos técnicos y de negocio para las transferencias de créditos y adeudos domiciliados en euros.

El Reglamento CE 260/2012 es la regulación más reciente y quizás la más importante hasta la fecha. El Reglamento también es conocido como el "Reglamento de fecha límite para la SEPA", y define los plazos para la migración a los nuevos instrumentos a los criterios comunes. El plazo para la zona del euro es el 1 de febrero de 2014, y para los Estados miembros fuera de la eurozona es el 31 de octubre de 2016. A partir de esas fechas, los esquemas nacionales de transferencias de créditos y adeudos domiciliados existentes deberán ser únicos. El cuadro 1 muestra una lista exhaustiva de fechas clave en la SEPA. Una enmienda del Reglamento introdujo un periodo de transición de seis meses para los países de la zona del euro –hasta el 1 de agosto de 2014– para asegurar que no se produjeran problemas para consumidores y empresas. Durante este periodo, los bancos y las instituciones de pago todavía podrán procesar pagos que difieran de los estándares de la SEPA.

Los diferentes bancos centrales de la UE elaboran un número de indicadores que reportan el estatus de la migración a la SEPA. En el caso de España, los últimos datos facilitados por el Banco de España revelan que:

- El 86% de los adeudos domiciliados en España ya se realizaban siguiendo los estándares de la SEPA a mayo de 2014, en comparación con el 85% para la media de la UE.

## Cuadro 1

## Fechas clave de la SEPA

31 de marzo de 2012	Entra en vigor el Reglamento 260/2012; alcance paneuropeo; eliminación progresiva de los 50.000 euros de techo para aplicar en cargos equivalentes.
1 de noviembre de 2012	Las transacciones transfronterizas de las IFM (tasas de intercambio multilaterales) fueron reemplazadas por adeudos domiciliados.
1 de febrero de 2014	Plazo límite de migración a las transferencias de crédito SEPA y los adeudos domiciliados SEPA dentro de la eurozona; no se requiere código BIC ( <i>Business Identifier Code</i> ) para pagos nacionales.
1 de agosto de 2014	Final del periodo de gracia para la migración a los instrumentos de la SEPA en la zona del euro.
1 de enero de 2015	Final del plazo de los adeudos domiciliados SEPA en Letonia. Letonia se incorporó a la zona del euro el 1 de enero de 2014. Como nuevo país miembro de la eurozona, Letonia cuenta con un año para completar la migración. No obstante, los <i>stakeholders</i> han acordado un plazo final cercano para la migración a las transferencias de crédito de la SEPA en Letonia, que es el 1 de enero de 2014.
1 de febrero de 2016	No se requerirá código BIC para pagos transfronterizos; migración completa a los productos especializados.
31 de octubre de 2016	Fecha límite de las transferencias de créditos SEPA y los adeudos domiciliados SEPA para los países de la eurozona.
1 de febrero de 2017	Se eliminan las transacciones nacionales de las IFM (tasas de intercambio multilaterales) para los adeudos domiciliados.

Fuente: Banco Central Europeo.

- En el caso de las tarjetas de crédito, el 95% ya han sido adaptadas a los estándares de seguridad EMV (sistema de chips diseñado por Europay-MasterCard-Visa) en 2013 mientras que el 99% de los terminales para transferencias de fondos en el punto de venta (EFTPOS, por sus siglas en inglés) de los comercios estaban preparados también para las tarjetas con chip EMV.
- Iberpay, que es el sistema encargado de procesar las transferencias bancarias electrónicas en España, procesó efectivamente el 99,3% de las transacciones de la SEPA en el tercer trimestre de 2013.

El Reglamento SEPA marca el 1 de febrero de 2014 como el punto en el que todas las transferencias de créditos y adeudos domiciliados denominados en euros se realizarán bajo el mismo formato: Transferencias de Crédito SEPA y Adeudos Domiciliados SEPA. Junto a los adeudos domi-

ciliados y las transferencias de crédito, las tarjetas de pago representan un campo significativo para la aplicación de la SEPA en Europa. El principal objetivo es eliminar todos los obstáculos legales, barreras técnicas y de negocio para garantizar la necesaria interoperabilidad paneuropea de las tarjetas. Desde un punto de vista técnico, la transición hacia las tarjetas con chip EMV es un importante hito, pero quizás la característica más importante y controvertida se refiere a las decisiones de fijación de precios de las tarjetas de pago. En la última sección de este trabajo se cubren las medidas en relación a las tasas de intercambio en las tarjetas, incluyendo algunas decisiones tomadas en España recientemente.

¿Tiene la SEPA efectos significativos? Desde un punto de vista cuantitativo, se espera converger hacia estándares electrónicos de pago y crear un mercado único de pagos que genere un ahorro de costes considerable para todos los participantes en el mercado. Un estudio de impacto con-

## Cuadro 2

**Beneficios estimados de la SEPA**

<b>Panel A. Efectos sobre los stakeholders y generadores de beneficio (miles de millones de euros)</b>					
	<i>Empresas</i>	<i>Sector público</i>	<i>Bancos</i>	<i>Mecanismos de compensación y liquidación</i>	<i>Total</i>
Convergencia de precios	1,5	0,407	-1,9		0
Coste de procesamiento	11,7	2,5	7,4	0,34	21,9
Coste de compensación			0,344	0,344	0
Ahorro anual neto	13,2	2,9	5,9	0	21,9
Liquidez desbloqueada	179,5	38,1	9,4	NA	227

<b>Panel B. Ahorro medio por empresa y generador de beneficio (euros)</b>			
	<i>Grandes multinacionales</i>	<i>Empresas de pequeña y mediana capitalización</i>	<i>Empresas locales y compañías públicas</i>
Sistemas	43.200	11.600	120
Mantenimiento de cuenta	15.840	6.120	45
Contabilización e información	13.158	5.202	230
Total	71.838	22.922	395

Fuente: PwC y elaboración propia.

ducido por PricewaterhouseCoopers (PwC) para la Comisión Europea<sup>1</sup> con fecha de 16 de enero de 2014, resume estos beneficios con estimaciones del impacto de la terminación completa de la SEPA (véase cuadro 2):

- Existen potenciales ahorros anuales para todos los participantes (empresas, sector público, y mecanismos de compensación y liquidación) de 21.900 millones de euros como beneficio anual recurrente resultante del precio de convergencia y proceso de eficiencia (cuadro 2, Panel A). Parte de las mejoras proceden de una reducción estimada de hasta nueve millones de cuentas bancarias, resultante de infraestructuras corporativas de gestión de liquidez en euros más eficientes.
- De forma importante, se estima que 227.000 millones de euros se desbloquearon en líneas de crédito y liquidez. Estos beneficios se derivan de la centralización de tesorería (*cash pooling*) y mejoras de eficiencia en la compensación de pagos (cuadro 2, Panel A).

- Si se analiza en el beneficio medio por empresa (cuadro 2, Panel B) se espera que las grandes empresas y las empresas de pequeña y mediana capitalización disfruten de mayores ahorros en costes, aunque los beneficios parecen extenderse también a otras empresas de menor tamaño.

## Pagos minoristas en España y Europa

El apartado anterior describe el proceso de homogeneización de los estándares técnicos de la Zona Única de Pagos. En cualquier caso, es importante tener en mente que aún existen diferencias significativas en los sistemas de pago minoristas de la UE en términos de la infraestructura y del uso de los diferentes instrumentos de pago y, en particular, en relación con las tarjetas de pago. El caso español es particularmente interesante en la medida en que ha mostrado un desarrollo significativo en términos de infraestructura en los últimos

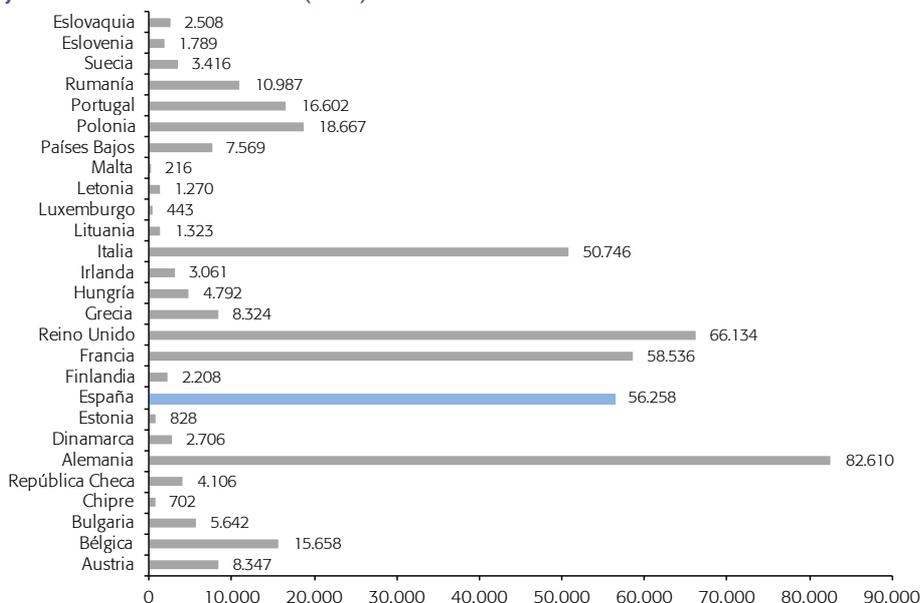
<sup>1</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/docs/sepa/140116\\_study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/docs/sepa/140116_study_en.pdf)

años, comparado con sus homólogos europeos. Todo ello, en un contexto en el que la principal referencia es la transición de pagos basados en papel a los basados en sistemas electrónicos.

Los gráficos 1 y 2 muestran el número de cajeros automáticos y los terminales de puntos de venta (TPV) para el uso de tarjetas en la UE en 2012. España tenía 56.258 cajeros automáticos en

Gráfico 1

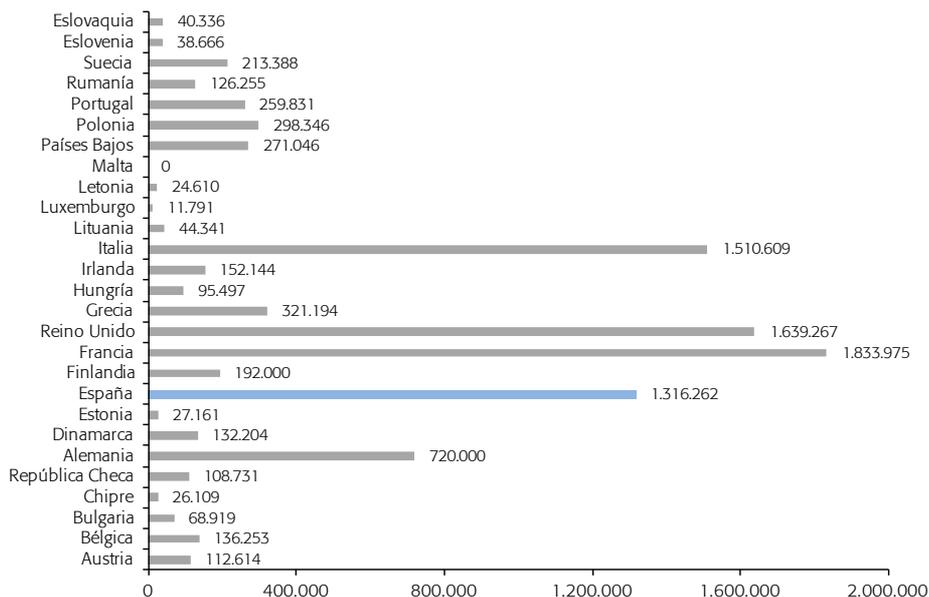
Número de cajeros automáticos en la UE (2012)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 2

Número de TPV en la UE (2012)



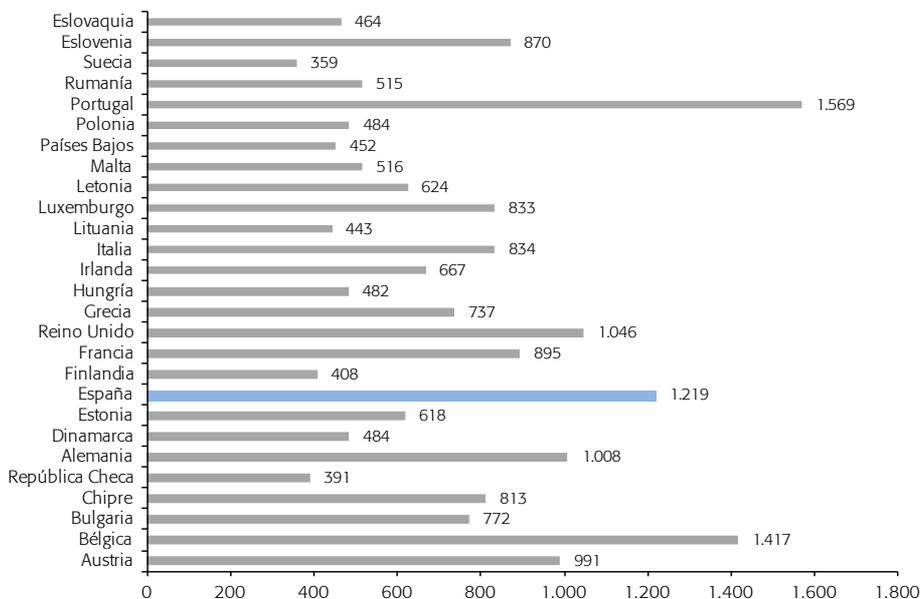
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

2012 y solo Alemania (82.610), el Reino Unido (66.134) y Francia (58.536) disponían de una mayor red de cajeros automáticos en la UE en valor absoluto.

En cuanto a los TPV, España con 1,3 millones también cuenta con la cuarta mayor red después de Francia (1,8 millones), Reino Unido (1,6) e Italia (1,5).

Gráfico 3

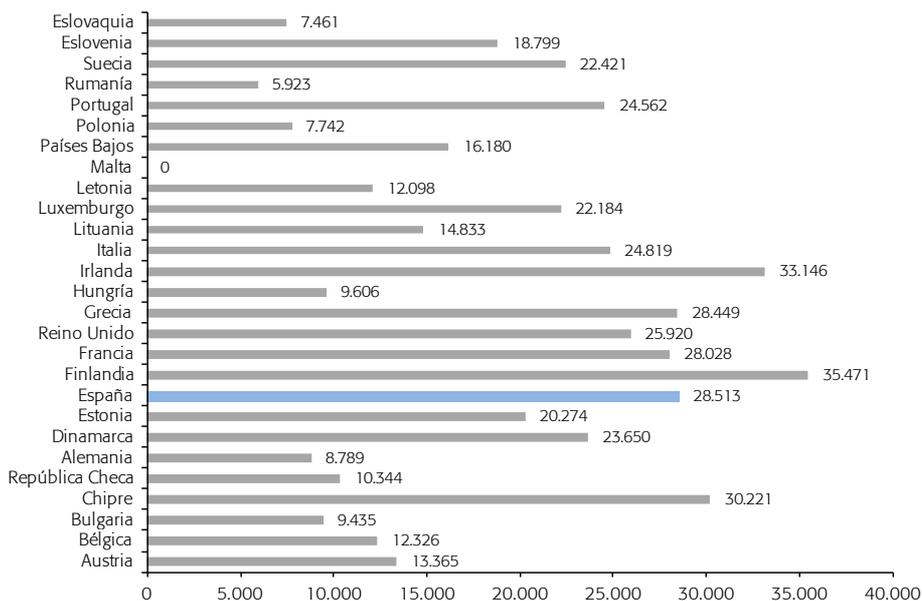
**Cajeros automáticos por millón de habitantes en la UE (2012)**



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 4

**TPV por millón de habitantes en la UE (2012)**



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

La importancia relativa de la red española de cajeros automáticos y TPV puede observarse mejor cuando estos datos se expresan en términos de unidades por habitante. En particular, la ratio cajeros automáticos por millón de habitantes (gráfico 3) fue de 1.219 en España en 2012 y solo Portugal muestra una ratio mayor (1.569).

Del mismo modo, la ratio TPV por millón de habitantes (gráfico 4) era 28.513 en España en 2012, solamente inferior a la de Finlandia (35.471), Irlanda (33.146) y Chipre (30.221).

No obstante, incluso si España ha desplegado una de las mayores redes para el uso de tarjetas de Europa, el uso de las mismas todavía permanece a nivel de la media de la UE. En particular, el valor de las transacciones como porcentaje del PIB fue del 10% en 2012. En otros países, como Reino Unido y Portugal, el uso de las tarjetas superó el 30% del PIB, mientras que en otros como Suecia, Francia, Finlandia o Dinamarca supera el 20% (gráfico 5).

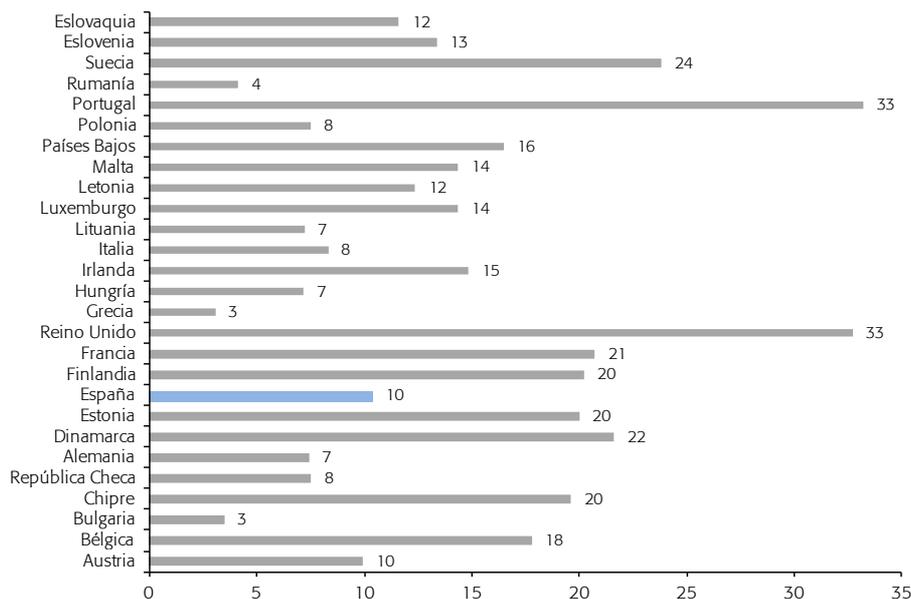
España muestra un mayor desarrollo en comparación con sus homólogos europeos en el uso

de los bancos como canales para sus pagos. En particular, en los adeudos domiciliados (principalmente para pagar recibos), que representaron el 42% del total de las transferencias bancarias de España en 2012 (gráfico 6). La ratio es solo mayor en Alemania (48%), otro país donde el uso de otros instrumentos de pago (como son las tarjetas) no está entre los mayores de la UE. No obstante, otras transacciones electrónicas a través de bancos, como son las transferencias de crédito (canalización de fondos entre cuentas) representan únicamente el 15% de las transferencias bancarias en España. La ponderación de las transferencias de crédito es mayor en los países del Este de la UE y en particular en Bulgaria donde estas alcanzaron el 82% en 2012 (gráfico 7).

Una de las razones que explican el peso relativamente menor de las transacciones con tarjetas como instrumento de pago en España es el uso alternativo de las tarjetas como dispositivo para operaciones de retirada de efectivo en cajeros automáticos. El gráfico 8 representa el número de operaciones de retirada de efectivo en cajeros

Gráfico 5

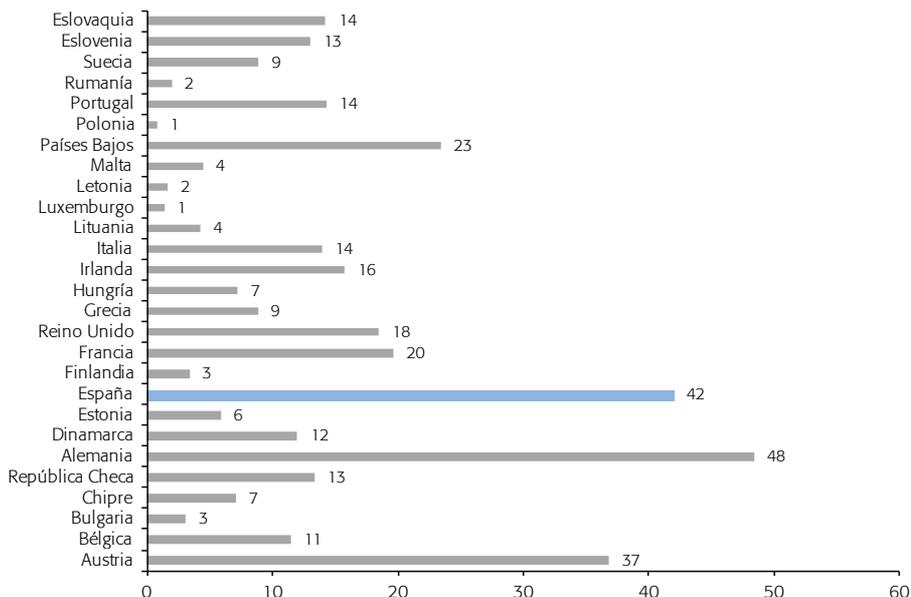
**Transacciones con tarjeta en la UE (2012)**  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 6

### Ponderación de los adeudos domiciliados sobre el total de las transferencias bancarias electrónicas en la UE (2012) (porcentaje)



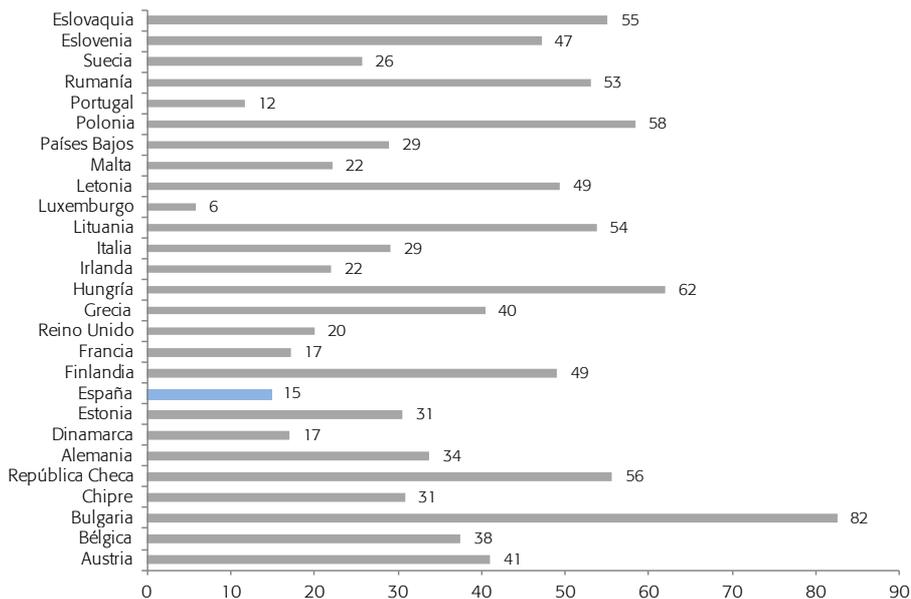
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

automáticos, que alcanzaron los 887 millones en 2012, una cifra absoluta que solo fue mayor en el Reino Unido (2.915 millones), Alemania (2.128

millones) y Francia (1.622 millones). Esto explica, de algún modo, el valor relativamente más reducido de las transacciones con tarjeta en el punto

Gráfico 7

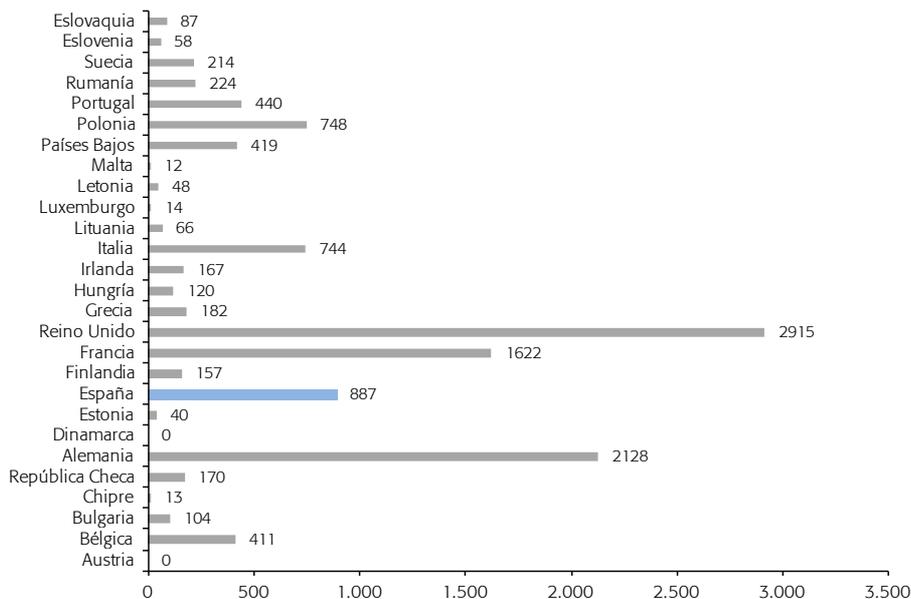
### Ponderación de las transferencias de crédito sobre el total de transferencias bancarias electrónicas en la UE (2012) (porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 8

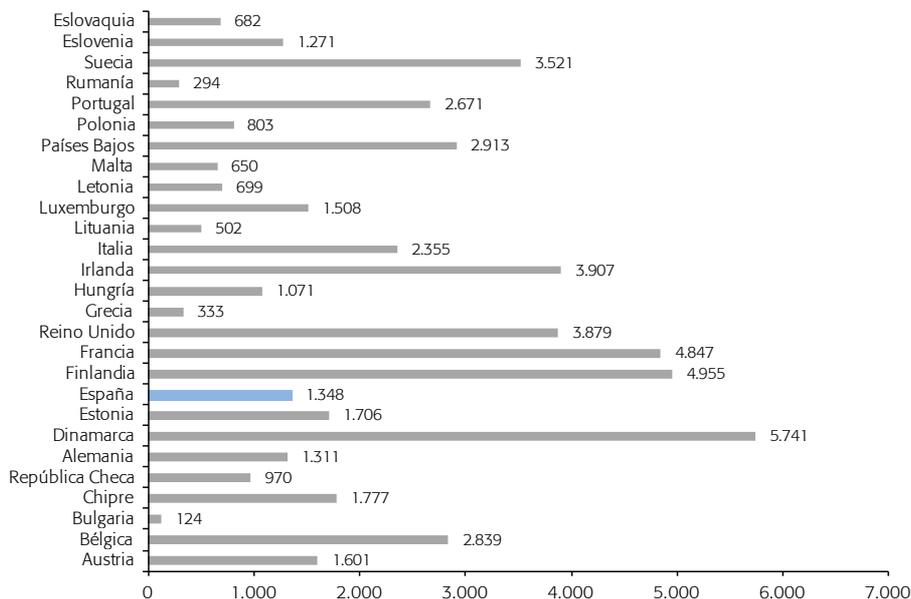
Número de operaciones de retirada de efectivo en cajeros automáticos en la UE (2012)  
(millones)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 9

Valor de las transacciones a través de TPV por tarjeta en la UE (2012)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

de venta (gráfico 9). El valor total de las transacciones con TPV por tarjeta fue de 1.348 euros en España en 2012, considerablemente menor que

en Dinamarca (5.741), Finlandia (4.955), Francia (4.847), Irlanda (3.907) y Reino Unido (3.879). Otra de las razones que explican estas diferen-

cias es la importancia de las oficinas bancarias en España y la amplia disponibilidad de oficinas y cajeros automáticos en el país. Precisamente, los cajeros automáticos fueron desplegados inicialmente como una forma de desplazar los servicios bancarios relacionados con la gestión de efectivo fuera de la oficina y se desarrollaron en paralelo con los dispositivos TPV para el pago con tarjeta en comercios. No obstante, el objetivo de los dispositivos TPV es promover el pago sin dinero en efectivo y, por tanto, estos objetivos contradictorios de los cajeros automáticos y los TPV se solapan durante algún tiempo.

## El caso de las tarjetas de pago en España: impacto de la crisis y desarrollos recientes

Este apartado presta atención específicamente a España. En particular, a la evolución de las tarjetas de pago en los últimos años, incluyendo el impacto de la crisis y algunos desarrollos regulatorios recientes.

El gráfico 10 muestra el valor de las transacciones en cajeros automáticos y terminales TPV

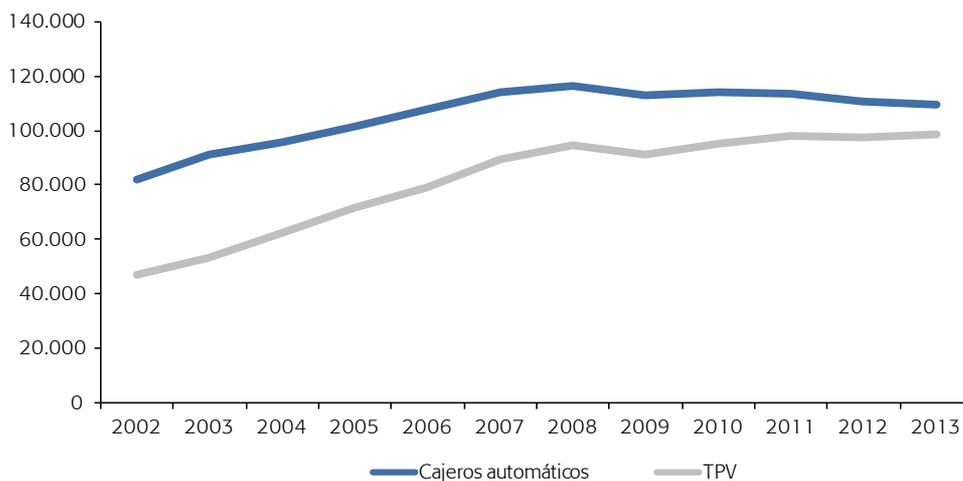
en España desde 2002 a 2013. A lo largo de este periodo de once años, el valor de las transacciones se ha doblado, desde 46.800 millones de euros a 98.500 millones de euros. El valor de las transacciones en los cajeros automáticos fue 1,3 veces mayor en 2013 que en 2009 y alcanzaron los 109.200 millones de euros en 2013. Mientras que el impacto de la crisis parece más significativo sobre las operaciones en cajeros automáticos (que caen desde 2007), el valor de las compras a través de TPV con tarjetas solo se redujo puntualmente en 2009. Si se mantiene la misma tendencia –y considerando el impacto de la SEPA sobre el uso de tarjetas– puede esperarse que el valor de las transacciones a través de TPV excedan las operaciones de retirada de efectivo en cajeros en 2017.

En cuanto a la infraestructura, la consolidación intensa y el cierre de oficinas durante el proceso de reestructuración bancaria desde 2009, han afectado también al número de tarjetas, cajeros automáticos y dispositivos TPV (gráfico 11). En particular, el número de cajeros automáticos ha descendido desde 61.400 en 2009 a 52.200 en 2013. Los terminales TPV alcanzaron su máximo en 2010 con 1,55 millones y han caído luego a 1,32 millones en 2013.

Gráfico 10

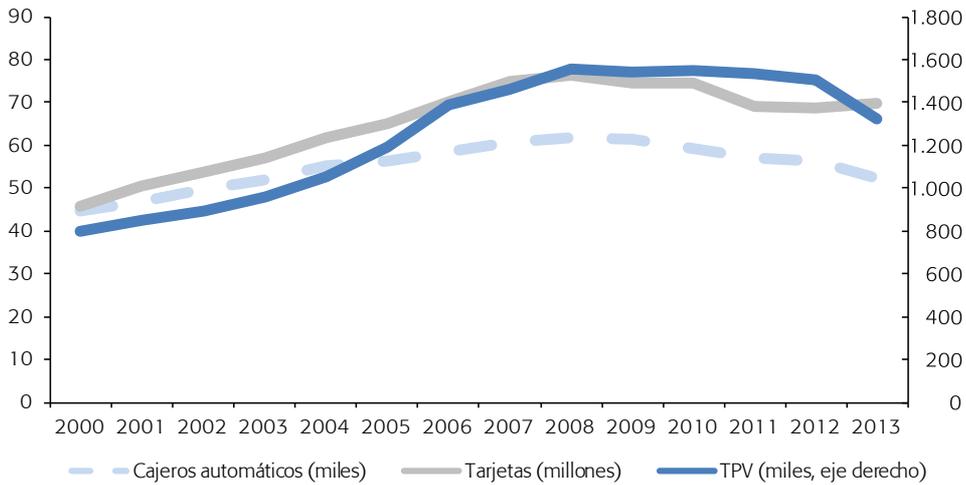
### Valor de las transacciones en cajeros automáticos y TPV en España

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 11

**Número de cajeros automáticos, terminales TPV y tarjetas en España**


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Una de las principales formas de establecimiento de incentivos por parte de las autoridades, para un mayor uso de las tarjetas, es la regulación de precios. Se trata, en cualquier caso, de un aspecto muy controvertido a escala internacional. La controversia se deriva, en parte, de la particular estructura competitiva del mercado de tarjetas de pago, donde no hay solo un solo comprador y vendedor. Las redes de tarjetas de pago comprenden los consumidores, sus instituciones financieras (entidades emisoras), los comerciantes, sus instituciones financieras (entidades adquirentes) y un operador o plataforma. La dinámica de funcionamiento básica es la siguiente: un consumidor hace una compra a un comerciante. Generalmente, el comerciante carga el mismo precio sin considerar el tipo de instrumento de pago utilizado para hacer la compra. Los consumidores suelen pagar una cuota anual a sus instituciones financieras por las tarjetas de crédito y pueden cargar gastos por un paquete de servicios asociados a sus cuentas, incluyendo servicios de tarjeta de débito. Los comerciantes pagan tasas conocidas como tasas de descuento. Las entidades adquirentes pagan la tasa de intercambio a las entidades emisoras.

La teoría económica predice que reduciendo las tasas de intercambio, algunos comerciantes

que no aceptan los pagos con tarjeta pueden comenzar a hacerlo. No obstante, reducir las tasas de intercambio incrementaría las comisiones pagadas por los tenedores de tarjetas y, consecuentemente, algunos de ellos pueden dejar de usarlas o utilizarlas con menos frecuencia. En general, no existe consenso en la literatura sobre cuál es el nivel óptimo de tasa de intercambio. Este hecho es muy relevante puesto que estas tasas están ampliamente correlacionadas con aquellas cargadas a los comerciantes y a los tenedores de tarjetas. El único consenso es que la tasa óptima de intercambio (y consecuentemente la tasa de descuento) no es cero.

La fijación de tasas de intercambio ha recibido una atención considerable internacionalmente. Por ejemplo, la Reforma Dodd-Frank para Wall Street en los Estados Unidos da autoridad a la Reserva Federal para regular las tasas de intercambio de las tarjetas de débito, para promover un sistema de pagos minorista más eficiente. El Banco de la Reserva de Australia reguló las tasas de intercambio en 2002 después de concluir que los consumidores no mostraban los incentivos correctos para utilizar el instrumento de pago más eficiente. La Comisión Europea dictaminó en 2007 que las tasas de intercambio de

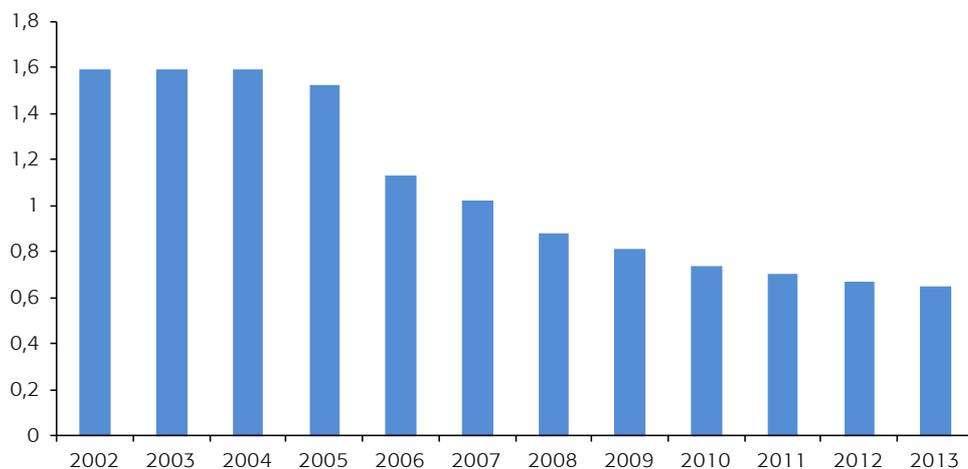
MasterCard no respetaban las leyes antimonopolio de la UE. Alternativamente, la reducción de las tasas de intercambio pueden producirse también sin intervención regulatoria como ocurrió en Estados Unidos cuando las redes de tarjetas de pago acordaron con los comercios que aceptasen tarjetas de pago reduciendo las tasas de intercambio, lo que resultó

de crédito y tarjetas de débito. En particular, los bancos estarán limitados a cargar un máximo de un 0,2% en el caso de las tarjetas de débito y un 0,3% en el caso de las tarjetas de crédito. Este hecho debería reducir también las tasas de descuento, que actualmente se sitúan en una media de 0,65%, como muestra el gráfico 12.

Gráfico 12

### Tasas medias de descuento para compras con tarjeta en España (2012-2013)

(porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

también en menores tasas de descuento para esos comerciantes. Este ha sido también el caso de España tradicionalmente. En particular, desde diciembre de 2005, cuando el gobierno español promovió un acuerdo entre las redes de tarjetas de pago y las asociaciones de comerciantes y se estableció un calendario para reducir progresivamente las tasas de intercambio desde 2005 hasta 2009, tanto para las tarjetas de crédito como para las de débito. Las tasas medias de intercambio para las tarjetas de débito se redujeron desde 0,39 hasta 0,31 euros/transacción entre 2005 y 2009, mientras que las tasas medias de intercambio para las tarjetas de crédito cayeron del 1,23% al 0,67% en el mismo período.

No obstante, más recientemente, siguiendo el reglamento sobre la SEPA CE 260/2012 discutido anteriormente, el gobierno español ha decidido reducir las tasas de intercambio sobre tarjetas

No está claro cuál será el efecto de dichas reducciones. En teoría, la decisión intenta seguir la lógica que sugiere que las tasas de intercambio deben estar cerca de los costes marginales del servicio, pero este coste es muy difícil de estimar en la práctica. Al mismo tiempo, el sector ha hecho inversiones sustanciales en la infraestructura de pagos, como se muestra en este trabajo, y solo un incremento significativo del uso de las tarjetas para transacciones de compra puede compensar el efecto de una reducción en las tasas. No obstante, calcular este efecto es también difícil en un ambiente en el que el impacto de la crisis sobre el uso de las tarjetas no pueden separarse del efecto de la reducción de las propias tasas.

En cualquier caso, con esta reducción en las tasas, España ha anticipado la implementación, en todo caso inevitable, del Reglamento CE 260/2012 en relación a las tasas de intercambio.

# Estabilidad presupuestaria en las comunidades autónomas: más allá de la reforma de la Constitución

Violeta Ruiz Almendral\* y Alain Cuenca\*\*

**El marco de estabilidad presupuestaria de las comunidades autónomas en 2012 y 2013 se ha reforzado de manera sustancial, lo que ha dado lugar a resultados positivos en términos de déficit. Con ello ha mejorado la percepción internacional sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de España. Sin embargo, se ha producido cierto exceso regulatorio y se han creado instrumentos de rescate que han facilitado el endeudamiento autonómico, lo que puede crear preocupación de cara al futuro.**

*Se han sucedido numerosas medidas en los difíciles años 2012 y 2013 en relación con la consolidación fiscal en el ámbito de las haciendas autonómicas. En este trabajo las describimos y analizamos sus consecuencias cuantitativas. Como veremos, han contribuido a controlar el déficit autonómico, pero todavía no se ha tenido el mismo éxito en cuanto a la deuda de las comunidades autónomas.*

La reforma del artículo 135 de la Constitución (CE) el 27 de septiembre de 2011 supuso, como es notorio, la incorporación del principio de estabilidad presupuestaria a la Constitución. Se culminaba así un proceso que ya había comenzado a principios de los años noventa, con los escenarios de consolidación presupuestaria, y que avanzó con la aprobación de las primeras leyes de estabilidad presupuestaria en 2001 y su reforma en 2006. La Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) desarrolla el art. 135 CE, consagrando así el “pacto interno de estabilidad” que se había iniciado con las anteriores leyes de estabilidad, cuya compatibilidad con la Constitución,

antes incluso de la reforma, ha constatado el Tribunal Constitucional en la STC 134/2011, de 20 de julio (véase Ruiz Almendral, 2013).

## La Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera

Las medidas incluidas en la LOEPSF implican elevar a rango de ley orgánica buena parte de los Acuerdos del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) que se habían adoptado en 2010 y cuyo cumplimiento había sido asimétrico por parte de las comunidades autónomas. Dichos Acuerdos

\* Universidad Carlos III.

\*\* Universidad de Zaragoza y Funcas.

sentaron las bases del nuevo modelo de coordinación de la estabilidad presupuestaria autonómica que, examinado *a posteriori*, no produjo los resultados deseados (véase Cuenca, 2012). Las principales características y novedades de la LOEPSF con respecto del marco jurídico anterior pueden resumirse como sigue:

- Refuerzo de los títulos competenciales del Estado en relación con la estabilidad presupuestaria. La LOEPSF se ampara directamente en el art. 135 CE, sin mencionar por tanto los títulos competenciales del art. 149.1 CE que, de acuerdo con la jurisprudencia del Tribunal Constitucional (STC 134/2011, de 20 de julio y STC 120/2012, de 5 de junio, por citar solo dos recientes) podrían amparar dicha competencia. Sin embargo, de acuerdo con esta misma doctrina, el art. 135 CE no es un título competencial, sino que se trata de un precepto que corrobora la competencia del Estado en esta materia (STC 157/2011, de 18 de octubre, FJ 1).
- Clarificación del ámbito subjetivo de aplicación de las normas, con referencia al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales aprobado por el Reglamento (CE) 2223/96 del Consejo, de 25 de junio de 1996.
- Entre los principios, la novedad es la mayor elaboración de los mismos que contiene la LOEPSF. Se define el principio de estabilidad presupuestaria en los mismos términos, si bien la anterior legislación de estabilidad presupuestaria (LEP) remitía expresamente a la norma europea, mientras la nueva prefiere mencionar el principio de “déficit estructural” (art. 3). La nueva LOEPSF añade un nuevo principio que denomina “Principio de sostenibilidad financiera” (art. 4): *“Se entenderá por sostenibilidad financiera la capacidad para financiar compromisos de gasto presentes y futuros dentro de los límites de déficit y deuda pública, conforme a lo establecido en esta Ley y en la normativa europea”*. Así, se fija un límite máximo a la deuda pública española de manera que en términos del

Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) no podrá superar el 60% del PIB, y su distribución por niveles de gobierno será del 44% para la Administración central; el 13% para el conjunto de las CC.AA. y para cada una de ellas; y las corporaciones locales deberán mantenerse en el 3%. No obstante, aunque no lo señale el artículo 135 de la Constitución, la disposición final séptima de la LOEPSF aplaza la entrada en vigor de los límites de deuda hasta el 1 de enero de 2020.

- Introducción del límite referido al déficit estructural. Si bien no entrará en vigor hasta 2020, se expresa como sigue (art. 11.2): *“Ninguna Administración Pública podrá incurrir en déficit estructural, definido como déficit ajustado del ciclo, neto de medidas excepcionales y temporales. No obstante, en caso de reformas estructurales con efectos presupuestarios a largo plazo, de acuerdo con la normativa europea, podrá alcanzarse en el conjunto de Administraciones Públicas un déficit estructural del 0,4 por ciento del Producto Interior Bruto nacional expresado en términos nominales, o el establecido en la normativa europea cuando este fuera inferior”*.
- Limitación del gasto público. Se introducen reglas que afectan al crecimiento del gasto (art. 12) y al límite de gasto no financiero de los presupuestos (art. 30) y son vinculantes para todos los entes públicos.
- Mecanismos coercitivos. Sin duda lo más relevante es que se arbitra, en el Capítulo IV de la LOEPSF, un sistema de prevención, corrección y coerción que formalmente guarda parecido con el europeo. Hay así una fase de “prevención” que implica tanto la limitación del endeudamiento (art. 18), como medida “automática” de prevención, como la “advertencia” del riesgo (art. 19), que se hará pública, exigiendo que la Administración (autonómica o local) adopte “las medidas necesarias para evitar el riesgo” en el plazo de un mes. Si estas no se adoptan, o se consideran insuficientes,

podrán entrar en funcionamiento las “medidas correctivas” [arts. 20 y 21, y 25, apartado 1 a)]. La fase de “corrección”, al igual que la anterior, comienza también con la adopción de medidas “automáticas” de corrección (art. 20), entre las que se encuentran la presentación de planes “económico-financieros” y de “reequilibrio”. Finalmente, las medidas “coercitivas” y de “cumplimiento forzoso” (arts. 25 y 26) implican la imposición de sanciones. Se establece así un auténtico marco de control, y eventualmente sancionador, que no ha sido aplicado aún, por lo que no es posible de momento examinar sus efectos.

Además de la LOEPSF, el art. 135 se ha desarrollado por una segunda norma, la Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (LOAIRF), que según su disposición final tercera “se aprueba en desarrollo del artículo 135 de la Constitución Española”.

Se han destacado las conexiones entre la LOEPSF y el marco jurídico europeo, formado por un lado, por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), y por otro, por siete Reglamentos, y una Directiva (los denominados *Six Pack* y *Two Pack*). Sin embargo, más allá de las menciones en el preámbulo de la Ley Orgánica de estabilidad, la articulación técnica de los procedimientos de control de estabilidad guarda

escasa conexión con el marco jurídico europeo, entre otras razones porque este pivota sobre un sistema de pesos y contrapesos, aplicado por la Comisión y el Consejo, de manera que se trata de una disciplina presupuestaria que en buena medida (aunque no en todas las fases) los Estados se aplican a sí mismos (véase Fabbrini, 2013). En contraste, el marco jurídico previsto en la LOEPSF depende sustancialmente y es aplicado por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, con un papel menor del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF), y sin apenas intervención de las Cortes Generales.

Las citadas reformas confirman algo que no es ninguna novedad desde 1992, y es que la Constitución económica de los Estados miembros es ahora la Constitución económica europea, de

*Si se compara la situación en 2012 y 2013 con la del ejercicio 2011, año de la reforma constitucional, en todas las comunidades se ha reducido el déficit, lo que debe entenderse como un éxito que en gran medida puede atribuirse al marco normativo.*

forma que el art. 135 CE solamente ha sido la culminación formal del proceso de mutación constitucional del título VII de nuestra Constitución.

Cuadro 1

### Déficit y deuda por comunidades autónomas

(% PIB regional)

		2011	2012	2013	2014 (1T)*
Andalucía	Déficit/Superávit	-3,49	-2,07	-1,55	-0,40
	Deuda	10,0	14,8	17,3	18,5
Aragón	Déficit/Superávit	-2,67	-1,46	-2,06	-0,45
	Deuda	10,0	14,2	16,6	18,8
Asturias, Principado de	Déficit/Superávit	-3,66	-1,01	-1,06	0,01
	Deuda	9,5	12,2	14,2	15,9
Balears, Illes	Déficit/Superávit	-4,26	-1,84	-1,28	0,08
	Deuda	16,6	22,3	25,3	27

Cuadro 1 (continuación)

**Déficit y deuda por comunidades autónomas**

(% PIB regional)

		2011	2012	2013	2014 (1T)*
<b>Canarias</b>	Déficit/Superávit	-1,53	-1,11	-1,00	0,10
	Deuda	8,9	11,7	13,1	13,9
<b>Cantabria</b>	Déficit/Superávit	-3,66	-1,52	-1,00	-0,12
	Deuda	9,9	16,2	17,6	18,5
<b>Castilla y León</b>	Déficit/Superávit	-2,60	-1,39	-1,10	-0,19
	Deuda	9,8	14,0	15,3	17,5
<b>Castilla - La Mancha</b>	Déficit/Superávit	-8,11	-1,54	-2,13	-0,44
	Deuda	18,5	28,2	31,5	33,5
<b>Cataluña</b>	Déficit/Superávit	-4,12	-2,23	-1,96	-0,37
	Deuda	21,7	26,7	29,7	31
<b>Comunitat Valenciana</b>	Déficit/Superávit	-5,12	-3,94	-2,33	0,13
	Deuda	21,0	30,2	32,8	34,8
<b>Extremadura</b>	Déficit/Superávit	-4,81	-1,03	-0,99	-0,69
	Deuda	11,8	14,9	16,2	18
<b>Galicia</b>	Déficit/Superávit	-2,22	-1,28	-1,10	-0,26
	Deuda	12,4	14,9	16,5	18,2
<b>Madrid, Comunidad de</b>	Déficit/Superávit	-1,94	-1,06	-1,01	-0,37
	Deuda	8,1	10,9	12,1	13,1
<b>Murcia, Región de</b>	Déficit/Superávit	-4,68	-3,18	-3,17	-0,36
	Deuda	10,1	17,4	21,0	23,1
<b>Navarra, Comunidad Foral de</b>	Déficit/Superávit	-2,58	-1,73	-1,55	-0,24
	Deuda	13,1	15,8	17,7	20,2
<b>País Vasco</b>	Déficit/Superávit	-2,72	-1,46	-1,08	0,13
	Deuda	8,4	11,3	13,1	14,5
<b>Rioja, La</b>	Déficit/Superávit	-1,46	-1,16	-1,04	-0,24
	Deuda	11,2	13,3	14,7	16
<b>Total CC.AA.</b>	Déficit/Superávit	-3,41	-1,86	-1,54	-0,25
	Deuda	13,6	18	20,2	21

*Nota:* \*Los datos de déficit del primer trimestre de 2014, se refieren a los tres meses transcurridos, por lo que no son comparables con los datos anuales de 2011, 2012 y 2013.

*Fuentes:* Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y Banco de España.

El marco jurídico que acabamos de describir ha tenido consecuencias sobre el déficit y la deuda de las comunidades autónomas. Si se compara la situación en 2012 y 2013 con la del ejercicio 2011, año de la reforma constitucional, en todas

las comunidades se ha reducido el déficit, lo que debe entenderse como un éxito que en gran medida puede atribuirse al marco normativo. Sin embargo, en todas ellas ha aumentado la deuda. Tal como muestra el cuadro 1, tras dos años de

aplicación de la nueva LOEPSF, solamente las comunidades de Madrid y País Vasco cumplen al final de 2013 con el límite establecido por la LOEPSF.

El marco anterior ha variado en 2012 y en 2013, dado que la propia LOEPSF ha sido modificada ya en tres ocasiones, mediante las siguientes leyes:

- Ley Orgánica 4/2012, de 28 de septiembre, por la que se modifica la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LO 4/2012, en adelante).
- Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (LO 6/2013 en adelante).
- Ley Orgánica 9/2013, de 20 de diciembre, de control de la deuda comercial en el sector público (LO 9/2013 en adelante).

Tales modificaciones han alterado de forma sustancial algunos aspectos de la LOEPSF, por lo que tiene interés describirlas someramente.

La Ley Orgánica 4/2012 se aprobó con la finalidad de tener en cuenta las medidas de apoyo a la financiación de las comunidades autónomas y corporaciones locales que se habían venido aprobando y que describimos en el siguiente epígrafe de este trabajo. Se introdujeron modificaciones que intensificaron la disciplina fiscal en vinculación con estos mecanismos, por un lado, y que incrementaban las obligaciones de información de aquellas comunidades autónomas que participaran en lo que la Ley 4/2012 denomina en su exposición de motivos “mecanismos extraordinarios de liquidez”. Estas deberán remitir información sobre sus cuentas con carácter mensual (en lugar de trimestral, como establecía inicialmente la LOEPSF). Este carácter extraordinario es sin embargo solo relativo, pues precisamente se modifica la disposición transitoria cuarta de la LOEPSF con la finalidad de posibilitar la prórroga de los mecanismos extraordinarios de liquidez a ejercicios posteriores a 2012.

A consecuencia de la Ley Orgánica 4/2012 se endurece igualmente el régimen sancionador, de manera que se considerará que una situación de riesgo de incumplimiento de los pagos de deudas financieras atenta gravemente al interés general a los efectos del art. 26 de la LOEPSF, que a su vez remite al mecanismo del art. 155 CE.

Los citados mecanismos adicionales de financiación tienen las siguientes consecuencias. En primer lugar, incrementan el endeudamiento neto pues se computarán a efectos de los límites de deuda. En segundo lugar, se sujetan a una intensa condicionalidad, regulada en la nueva disposición adicional primera de la LOEPSF, de manera que cuando las comunidades autónomas soliciten al Estado el acceso a medidas extraordinarias de apoyo a la liquidez (o lo hayan solicitado durante 2012), vendrán obligadas a acordar con el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas un plan de ajuste que garantice el cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria y de deuda pública.

Es decir, se pone en marcha un auténtico mecanismo global de rescate a comunidades autónomas a cambio del citado control. Este plan de rescate deberá ser público en todos sus extremos, así como el calendario de aplicación (apartado 3), sin perjuicio de las obligaciones de información que deberá la comunidad autónoma remitir al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (apartado 4).

---

*Las medidas de carácter sancionador han sido cuestionadas por la doctrina y por el propio Consejo de Estado, que en el Dictamen 164/2012 cuestionó incluso su compatibilidad con la Constitución.*

---

La falta de remisión de la información, su valoración desfavorable (se supone que por el Ministerio de Hacienda) o el incumplimiento del plan de ajuste “dará lugar a la aplicación de las medidas coercitivas de los artículos 25 y 26 previstas para el incumplimiento del *Plan Económico Financiero*”.

Estas medidas, de carácter sancionador, han sido cuestionadas por la doctrina y por el propio Consejo de Estado, que en el Dictamen 164/2012, de 1 de marzo, sobre el anteproyecto de la LOEPSF, cuestionó incluso su compatibilidad con la Constitución.

La Ley Orgánica 6/2013, ha modificado levemente el proceso de control de la disciplina presupuestaria para introducir la participación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal en las distintas fases. Esto ha supuesto la modificación de tres artículos de la ley (16, 17 y 23). Así, la Autoridad participa en la fijación de los objetivos individuales (art. 16), una vez aprobados por las Cortes Generales de acuerdo con el procedimiento del art. 15. También participará en la elaboración de los informes sobre cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria, de deuda pública y de la regla de gasto a que se refiere el art. 17 de la LOEPSF, así como la tramitación y el seguimiento de los planes económico-financieros y de los planes de reequilibrio a que se refiere el art. 23, que serán presentados ahora *“previo informe de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal”*.

La Ley Orgánica 9/2013 ensancha sustancialmente la aplicación del marco de control y disciplina. Esta norma amplía el concepto de sostenibilidad, pues como se afirma en el preámbulo *“la sostenibilidad financiera no es sólo el control de la deuda pública financiera, sino también es el control de la deuda comercial”*, centrándose en la protección a los acreedores del sector público, de manera que, se afirma, *“esta reforma amplía el concepto de deuda pública para mejorar la protección de todos los acreedores”*.

La principal consecuencia es que buena parte del marco de control y sancionador de la LOEPSF se aplicará ahora, además, cuando el periodo medio de pago a los proveedores de la comunidad autónoma supere en más de 30 días el plazo máximo de la normativa de morosidad, lo que da

lugar incluso a la aplicación del marco sancionador de los arts. 25 y 26 de la LOEPSF.

## Los nuevos mecanismos de financiación de las comunidades autónomas

Como hemos señalado, la propia LOEPSF prevé la creación de mecanismos de financiación extraordinarios para las administraciones autonómicas y locales en su disposición adicional primera. Cuando una comunidad autónoma se acoja a un mecanismo de financiación extraordinaria, se someterá a un plan de ajuste que garantice el cumplimiento de los objetivos de estabilidad y de deuda pública. Y en caso de incumplimiento de dicho plan, se aplicarán los mecanismos coercitivos que prevé el art. 25 de la LOEPSF. En concreto, se crean dos mecanismos extraordinarios de financiación:

- En primer lugar, el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP), establecido en el Real Decreto Ley 7/2012, que se constituye como entidad de Derecho público, con personalidad jurídica propia y capacidad para la concertación en los mercados de capitales de operaciones de endeudamiento con la garantía del Estado.

En dicho Real Decreto Ley se extiende el mecanismo a las comunidades autónomas dado que ya se había previsto, mediante el Real Decreto Ley 4/2012 el establecimiento de un mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las entidades locales.

El RDL 7/2012 fija un plazo de diez años con dos de carencia para los préstamos con administraciones territoriales. Además, se establece el pago directo a los proveedores por parte de la Administración General del Estado de todas las obligaciones pendientes que fueran vencidas, líquidas y exigibles y se hubieran presentado antes del 1 de enero de 2012<sup>1</sup>. Finalmente, en el caso de las entidades

<sup>1</sup> Al repetirse el plan de pago a proveedores, se ha ampliado este límite temporal con posterioridad.

locales, los préstamos quedan garantizados por la posibilidad de retener la participación en tributos del Estado (PTE).

- El segundo mecanismo extraordinario de financiación es el Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), que se crea por el Real Decreto Ley 21/2012 de medidas de liquidez de las Administraciones Públicas y en el ámbito financiero. En este caso se trata de un fondo sin personalidad jurídica, financiado con deuda del Estado e instrumentado a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

Es destacable que en su propia creación se califica como “de carácter temporal y voluntario” (art. 1). Por otra parte, se limitan los instrumentos financieros que las CC.AA. podrán emplear para su financiación al margen del FLA, y se exige la remisión de un plan de ajuste que, como novedad, incluye un plan de tesorería que permite el seguimiento de la situación de liquidez de las comunidades autónomas en cada momento.

En suma, la promulgación y aplicación de la LOEPSF coincide con la puesta en marcha del Fondo de pago a proveedores que ha tenido tres fases y del FLA, que se ha prolongado al menos hasta el ejercicio 2014.

Además, el Instituto de Crédito Oficial abrió algunas líneas de financiación para comunidades autónomas y entidades locales que también pueden entenderse como mecanismo extraordinario de financiación de las administraciones territoriales<sup>2</sup>. Es necesario señalar no obstante que tanto el Fondo de Proveedores como el FLA han requerido que se excluya legalmente la aplicación del art. 8.2 de la LOEPSF que establece: “*El Estado no asumirá ni responderá de los compromisos de las Comunidades Autónomas, de las Corporaciones Locales y de los entes previstos en el artículo 2.2 de esta Ley vinculados o dependientes de aquellas, sin perjuicio de las garantías financieras*

*mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos*”, lo que confirma que se trata de una excepción a la cláusula de no rescate.

La deuda pública total de España había finalizado el año 2011 en el 70,5% del PIB, por lo que los ocho años de margen para cumplir el límite del 60% en 2020 requerían un esfuerzo de disciplina considerable. Sin embargo, al concluir 2013, la deuda pública alcanzó el 93,9% del PIB. Una parte de dicho incremento se debe a la deuda autonómica, tal como detallamos a continuación. En el cuadro 2 aparece la evolución de la deuda de las comunidades autónomas desde el segundo trimestre de 2011.

La deuda autonómica se ha incrementado 8,7 puntos porcentuales del PIB. Al final del primer trimestre de 2014, el fondo de pago a provee-

Cuadro 2

### Deuda comunidades autónomas

(% PIB y millones de euros)

	% PIB	Deuda-total	FFPP	FLA
II-2011	13,0	136.587	-	-
III-2011	13,2	138.488	-	-
IV-2011	13,6	142.342	-	-
I-2012	14,1	147.358	-	-
II-2012	16,3	169.218	17.692	-
III-2012	16,3	168.407	17.692	-
IV-2012	18,0	185.456	17.689	16.641
I-2013	18,6	190.525	17.689	19.884
II-2013	19,0	194.088	17.689	27.535
III-2013	19,2	196.687	18.627	30.739
IV-2013	20,2	206.768	22.428	39.063
I-2014	21,7	221.997	30.410	43.947

Fuente: Banco de España.

dores (FFPP), acumula 30.410 millones, el 13,7% de la deuda autonómica. Por su parte el Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) asciende a 43.947 millones, el 19,8% de la deuda. Así, el incremento total

<sup>2</sup> En el año 2012 el ICO concedió préstamos por importe de 5.397 millones a seis CC.AA.: Andalucía (597); Baleares (71); Castilla-La Mancha (469); Cataluña (1.304); Murcia (175) y Comunidad Valenciana (2.781).

de la deuda autonómica de 74.639 millones desde la aprobación de la LOEPSF (II trimestre de 2012) ha sido posible casi exclusivamente merced a los nuevos mecanismos de financiación con el Estado por un total de 73.357 millones. Debe tenerse en

*El incremento total de la deuda autonómica de 74.639 millones desde la aprobación de la LOEPSF ha sido posible casi exclusivamente merced a los nuevos mecanismos de financiación con el Estado por un total de 73.357 millones.*

cuenta que dicho incremento de la deuda autonómica en 2012 se debe en parte a gastos realizados con anterioridad. Aunque es difícil precisarlo, al menos los 17.692 millones del Fondo de proveedores de 2012 reflejan, por definición, facturas presentadas antes de 1 de enero de 2012. Es decir que se convirtió deuda comercial anterior a 31-12-2011 –no reflejada como tal en el PDE– en Deuda Pública.

No obstante, el comportamiento de las comunidades autónomas no debe analizarse de forma agregada porque las diferencias entre ellas son

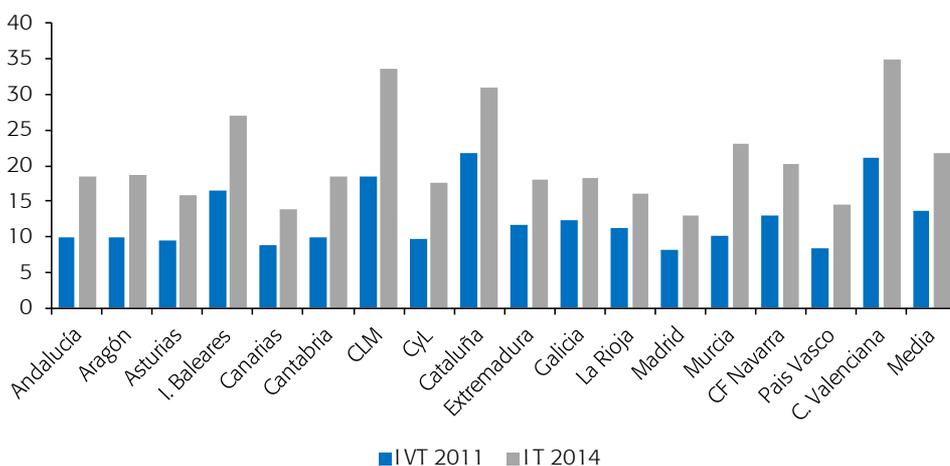
notables. En el gráfico 1 aparece el detalle de la evolución del endeudamiento en 2012 y 2013.

Las comunidades autónomas de I. Baleares, Castilla-La Mancha, Cataluña y C. Valenciana tenían al finalizar 2011 un porcentaje de deuda sobre PIB superior a la media. Al concluir el primer trimestre de 2014, las mismas comunidades autónomas seguían por encima de la media, uniéndose ahora la Región de Murcia al grupo de las comunidades autónomas más endeudadas. Tiene interés destacar que si bien la media de la deuda autonómica ha crecido en 8,7 puntos de PIB, en las cinco comunidades más endeudadas el crecimiento ha sido mayor que la media: I. Baleares (10,4 pp), Castilla-La Mancha (15 pp), Cataluña (9,3 pp), C. Valenciana (13,8 pp) y R. de Murcia (13 pp). Esta evolución sugiere que la deuda de esas comunidades autónomas podría estar siguiendo un crecimiento exponencial difícil de sostener, lo que requeriría un estudio en mayor profundidad.

Sin embargo, no todas las comunidades autónomas han recurrido por igual al Fondo de proveedores y al FLA, en particular las CC.AA. de Galicia, La Rioja, Navarra, y País Vasco no tienen deuda alguna con el Estado.

Gráfico 1

### Deuda comunidades autónomas (% s/ PIB regional)

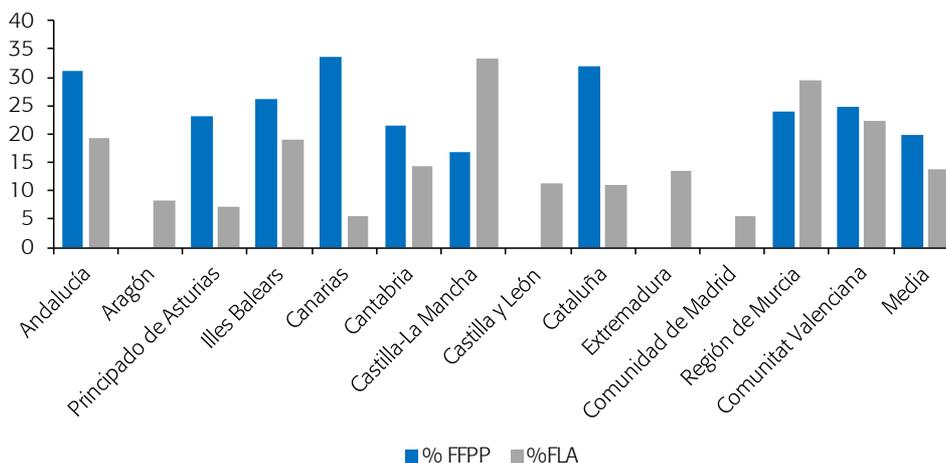


Fuente: Banco de España.

Gráfico 2

**Deuda comunidades autónomas**

% sobre total (IT 2014)



Fuente: Banco de España.

El gráfico 2 revela amplias diferencias en el grado de dependencia de la financiación estatal. Las comunidades autónomas más endeudadas también tienen mayor grado de dependencia, con la excepción de Andalucía, que tiene el 50,5% de su deuda en manos del Estado sin pertenecer al grupo de las más endeudadas. Por otra parte, Aragón (8,4%), Castilla y León (11,2%), Extremadura (13,5%) y Madrid (5,6%) tienen un grado de dependencia bajo.

*Debería reflexionarse sobre el impacto que a medio y largo plazo puede tener la asunción por parte del Estado de deuda autonómica, no pudiéndose descartar problemas de riesgo moral, al fomentar precisamente un mayor endeudamiento.*

Esta situación sugiere dos reflexiones: por un lado, hay que preguntarse por el carácter transitorio o permanente de estos mecanismos de finan-

ciación. Oficialmente el Fondo de proveedores finalizará este año 2014, por lo que de ser así será efectivamente transitorio, en coherencia con su origen y finalidad<sup>3</sup>. Desde esta perspectiva, la credibilidad del sistema pasa por reinstaurar la vigencia del art. 8.2 de la LOEPSF, lo que requiere crear una reputación de no *bail-out*. Para ello es preciso que no se repita este tipo de rescates.

En segundo lugar, en la hipótesis plausible de que el FLA se convierta en un mecanismo permanente, cabe reflexionar sobre el efecto que esta nueva situación puede tener sobre la autonomía financiera de las CC.AA. Aquí aparecen dos efectos contrapuestos. Por un lado, al constituirse en la fuente de recursos financieros de algunas CC.AA., el gobierno central obtiene un control efectivo sobre el nivel de gasto e incluso sobre prioridades políticas de gasto de las CC.AA. acogidas. Por otro lado, y en sentido opuesto, el saldo de deuda viva que una comunidad autónoma tenga en el FLA le otorga un cierto poder de negociación si no pudiera hacer frente a dicha deuda. Esta hipotética circunstancia tendría consecuencias de índole

<sup>3</sup> El 24 de abril de 2014 se han modificado las condiciones de los préstamos del fondo de proveedores para las entidades locales, ampliando el plazo de devolución o de carencia (véase Resolución de la Sec. Gral de Coordinación Autonómica y Local, BOE de 14 de mayo de 2014). Es previsible que algo similar se aplique para las CC.AA.

política entre ambas administraciones, a diferencia de lo que sucedería con un impago de deuda emitida en mercados internacionales de bonos. Lo que sugerimos es que debería reflexionarse sobre el impacto que a medio y largo plazo puede tener la asunción por parte del Estado de deuda autonómica, no pudiéndose descartar problemas de riesgo moral, al fomentar precisamente un mayor endeudamiento.

## Conclusiones

El marco de estabilidad presupuestaria de las CC.AA. en 2012 y 2013 se ha reforzado de manera sustancial, lo que ha dado lugar a resultados positivos en términos de déficit. Sin duda, con ello ha mejorado la percepción internacional sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de España. Sin embargo hemos visto que se ha producido cierto exceso regulatorio y que, a pesar de los severos mecanismos correctivos, se han creado instrumentos de rescate que han facilitado el endeudamiento autonómico. Es posible que ahí resida un riesgo futuro para la sostenibilidad financiera, al menos mientras no se consiga eliminar los déficits anuales.

Por otra parte, en un trabajo reciente Wyplosz (2013) critica el sistema de supervisión de la disciplina presupuestaria adoptado en la Unión Europea por la incoherencia que supone un exceso de centralización de dicha disciplina presupuestaria. Con todo, en el marco estrictamente español, los datos indican que la supervisión de la disciplina presupuestaria de las CC.AA. no era creíble hasta 2011, por lo que era precisa su reforma. Esto no impide que fuera deseable que, sin perjuicio del marco descrito, las comunidades autónomas atendieran

el mandato del art. 135.6 CE para diseñar sus marcos de disciplina presupuestaria, en coordinación con los del Estado.

En todo caso, se olvida con frecuencia que no hay autonomía financiera, ni autonómica ni del Estado, con tasas de endeudamiento elevadas. Un Estado endeudado no es, en suma, libre. Lo ha expresado muy bien el TC alemán en su constante jurisprudencia, y recientemente, en su Sentencia de 18 de marzo de 2014 [BVerfG, 2 BvR 1390/12]<sup>4</sup>, en la que da el visto bueno a los mecanismos de rescate de la UE y al *Six Pack*. Por ello, los nuevos mecanismos de financiación de las CC.AA. a través del Fondo de Liquidez Autonómica quizá requieran una reconsideración global en el marco de una reforma institucional que consolide los avances logrados por el "Estado de las Autonomías".

## Referencias:

- CUENCA, A. (2012), "Estabilidad presupuestaria y endeudamiento autonómico en la crisis", *Cuadernos de Derecho Público*, 38, septiembre-diciembre 2009.
- FABBRINI, F. (2013), "The Fiscal Compact, the 'Golden Rule' and the Paradox of European Federalism," *Boston College International & Comparative Law Review*, 1.
- RUIZ ALMENDRAL, V. (2013), "The Spanish legal framework to curb the public debt and the deficit", *European Constitutional Law Review*, Vol. 9, Cambridge.
- WYPLOSZ, C. (2013), "Europe's Quest for Fiscal Discipline". *European Economy, Economic Papers*, 498/April 2013.

<sup>4</sup> Versión accesible en inglés: [http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140318\\_2bvr139012en.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140318_2bvr139012en.html) (página visitada el 19.3.2014).

# Radiografía del endeudamiento de las entidades locales: evolución y expectativas

Iker Goicoechea Bilbao y Carmen López Herrera\*

**El volumen de deuda de las entidades locales ha registrado un comportamiento muy distinto al de los otros niveles de gobierno. El escaso margen normativo de apelación al crédito ha generado un aumento de la financiación a través de proveedores, aflorada por el mecanismo creado por el Gobierno, y con ello, de la polarización en términos de solvencia de las corporaciones. Es de esperar que el esfuerzo de consolidación desarrollado siga favoreciendo la mejora de su posición de solvencia, aunque algunas entidades seguirán necesitando de asistencia.**

*Frente al escrutinio casi diario al que se ven sometidos tanto la Administración central como el conjunto autonómico y la Seguridad Social, las corporaciones locales (CC.LL.) son posiblemente el nivel administrativo del sector público menos conocido. Por su heterogeneidad y su atomización es difícil extraer conclusiones sobre el conjunto, pero teniendo en cuenta su esfuerzo de consolidación fiscal, siendo el único nivel administrativo que registra superávit en sus cuentas (desde 2012), y el menor ritmo de crecimiento de su endeudamiento (41% desde 2007 a 2013, frente al incremento del 163% de la Administración central y casi el 240% de las CC.AA.), comienza a ser relevante llevar a cabo un análisis más profundo.*

## ¿Cómo se reparte la deuda entre las entidades locales?

En la actualidad, las corporaciones o entidades locales (EE.LL.) ascienden a 8.685, siendo esencialmente ayuntamientos, que representan el 84,6% de la deuda local, junto con 52 diputaciones, cabildos y consejos, que mantienen suscrita el 14,5% del saldo vivo de deuda. Se les añade un numeroso grupo de entidades de ámbito territorial inferior al municipal, comarcas u otras entidades que agrupan varios municipios, cuyo peso relativo es muy reducido, inferior al 1%.

La información ofrecida, únicamente el saldo vivo, limita las posibilidades de hacer un estudio

sobre la cartera de financiación del sector local, si bien estimamos que es principalmente a largo plazo, a un plazo medio de 4-5 años, compuesta en su práctica totalidad por préstamos, denomi-

---

*La refinanciación de la deuda comercial a través de instrumentos financieros ha elevado, en mayor medida, el saldo vivo de deuda de aquellas entidades locales que no registraban los mayores volúmenes de deuda.*

---

nada en euros, y con alta exposición al riesgo de tipo de interés. En términos absolutos, la información publicada permite identificar aquellos muni-

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

cipios con mayor volumen de deuda. Dada la heterogeneidad en el tamaño de los entes locales, es necesario establecer un rango de discriminación, empleando para ello, la población, centrandolo en análisis en aquellas entidades con una población superior a los 75.000 habitantes<sup>1</sup>.

Dentro de este conjunto, las corporaciones locales con mayor y menor volumen de deuda a cierre de 2013 son las siguientes:

Ahora bien, la misma clasificación, realizada en función de las variaciones interanuales del saldo vivo, lista municipios distintos. Esta diferencia tiene como causa la apelación al Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores (FFPP), cuyo impacto iremos observando a lo largo del presente análisis. La refinanciación de la deuda comercial a través de instrumentos financieros ha elevado, en mayor medida, el saldo vivo de deuda de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) de aquellas

Cuadro 1

**EE.LL. con mayor y menor volumen de deuda a diciembre 2013**

EE.LL.	Deuda (mil €)	EE.LL.	Deuda (mil €)
Madrid	7.035.765	Cabildo Insular de El Hierro	5.765
Diputación Foral de Vizcaya	1.255.857	Bilbao	7.319
Barcelona	1.110.000	Diputación Prov. de Soria	11.807
Valencia	872.000	Barakaldo	14.377
Zaragoza	860.755	San Sebastián de los Reyes	14.756
Málaga	701.305	Cabildo Insular de La Gomera	15.332
Jerez de la Frontera	563.614	Diputación Prov. de Ciudad Real	15.464
Diputación Foral de Guipúzcoa	544.731	Arona	16.212
Diputación Foral de Alava	533.028	Alcobendas	18.001
Sevilla	439.000	Pontevedra	19.135

Fuente: MINHAP.

Cuadro 2

**Mayores y menores incrementos interanual de deuda a diciembre 2013**

<i>Mayor incremento i.a.</i>			<i>Mayor reducción i.a.</i>		
EE.LL.	Deuda (mil €)	Variación (%)	EE.LL.	Deuda (mil €)	Variación (%)
Parla	125.634	813,9	Diputación Prov. de Salamanca	30.868	-45,7
Cornellà de Llobregat	86.687	788,2	Diputación Prov. de Barcelona	133.812	-38,1
Bilbao	349.356	240,3	Diputación Prov. de A Coruña	43.345	-36,0
Leganés	186.995	107,0	Cabildo Insular de El Hierro	5.765	-28,9
Rivas-Vaciamadrid	78.133	72,3	Vigo	297.355	-28,3
Terrassa	215.055	70,8	Lugo	98.457	-27,2
Arona	80.987	57,6	Alcobendas	111.040	-27,0
Chiclana de la Frontera	82.212	57,2	Cabildo Insular de Tenerife	315.183	-26,5
Santa Coloma de Gramenet	120.029	54,0	Diputación Prov. de Pontevedra	67.546	-25,9
Reus	106.790	46,9	Diputación Prov. de Cáceres	33.732	-25,3

Fuente: MINHAP.

<sup>1</sup> Se utilizan los mayores de 75.000 habitantes por ser los municipios que según el TRLRHL deben remitir para su aprobación definitiva (tras la aprobación del Pleno) su Plan Económico Financiero al organismo de tutela financiera (comunidad autónoma o Ministerio de Hacienda, dependiendo de si la región ha asumido la competencia de tutela financiera de sus municipios).

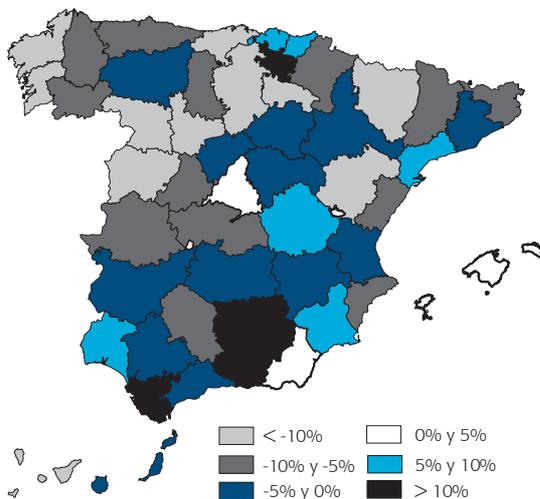
EE.LL. que no registraban los mayores volúmenes de deuda.

## ¿Cómo se distribuye la deuda de las EE.LL. a lo largo del territorio español?

La distribución de las variaciones del saldo de deuda por provincias, sumando los saldos de deuda de las administraciones provinciales y las entidades municipales ubicadas en ellas, sitúa los mayores aumentos interanuales en provincias del sur de la península, en su mayor parte costeras. Junto a estas, registran aumentos notables los municipios vascos y diputaciones forales en 2013<sup>2</sup>, procediendo además el endeudamiento neto en los tres casos de las diputaciones. No obstante, solamente una cuarta parte de las provincias registra un aumento de su deuda, siendo mayoría aquellas con una reducción entre el 0% y el 5% respecto al año 2012.

Mapa 1

### Variación 2013 vs. 2012 de deuda local por provincias



Fuente: MINHAP.

<sup>2</sup> Los territorios forales tienen potestad sobre la práctica totalidad de los tributos que se recaudan en ese territorio, aportando al Estado una parte de lo recaudado con el objetivo de restituirle de los gastos en los que ha incurrido para prestar a este territorio los servicios que no están transferidos, o que son de ámbito general. Esa cuantía se fija cada cinco años y se actualiza anualmente mediante aplicación al importe fijado en el año base de un índice de actualización. Dicho índice es el incremento de la recaudación líquida obtenida por el Estado en tributos convenidos o concertados desde el año base hasta el año cálculo.

## La sostenibilidad del endeudamiento

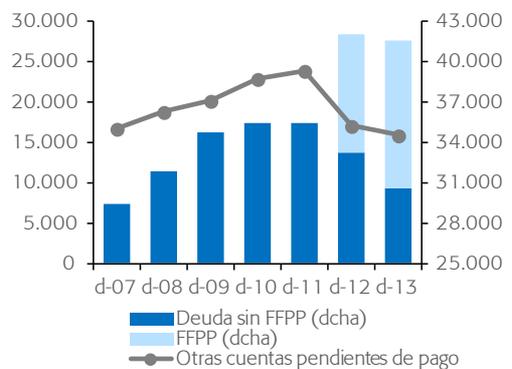
Los valores absolutos y la variación en el periodo aportan información sobre la estrategia seguida en el año, pero es el cruce con otras magnitudes lo que permite analizar una cuestión más relevante: el peso y la sostenibilidad del endeudamiento financiero, así como el impacto del mecanismo de asistencia para la financiación de la deuda comercial, que ha concedido hasta ahora unos 11.000 millones de euros a las EE.LL. (más de una cuarta parte de su deuda total).

El FFPP ha tenido un efecto muy importante. No ya por su elevado peso relativo, y porque sea actualmente la segunda fuente de financiación de las entidades locales, sino porque ha revelado la operativa desarrollada ante la falta de recursos, de cubrir la falta de ingresos a través de los retrasos en los pagos a proveedores.

Gráfico 1

### Evolución de las cuentas pendientes vs. deuda financiera

(mil.€)



Fuente: BdE.

En este sentido, y centrado el análisis en los ayuntamientos, cobra especial relevancia relativizar el saldo vivo de deuda en términos de población y sobre ingresos corrientes.

Históricamente la distribución de la situación de solvencia de los ayuntamientos ha tenido un marcado carácter polarizado: una mayoría de ayuntamientos registran reducidos niveles de deuda mientras que un número menor, aunque notable, mantienen saldos vivos elevados.

*La distribución de la situación de solvencia de los ayuntamientos se ha polarizado más ante el afloramiento a través del Fondo de Proveedores de una financiación implícita, la deuda comercial.*

La comparativa en la distribución de la deuda per cápita y sobre ingresos corrientes en los tres últimos años permite observar ese mismo perfil, pero más acusado. A cierre de 2013 disminuyen ligeramente los ayuntamientos sin deuda o con niveles muy reducidos de esta (menos de 50% sobre ingresos corrientes) mientras que hay más municipios con una ratio mayor de deuda por habitante y de peso relativo sobre ingresos corrientes que superan el límite del 110%<sup>3</sup>. La refinancia-

ción de deuda comercial con deuda financiera ha supuesto el afloramiento de una financiación implícita, y un deterioro de su solvencia, sobre todo en relación a los ingresos corrientes.

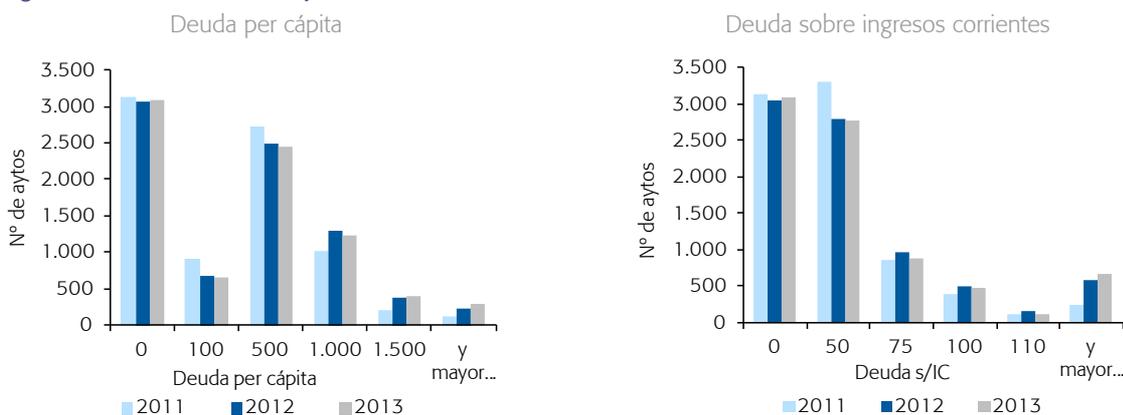
Atendiendo a los límites del 75%<sup>4</sup> y del 110% de deuda sobre los ingresos corrientes, y a partir de una distribución provincial, el siguiente mapa identifica el peso relativo sobre el total de municipios del área de aquellos que no pueden formalizar financiación de manera inmediata, es decir, aquellas con una ratio superior al 75%.

La comparativa entre el mapa correspondiente a 2008 y el dibujado a cierre de 2013 es elocuente respecto al deterioro de la posición de las CC.LL. A comienzos de la crisis financiera, la posición de los municipios era mayoritariamente solvente, con una relación deuda e ingresos corrientes inferior al 75%.

Ese perfil contrasta con la situación un lustro después. El análisis determina que son las provincias mediterráneas las que en mayor medida se han visto afectadas por la crisis económica y

Gráfico 2

### Histograma ratios de deuda de ayuntamientos



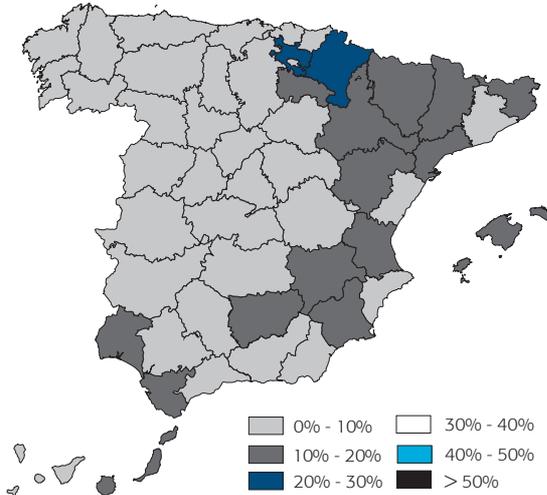
Fuentes: MINHAP, INE.

<sup>3</sup> Límite legal establecido en el artículo 43 del Texto Refundido de la Ley de Reguladora de las Haciendas Locales (TRLRHL).

<sup>4</sup> A partir de dicha relación entre deuda e ingresos corrientes, las CC.LL. deben elaborar un plan de ajuste previo a la formalización de operaciones de endeudamiento, de acuerdo a la disposición adicional decimocuarta del RDL 20/2011 de 3 de marzo, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público, modificada por la disposición final trigésimo primera de la Ley 17/2012, de 27 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013.

Mapa 2

**Porcentaje de ayuntamientos con una ratio deuda sobre ingresos corrientes superior al 75% en 2008**  
(porcentaje)

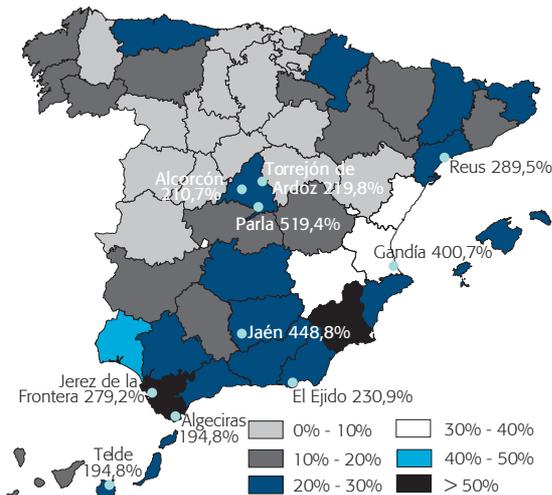


Fuente: MINHAP.

financiera (todas las CC.AA. mediterráneas se han adherido al FLA y tres de ellas no han cumplido el objetivo de déficit de 2013), donde mayor es el peso de ayuntamientos con elevados niveles rela-

Mapa 3

**Porcentaje de ayuntamientos con una ratio deuda sobre ingresos corrientes\* superior al 75% en 2013**  
(porcentaje)



Nota: \* Presupuestos liquidados de 2012, último dato disponible.  
Fuente: MINHAP.

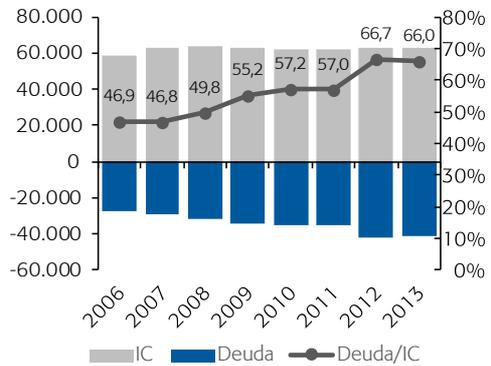
tivos de endeudamiento. En el mapa se señalan además aquellos diez municipios con una población superior a 75.000 habitantes con mayor peso relativo del endeudamiento sobre los ingresos corrientes.

Se trata de un deterioro esperable, observando la evolución tanto de deuda como de ingresos corrientes de manera agregada. En este sentido, el conjunto de EE.LL. ha aumentado su volumen de deuda en casi un tercio mientras que los ingresos han disminuido un 1,5% respecto a los niveles de 2008. El mapa actual no es más que el reflejo de esa evolución y de la heterogeneidad existente entre corporaciones locales, habiendo afectado en mayor medida a aquellas que ya partían de una situación más deteriorada.

Gráfico 3

**Evolución deuda sobre ingresos corrientes**

(mil.€ y porcentaje)



Fuentes: MINHAP y BdE.

**La normativa de apelación al endeudamiento como condicionante de la evolución y composición de la deuda local**

Las CC.LL., a diferencia de las CC.AA. y de la Administración central, además de un contexto de financiación altamente restrictivo, han tenido que afrontar una evolución normativa caracterizada esencialmente por la limitación de las posibilidades de formalizar nuevas operaciones de endeudamiento. En este sentido, el control y rigidez a la que han sido sometidas las CC.LL. es sin duda más exigente.

Siempre con un marco inicial definido por el Texto Refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales, en 2010 se trató de imposibilitar<sup>5</sup> la formalización de nuevas operaciones de financiación, flexibilizándose<sup>6</sup> la limitación en 2011 al permitir suscribir endeudamiento a aquellas entidades que hubieran liquidado con ahorro neto positivo y tuvieran un volumen de deuda inferior al 75% de los ingresos corrientes. Estas condiciones fueron prorrogadas en 2012<sup>7</sup> y dotadas de vigencia indefinida en 2013<sup>8</sup>.

La normativa para 2014, por tanto, permite a aquellas EE.LL. con ahorro neto positivo concertar nuevas operaciones de crédito a largo plazo, siempre y cuando el volumen total de capital vivo no exceda el 75% de los ingresos corrientes. Si superan dicho nivel pero es inferior al 110%, podrán concretar operaciones previa autorización del órgano competente que tenga atribuida la tutela financiera. Cualquier entidad que tenga ahorro neto negativo o que exceda el 110%, no podrá concretar operaciones de crédito.

Ahora bien, como excepción se autoriza la formalización de operaciones de refinanciación de operaciones de crédito a largo plazo concertadas con anterioridad a la entrada en vigor del Real Decreto Ley que regula el FFPP<sup>9</sup>, siempre que tengan por finalidad la disminución de la carga financiera y/o la ampliación del periodo de amortización. Aquellas CC.LL. que presentaran un aho-

rrero neto negativo o un endeudamiento superior al 75% de los ingresos corrientes deberán aprobar, mediante acuerdo de sus respectivos Plenos, un plan de saneamiento financiero o de reducción de deuda para corregir en un plazo máximo de cinco años el desequilibrio.

---

*Las CC.LL., a diferencia de las CC.AA. y de la Administración central, además de un contexto de financiación altamente restrictivo, han tenido que afrontar una mayor rigidez normativa que se ha traducido en un menor incremento del endeudamiento.*

---

Por otro lado, el FFPP también ha registrado novedades notables en la medida en que la financiación formalizada a través de este mecanismo es la segunda con mayor peso de la cartera de deuda local y es el principal prestamista de las CC.LL. Por ello, las decisiones asociadas al mecanismo tienen especial relevancia en la evolución del saldo vivo de deuda local.

En principio no se espera que haya una nueva fase del mecanismo, de acuerdo a las indicaciones del Gobierno, pero este ha desarrollado una serie de medidas de asistencia al sector local a través del FFPP que vienen a completar las ayudas a las entidades locales con problemas financieros aprobadas en este mismo año<sup>10</sup>. La reducción del coste

<sup>5</sup> Artículo 14.2 del Real Decreto Ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público.

<sup>6</sup> Disposición final decimoquinta de la Ley 39/2010, de 22 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011.

<sup>7</sup> Disposición adicional decimocuarta del Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público.

<sup>8</sup> Disposición final trigésima primera de la Ley 17/2012, de 27 de diciembre de 2012, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013.

<sup>9</sup> Recientemente el Consejo de Ministros ha aprobado la posibilidad de refinar las operaciones formalizadas por las CC.LL. con el FFPP, siempre y cuando la operación implique, entre otras cuestiones, un ahorro para la entidad.

<sup>10</sup> Título II del Real Decreto Ley 8/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes contra la morosidad de las administraciones públicas y de apoyo a entidades locales con problemas financieros. Se define como CC.LL. con problemas financieros a aquellas que cumplan, entre otras, una de las siguientes condiciones: ahorro neto y remanente de tesorería negativo en los dos años anteriores, una deuda con acreedores públicos superior al 30% de los ingresos no financieros, un saldo de deuda superior al millón de euros con el FFPP y no hubiera cumplido con las cuotas periódicas, o una combinación de las anteriores. La asistencia se basa en la posibilidad de consolidar deuda a corto plazo en deuda a largo, formalizar préstamos puente, financiar el remanente de tesorería o ampliar el plazo de devolución de las liquidaciones negativas.

actual de financiación del Tesoro ha supuesto un aliciente al interés en recompensar al segmento de las AA.PP. que, en los últimos años, en mayor medida ha avanzado en la consolidación fiscal y ha experimentado un entorno normativo más restrictivo.

Las medidas recientemente aprobadas se aplican sobre la primera de las fases desarrolladas por el FFPP, sobre los préstamos formalizados en 2012 por un volumen total de 8.750 millones de euros y que representan el grueso del saldo vivo formalizado por las CC.LL. con el mecanismo. Entre las opciones se puede elegir exclusivamente una rebaja en el diferencial crediticio aplicado o la ampliación del periodo de carencia aunque con una rebaja menor a la anterior. En algunos casos extremos, se abre una tercera posibilidad, similar a la segunda pero con un aumento del plazo de la financiación hasta 20 años<sup>11</sup>.

Todas estas posibilidades tienen su impacto en el volumen de deuda y en su evolución. Así, la ampliación del plazo de carencia y del de amortización ralentizan el ritmo de reducción del saldo vivo de deuda con el FFPP, mientras que la aplicación de un diferencial inferior, alivia la carga financiera y el capítulo tres de gastos. Con ello, aumenta la capacidad de consolidar el presupuesto de los municipios y reduce el riesgo de desviación del objetivo de estabilidad presupuestaria.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que el ritmo de amortización se puede ver alterado por otro factor. Como se ha resaltado anteriormente, las EE.LL. han sido el único nivel administrativo de las AA.PP. en registrar superávit. El destino de esa capacidad de financiación está regulado por la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF). De acuerdo a la disposición adicional sexta, aquellas corporaciones locales que cumplan o no superen los límites en materia de autorización de endeudamiento y que presenten superávit y remanente de tesore-

ría positivo para gastos, en el año 2014, deberán destinar el superávit, o si fuera menor, el remanente de tesorería<sup>12</sup>, en este orden, a atender las obligaciones pendientes de aplicar a presupuesto, a amortizar operaciones de endeudamiento que estén vigentes y a financiar inversiones siempre que, a lo largo de la vida útil de la inversión, esta sea financieramente sostenible.

Por tanto, las entidades con capacidad de financiación y liquidez podrán reducir su volumen de deuda. La aplicación del superávit, así como las limitaciones para formalizar financiación en pasados ejercicios, son los motivos que han imposibilitado en algunos casos la refinanciación de vencimientos y, por lo tanto, las causas que han generado la reducción del nivel de deuda privada (deuda total de las CC.LL. menos la financiación formalizada con el FFPP) en un 16% desde el máximo de 2010.

## Conclusiones

El análisis llevado a cabo demuestra que, dada la inelasticidad del gasto local, los límites legales establecidos a la financiación de las CC.LL. derivaron en una financiación de estas a través de una ampliación de periodo de pago a proveedores de bienes y servicios. Dado el rápido crecimiento de los periodos medios de pago a empresas y autónomos que prestaban servicios al sector público, se hizo necesario llevar a cabo la regularización de los impagos a través de medidas extraordinarias, refinanciándolos a través del FFPP, lo que ha permitido determinar el nivel de deuda total de las entidades, su solvencia real de y la dicotomía existente entre ellas.

A diferencia de la Administración central y de las CC.AA., con la posibilidad de incurrir en déficit hasta un objetivo determinado durante el periodo 2014-2016, es de esperar que el conjunto de entidades locales mantenga la tendencia de reducir en tér-

<sup>11</sup> Orden PRE/966/2014, de 10 de junio, por la que se publican las características principales de las operaciones de endeudamiento suscritas con cargo al mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las entidades locales.

<sup>12</sup> Se entiende que el remanente líquido no afectado.

minos absolutos su saldo vivo de deuda en los próximos ejercicios. Los objetivos presupuestarios de estabilidad definidos para el medio plazo, la obligación, para formalizar endeudamiento, de mantener una relación deuda sobre ingresos corrientes más baja que la del conjunto autonómico (156,6%, situándose individualmente en un rango de 67,5% al 288,2%), y la imposición de dedicar el superávit (aunque flexibilizado en cierta medida) a la amortización anticipada de compromisos no dejan mucho margen a nuevos aumentos.

De nuevo la normativa jugará un papel importante. La LOEPSF y su desarrollo es especialmente estricta en materia de política presupuestaria local, de tal manera que la regla de gasto, combinada con la estabilidad presupuestaria fijada a las CC.LL., generará nuevos superávits que permitirán la cancelación de manera anticipada de operaciones de préstamo, siendo una de las operaciones con mayores posibilidades de ser amortizada la formalizada con el FFPP. Su elevado diferencial crediticio y la ausencia de la obligación de abonar una indemnización por la cancelación hacen financieramente interesante dicha opción, y así lo han interpretado varias CC.AA. y CC.LL. que a esta fecha, han refinanciado la operación, ajustándola a las condiciones de mercado actuales. De esta manera, se genera un nuevo contraste entre las EE.LL.: aquellas con posibilidades de amortizarla

anticipadamente o al menos su refinanciación y aquellas que requieren de la ampliación de plazos.

---

*Los indicadores de solvencia mejorarán a la par de la recuperación económica, pero la polarización del sector local se seguirá acentuando. Por tanto, serán necesarias nuevas medidas extraordinarias de asistencia financiera para los ayuntamientos en peores condiciones financieras.*

---

Ante esta diferencia cobran especial relevancia las medidas extraordinarias de asistencia financiera puestas en marcha por la Administración central para las CC.LL. en situación de extrema necesidad, que se configuran como opción para dotar de viabilidad a los ayuntamientos en condiciones financieras más deterioradas.

A medida que la recuperación económica se vaya materializando, los indicadores de solvencia irán mejorando, aunque de la misma manera, y tal como ha sucedido en los últimos años, la polarización del sector local se acentuará y las divergencias entre las CC.LL. serán mayores, moviéndose hacia los extremos en la distribución: más CC.LL. con mejores niveles de solvencia y más CC.LL. con peores.

## El federalismo en Alemania: su reparto de los recursos públicos

Daniel Martínez Egaña\*

**La organización territorial es una materia aún no resuelta en España, y un modelo federal que podría servir de referencia es el de la República Federal de Alemania, que está claramente definido, ordenado y aceptado, y, en concreto, el sistema que utiliza para repartir los recursos públicos. Alemania dispone de reglas de reparto de los recursos transparentes, fijadas en la Constitución y desarrolladas en leyes marco para largos períodos de tiempo (el actual está vigente desde 2005 hasta 2019), con pequeños ajustes a través de leyes federales anuales. Por supuesto, no es un sistema perfecto ni pacífico, de hecho es fuente continua de confrontación política y de conflictos jurídicos ante el Tribunal Constitucional de Karlsruhe, pero siempre dentro de los cauces constitucionales.**

*El sistema vigente en el período anterior (hasta 2004) incluía elementos redistribuidores tan potentes, que tras su aplicación los Estados con menor capacidad de generar recursos pasaban a ser los que más tenían en términos de recursos por habitante. El Tribunal Constitucional puso fin a esa alteración del orden, lo que dio lugar a que en España se extendieran interpretaciones en el sentido de que Alemania tendría establecido un límite constitucional a la solidaridad entre regiones, argumentándose como base para la introducción de un límite similar en España. Incluso se llegó a hablar de límites porcentuales al déficit fiscal de un Estado federado. Este artículo describe el sistema alemán y muestra que en Alemania no existen límites de esa naturaleza. Sus mecanismos de solidaridad buscan, sin alterar el orden de mayor a menor capacidad financiera de los Estados federados, que todos ellos estén en igualdad de condiciones para atender las necesidades públicas de sus respectivos ciudadanos, y que se garantice la homogeneidad de las condiciones de vida en el territorio nacional.*

La Ley Fundamental de 1949, en adelante GG<sup>1</sup>, nació con una fuerte vocación descentralizadora. Los aliados impusieron su voluntad de que Alemania tuviera un débil Estado central, por lo

que la GG le reservó pocas competencias y expresamente tasadas, pero dejó algunas otras abiertas a una posible regulación federal, en una especie de “soberanía compartida” con los estados fede-

\* Inspector de Hacienda del Estado.

<sup>1</sup> *Grundgesetz*, de 23 de mayo de 1949. Entró en vigor ese mismo día, y desde entonces ha sufrido más de 60 modificaciones. Desde el Tratado de Unificación de 3.10.1991 es la Constitución de todos los alemanes.

rados. Esa “soberanía compartida” se pensó para materias en las que podría primar la necesidad de una regulación uniforme en todo el territorio nacional. Si la Federación la ejerce por ley federal (con la aprobación mayoritaria de la Cámara de representación territorial, *el Bundesrat*) anula definitivamente la competencia de los Estados federados para regularla.

Esta vía permitió una evolución hacia la centralización, a partir de un Estado original excesivamente descentralizado, logrando un mejor equilibrio de competencias y funciones, y siguiendo un sentido contrario al de la experiencia española, que en 1978 partía del extremo opuesto. Una de las materias en las que entró en juego este mecanismo constitucional fue la regulación de los grandes impuestos. Los Estados federados podrían haber mantenido sus competencias, pero renunciaron en aras del interés nacional, por lo que hoy en día la competencia legislativa sobre los grandes impuestos (renta, IVA y sociedades), es exclusiva de la Federación.

Los impuestos citados se denominan “impuestos compartidos”, porque su recaudación se reparte entre Federación (*Bund*), los Estados federados (*Land* en singular, *Länder* en plural) y los municipios (*Gemeinde*)<sup>2</sup>. El presente trabajo se dedica precisamente a describir las reglas de ese reparto, establecidas en la propia GG y sus leyes federales de desarrollo, y a explicar los mecanismos de solidaridad interterritorial creados para procurar, como establece la GG, la homogeneidad de las condiciones de vida en el territorio nacional.

Para ello nos centraremos en las cifras de reparto establecidas para el ejercicio 2013<sup>3</sup>.

## El esquema impositivo alemán

En una primera aproximación, y atendiendo al reparto de la recaudación, el esquema impositivo

alemán es muy parecido al español, con impuestos federales (serían en España los impuestos con recaudación para el Estado) impuestos de los Estados federados (el equivalente en España serían los tributos de las comunidades autónomas y tributos cedidos por el Estado), impuestos municipales e impuestos compartidos, es decir, aquellos cuya recaudación se reparte entre *Bund*, *Länder* y municipios: renta, IVA y sociedades. En España se reparte renta e IVA entre el Estado y las comunidades autónomas, reservándose la recaudación del impuesto sobre sociedades para el Estado, aunque es el que menos recaudación aporta de los tres.

Las diferencias más importantes las encontramos en los criterios de reparto de esos impuestos compartidos, especialmente los del IVA, y en las reglas de solidaridad interterritorial, para las que los alemanes utilizan como variable básica el número de ciudadanos residentes de cada territorio, con una incidencia menor de otras variables, como son el tratamiento de las “Ciudades-Estado”<sup>4</sup> y el de los *Länder* con muy baja densidad de población.

La GG busca que el reparto de recursos públicos entre *Bund*, *Länder* y municipios permita a todos ellos atender, en igualdad de condiciones, las necesidades públicas que a cada uno corresponden. Aunque lo desgranaremos más adelante, son fundamentales los principios establecidos en el artículo 106.3 de la GG: *Bund* y *Länder* deben estar en igualdad de condiciones para financiar sus respectivos gastos y debe existir un sistema de compensación (o sea, de solidaridad interterritorial) “que evite cargas excesivas a los contribuyentes y garantice la homogeneidad de las condiciones de vida en el territorio nacional”.

Los *Länder* no tienen reconocido un derecho directo sobre la recaudación de los impuestos compartidos obtenida en sus respectivos territorios. Por decirlo de otra forma, lo que se recauda

<sup>2</sup> Por simplificar se utilizarán en adelante los términos alemanes “*Bund*” y “*Länder*”.

<sup>3</sup> Para mayores detalles (fórmulas de reparto y otras precisiones técnicas), véase Martínez Egaña (2013).

<sup>4</sup> Berlín y las ciudades hanseáticas de Bremen y Hamburgo.

de impuestos compartidos en Baviera no son ingresos bávaros, son ingresos alemanes ya en origen, por lo que no cabe pensar, al menos en esta fase del reparto, en flujos financieros interterritoriales<sup>5</sup>. Esto puede resultar chocante para quien sepa que en Alemania son los *Länder* los que gestionan los grandes impuestos, y no el Estado central, como en España (con la excepción de los territorios forales). Se podría pensar que Alemania podría tener algo parecido al sistema foral, es decir, que los *Länder* recaudaran los impuestos en sus respectivos territorios y aportaran un cupo al *Bund* para su financiación, pero no tiene nada que ver con eso. Las competencias de los *Länder* solo son de gestión<sup>6</sup>, no sobre la recaudación, que va, por así decirlo, a un fondo común, del que cada uno recibe la parte que, según las reglas de reparto, le corresponde.

---

*Los Länder no tienen reconocido un derecho directo sobre la recaudación de los impuestos compartidos obtenida en sus respectivos territorios.*

---

Como se verá a continuación, realizado el reparto, se compara la capacidad financiera por habitante de los *Länder* entre sí; es lo que se conoce como *Länderfinanzausgleich* (compensación financiera entre los *Länder*). Es un mecanismo de solidaridad interterritorial por el que los *Länder* con mayor capacidad financiera transfieren recursos a los demás, al objeto de igualar las condiciones para la satisfacción de las necesidades públicas de sus respectivos ciudadanos.

El hecho de que no se centre tanto el foco en el territorio donde se recaudan los recursos, y aún menos en dónde se gastan, marca una nítida diferencia con la concepción que impera en España

respecto a la financiación territorial, y un buen ejemplo de ello lo constituye el distinto papel que juegan en uno y otro país los estudios de balanzas fiscales.

Estos estudios se hacen en España para intentar medir los montantes de recursos públicos generados y aplicados en cada comunidad autónoma, resultando para cada una un saldo favorable, si los fondos aplicados en la comunidad autónoma suman más que los recursos que generó, o desfavorable en el caso contrario, al que se denomina "déficit fiscal". La mayoría de ellos asigna un importante déficit fiscal a Madrid y Cataluña, lo que en esta última comunidad tiene importantes implicaciones políticas. La relevancia que se da en España a estos estudios contrasta con el absoluto desinterés que hay por ellos en Alemania, donde no se conocen ni se concibe ese juego de ganadores y perdedores, especialmente en el tratamiento del gasto público. Ni siquiera queda registrada la información sobre distribución regional del gasto público federal en el sistema de información contable federal (Martínez Egaña, 2013: 7).

## El reparto de los impuestos compartidos: renta, IVA y sociedades

Vamos a ver seguidamente cómo se reparte la recaudación de los grandes impuestos entre *Bund*, *Länder* y municipios. Ya hemos hecho referencia al artículo 106 de la GG, y en este precepto encontramos también respuesta a esa cuestión. Por el artículo 106 sabemos los impuestos que son federales, cuáles son de los *Länder* y cuáles son compartidos. Dice también este precepto que en la recaudación del impuesto sobre la renta y del impuesto sobre sociedades "participan *Bund* y *Länder* a partes iguales".

<sup>5</sup> No obstante, la localización de las actividades económicas y el lugar de residencia de los perceptores de rentas determinan el reparto de los impuestos directos.

<sup>6</sup> La gestión, aun siendo competencia de cada *Land*, se somete a un órgano de coordinación en el que participa también el *Bund*, que garantiza a los ciudadanos la suficiente uniformidad como para evitar que las diferencias de obligaciones tributarias formales pudieran constituir un obstáculo a la movilidad de las personas o a la localización de actividades económicas.

## Cuadro 1

## Reparto de los impuestos compartidos 2013

<i>Impuestos compartidos</i>	<i>Bund</i>	<i>Länder</i>	<i>Munic.</i>	<i>Recaudación nacional 2013 (miles mill. €)</i>
Impuesto sobre la renta (en general)	42,5	42,5	15	226.400,9
Impuesto sobre la renta – rentas del capital	44	44	12	
Impuesto sobre sociedades	50	50	-	19.507,6
Impuesto sobre el valor añadido	53,4	44,6	2	196.843,2
<b>Total impuestos compartidos</b>				<b>442.751,7</b>

Fuente: Elaboración propia.

Como las cargas públicas que tienen que atender la Federación, por un lado, y los *Länder*, por otro, van cambiando, es necesario contar con un instrumento que permita adaptar el reparto de los recursos financieros a esos cambios. Ese papel lo desempeña el IVA, para el que la GG, a diferencia de lo que hace para el impuesto sobre la renta y el impuesto sobre sociedades, no establece porcentajes fijos de reparto, sino que los deja a su establecimiento en una ley federal.

La participación de los *Länder* en los impuestos sobre la renta y sobre sociedades se reparte entre ellos en función de la residencia del perceptor de rentas, teniendo en cuenta determinados ajustes en el impuesto sobre salarios y en el impuesto sobre sociedades<sup>7</sup>.

En cuanto al reparto del IVA, se fija anualmente en la *Finanzausgleichgesetz*, en adelante FAG<sup>8</sup>. Esta ley introduce anualmente cambios en los porcentajes de reparto atendiendo a la incidencia que para cada parte van teniendo leyes de modificación tributaria o de reordenación de competencias y funciones.

En el cuadro 1 se recoge el reparto de la recaudación de los impuestos compartidos en 2013.

### El reparto del IVA entre los *Länder*

En 2013 un 44,6% de la recaudación del IVA fue para los *Länder*, lo que supuso 87.830,8 millones de euros. Ya hemos visto que ese porcentaje se fija anualmente por una ley federal, pero interesa ahora ver cómo se reparte esa cantidad entre ellos. El artículo 107, apartado primero, de la GG establece al respecto que *“la parte de la recaudación del IVA que corresponde a los Länder se repartirá entre ellos en proporción al número de sus respectivos habitantes”*. Esto ya de por sí es relevante, pues muestra lo que ya habíamos anticipado, esto es, la intrascendencia de la cifra que recauda cada *Land*, pero la GG añade además un mandato de considerable importancia: *“por ley federal, que requiere la aprobación del Bundesrat<sup>9</sup>, una parte, que no podrá superar un cuarto del total, podrá destinarse a aquellos Länder cuya recaudación por habitante por los impuestos propios y su participación en el*

<sup>7</sup> El impuesto sobre salarios es un impuesto en la fuente integrado en el impuesto sobre la renta. Al ingresarlo el pagador de los salarios, hay que hacer un ajuste para considerar la residencia de los perceptores. También se tiene en cuenta el lugar de generación de las rentas para empresas con actividad en más de un *Land*.

<sup>8</sup> Ley de Compensación Financiera entre *Bund* y *Länder* de 20.12.2001, modificada por última vez el 15.7.2013.

<sup>9</sup> Cámara de representación territorial. Sus miembros no se eligen directamente por los ciudadanos, sino que representan a los gobiernos de los distintos *Länder*, y tiene capacidad para bloquear iniciativas legislativas aprobadas en el *Bundestag*, la cámara de diputados federal, en asuntos que afectan a los intereses de los *Länder*.

*Impuesto sobre la Renta y en el Impuesto sobre Sociedades sean inferiores al promedio de todos los Länder”.*

*El reparto de la parte de la recaudación del IVA que corresponde a los Länder tiene un notable efecto redistributivo, al reservarse hasta una cuarta parte del total para aquellos Länder con menor capacidad financiera, repartiéndose entre estos con un criterio progresivo.*

En definitiva, del total que corresponde a los Länder (los indicados 87.830,8 millones de euros en 2013), puede destinarse hasta una cuarta parte a aquellos que tienen una capacidad financiera por habitante por debajo de la media. Es una cantidad importante, que permite a los Länder del Este salvar buena parte el abismo que todavía existe entre su capacidad financiera y la de los Länder del Oeste. Pero ¿qué se entiende por capacidad financiera de un Land? Para determinarla se

utilizan dos variables: su población y sus ingresos impositivos.

El dato de la población lo facilita la Oficina Federal de Estadística, y se refiere al 30 de junio del año correspondiente. El número de habitantes computados de la República Federal a 30 de junio de 2013 fue 80.585.684. El segundo dato, el de los ingresos impositivos, corresponde a la recaudación de los impuestos propios del Land, más la parte que le ha correspondido en el reparto de los impuestos sobre la renta, sobre sociedades e impuesto industrial.

El importe de ingresos impositivos dividido por el número de habitantes determina la *capacidad financiera por habitante* del Land. La proporción que representa el índice de cada Land respecto a la media de todos ellos es el que sirve para repartir el IVA.

En el cuadro 2 se muestra cuál fue la capacidad financiera por habitante de cada Land en 2013, ordenados de mayor a menor capacidad respecto a la media:

Cuadro 2

### Capacidad financiera de los Länder 2013

Land	Este/Oeste	Población	Ingresos computables (miles euros)	Índice de capacidad financiera (euros por habitante)	% sobre la media
Hamburgo, HH	Oeste	1.742.707	4.290.587	2.462,02	147,60
Baviera, BY	Oeste	12.549.150	26.845.887	2.139,26	128,25
Hesse, HE	Oeste	6.025.066	12.216.628	2.027,63	121,56
Baden-Wurtemberg, BW	Oeste	10.597.811	20.645.852	1.948,12	116,79
Renania Norte Westfalia, NW	Oeste	17.545.987	29.069.415	1.656,76	99,32
Renania Palatinado, RP	Oeste	3.988.588	6.362.326	1.595,13	95,63
Schleswig-Holstein, SH	Oeste	2.808.169	4.395.419	1.565,23	93,84
Berlín, BE		3.394.130	5.195.073	1.530,61	91,76
Bremen, HB	Oeste	654.581	960.374	1.467,16	87,96
Baja Sajonia, NI	Oeste	7.789.054	11.418.324	1.465,94	87,88
Sarre, SL	Oeste	991.798	1.314.245	1.325,11	79,44
Brandeburgo, BB	Este	2.447.481	2.685.655	1.097,31	65,79
Meckemburgo-Pomerania, MV	Este	1.596.899	1.441.163	902,48	54,10
Sajonia Anhalt, ST	Este	2.248.917	2.028.064	901,80	54,06
Sajonia, SN	Este	4.041.663	3.626.968	897,39	53,80
Turingia, TH	Este	2.163.683	1.923.390	888,94	53,29
Totales		80.585.684	134.419.370	1.668,03	100,00

Fuente: Ministerio Federal de Finanzas y elaboración propia. ([www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)).

Como refleja el cuadro 2, los *Länder* del Este apenas sobrepasan la mitad de la media nacional (1.668,03 euros por habitante), y lógicamente a ellos va destinada la mayor parte del reparto especial del IVA. La fórmula de reparto es progresiva, y

beneficia más al que más se aleja de la media. El cuadro 3 muestra el reparto completo de IVA en 2013, en el que 11.467,9 millones de euros se destinaron a ese reparto especial entre los *Länder* más débiles. El resto, como ya se dijo al principio,

Cuadro 3

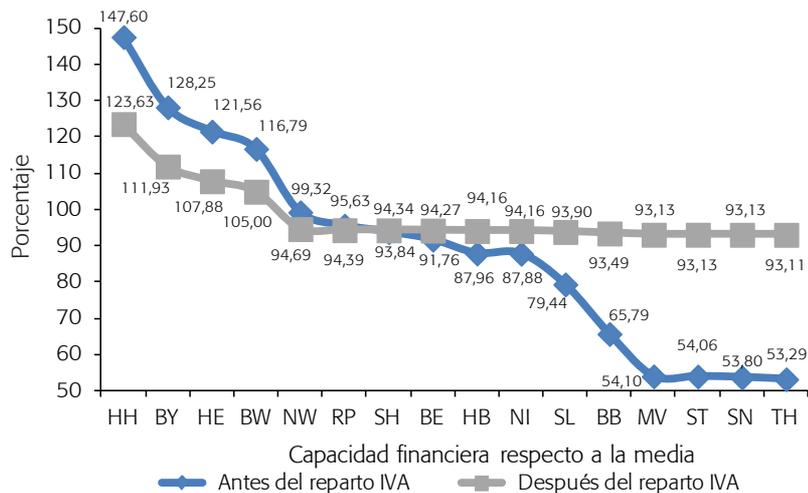
Reparto del IVA entre los *Länder* 2013

Land	Reparto especial	Reparto por población	Reparto del IVA	CF después reparto IVA
Hamburgo, HH		1.651.387	1.651.387	123,63%
Baviera, BY		11.891.562	11.891.562	111,93%
Hesse, HE		5.709.347	5.709.347	107,88%
Baden-Wurtemberg, BW		10.042.475	10.042.475	105,00%
Renania Norte Westfalia, NW	126.495	16.626.560	16.753.055	94,69%
Renania Palatinado, RP	241.294	3.779.582	4.020.876	94,39%
Schleswig-Holstein, SH	249.667	2.661.018	2.910.685	94,34%
Berlín, BE	413.394	3.216.274	3.629.668	94,27%
Bremen, HB	119.181	620.280	739.461	94,16%
Baja Sajonia, NI	1.427.142	7.380.900	8.808.042	94,16%
Sarre, SL	314.414	939.827	1.254.241	93,90%
Brandeburgo, BB	1.305.544	2.319.231	3.624.775	93,49%
Meckemburgo-Pomerania, MV	1.147.403	1.513.220	2.660.623	93,13%
Sajonia Anhalt, ST	1.617.344	2.131.072	3.748.416	93,13%
Sajonia, SN	2.923.523	3.829.876	6.753.399	93,13%
Turingia, TH	1.582.466	2.050.304	3.632.770	93,11%
Totales	11.467.865	76.362.916	87.830.781	

Fuente: Ministerio Federal de Finanzas y elaboración propia. ([www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)).

Gráfico 1

## Efecto redistributivo del reparto de IVA



Fuente: Elaboración propia, a partir de los cuadros 2 y 3 anteriores.

se reparte entre todos en proporción estricta a los habitantes de cada uno.

Vemos que el reparto tiene un fuerte efecto redistributivo, como bien se aprecia en el gráfico 1, al permitir que todos los *Länder*, pese a la dispersión inicial, alcancen al menos el 93% de la media de capacidad financiera por habitante.

## La compensación financiera

Una vez repartido el IVA entra en funcionamiento la compensación financiera, basada en el apartado segundo del artículo 107 GG, por el que debe garantizarse por ley que quede adecuadamente compensada la desigualdad de capacidad financiera de los *Länder*, teniendo en cuenta la capacidad y necesidades financieras de los municipios, fijándose también por ley los criterios que obligan a unos *Länder* a aportar fondos y el derecho de los otros a recibirlos, así como las asignaciones con cargo a los recursos federales para cubrir las necesidades financieras de los *Länder* más débiles.

En definitiva, se trata ahora de volver a comparar a los *Länder* entre sí, *pero ahora teniendo en cuenta también los ingresos de sus respectivos municipios*, para determinar el montante de fondos que los *Länder* más ricos deben transferir a los demás. Es importante resaltar que en esta

---

*La compensación financiera entre los Länder se resuelve con las transferencias de los "Länder obligados a compensar" a los "Länder con derecho a compensación".*

---

fase del sistema sí se habla de transferencias interterritoriales de recursos, porque efectuado ya el reparto, ahora se trata de que unos cedan a los otros parte de lo que les ha correspondido.

El actual sistema de compensación financiera se estableció por el denominado "Pacto de Solidaridad II", firmado el 23 de junio de 2001, tras

año y medio de negociaciones provocadas por la sentencia del Tribunal Constitucional de 11 de noviembre de 1999, que declaró el sistema anterior no ajustado a la Ley Fundamental, otorgando un plazo hasta el 31.12.2002 para su reforma.

Las conclusiones más importantes de la sentencia fueron que la compensación financiera debía reducir, pero no eliminar, las diferencias de capacidad financiera entre los *Länder*, y que no se debía alterar el orden entre ellos de mayor a menor capacidad financiera, como ocurría con el sistema anterior.

En este punto se complican un poco las reglas de reparto, porque entran en juego dos ponderaciones de las cifras de población: 1) la que atiende a las cargas especiales que soportan las "Ciudades-Estado" (los habitantes de estos *Länder* se computan al 135%); 2) la que atiende a la baja densidad de población de algunos *Länder* del Este, aplicable únicamente a los ingresos municipales, para los que se computan los habitantes de Meckemburgo-Pomerania Occidental al 105%, los de Brandeburgo al 103% y los de Sajonia-Anhalt al 102%.

Tenemos por tanto dos bloques de ingresos. El primero, que llamaremos "ingresos A", lo forman los ingresos de los *Länder* por impuestos propios y su participación en impuestos compartidos, a los que la FAG añade los ingresos obtenidos por concesiones mineras, regulados en la ley federal de montes, aplicando además un ajuste que sirve para premiar a aquellos *Länder* cuyos ingresos impositivos crecieron más que la media respecto al ejercicio anterior. En cuanto a los ingresos municipales, a los que llamaremos "ingresos B", la FAG los computa, pero solo en parte, en concreto un 64%.

Sumando los "ingresos A" y los "ingresos B" de cada *Land* se obtiene lo que se denomina "cifra de referencia de capacidad financiera" (*Finanzkraftmesszahl*, Fkmz). Seguidamente se determina el valor promedio que correspondería a cada *Land*, en función de las ya mencionadas ponderaciones de habitantes. Es lo que se denomina "cifra de referencia de compensación finan-

ciera" (*Ausgleichsmesszahl*, Amz). Representa lo que obtendría el *Land* si recibiera exactamente el importe medio de ingresos por habitante.

Utilizando la ecuación  $Fkmz/Amz \times 100$ , que representa la relación de capacidad financiera de cada *Land* respecto a los valores medios, resultan los *Länder* obligados a ceder fondos, que tienen un valor superior a 100, y los *Länder* con derecho a recibirlos, con valor inferior a 100. Las fórmulas para determinar las cifras de la compensación distinguen a los *Länder* por intervalos, según estén más o menos alejados de la media, buscando suavizar los efectos según se aproximan a la media, e impidiendo también que la compensación altere el orden de más a menos capacidad financiera entre ellos<sup>10</sup>.

En el cuadro 4 se muestra la situación de cada *Land* en 2013 antes y después de la compensación financiera. En 2013, como por otra parte es habitual en los últimos años, tuvieron que aportar fondos Baviera, Baden-Wurtemberg y Hesse, a repartir entre los 13 *Länder* restantes. Hamburgo no está en el primer grupo gracias a la ponderación de habitantes de la que se benefician las "Ciudades-Estado".

También en este punto se pueden representar gráficamente los efectos de la compensación financiera (gráfico 2). Como veíamos al principio de este apartado, se produce un cambio de base respecto a las cifras a las que llegamos tras el reparto de IVA. La incorporación de los ingresos municipales y las ponderaciones en el número de habitantes hacen que nuevamente tengamos una

Cuadro 4

### Compensación financiera entre los *Länder* 2013

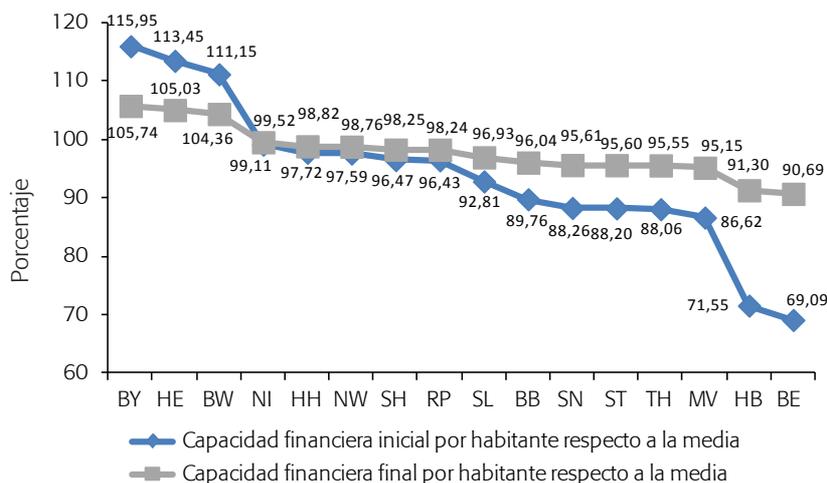
	<i>Fkmz</i>	<i>Amz</i>	<i>Transferencias a los demás</i>	<i>Transferencias recibidas</i>	<i>Fkmz tras FAG</i>
BY	49.074.213	42.324.147	4.319.857		44.754.356
HE	23.053.293	20.320.562	1.710.501		21.342.792
BW	39.728.534	35.742.923	2.428.601		37.299.933
NI	26.037.400	26.269.912		106.127	26.143.527
HH	7.754.141	7.934.728		87.091	7.841.232
NW	57.748.325	59.176.831		692.584	58.440.909
SH	9.136.614	9.471.028		169.071	9.305.685
RP	12.972.309	13.452.193		242.941	13.215.250
SL	3.104.556	3.345.008		137.879	3.242.435
BB	7.453.718	8.304.184		521.436	7.975.154
SN	12.031.533	13.631.197		1.001.599	13.033.132
ST	6.716.924	7.615.263		562.907	7.279.831
TH	6.426.047	7.297.390		546.959	6.973.006
MV	4.711.974	5.439.792		464.226	5.176.200
HB	2.132.544	2.980.376		588.635	2.721.179
BE	10.677.237	15.453.830		3.337.502	14.014.739
<b>Total</b>	<b>278.759.362</b>	<b>278.759.362</b>	<b>8.458.958</b>	<b>8.458.958</b>	<b>278.759.362</b>

Fuente: Ministerio Federal de Finanzas y elaboración propia. ([www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)).

<sup>10</sup> En Martínez Engaña (2013), páginas 22 y siguientes, puede encontrarse con todo detalle cómo operan las fórmulas para determinar lo que cada *Land* tiene que pagar o ha de recibir, referido a la compensación financiera de 2012.

Gráfico 2

## La compensación financiera en 2013



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del cuadro 4.

gran dispersión, y aunque no es tan acusada como la que había antes del reparto del IVA, podría ser mayor si se tomara el total de los ingresos municipales y no solo un 64%.

## Las transferencias complementarias del Bund

Por mandato del artículo 107 GG el Bund ha de asumir con cargo a su Presupuesto transferencias de recursos a los *Länder* con menor capacidad financiera, tanto para cubrir sus necesidades financieras en general como para compensarles por cargas especiales.

Son perceptores de estas transferencias generales los *Länder* cuya capacidad financiera por habitante tras la compensación financiera (es decir, la situación final del gráfico 2 anterior) esté por debajo del 99,5%. El *Bund* transferirá a todos estos *Länder* un 77,4% de la cantidad que falte para alcanzar ese 99,5%.

Por lo que se refiere a las transferencias federales para la cobertura de cargas especiales, se distinguen tres tipos:

- Por insuficiencia de infraestructuras y por desproporcionada debilidad de las finanzas municipales: las reciben Berlín, Brandeburgo, Meckemburgo-Pomerania Occidental, Sajonia, Sajonia-Anhalt y Turingia, es decir, los *Länder* del Este. Las cantidades que se transfieren cada año están recogidas en el Pacto de Solidaridad II, al que ya se hizo referencia, que fijó estas transferencias por unos montantes decrecientes, partiendo de 10.532.613.000 euros en 2001 hasta 2.096.297.000 euros

*Las transferencias complementarias del Bund para aproximar todavía un poco más a la media la capacidad financiera de los Länder que la tienen por debajo, y para la atención de necesidades especiales, principalmente benefician a los Länder del Este.*

en 2019, que debería ser el último. Estas transferencias ascendieron en 2013 a 6.544.536.000 euros;

- Cargas especiales derivadas de altas tasas de desempleo (807 millones en 2013, también para el Este);

- Costes desproporcionados de dirección política, por 516,9 millones de euros, igual importe que en 2012. En estas transferencias participan también, además de los *Länder* del Este, Bremen, Renania-Palatinado. El Sarre y Schleswig-Holstein.

## Conclusiones

En los apartados anteriores hemos repasado el marco constitucional de la materia en Alemania, hemos visto cuáles son las bases del sistema, la definición de los conceptos que se emplean y cómo operan. También hemos analizado los instrumentos de redistribución de recursos entre *Länder* ricos y pobres, que en síntesis son:

1. El reparto de la parte de la recaudación del IVA que corresponde a los *Länder*, en proporción al número de habitantes de cada uno, pero con reserva de hasta una cuarta parte del total para aquellos con menor capacidad financiera, que se reparte entre estos últimos con un criterio progresivo, para lograr la aproximación de todos ellos a la media, como quedó reflejado en el gráfico 1.
2. La compensación financiera entre los *Länder*, partiendo de una base distinta a la anterior, al considerar la capacidad financiera de los municipios y al aplicar ponderaciones espe-

ciales al número de habitantes de algunos *Länder*. La incorporación de estos elementos provoca que la situación de inicio vuelva a ser de dispersión respecto a la media (véase el gráfico 2), que se resuelve con las transferencias de los "*Länder* obligados a compensar" a los "*Länder* con derecho a compensación", alcanzándose la situación que se muestra en ese mismo gráfico.

3. El tercer instrumento de redistribución de recursos lo constituyen las transferencias complementarias del *Bund*, unas de carácter general, para aproximar todavía un poco más a la media la capacidad financiera de los *Länder* que la tienen por debajo, y otras para la atención de necesidades especiales, y de las que principalmente se benefician los *Länder* del Este.

Para terminar, no podemos olvidar que el *Bund* recibe aproximadamente el 43% de los ingresos impositivos alemanes, recursos que gasta atendiendo únicamente al interés del conjunto de la Nación, sin prestar atención a la distribución regional del gasto.

## Referencias

MARTÍNEZ EGAÑA, D. (2013), "La solidaridad interterritorial alemana", *Documento de trabajo* N° 10/2013, Instituto de Estudios Fiscales.

# Banca en la sombra: regulando el futuro con las dudas del pasado

David Ramos Muñoz\*

**“Banca en la sombra”, o “sistema bancario en la sombra” es el término utilizado por el Financial Stability Board (FSB) para promover una nueva batería de reformas en la regulación financiera. El término se ha establecido tanto en los estudios académicos como en las propuestas de regulación por parte de distintos organismos como el propio FSB, el Comité de Basilea para la Supervisión bancaria (CBSB, o BCBS, en su acrónimo en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), o la propia Comisión Europea.**

*Se trata de un concepto sugerente, y, a la vez, inquietante, que describe un fenómeno sustancial a la regulación. Si esta es efectiva, genera un incentivo para que los operadores realicen una actividad funcionalmente equivalente fuera de los límites marcados por las normas: cuando se manifiestan los primeros síntomas de la crisis, la confianza se evapora de manera súbita, revelando la fragilidad del sistema no regulado, y contagiando al sistema regulado.*

Acotar correctamente el concepto de banca en la sombra no es una mera labor teórica, sino que es fundamental para entender los problemas que se plantean en la práctica. El “sistema bancario en la sombra” se define tanto por lo que es (funciones y riesgos de la banca) como por lo que no es (regulado por normas bancarias). En los siguientes apartados se delimitará el problema de forma que resulte operativo desde un punto de vista regulatorio/legislativo, a continuación, se examinarán los fallos regulatorios identificados en la crisis de 2007-08 y se describirán las áreas de reforma que agrupan las normas aprobadas y las normas en proyecto, para cerrar con algunas conclusiones finales.

## Concepto y definición del problema

El concepto de banca en la sombra es demasiado amplio, necesitado de una importante labor de delimitación. La versión más literaria se basaría en lo evocador del concepto para entender que la banca en la sombra es un mundo de actividades oscuras, y nos llevaría a terrenos como el fraude fiscal o el blanqueo de capitales, que no tienen nada que ver con el fenómeno. Una versión periódica, como la que sostiene *The Economist* en su reportaje de 10 de mayo de 2014, introduce dentro del concepto todas las actividades susceptibles de sustituir a los bancos en alguna de sus funcio-

\* Universidad Carlos III de Madrid.

nes (fundamentalmente, la concesión de crédito), pero no sometidas a la regulación bancaria, algo que incluiría las empresas que utilizan su exceso de efectivo para prestar a otras empresas, las que se dedican a financiar activos, o las plataformas de préstamo P2P (*The Economist*, 10 de mayo pp. 3-7). Pero este concepto no sirve para explicar el *shadow banking* como fenómeno regulatorio.

Desde este punto de vista regulatorio, por tanto, lo importante es identificar cuál es el riesgo que plantean los bancos que la regulación intenta mitigar, y que, en la banca en la sombra, se manifiesta fuera del perímetro regulatorio. La respuesta está en el desajuste entre el plazo de la deuda de los bancos, y de los activos en los que invierte. Gracias a que los bancos se financian a corto plazo (depósitos) e invierten a largo plazo (préstamos) la economía puede utilizar el crédito, pero esta transformación del plazo (*maturity transformation*) supone un desajuste estructural que hace que la actividad sea inestable, propensa a las crisis de liquidez y pánicos, y necesite tanto apoyo público, en forma de garantías de solvencia (garantía de depósitos) y liquidez (acceso a préstamos del banco central), como una regulación estricta.

El concepto de banca en la sombra, pues, que preocupa a los reguladores, abarca las acti-

---

*El concepto de banca en la sombra que preocupa a los reguladores abarca las actividades de intermediación que generan un tipo de riesgo similar, sin estar sujetas a la regulación bancaria.*

---

vidades de intermediación que generan un tipo de riesgo similar, sin estar sujetas a la regulación bancaria. El FSB<sup>1</sup> lo define, en términos algo más amplios, como el “sistema de intermediación crediticia que agrupa entidades y actividades (total o

parcialmente) fuera del sistema bancario normal” (FSB, 2013: ii). Para refinar más este concepto, de modo que capture el fenómeno desde un punto de vista regulatorio, el FSB enfatiza que las autoridades deben centrarse en los fenómenos que incrementan el riesgo sistémico, o el escape regulatorio (*regulatory arbitrage*).

Esto no quiere decir que la banca en la sombra deba su origen solamente al intento de los operadores de evadir las normas: en muchos casos las entidades de banca en la sombra se benefician de economías de especialización, o explotan nichos abandonados por los bancos. La denominación no prejuzga la legitimidad de los motivos, sino solo el riesgo que plantea la actividad.

En todo caso, la amplitud del fenómeno hace difícil estimarlo en cifras. Los datos del propio FSB indican que, para el total de los 20 países desarrollados más la zona del euro, el valor de los activos de “otros intermediarios financieros”, asciende a un total de 71,2 billones de dólares. En términos porcentuales, ello representa un 24% del total de activos en manos de intermediarios financieros (la banca tradicional representa un 46,7%) una cifra constante tras la crisis, después de que se alcanzara el pico del 27% en 2007. Es el 117% del PIB de los países estudiados (desde un máximo del 124%). Los porcentajes globales esconden importantes diferencias. En el cuadro 1 se ofrece una muestra comparando algunos países:

En el caso de España, parece claro que no existe un problema endémico de banca en la sombra: quizás, si acaso, de escasez de ella, de modo que, ante la contracción del crédito bancario, existen pocas fuentes alternativas de financiación.

Los datos de otros países son discutibles. En el caso de Holanda los dos tercios de la cifra corresponden a las denominadas “instituciones finan-

<sup>1</sup> El Financial Stability Board está formado por autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en centros financieros importantes, instituciones financieras internacionales, grupos de reguladores y supervisores especializados por sectores y comités de expertos de bancos centrales. Su sede está en Basilea, Suiza, y ha sido promovido por el Banco de Pagos Internacionales, responsable del marco de Basilea, por lo que los trabajos de ambos grupos están estrechamente conectados. Actualmente lo preside Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra.

Cuadro 1

**Activos bancarios/PIB**

País	Activos bancarios/PIB %		Horas 2013 (%)
	2011	2012	2012
España	79,4	71,9	312,7
Estados Unidos	154,5	165,9	95,6
Reino Unido	383,8	354,4	800,5
Holanda	548,4	564,7	370,4
China	20	25,8	257,3

Fuente. Financial Stability Board<sup>2</sup>.

cieras especiales" (*special financial institutions*) utilizadas por grupos multinacionales con el propósito de atraer financiación o coordinar transacciones intragrupo (por motivos fiscales) algo que no plantea problemas de banca en la sombra. Y es que la recopilación de datos del FSB no es del todo coherente con su propósito de centrarse estrictamente en los problemas de banca en la sombra, pues agrupa a todas las entidades que no son bancos, aseguradoras, fondos de pensiones, bancos centrales o instituciones financieras públicas.

Estas cifras computan a la baja los *hedge funds*, ya que no se tiene en cuenta la mayoría de estos fondos, domiciliados en paraísos fiscales; y, al mismo tiempo, incluyen "otros fondos" (todos los que no sean de pensiones), que representan el 35% de los activos de "otros intermediarios" (FSB, 2013:10-14), a pesar de que su conexión con la banca en la sombra puede ser limitada. No obstante, incluyen a las entidades que plantearon más problemas durante la crisis de 2007-2008: *broker-dealers*, 12% de los activos, vehículos de financiación estructurada (titulización), 8%, compañías financieras, 8%, y fondos del mercado monetario, 6%. Estas cifras sirven para marcar las prioridades de la reforma regulatoria, que el FSB agrupa en cinco líneas de trabajo, que tienen que ver con los fallos regulatorios detectados en la crisis financiera 2007-2008, como veremos a continuación.

**Fallos regulatorios durante la crisis 2007-2008**

La crisis financiera de 2007-2008 se gestó con unas condiciones macroeconómicas de desequilibrio comercial en Estados Unidos y otras economías (como España o Irlanda), que no se corrigieron mediante depreciaciones del tipo de cambio y subidas de tipos de interés: en el caso estadounidense el dólar se mantuvo artificialmente alto, y los tipos elevados, gracias a la demanda internacional de activos denominados en dólares por parte de los países asiáticos, que deseaban acumular reservas de moneda extranjera, para evitar los riesgos que condujeron a las crisis asiáticas de los noventa. A ello es necesario unir un segundo fenómeno, el de los *institutional cash pools*, entidades que buscaban adquirir instrumentos financieros en el mercado no para buscar rentabilidad, sino como depósito de valor, para la gestión de efectivo (*cash management*), y que, por su tamaño, no podían recurrir a depósitos bancarios, ya que superaban con creces el límite asegurado (Pozsar, 2011).

Los bonos del Tesoro tenían una capacidad limitada de absorber esta demanda adicional, de modo que comenzaron a utilizarse en los mercados monetarios otros instrumentos resultantes de la titulización, lo que dio lugar al desarrollo de la banca en la sombra. Vayamos por partes.

<sup>2</sup> Disponible en: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.htm](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.htm).

Mediante la titulización, una empresa (originador) que posee activos que se liquidan a medio o largo plazo, transmite dichos activos a un vehículo de propósito específico (*Special purpose vehicle* o SPV), de naturaleza societaria o fiduciaria (*trust*) que, a su vez, emite títulos en el mercado, respaldados por los activos subyacentes transmitidos por el originador (Ramos, 2010: 1-6). Generalmente la emisión se estructurará en diversos niveles de preferencia (*super senior, senior, mezzanine, junior...*) de modo que los más senior recibirán la calificación más elevada (triple-A), equivalente a la de los bonos del Tesoro estadounidense, por las agencias calificadoras.

La titulización no es más que un mecanismo que facilita la gestión del riesgo y la liquidez. También supone una opción de desintermediación crediticia, para que empresas que posean un cierto tamaño puedan acudir al mercado de deuda sin necesidad de pedir crédito a los bancos. El problema se produjo por tres motivos, que formaron una “tormenta perfecta”:

- Primero, el uso masivo de la titulización en los años previos a la crisis cambió el modelo de negocio bancario de algunas entidades, del *originate to hold* (donde la entidad genera el crédito y lo retiene hasta su vencimiento) al *originate to distribute* (donde la entidad genera el crédito y lo transmite). La conciencia de poder transmitir el crédito originado creó incentivos para que las entidades originadoras generaran crédito de peor calidad.
- Segundo, el funcionamiento de las normas de solvencia bancaria (marco de Basilea) también incentivó el uso de la titulización como mecanismo para evadir la aplicación estricta de las reglas (*regulatory arbitrage*): una entidad que transmitiera activos a una SPV para, a continuación, adquirir parte de los títulos emitidos, o extender una línea de crédito al vehículo, podía beneficiarse de un tratamiento regulatorio más beneficioso, soportando el mismo riesgo.
- Tercero, las entidades utilizaron la titulización reiteradamente, de modo que los flu-

jos de caja inicialmente originados fueron “reempaquetados” una y otra vez: un primer vehículo (ej. una *conduit*) emitía *Asset-Backed Commercial Paper*, reempaquetado en una SPV, que emitía *Asset-Backed Securities*, reempaquetadas en otro vehículo, que emitía *Collateralized Debt Obligations*, y así sucesivamente, hasta que los activos, suficientemente líquidos, eran negociados en los mercados bancarios mayoristas, por los *Structured Investment Vehicles (SIVs)*, *Limited Purpose Finance Companies (LPFCs)*, Fondos del Mercado Monetario (FMM o MMF, por su acrónimo en inglés), o *hedge funds*, financiados mediante deuda a corto plazo, pseudo-depósitos o repos (Pozsar *et al.*, 2010).

Es importante destacar que un elemento clave en la expansión del uso de estos activos fue su uso reiterado en operaciones de garantía, como los repos y los préstamos de valores (*securities lending*). En un repo, una entidad transmite un activo (bono del Tesoro, ABCP, etc) y se compromete a recomprarlo en un plazo que puede ser de un día, varias semanas, o algunos meses. La entidad que vende obtiene financiación y presta la garantía del activo, y la entidad que compra, facilita financiación, y obtiene el activo como garantía. En la práctica, las entidades que facilitaban financiación, como los FMM, utilizaban los repos como depósitos de valor a corto plazo, por lo que los activos utilizados (ej. los ABCP) fueron asimilándose al “dinero” o activos monetarios (como los depósitos bancarios).

El resultado final es que activos como los préstamos hipotecarios, a largo plazo, ilíquidos y con baja calificación crediticia, se financiaban con pasivos a corto plazo, líquidos y con elevada calificación. Las entidades involucradas en el proceso no estaban reguladas como bancos. El caso más claro quizás sea el de los fondos del mercado monetario (los FMM). Frente a otros fondos de inversión, los FMM ofrecen el denominado “valor neto constante de los activos” (*constant net asset value, o constant NAV*), generalmente asociado a la cifra de 1 dólar, y permiten retirar sin previo aviso la totalidad de la inversión, como en un depósito bancario.

Los FMM invierten en activos líquidos, a corto plazo, y con elevada calificación crediticia, como bonos del Tesoro y productos similares, pero, en los años previos a la crisis, extendieron su inversión a otras categorías de activos, como los *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP) resultantes de operaciones de titulización. El valor de liquidación de cara a los inversores se mantiene constante al contabilizarse los activos a coste histórico, pero, si su valor fluctúa más allá de una horquilla, se debe registrar la pérdida, y, si el valor desciende por debajo de los 0,995 centavos por dólar, el fondo “rompe el dólar” (*breaks the buck*) en alusión a que su valor no permitiría recuperar el dólar íntegro si todos los inversores acudiesen a retirar fondos.

Ello genera una ventaja para aquel inversor que retire sus fondos más rápido (*first mover advantage*); y la conciencia de esto, a su vez, empuja a los inversores a retirar, y convierte la crisis del fondo en una profecía autocumplida. Durante la crisis, fondos como el *Reserve Fund* “rompieron el dólar”, y otros muchos estuvieron cerca de hacerlo. Como reacción, se retiraron de manera precipitada del mercado del repo, y de activos como los ABCP.

Al retirarse de manera abrupta los FMM del mercado del repo y los activos titulizados, ello tuvo un efecto contagio: los operadores de los mercados monetarios comenzaron a preguntarse cuál era el riesgo de impago real de estos productos, y, aunque dicho riesgo era mínimo, la imposibilidad de conocerlo con certeza, debido a la complejidad de los productos, condujo a que la confianza del mercado se evaporase, de modo que una crisis de solvencia manejable dio lugar a una crisis de liquidez imposible de manejar con los mecanismos del mercado.

El resto de la historia ha sido recogida por los titulares de prensa: Bear Stearns fue rescatado, Lehman Brothers, no, y su caída vino seguida de las de Fannie Mae y Freddie Mac, o AIG, y el sistema financiero estadounidense casi al completo. Sin el rescate del Tesoro estadounidense y la Reserva Federal, la banca en la sombra (y sin

sombra) podría haberse venido abajo, una muestra más de que, pese a la sofisticación y exotismo, el sistema se salva en última instancia gracias a la intervención pública, como la banca tradicional.

El relato anterior explica las líneas de trabajo en las que actualmente trabaja el FSB, en relación con la banca en la sombra:

- Regulación indirecta de la banca en la sombra, cuyo objetivo es asegurar que las entidades *sponsor* que crean vehículos de financiación estructurada, computan correctamente sus exposiciones a dichos vehículos, para evitar casos como el de Citigroup, que, a pesar de no haber registrado el riesgo derivado de la exposición a sus vehículos (los SIV) debió rescatarlos por motivos reputacionales (su nombre estaba tan estrechamente asociado a ellos que no hacerlo habría repercutido negativamente en su propia capacidad de financiación) y como resultado debió ser rescatado con fondos públicos.
- En estrecha conexión con el problema anterior se encuentra la línea de trabajo sobre la titulización, cuyo objetivo es solucionar el problema de la falta de incentivos de los originadores del crédito (bancos) para generar préstamos de calidad, al saber que el riesgo será soportado por los inversores en el mercado, problema que se intenta resolver obligando al originador/*sponsor* a retener una parte del riesgo, para realinear sus incentivos con los de los inversores.
- Por su parte, se trabaja sobre los fondos del mercado monetario (los FMM). En este punto, el comportamiento de estos fondos de un modo parecido al de los bancos depositarios de dinero genera un problema similar al de los pánicos bancarios, derivado de la retirada masiva de dinero por los inversores. Solucionar este problema es la prioridad legislativa. La pregunta inevitable es si los FMM eran lo bastante transparentes en cuanto a sus características, y estaban correc-

tamente regulados, en cuanto a su liquidez y solvencia, como para aguantar un impacto similar al sufrido en la crisis.

- Por otro lado, se encuentra la línea de trabajo sobre regulación de “otras entidades de banca en la sombra”, que refleja la idea de que la regulación de la banca en la sombra debe ser un proyecto abierto, y adaptable a las características de las nuevas entidades de intermediación financiera.
- Por último, en materia de operaciones de garantía, como los repos y préstamos de valores (*securities lending*), el foco no lo constituyen las entidades de banca en la sombra, sino las transacciones con garantía, que fueron utilizadas como mecanismo por parte de las entidades (bancarias y no bancarias) para expandir el crédito en un modo que hizo que el sistema fuese cada vez más frágil.

En la siguiente sección se comentan las medidas adoptadas y propuestas en las líneas anteriores, si bien, por su cercanía, los puntos 1 y 2 se describirán conjuntamente.

## Áreas de reforma

### Regulación indirecta de la banca en la sombra: transmisión del riesgo y titulización

El uso de la titulización para transmitir riesgo desde los bancos al mercado generó, al menos, tres problemas distintos, que, a su vez, requieren reformas distintas:

- El primero es la inadecuada transmisión del riesgo. Esto es, los casos donde las entidades originadoras o *sponsor* transmitieron el riesgo de manera incompleta o inadecuada. La ratio de capital del marco de Basilea se calcula dividiendo el capital por los activos ponderados por riesgo, de modo que incentivaba las operaciones que tuviesen como consecuen-

cia la sustitución de activos con una ponderación elevada por activos con una ponderación menor. Al titular, la entidad *sponsor* transfiere activos con una ponderación elevada (ej. préstamos) y recibe efectivo, con riesgo “0”, y los mecanismos a través de los cuales la entidad *sponsor* retenía buena parte del riesgo, como las líneas de crédito extendidas al vehículo, o la adquisición de los títulos emitidos por este, permitían al *sponsor* retener una exposición similar, pero beneficiarse de una mejor ponderación, en un caso claro de *regulatory arbitrage* (Jones, 2000).

La detección de este primer fenómeno condujo a la introducción del marco de Basilea II, que reguló la titulización de manera más exhaustiva, tanto desde el punto de vista de la transmisión del riesgo, como de las ponderaciones de la exposición de la entidad *sponsor* a los títulos que ella misma había creado. Hubo poco tiempo para comprobar si dichas reformas habrían sido efectivas: en Europa la trasposición de Basilea II se hace en 2007, cuando la crisis comenzaba a manifestar sus primeros síntomas (mediante la Directiva 2006/48/CE). Las reformas que desembocaron en las mejoras al marco de Basilea II (también conocido como el marco de Basilea II y medio) y Basilea III (incorporadas en Europa mediante el Reglamento 575/2013), por tanto, se basan en los problemas que, supuestamente, planteaba Basilea II, como la necesidad de definir de forma más estricta la transmisión del riesgo, o eliminar el tratamiento beneficioso de las líneas de crédito extendidas a vehículos de titulización.

El reto sigue siendo el denominado “apoyo discrecional”: en muchos casos, el rescate de las entidades bancarias a sus vehículos no estaba respaldado por un compromiso contractual previo, de modo que no estaba reflejado en el cálculo del riesgo, sino que respondió a la voluntad unilateral del banco, generalmente para evitar el contagio reputacional, derivado de que una entidad esponsorizada por aquel (aunque careciese de conexión formal) debiese ser liquidada. Las medidas actuales prohíben a la entidad *sponsor* apoyar al vehículo en aquellos casos donde no haya

reflejado previamente el riesgo del mismo en el cálculo de la ratio de capital<sup>3</sup>: el problema reside, más bien, en si las autoridades reguladoras aplicarán de manera estricta la prohibición, aun cuando ello suponga que los inversores en la titulización queden a la deriva, y la desconfianza se contagie a la entidad *sponsor*.

- El segundo es un problema de falta de alineación entre los incentivos del originador/*sponsor*, y los de los inversores. Puesto que el primero genera el crédito, y los segundos soportan el riesgo, el originador tiene incentivos para ahorrar en costes de evaluación y seguimiento de los prestatarios, y para generar crédito de peor calidad.

Para “realignar” en lo posible los incentivos, las reformas actuales exigen a las entidades *sponsor* que retengan un 5% del riesgo asociado a la transacción de titulización<sup>4</sup>. Aunque hay estudios que avalan esta medida (Demiroglu y James, 2012), se ha cuestionado su bondad por las dificultades de implantarla, ya que su éxito depende de cómo se defina el 5% de exposición, y de si efectivamente este porcentaje es suficiente para eliminar el problema. Por otro lado, no se puede obviar que, mientras estas reformas obligan al *sponsor* a vincularse al vehículo, las reformas de la transmisión del riesgo, arriba referidas, exigen que haya una ruptura limpia entre el *sponsor* y el vehículo, de modo que ambas no son enteramente coherentes entre sí.

- El tercero es un problema de complejidad: las sucesivas operaciones de “empaquetado” para transformar los flujos de caja iniciales en activos a corto plazo, líquidos y con riesgo bajo dieron lugar a activos opacos y muy difíciles de entender para muchos operadores, que hicieron imposible en la práctica evaluar correctamente el riesgo: del éxito inicial se pasó, una vez saltadas las alarmas, a la evaporación súbita de la credibilidad, lo que condujo a la crisis de liquidez.

Las reformas actuales tratan de desincentivar la complejidad penalizando las operaciones de retitulización en las ponderaciones del cálculo de la ratio de capital. La pregunta, nuevamente, no es si las reformas son acertadas sino si están regulando un problema del pasado: la complejidad y opacidad puede manifestarse en el futuro de formas diferentes a la retitulización. Regular la complejidad del pasado no soluciona la complejidad del futuro.

---

*La pregunta no es si las reformas son acertadas, sino si están regulando un problema del pasado: la complejidad y opacidad puede manifestarse en el futuro de formas diferentes a la retitulización. Regular la complejidad del pasado no soluciona la complejidad del futuro.*

---

### Problemas de la regulación de los fondos del mercado monetario

En materia de los FMM las propuestas internacionales han venido de la IOSCO (IOSCO, 2012), pero el legislador europeo ha emprendido su propio esfuerzo de manera relativamente autónoma, con una propuesta de Reglamento. Como se explica más arriba, el fallo regulatorio estuvo en no identificar la similitud entre los FMM y bancos desde el punto de vista de los riesgos, y la tendencia al pánico.

Las medidas actuales exigen una mayor transparencia de los FMM hacia los inversores en cuanto a los riesgos que estos últimos asumen, para evitar la confusión, y también incluyen requisitos más estrictos sobre la liquidez y el plazo de los activos que componen la cartera del fondo.

La propuesta de Reglamento en la UE plantea llevar la “bancarización” un paso más lejos, y exigir que los fondos mantengan un colchón de capital, equivalente al 3% de los activos, de modo similar a la ratio de apalancamiento prevista en el marco

<sup>3</sup> Artículo 258 Reglamento 575/2013.

<sup>4</sup> Artículo 405 Reglamento 575/2013.

de Basilea III, prohibir que un *sponsor* preste apoyo a un fondo si este carece del colchón del 3%<sup>5</sup>: es el modo de convertir un apoyo implícito en explícito.

Una pregunta importante es si el colchón de capital beneficia a los fondos con *sponsors* de gran tamaño (asumiendo que ellos serán quienes financien el colchón de capital) e introduce costes de entrada para los demás. Otra pregunta es por qué las reformas no distinguen entre los inversores minoristas e institucionales, ya que está comprobado que los segundos suponen un riesgo de retirada súbita mucho mayor (McCabe, 2010).

Por otro lado, es importante destacar que, durante la crisis, el problema no estuvo tanto en la insolvencia de los fondos como en que, para prevenir dicha insolvencia, los fondos se retiraron de ciertas class de activos (ej. los ABCP) y mercados (repos), causando una crisis de liquidez. En otras palabras, lo preocupante no es el pánico de los inversores en el fondo (*run on the fund*), sino el pánico de los fondos como inversores (*run by the fund*). El éxito del 3% de capital no debe medirse en términos de si hace a los fondos más solventes sino en si los hace menos propensos a retirar sus fondos.

Por último, las propuestas europeas proponen “bancarizar” hasta cierto punto a los fondos, pero no cambian las competencias de supervisión (que seguirían en manos de las comisiones de valores) o el acceso al sistema de garantía de depósitos, o a la ventana de liquidez del Banco central (seguirían sin acceder formalmente). En la crisis de 2008, únicamente la intervención de la Reserva Federal de Nueva York, mediante el programa *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (ABLF) (donde la Reserva Federal prestaba dinero a entidades bancarias, que, a su vez, usaron estos fondos para adquirir ABCP con determinadas características) logró detener el pánico. En ausencia de una medida que integre los FMM entre las entidades con acceso a apoyo público, la situación de estas

entidades sigue siendo poco clara, y el problema se ve mitigado, pero no resuelto.

### Regulación de “otras entidades de banca en la sombra”

La manifestación más clara de que la regulación de la banca en la sombra no debe afrontar solamente los problemas del pasado, sino anticipar los del futuro, se encuentra en la línea de trabajo sobre “otras entidades de banca en la sombra”, donde el propio FSB ha elaborado ya una lista de criterios funcionales para identificar los riesgos clasificables como “banca en la sombra”, y un conjunto de herramientas (*policy toolkit*) que puede utilizarse como plantilla para las reformas legislativas (FSB, 2013b).

Frente a las dos áreas anteriores, donde partimos de reformas concretas ya aprobadas o propuestas, la regulación de “otras entidades de banca en la sombra” es, más bien, una declaración de intenciones, que indica el nuevo enfoque que, según el FSB, deben tener los legisladores y reguladores nacionales a la hora de aproximarse al problema de la banca en la sombra. Este nuevo enfoque afecta tanto a (1) la identificación del fenómeno como a (2) la adopción de medidas.

(1) A la hora de identificar el problema, el FSB se desvía del enfoque tradicional de la regulación financiera, que tiende a distinguir a las entidades por su denominación (bancos, entidades aseguradoras, entidades de valores, fondos...) y distingue cinco tipos de funciones que generan los riesgos que pueden considerarse como propios de la banca en la sombra.

No obstante, no es sorprendente que, a la hora de definir dichas funciones, el FSB se base en la experiencia pasada, de modo que es posible identificar las funciones con los tipos de entidades que plantearon los principales problemas durante y después de la crisis: la función 1, gestión de vehículos de inversión colectiva susceptibles de ser objeto de pánicos, se corresponde con la expe-

<sup>5</sup> Artículos 29-36 de la Propuesta de Reglamento sobre fondos del mercado monetario.

riencia de los FMM; la función 2, concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo, corresponde a las sociedades de financiación de activos; la 3, intermediación en actividades de mercado dependiente de financiación a corto plazo o de los activos de clientes corresponde, en buena medida, a la actividad de los *broker-dealers*, insertos en grandes bancos de inversión; la función 4, facilitación de la creación de crédito (generalmente mediante la provisión de líneas de crédito y garantía) fue típica de las entidades aseguradoras; y la 5, intermediación basada en la titulación, corresponde a las diversas entidades que actuaban y actúan en la cadena de intermediación (*conduits*, SPVs, SIVs, LPFC, y las denominaciones y tipos que las han ido sustituyendo).

(2) El FSB propone a continuación un kit de herramientas de política legislativa, como plantilla para que los legisladores aprueben reformas que integren las “otras” entidades de banca en la sombra dentro del perímetro regulatorio (FSB, 2013b), y ayuden a mitigar sus riesgos. Este kit también se basa, en buena medida, en la experiencia con los diversos casos de estudio ya regulados.

Por ello, para la función 1 (vehículos de inversión colectiva con riesgo de “pánico”) las opciones previstas por el FSB se centran bien en (a) limitar, suspender, o desincentivar las retiradas generalizadas de fondos por los clientes; (b) reducir el riesgo de liquidez (limitando el porcentaje de activos ilíquidos y/o la concentración de activos en la cartera del vehículo, exigiendo colchones de liquidez); (c) reducir el apalancamiento; o (d) acortar el vencimiento medio y/o máximo de los activos de la cartera (medidas que se corresponden con las arriba indicadas para los FMM).

Para las funciones 2 a 4, donde la experiencia ha demostrado que entidades de naturaleza y actividad aparentemente diversas pueden dar lugar a riesgos muy similares, la idea que se repite la de convergencia de las normas prudenciales, en torno a las actuales normas bancarias, con requisitos de capital/apalancamiento y liquidez (presentes en la UE a través del Reglamento 575/2013). Adicionalmente, se incluyen medidas específicas

para cada tipo de riesgo, como la limitación de “grandes exposiciones” (a deudores individuales o tipos de activos) y tipos de instrumentos utilizados para las entidades que concedan préstamos dependiendo de financiación a corto plazo (*finance companies*), la restricción del uso de los activos de clientes para las entidades que los utilizan en sus propias operaciones de financiación (*broker-dealers*), o la exigencia, para las entidades que “faciliten la creación de crédito” (aseguradoras), de unas prácticas de gestión de riesgo que capturen mejor los riesgos correspondientes a la “cola” de la distribución de probabilidad (“riesgo de cola” o *tail risk*), y de un mejor reparto del riesgo entre estas y sus asegurados.

Para la función 5 (intermediación basada en la técnica de la titulación) las propuestas pasan por la regulación directa de las diversas entidades, y la restricción de la *maturity transformation* y *liquidity transformation* que las entidades puedan realizar (por ejemplo, imponiendo límites al desfase entre el vencimiento de los activos y pasivos, o la liquidez de los mismos), de los activos que puedan utilizarse como garantía, o de la exposición a, y financiación de, los bancos u otras entidades financieras. Quizás esta propuesta sea la más novedosa, pues introduce elementos que van más allá de la regulación de los fondos, y se acercan a lo que se conoce como *narrow banking*.

---

*La idea recurrente, y de mayor calado, es la de “funcionalizar” la regulación, y hacer converger las reglas. La pregunta que surge es cómo puede implantarse esta idea en un entorno donde las normas de regulación y supervisión siguen ajustándose a una división entre entidades de crédito, entidades aseguradoras, empresas de servicios de inversión, y, en su caso, fondos.*

---

En todo caso, la idea recurrente, y de mayor calado, es la de “funcionalizar” la regulación, y hacer converger las reglas. En este punto, y desde un punto de vista más jurídico que económico, la pregunta que surge es cómo puede implantarse

esta idea en un entorno donde las normas de regulación y supervisión siguen ajustándose a una división tripartita o cuatripartita entre entidades de crédito, entidades aseguradoras, empresas de servicios de inversión, y, en su caso, fondos.

### Las operaciones de garantía: repos y préstamos de valores

De todas las áreas que forman parte de la agenda de reformas del FSB y otros organismos, la de las operaciones de garantía (repos y préstamo de valores) es la que tiene una mayor necesidad de debate y reflexión, pues, del conjunto de medidas discutidas sobre los repos y préstamos de valores, únicamente una parte ataja los riesgos propios de la banca en la sombra.

Los problemas apuntados por el FSB tienen que ver (1) con el uso, por *broker-dealers*, y otros intermediarios, de los activos de sus clientes para sus operaciones de garantía; o (2) la expansión de las clases de activos que resultaban admisibles en operaciones de garantía como los repos (donde se amplió desde los bonos del Tesoro a los instrumentos de titulización, como los ABCP o CDO) y posterior, y súbita, contracción de dichas clases (con la resultante iliquidez del mercado).

Para solucionarlos se sugieren o discuten medidas que van desde la mayor transparencia de los intermediarios con sus clientes, a la mejora de la infraestructura del mercado, principalmente en materia de liquidación y compensación, o, incluso, a la eliminación del privilegio concursal de las operaciones de garantía (no obstante, este tipo de medidas se han descartado provisionalmente) (FSB, 2013c: 6-15; Comisión Europea, 2013:11).

Aunque estas medidas son importantes, no tienen que ver, estrictamente, con la banca en la sombra. Para la banca en la sombra el problema no está en la operación de garantía en sí, sino en su uso como instrumento, para la generación de "dinero", o activos monetarios. Y aquí, tanto el FSB como la Comisión Europea son realmente parcos en soluciones.

La literatura ofrece dos versiones distintas. Algunos estiman que el incremento de los activos monetarios se explica por un incremento de la demanda, debido a los *institutional cash pools* a los que se hizo referencia más arriba, de modo que la disminución de esta "masa monetaria en la sombra" tendría efectos negativos, y, lejos de limitarla, debería mantenerse su volumen (Pozsar, 2011; Singh, 2012). Otros entienden que el incremento en los activos monetarios (y consiguiente apalancamiento) se explica por la existencia de flujos especulativos, que contribuyeron a la burbuja de precios, y que debe mitigarse reduciendo los flujos especulativos (Turner, 2014).

### Conclusiones: ¿regular más o mejor?

Existen muchos precedentes de banca en la sombra: las casas de descuento de las que habla Walter Bagehot en su *Lombard Street*, las *trust companies* en la crisis de 1907, o las *Savings and Loans* que generaron su propia crisis en Estados Unidos a finales de los 80, principios de los 90 del siglo XX. Una parte del fenómeno de la banca en la sombra era inevitable, y confirma la efectividad de la reforma del marco prudencial de Basilea: nadie intenta evitar normas irrelevantes (Kane, 2012). Pero, en comparación con los anteriores episodios, la banca en la sombra es un fenómeno más amplio y plástico, sin el nombre y apellidos de una institución concreta: la multitud de tipos de entidades, y su constante cambio requiere una definición más abstracta del problema.

La inevitabilidad y la dificultad de delimitación no deberían mover a la inactividad, pero sí hacernos reflexionar sobre la parte del problema que viene propiciada por las deficiencias de las normas que regulan los mercados e instituciones financieros. Primero, parte del fenómeno se puede explicar por las normas que han contribuido al diseño de los mercados. La desintermediación crediticia, y la titulización que dio forma a la banca en la sombra de la crisis no se puede entender sin las reformas legislativas que acogieron la titulización en países como España, Francia, Italia o Luxemburgo,

o la creación de entidades esponsorizadas por el gobierno (*Government-Sponsored Entities* o GSEs), como Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae en Estados Unidos (a día de hoy, son las únicas que siguen en manos públicas tras su rescate).

En segundo lugar, la banca no regulada prolifera si el marco normativo es farragoso y poco coherente. Y existen al menos tres razones para pensar que esto es así:

- Primera, las normas siguen distinguiendo entre banca, seguros, inversión y fondos, algo que tiene sentido desde un punto de vista de protección del inversor, pero no tanto desde el punto de vista de las normas prudenciales, donde lo importante es el tipo de riesgo. Si las normas no adoptan un enfoque por "funciones", o por tipo de riesgo, como el que propone el FSB, los viejos riesgos seguirán apareciendo en forma de nuevos tipos de entidades.
- Segunda, las normas han alcanzado un nivel de especificidad y complejidad que dificulta su interpretación. Interpretar el marco regulatorio es más fácil si este tiene 30 páginas (Basilea I) que si tiene 347 (Basilea II) o más de 600 (Basilea III). Una regla pensada para un caso específico crea un espacio para que otro caso más específico, y no regulado, burle su finalidad.
- Tercera, la regulación parte de que política regulatoria y política monetaria son cosas muy distintas. Pero la distinción no es ni mucho menos nítida. Controlar la creación de activos monetarios y su impacto en la estabilidad, requiere tener presente no solo la lógica regulatoria, sino también la monetaria, algo que no parece estar presente en las actuales reformas.

Captar la atención mediante un término como "banca en la sombra" es fácil. Capitalizar esa atención mediante reformas que atajen los problemas reales que han contribuido a la gestación del fenómeno es mucho más difícil. Los retos planteados

por la banca en la sombra son muchos, y abordar únicamente una parte de ellos podrá considerarse un éxito. Pero ello requiere profundizar más allá de ideas simples. Una reforma que tenga en cuenta esta necesidad será susceptible de traer luz a un mundo de sombras.

## Referencias

- BAGEHOT, W. (1873), *Lombard Street. A Description of the Money Market*, 3ª ed., London, Henry S. King & Co.
- COMISIÓN EUROPEA (2013), *Shadow Banking. Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector*, COM/2013/0614 final, 4 de septiembre 2013.
- DEMIROGLU, C., y JAMES, C. (2012), "How Important is Having Skin in the Game? Originator-Sponsor Affiliation and Losses on Mortgage-Backed Securities", *The Review of Financial Studies*.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB) (2013a), *Monitoring Report: Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 14 de noviembre 2013.
- (2013b), *Shadow Banking Entities: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 de agosto 2013.
- (2013c), *Securities Lending and Repos: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 29 de agosto 2013.
- IOSCO (2012), *Policy Recommendations for Money Market Funds*, octubre 2012.
- JONES, D. (2000), "Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues", *Journal of Banking & Finance*, 24: 35-58.
- KANE, E.(2012), "The Inevitability of Shadowy Banking", *Federal Reserve Bank of Atlanta 2012 Financial Markets Conference on Financial Reform The Devil's in the Details Atlanta*.
- MCCABE, P.(2010), *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*.

POZSAR, Z. (2011), "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System", *IMF Working Paper* WP/11/190.

POZSAR, Z.; ADRIAN, T.; ASHCRAFT, A., y BOESKY, H. (2012), "Shadow Banking", Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, 458, versión actualizada.

RAMOS, D. (2010), *The Law of Transnational Securitization*, Oxford University Press.

SINGH, M. (2012), "The (Other) Deleveraging", *IMF Working Paper* WP/12/179.)

THE ECONOMIST (2014), *Special report: shadow and substance*, 10 de mayo 2014.

TURNER, A. (2014), *Too much of the wrong sort of capital flow*, Centre for Advanced Financial Research and Learning (CAFRAL)/Reserve Bank of India New Delhi.

# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

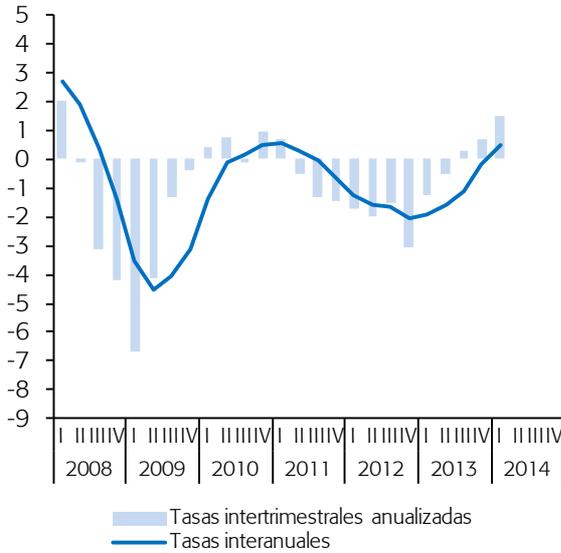
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción				Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
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	-2,1	-2,3	-5,1	-9,6	-8,0	-10,9	1,7	4,9	0,4	-2,7	1,5
2014	1,4	1,7	-0,8	0,8	-4,9	-5,1	-4,8	8,2	5,0	4,0	0,9	0,4
2015	2,2	2,0	-0,5	2,1	-1,3	-2,2	-0,7	6,0	5,3	3,9	1,6	0,6
2013 I	-1,9	-4,2	-2,3	-7,2	-9,8	-8,8	-10,6	-3,2	2,9	-4,9	-4,3	2,4
II	-1,6	-3,0	-3,4	-5,8	-10,1	-8,1	-11,9	0,6	9,5	3,2	-3,6	2,0
III	-1,1	-1,7	0,2	-5,3	-9,8	-7,8	-11,4	1,1	3,5	0,6	-2,1	1,0
IV	-0,2	0,7	-3,5	-1,7	-8,6	-7,2	-9,8	8,7	3,7	2,7	-0,6	0,4
2014 I	0,5	1,6	-0,2	-1,1	-8,7	-7,1	-9,9	9,5	8,1	9,3	0,7	-0,2
II	1,2	1,8	-0,9	1,2	-4,5	-5,3	-3,9	8,9	3,0	3,5	1,2	-0,1
III	1,7	1,7	-1,3	1,5	-3,4	-4,3	-2,6	7,6	4,2	1,8	0,8	0,9
IV	2,1	1,7	-0,9	1,6	-2,8	-3,4	-2,4	7,1	4,8	1,9	1,0	1,1
2015 I	2,3	1,7	-0,8	1,8	-2,0	-2,9	-1,2	6,3	4,9	2,2	1,3	1,0
II	2,2	2,0	-0,2	1,9	-1,7	-2,5	-1,0	6,0	5,3	3,5	1,5	0,7
III	2,2	2,1	-1,0	2,1	-1,1	-2,0	-0,5	5,9	5,4	4,4	1,7	0,5
IV	2,2	2,2	0,1	2,4	-0,6	-1,4	-0,1	5,8	5,5	5,4	2,0	0,2
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2013 I	-1,2	-1,6	4,1	-4,8	-12,4	-4,3	-18,8	7,6	-16,7	-17,3	-1,1	-0,1
II	-0,5	0,4	-4,5	-7,3	-17,1	-13,3	-20,3	8,4	31,2	26,7	-2,3	1,7
III	0,3	2,1	2,3	2,8	-3,6	-5,4	-2,0	11,9	2,5	8,5	2,2	-1,9
IV	0,7	2,1	-14,6	2,7	-0,4	-5,6	4,2	7,0	3,2	-2,2	-1,2	1,9
2014 I	1,5	1,7	18,9	-2,5	-12,5	-3,9	-19,0	10,8	-1,5	6,2	4,0	-2,5
II	2,2	1,2	-7,1	2,0	-1,1	-6,2	3,1	5,9	7,8	1,7	0,2	2,0
III	2,5	1,8	0,5	3,7	1,1	-1,5	3,2	6,8	7,4	1,7	1,7	0,8
IV	2,3	2,0	-13,3	3,5	2,1	-1,8	5,2	5,1	5,9	-1,8	0,0	2,4
2015 I	2,0	2,0	19,4	-1,8	-9,5	-1,9	-15,0	7,5	-1,2	7,4	4,2	-2,1
II	2,0	2,3	-4,5	2,4	0,2	-4,8	4,1	4,7	9,6	7,0	1,2	0,8
III	2,2	2,3	-2,8	4,6	3,2	0,5	5,2	6,2	7,6	5,3	2,0	0,2
IV	2,3	2,4	-9,3	4,5	4,4	0,8	7,0	4,7	6,4	2,1	1,1	1,2
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
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	1.029,3	59,3	20,2	19,2	11,5	5,2	6,3	7,7	32,6	31,9	99,3	0,7
2013	1.023,0	59,2	20,1	17,7	10,1	4,4	5,6	7,7	34,1	31,7	97,6	1,5
2014	1.036,9	59,6	19,7	17,4	9,3	4,0	5,3	8,1	34,9	32,0	97,1	2,9
2015	1.064,8	59,6	19,2	17,3	8,9	3,7	5,2	8,4	35,9	32,7	96,7	3,3

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

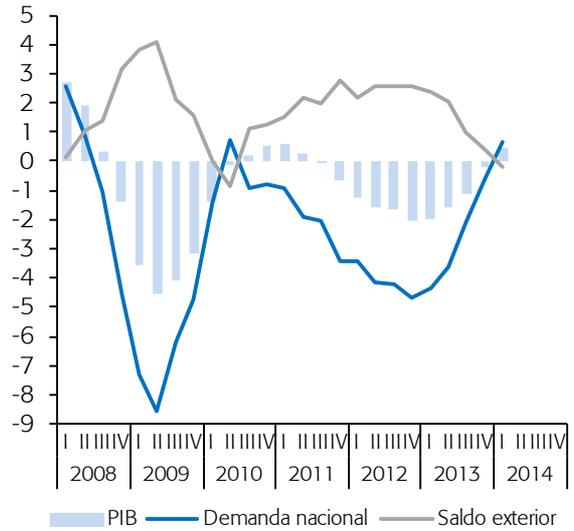
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

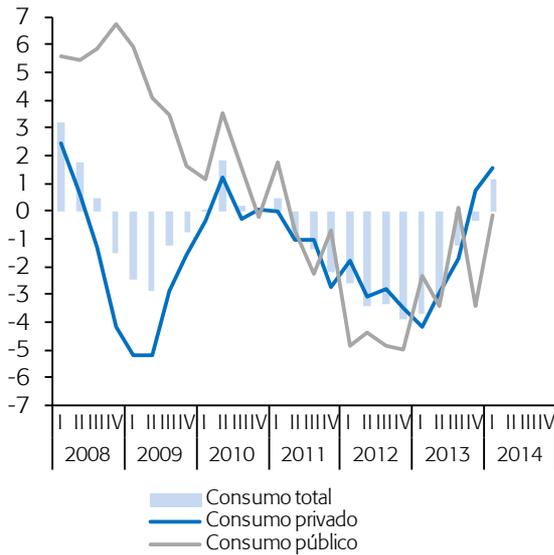
**Gráfico 1.1 - PIB**  
Tasas de crecimiento



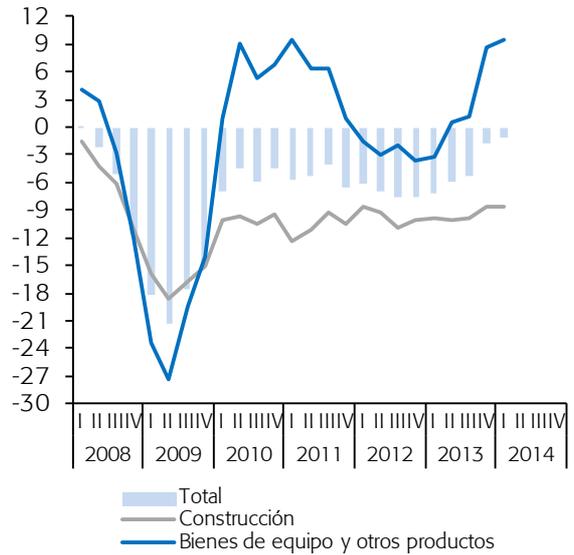
**Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**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

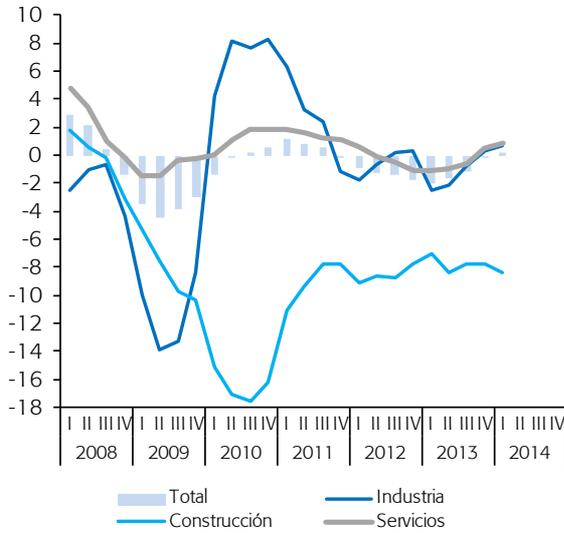
	Valor añadido bruto a precios básicos													Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, 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		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>														
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	-1,2	1,1	-1,2	-7,7	-0,5	-0,2	-0,3	-3,3	-0,2	0,0	-0,6	-0,9	-1,2	
2014	1,4	4,7	1,4	-4,1	1,9	4,2	0,3	-1,7	0,9	1,5	0,2	1,8	1,2	
2015	2,2	1,0	2,7	-0,3	2,4	4,2	1,6	0,7	1,8	2,7	0,5	2,3	1,8	
2013 I	-1,9	-4,1	-2,5	-7,0	-1,1	-1,9	-0,7	-3,7	-0,3	-0,8	0,4	-2,7	-2,0	
II	-1,6	3,9	-2,1	-8,3	-0,9	-0,2	1,0	-4,1	-0,6	-0,7	-2,0	-0,6	-1,0	
III	-1,2	0,9	-0,8	-7,8	-0,6	0,2	-1,6	-2,7	-0,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8	
IV	-0,1	4,1	0,3	-7,7	0,5	1,3	-0,1	-2,4	0,6	1,9	-0,2	0,5	-1,2	
2014 I	0,2	6,8	0,7	-8,4	0,8	1,8	0,0	-2,2	0,7	1,2	0,2	1,6	3,3	
II	1,2	4,7	1,1	-4,2	1,7	3,7	0,1	-2,0	0,8	1,6	0,4	1,7	0,8	
III	1,8	5,0	1,7	-2,3	2,2	5,0	0,6	-1,5	1,0	1,5	0,2	1,9	0,3	
IV	2,3	2,2	2,1	-1,1	2,7	6,3	0,6	-1,1	1,1	1,8	0,1	1,9	0,5	
2015 I	2,4	-0,5	2,4	-0,7	2,9	6,1	1,2	-0,6	1,5	2,3	0,4	1,9	0,6	
II	2,2	0,5	2,7	-0,5	2,4	4,4	1,4	0,3	1,7	2,6	0,6	2,2	2,2	
III	2,1	2,0	2,8	-0,1	2,2	3,6	1,9	1,4	1,9	2,8	0,3	2,5	2,3	
IV	2,1	2,0	3,0	0,4	2,1	2,9	1,9	1,6	2,2	3,0	0,7	2,7	2,3	
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>														
2013 I	-1,8	2,5	-3,0	-7,5	-1,0	1,1	-0,8	9,8	-8,6	-0,5	-3,8	5,4	5,2	
II	-0,7	6,1	2,3	-16,1	0,2	3,3	6,4	-1,2	4,5	-3,9	-4,3	-3,7	1,4	
III	0,9	-5,1	2,3	-5,0	1,5	2,8	-12,8	-18,4	5,2	8,6	4,5	-1,3	-6,2	
IV	1,2	13,7	-0,1	-1,7	1,4	-2,0	8,5	2,4	2,0	4,0	3,2	1,6	-4,7	
2014 I	-0,6	13,6	-1,8	-10,0	0,3	3,1	-0,8	10,9	-8,1	-3,1	-2,2	10,1	25,6	
II	3,3	-2,0	4,1	0,4	3,5	11,5	7,0	-0,4	4,7	-2,4	-3,8	-3,0	-7,9	
III	3,6	-4,0	4,9	2,6	3,6	7,8	-11,2	-16,9	6,0	8,2	3,7	-0,6	-8,2	
IV	3,0	2,1	1,3	3,1	3,4	2,9	8,8	4,1	2,3	4,8	3,0	1,7	-4,0	
2015 I	0,0	2,0	-0,4	-8,5	0,9	2,4	1,4	13,5	-6,4	-1,2	-1,2	10,0	26,0	
II	2,4	2,0	5,2	1,2	1,9	4,6	8,1	3,2	5,4	-1,0	-3,0	-1,8	-1,6	
III	3,3	2,0	5,2	4,2	2,8	4,6	-9,6	-13,4	7,0	8,8	2,5	0,4	-8,0	
IV	2,9	2,0	2,0	5,4	3,0	0,0	9,0	5,0	3,2	5,6	4,7	2,6	-4,0	
<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>														
<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>														
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	933,2	2,6	17,5	7,8	72,1	25,9	4,0	3,9	8,4	7,8	18,3	3,8	9,6	
2014	944,3	2,6	17,4	7,4	72,5	26,4	3,8	3,7	8,3	7,8	18,6	3,9	9,8	
2015	968,2	2,7	17,6	7,2	72,6	27,0	3,7	3,7	8,4	7,9	18,2	3,9	10,0	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

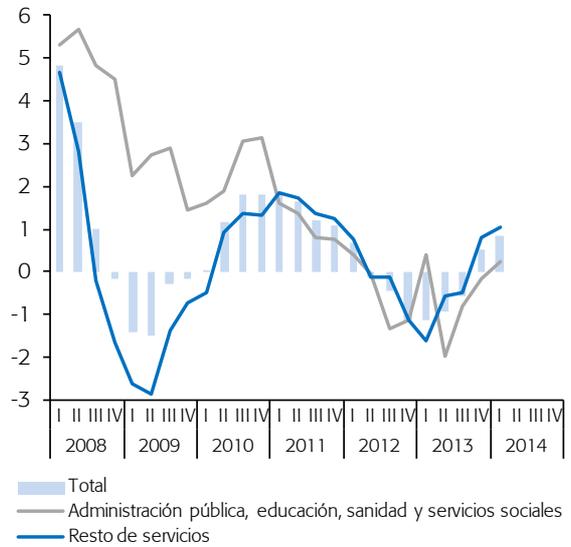
**Gráfico 2.1 - VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



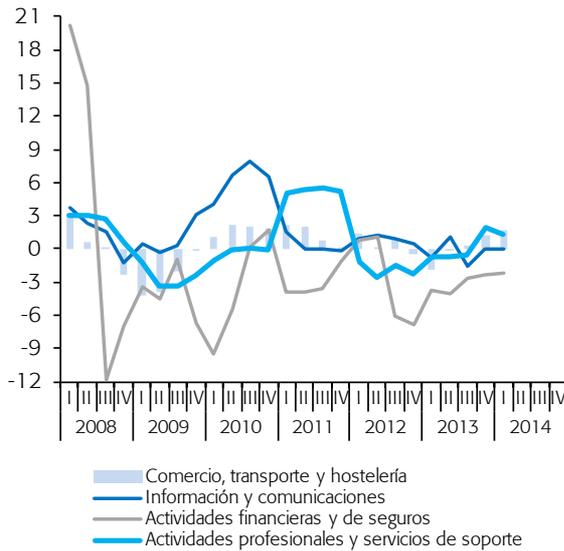
**Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)**

Tasas de crecimiento interanuales



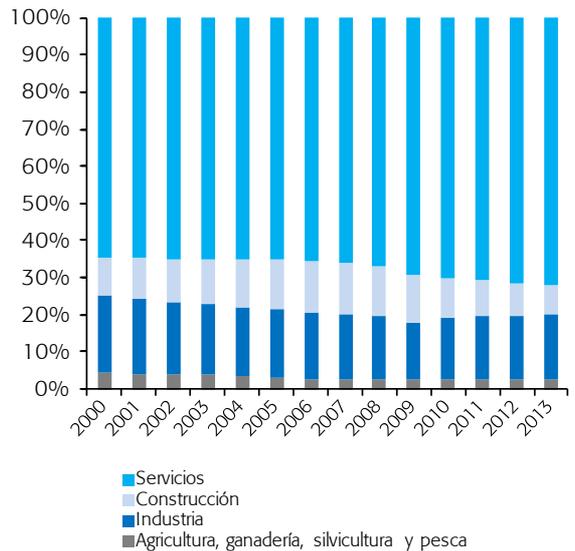
**Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)**

Tasas de crecimiento interanuales



**Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial**

Porcentaje del VAB a precios básicos



## Cuadro 3

## Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

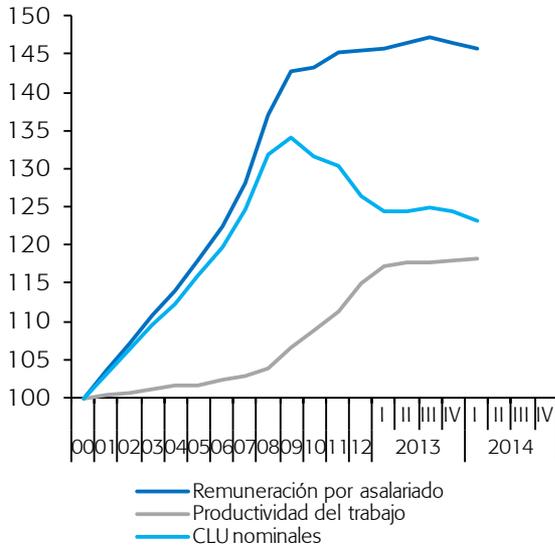
Previsiones en azul

	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
<b>Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
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	146,5	124,5	91,3	94,8	65,4	145,1	160,2	110,5	85,5
2014	120,6	101,8	118,6	146,7	123,8	90,7	97,2	--	--	--	--	--
2015	123,3	103,2	119,5	147,4	123,4	90,0	100,5	--	--	--	--	--
2012 I	120,8	105,2	114,8	146,6	127,7	94,2	96,2	69,3	138,7	159,0	114,6	89,1
III	120,3	104,4	115,2	146,4	127,1	93,6	95,8	68,8	139,3	158,7	113,9	89,5
IV	119,4	102,8	116,2	142,7	122,8	90,5	93,8	67,7	138,6	158,0	114,0	85,4
2013 I	119,0	101,6	117,2	145,7	124,3	90,7	94,4	66,3	142,3	157,9	111,0	86,3
II	118,9	101,0	117,7	146,5	124,5	91,2	95,1	65,8	144,6	161,0	111,3	86,3
III	119,0	101,0	117,8	147,2	125,0	91,7	95,0	64,8	146,6	161,8	110,4	86,6
IV	119,2	101,1	117,9	146,6	124,3	91,4	94,9	64,7	146,8	160,3	109,2	82,8
2014 I	119,6	101,2	118,2	145,6	123,2	90,4	95,9	64,5	148,6	159,5	107,3	84,1
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
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	-3,0	-1,1	-6,0	5,2	2,3	-2,8	-2,3
2013	-1,2	-3,4	2,3	0,7	-1,6	-2,2	-0,9	-5,3	4,7	1,3	-3,2	-3,4
2014	1,4	0,6	0,8	0,2	-0,6	-0,6	2,5	--	--	--	--	--
2015	2,2	1,4	0,8	0,5	-0,3	-0,8	3,4	--	--	--	--	--
2012 II	-1,6	-5,1	3,7	0,8	-2,7	-2,6	-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	-2,4	-5,3	-5,4	0,1	-6,3	6,9	1,4	-5,1	-5,4
2013 I	-1,9	-4,7	2,9	-0,5	-3,2	-4,3	-2,5	-5,7	3,3	0,7	-2,5	-4,1
II	-1,6	-4,0	2,5	-0,1	-2,5	-3,1	-1,2	-5,2	4,2	1,2	-2,8	-3,2
III	-1,1	-3,3	2,2	0,5	-1,6	-2,1	-0,8	-5,7	5,2	2,0	-3,1	-3,2
IV	-0,2	-1,6	1,5	2,7	1,2	1,0	1,2	-4,5	5,9	1,4	-4,2	-3,0
2014 I	0,5	-0,3	0,8	-0,1	-0,9	-0,3	1,7	-2,6	4,4	1,0	-3,3	-2,6

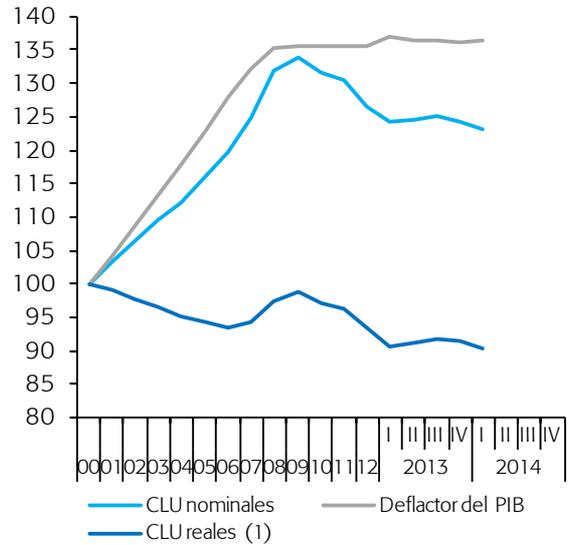
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

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

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

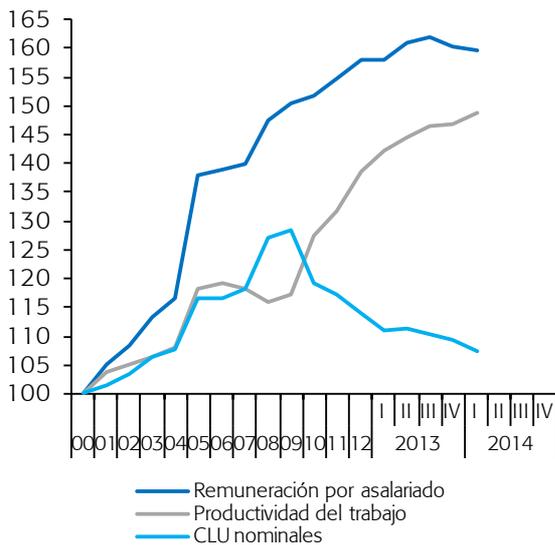


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

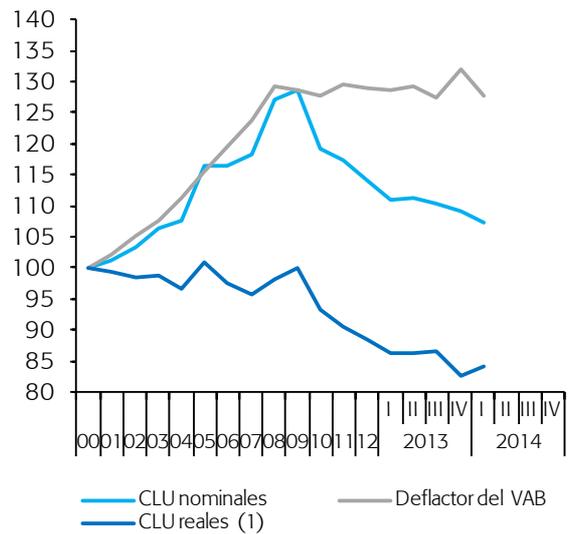


(1) CLU nominal deflactado por el deflactor del PIB.

**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 PIB.

## Cuadro 4

## Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución

Previsiones en azul

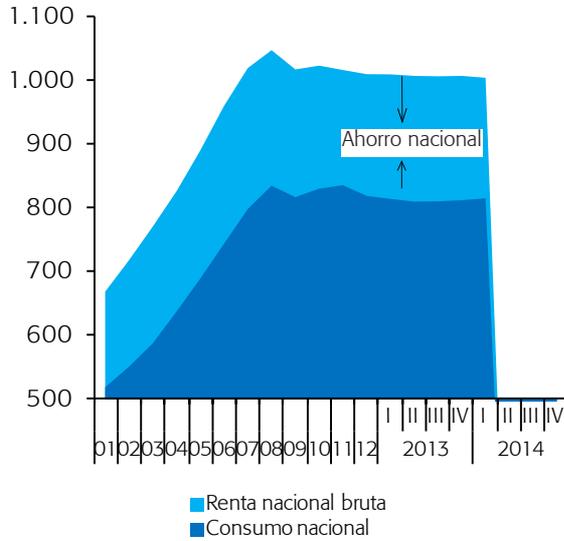
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración 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	1.029,3	482,6	452,4	94,3	-15,3	1.014,0	-4,8	1.009,2	818,3	190,8	46,9	44,0	9,2
2013	1.023,0	465,8	458,1	99,1	-11,4	1.011,6	-5,1	1.006,5	811,6	194,9	45,5	44,8	9,7
2014	1.036,9	469,6	465,4	101,9	-13,3	1.023,7	-5,5	1.018,2	821,7	196,6	45,3	44,9	9,8
2015	1.064,8	478,4	480,1	106,3	-12,5	1.052,3	-5,8	1.046,5	838,6	207,9	44,9	45,1	10,0
2012 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	1.029,3	482,6	452,4	94,3	-15,3	1.014,0	-4,8	1.009,2	818,3	190,8	46,9	44,0	9,2
2013 I	1.026,4	475,3	456,0	95,1	-13,6	1.012,8	-3,9	1.008,9	813,6	195,3	46,3	44,4	9,3
II	1.023,9	468,4	457,9	97,7	-12,9	1.011,0	-4,6	1.006,4	809,3	197,1	45,7	44,7	9,5
III	1.023,3	464,6	460,3	98,4	-12,6	1.010,7	-4,9	1.005,8	809,8	196,0	45,4	45,0	9,6
IV	1.023,0	465,8	458,1	99,1	-11,4	1.011,6	-5,1	1.006,5	811,6	194,9	45,5	44,8	9,7
2014 I	1.023,1	465,3	457,9	99,8	-13,6	1.009,4	-6,0	1.003,4	814,4	189,0	45,5	44,8	9,8
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	-1,6	-5,6	1,6	4,4	-35,5	-0,8	-30,5	-0,6	-2,0	5,7	-1,9	1,4	0,5
2013	-0,6	-3,5	1,3	5,2	-25,2	-0,2	5,4	-0,3	-0,8	2,1	-1,4	0,8	0,5
2014	1,4	0,8	1,6	2,8	16,2	1,2	7,0	1,2	1,2	0,9	-0,2	0,1	0,1
2015	2,7	1,9	3,2	4,3	-6,1	2,8	6,0	2,8	2,1	5,8	-0,4	0,2	0,2
2012 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	-1,6	-5,6	1,6	4,4	-35,5	-0,8	-30,5	-0,6	-2,0	5,7	-1,9	1,4	0,5
2013 I	-1,6	-6,3	2,7	3,8	-43,4	-0,6	-46,3	-0,3	-2,3	9,0	-2,3	1,8	0,5
II	-1,3	-6,4	2,5	7,9	-41,9	-0,5	-39,7	-0,2	-2,4	10,4	-2,5	1,7	0,8
III	-1,1	-6,0	2,6	7,1	-30,8	-0,5	-31,2	-0,3	-1,9	6,8	-2,4	1,6	0,7
IV	-0,6	-3,5	1,3	5,2	-25,2	-0,2	5,4	-0,3	-0,8	2,1	-1,4	0,8	0,5
2014 I	-0,3	-2,1	0,4	5,0	0,4	-0,3	52,9	-0,5	0,1	-3,2	-0,8	0,3	0,5

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

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

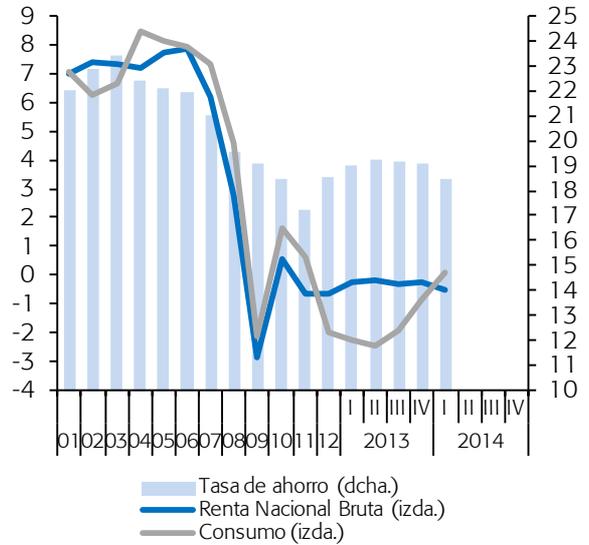
**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



**Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro**

Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.



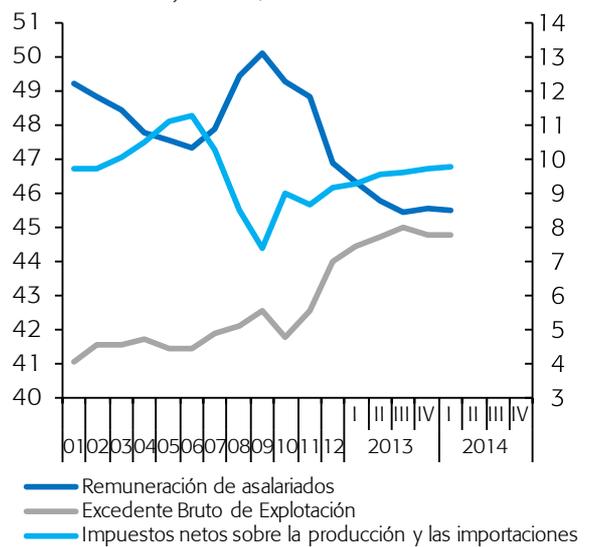
**Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional**

Variación interanual en %



**Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta**

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

## Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo

Previsiones en azul

	Bienes y servicios				Rentas	Transfe- rencias corrientes	Cuenta corriente	Transfe- rencias de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ahorro-inversión-déficit		
	Total	Bienes	Servicios turísticos	Servicios no turísticos						Ahorro nacio- nal bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3+4	2	3	4						5	6	7=1+5+6
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>												
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	4,7	-37,0	180,6	222,3	-41,6
2012	7,7	-25,8	33,8	-0,4	-15,3	-4,8	-12,5	5,8	-6,7	190,8	203,3	-12,5
2013	24,7	-11,9	35,3	1,3	-11,4	-5,1	8,2	7,5	15,7	194,9	186,7	8,2
2014	29,9	-13,0	37,3	5,5	-13,3	-5,5	11,1	6,8	17,9	196,6	185,4	11,1
2015	35,5	-11,5	39,4	7,6	-12,5	-5,8	17,2	6,7	23,9	207,9	190,7	17,2
2012 II	-5,1	-38,1	33,2	-0,1	-22,2	-7,6	-34,9	4,0	-30,9	178,6	213,5	-34,9
III	0,4	-33,6	33,8	0,2	-18,3	-7,1	-24,9	4,5	-20,4	183,6	208,6	-24,9
IV	7,7	-25,8	33,8	-0,4	-15,3	-4,8	-12,5	5,8	-6,7	190,8	203,3	-12,5
2013 I	14,8	-19,2	34,1	-0,1	-13,6	-3,9	-2,7	6,2	3,5	195,3	198,0	-2,7
II	21,7	-13,1	34,5	0,3	-12,9	-4,6	4,2	7,3	11,5	197,1	192,9	4,2
III	24,7	-10,8	34,9	0,6	-12,6	-4,9	7,2	7,1	14,3	196,0	188,8	7,2
IV	24,7	-11,9	35,3	1,3	-11,4	-5,1	8,2	7,5	15,7	194,9	186,7	8,2
2014 I	23,4	-14,7	35,6	2,5	-13,6	-6,0	3,8	7,9	11,7	189,0	185,3	3,8
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>												
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	0,4	-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	2,4	-1,2	3,4	0,1	-1,1	-0,5	0,8	0,7	1,5	19,0	18,2	0,8
2014	2,9	-1,3	3,6	0,5	-1,3	-0,5	1,1	0,7	1,7	19,0	17,9	1,1
2015	3,3	-1,1	3,7	0,7	-1,2	-0,5	1,6	0,6	2,2	19,5	17,9	1,6
2012 II	-0,5	-3,7	3,2	0,0	-2,1	-0,7	-3,4	0,4	-3,0	17,2	20,6	-3,4
III	0,0	-3,3	3,3	0,0	-1,8	-0,7	-2,4	0,4	-2,0	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	1,4	-1,9	3,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,3	0,6	0,3	19,0	19,3	-0,3
II	2,1	-1,3	3,4	0,0	-1,3	-0,4	0,4	0,7	1,1	19,3	18,8	0,4
III	2,4	-1,1	3,4	0,1	-1,2	-0,5	0,7	0,7	1,4	19,2	18,5	0,7
IV	2,4	-1,2	3,4	0,1	-1,1	-0,5	0,8	0,7	1,5	19,0	18,2	0,8
2014 I	2,3	-1,4	3,5	0,2	-1,3	-0,6	0,4	0,8	1,1	18,5	18,1	0,4

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

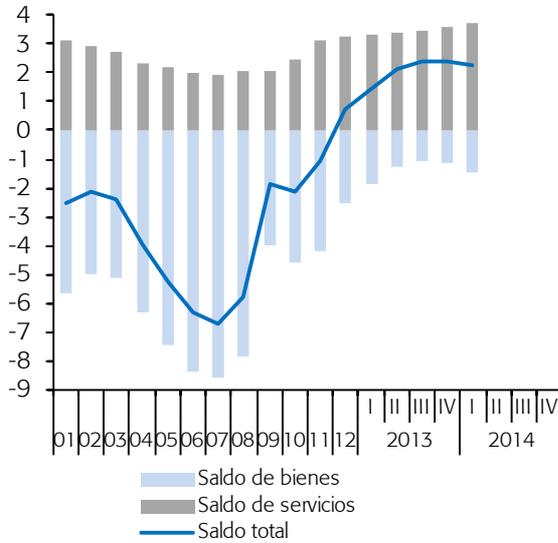


Gráfico 5.2.- Balanza de servicios

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

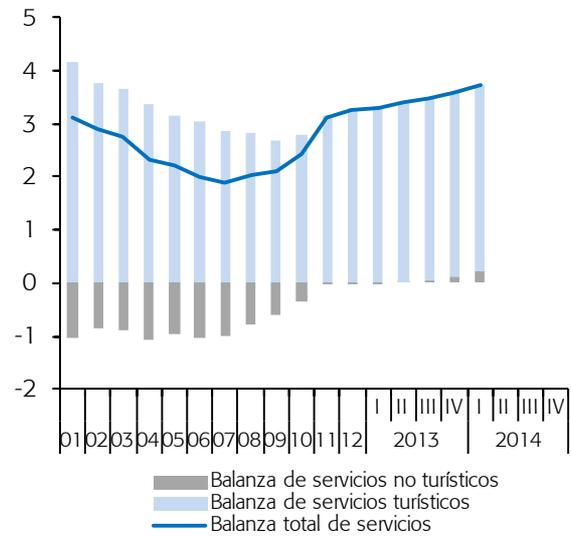


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

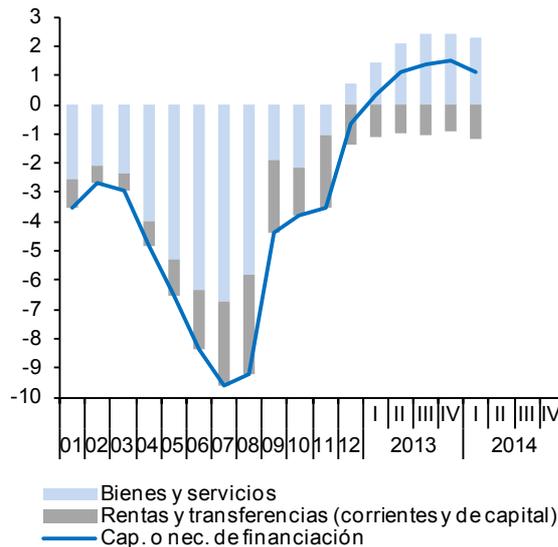
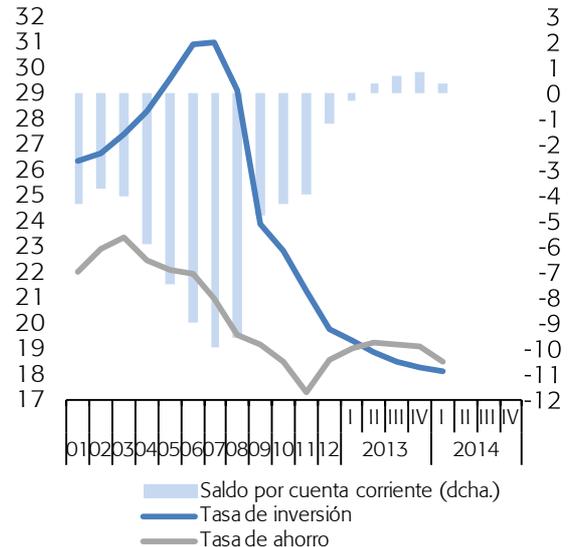


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

## Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares

Previsiones en azul

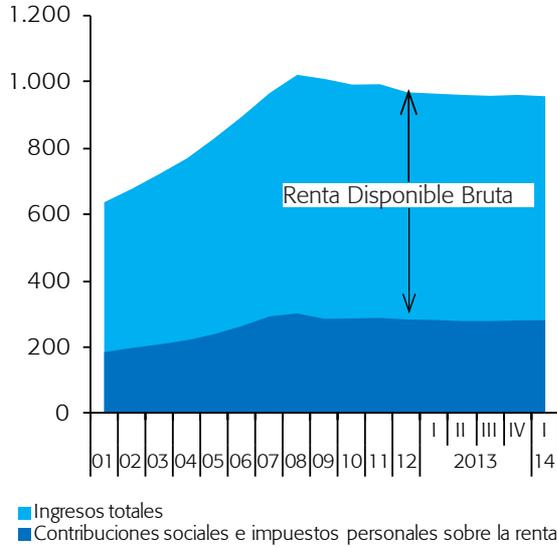
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto 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
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
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	682,5	482,6	238,5	245,0	201,0	82,6	610,6	70,6	10,3	2,7	48,2	25,0	2,4
2013	677,6	465,8	243,8	248,6	197,5	83,2	606,1	70,1	10,4	0,9	45,8	25,2	2,5
2014	686,3	469,7	252,7	247,0	198,7	84,4	617,5	67,4	9,8	0,8	43,3	24,8	2,4
2015	706,1	478,4	265,9	248,6	202,8	84,1	634,3	70,3	10,0	0,7	43,2	27,7	2,6
2012 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	682,5	482,6	238,5	245,0	201,0	82,6	610,6	70,6	10,3	2,7	48,2	25,0	2,4
2013 I	680,4	475,3	240,6	246,3	199,6	82,2	606,5	72,5	10,7	2,5	48,4	26,6	2,6
II	679,7	468,4	242,7	247,2	197,5	81,1	604,0	74,1	10,9	2,3	47,1	29,3	2,9
III	677,1	464,7	243,5	247,4	196,4	82,2	604,0	72,0	10,6	1,7	45,8	27,9	2,7
IV	677,6	465,8	243,8	248,6	197,5	83,2	606,1	70,1	10,4	0,9	45,8	25,2	2,5
2014 I	673,2	465,4	241,5	247,4	198,1	83,1	609,0	63,1	9,4	0,8	44,1	19,7	1,9
<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>									<b>Diferencia sobre año anterior</b>	<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>			<b>Diferencia sobre año anterior</b>
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	-20,6	-2,3	-21,7	-9,3	-	-1,3
2013	-0,7	-3,5	2,2	1,5	-1,7	0,7	-0,7	-0,6	0,0	-66,5	-5,0	-	0,0
2014	1,3	0,8	3,6	-0,6	0,6	1,4	1,9	-3,9	-0,5	-15,0	-5,5	-	-0,1
2015	2,9	1,9	5,2	0,7	2,0	-0,3	2,7	4,3	0,1	-10,0	-0,2	-	0,2
2012 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	-20,6	-2,3	-21,7	-9,3	-	-1,3
2013 I	-2,7	-6,2	0,7	1,8	-3,1	-0,2	-1,1	-15,4	-1,6	-19,9	-7,3	-	-0,9
II	-1,9	-6,4	2,0	2,1	-3,4	-2,0	-1,4	-7,6	-0,7	-21,8	-8,9	-	-0,2
III	-1,9	-5,9	2,3	1,0	-3,7	-1,2	-1,2	-7,5	-0,6	-29,0	-8,6	-	-0,2
IV	-0,7	-3,5	2,2	1,5	-1,7	0,7	-0,7	-0,6	0,0	-66,5	-5,0	-	0,0
2014 I	-1,1	-2,1	0,4	0,4	-0,8	1,1	0,4	-13,0	-1,3	-69,3	-8,9	-	-0,7

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

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

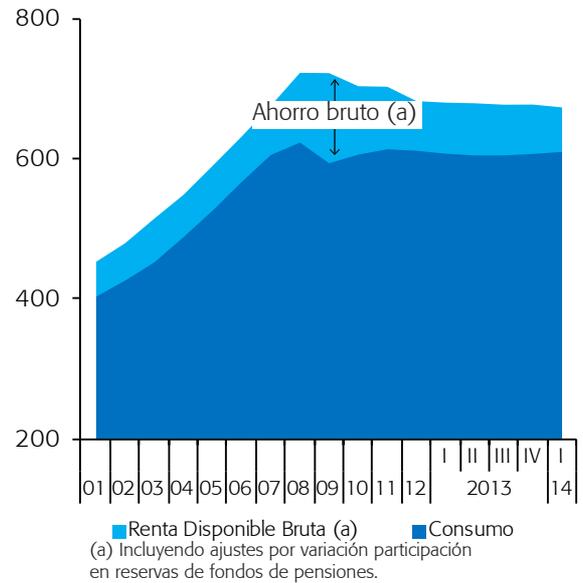
**Gráfico 6.1.- Hogares: renta disponible bruta**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

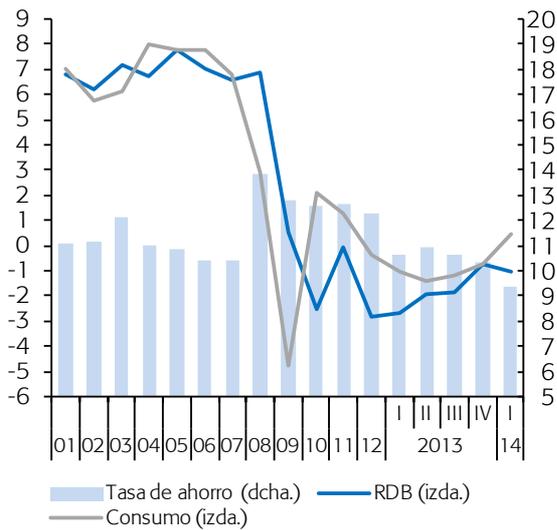


**Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto**

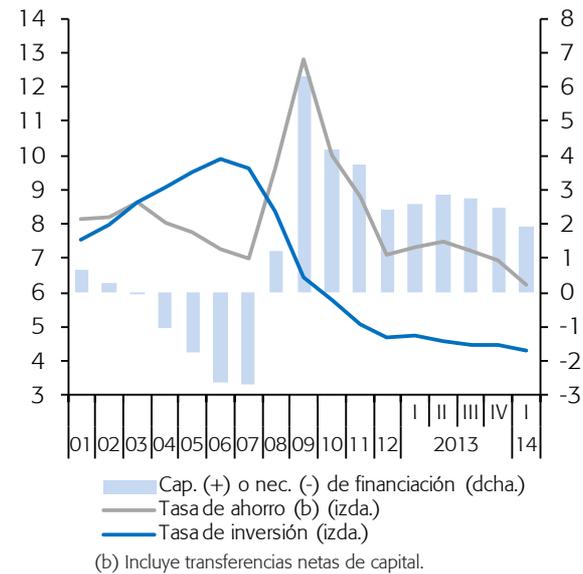
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



**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

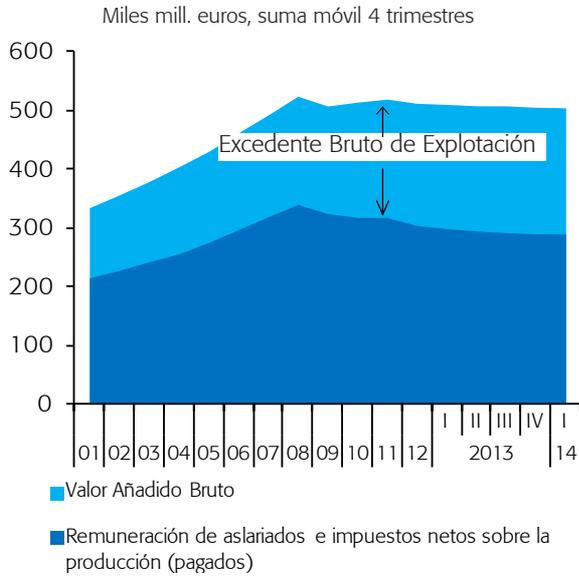
## Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras

Previsiones en azul

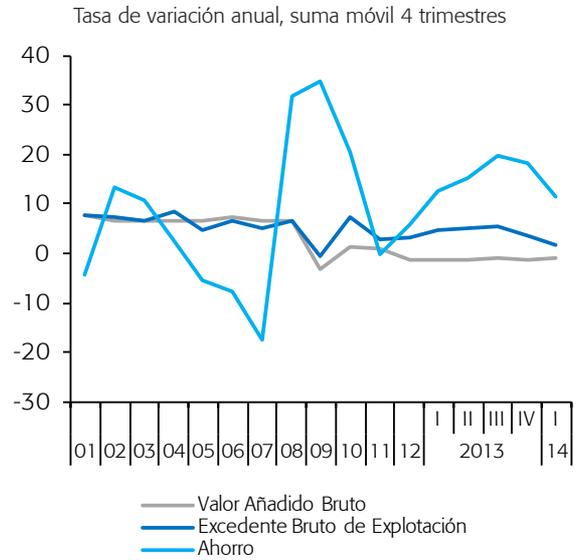
	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) 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
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
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	-47,2	-9,6	19,8	130,1	9,3	127,8	11,6	1,1	40,5	25,1
2013	503,4	289,2	214,2	-32,0	-9,7	18,8	153,7	8,2	117,9	43,9	4,3	42,6	23,4
2014	508,9	294,1	214,8	-30,9	-9,5	19,8	154,5	8,3	120,7	42,2	4,1	42,2	23,7
2015	521,4	303,2	218,2	-30,7	-9,8	20,4	157,3	8,3	126,7	38,9	3,7	41,9	24,3
2012 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	-47,2	-9,6	19,8	130,1	9,3	127,8	11,6	1,1	40,5	25,1
2013 I	508,2	298,1	210,1	-43,7	-9,4	19,6	137,4	9,5	122,9	24,0	2,3	41,4	24,2
II	506,0	294,1	211,8	-39,8	-9,4	20,3	142,4	9,5	121,9	30,0	2,9	41,9	24,1
III	505,7	291,3	214,4	-35,4	-9,3	19,1	150,7	8,9	120,3	39,2	3,8	42,4	23,8
IV	503,4	289,2	214,2	-32,0	-9,7	18,8	153,7	8,2	117,9	43,9	4,3	42,6	23,4
2014 I	502,5	288,9	213,6	-31,9	-9,6	18,8	153,4	8,2	120,5	41,1	4,0	42,5	24,0
<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>												<b>Diferencia sobre año anterior</b>	
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	-8,0	-4,8	25,5	5,6	-15,8	-2,1	--	0,8	1,8	-0,2
2013	-1,3	-4,7	3,6	-32,2	1,6	-5,2	18,1	-12,0	-7,8	--	3,2	2,0	-1,6
2014	1,1	1,7	0,3	-3,3	-2,1	5,4	0,6	2,0	2,3	--	-0,2	-0,3	0,3
2015	2,5	3,1	1,6	-0,8	3,0	3,1	1,8	0,0	5,0	--	-0,4	-0,4	0,6
2012 II	-0,7	-2,0	1,3	5,7	-6,2	11,9	-1,0	-15,1	2,3	--	-0,6	0,8	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	-8,0	-4,8	25,5	5,6	-15,8	-2,1	--	0,8	1,8	-0,2
2013 I	-1,4	-5,2	4,6	-16,7	-6,1	21,2	12,4	-4,2	-5,4	--	2,1	2,4	-1,0
II	-1,3	-5,4	4,9	-22,7	-2,8	19,0	15,0	-3,1	-6,9	--	2,7	2,5	-1,4
III	-1,0	-5,3	5,6	-31,0	-3,4	16,6	19,7	0,6	-7,9	--	3,4	2,6	-1,8
IV	-1,3	-4,7	3,6	-32,2	1,6	-5,2	18,1	-12,0	-7,8	--	3,2	2,0	-1,6
2014 I	-1,1	-3,1	1,6	-27,2	1,5	-4,0	11,6	-13,1	-1,9	--	1,7	1,2	-0,2

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

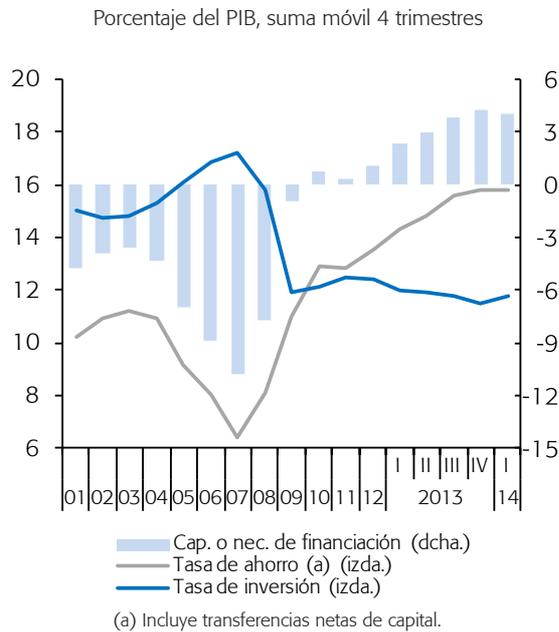
**Gráfico 7.1.- Sociedades no financieras: excedente bruto de explotación**



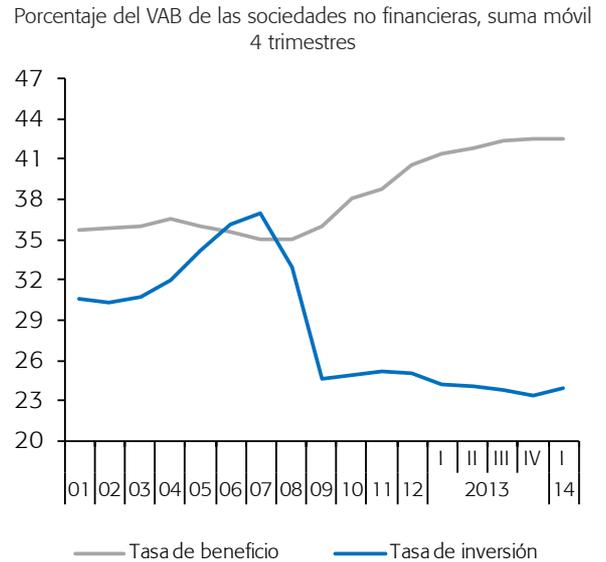
**Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y ahorro**



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



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



Cuadro 8

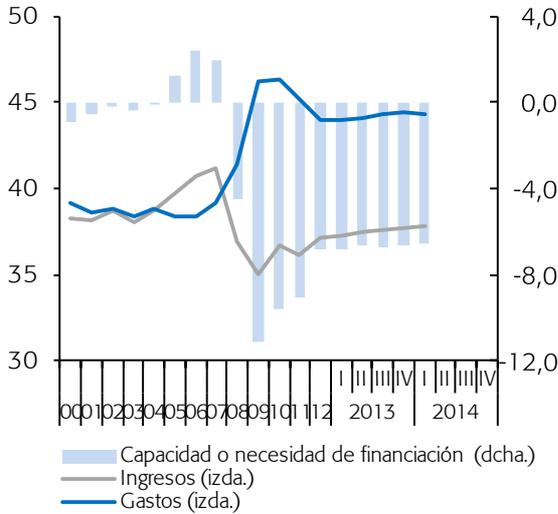
## Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas

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
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	108,0	105,5	133,8	115,2	20,9	167,7	18,0	161,4	207,7	-46,2	63,1	-109,3	-70,2
2013	136,6	112,9	105,1	130,4	116,1	24,1	170,0	19,3	155,6	205,5	-49,9	22,5	-72,4	-67,6
2014	136,5	115,9	107,5	132,7	115,6	24,0	168,5	19,5	165,1	204,2	-39,1	17,7	-56,8	-56,8
2015	137,0	120,7	107,9	135,7	115,6	24,4	170,0	18,8	172,4	204,3	-31,9	17,1	-49,1	-49,1
2012 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	108,0	105,5	133,8	115,2	20,9	167,7	18,0	161,4	207,7	-46,2	63,1	-109,3	-70,2
2013 I	135,5	108,3	105,1	132,8	114,8	21,4	168,3	17,8	159,4	207,1	-47,7	59,9	-107,5	-69,5
II	133,9	110,4	104,6	131,1	113,3	22,2	169,2	18,0	157,4	205,3	-47,9	55,9	-103,9	-67,5
III	133,7	111,5	104,8	130,6	113,1	22,8	170,5	19,0	155,2	205,7	-50,5	51,8	-102,3	-68,4
IV	136,6	112,9	105,1	130,4	116,1	24,1	170,0	19,3	155,6	205,5	-49,9	22,5	-72,4	-67,6
2014 I	136,5	113,5	105,4	130,8	115,9	24,8	169,6	19,4	156,5	205,4	-48,9	22,4	-71,2	-66,4
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	10,5	10,3	13,0	11,2	2,0	16,3	1,7	15,7	20,2	-4,5	6,1	-10,6	-6,8
2013	13,4	11,0	10,3	12,8	11,3	2,4	16,6	1,9	15,2	20,1	-4,9	2,2	-7,1	-6,6
2014	13,2	11,2	10,4	12,8	11,1	2,3	16,2	1,9	15,9	19,7	-3,8	1,7	-5,5	-5,5
2015	12,9	11,3	10,1	12,7	10,9	2,3	16,0	1,8	16,2	19,2	-3,0	1,6	-4,6	-4,6
2012 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	10,5	10,3	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	10,5	10,2	12,9	11,2	2,1	16,4	1,7	15,5	20,2	-4,6	5,8	-10,5	-6,8
II	13,1	10,8	10,2	12,8	11,1	2,2	16,5	1,8	15,4	20,1	-4,7	5,5	-10,1	-6,6
III	13,1	10,9	10,2	12,8	11,0	2,2	16,7	1,9	15,2	20,1	-4,9	5,1	-10,0	-6,7
IV	13,4	11,0	10,3	12,8	11,3	2,4	16,6	1,9	15,2	20,1	-4,9	2,2	-7,1	-6,6
2014 I	13,3	11,1	10,3	12,8	11,3	2,4	16,6	1,9	15,3	20,1	-4,8	2,2	-7,0	-6,5

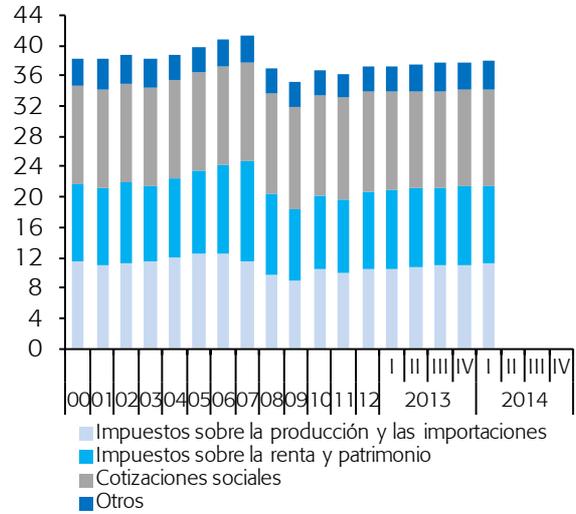
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

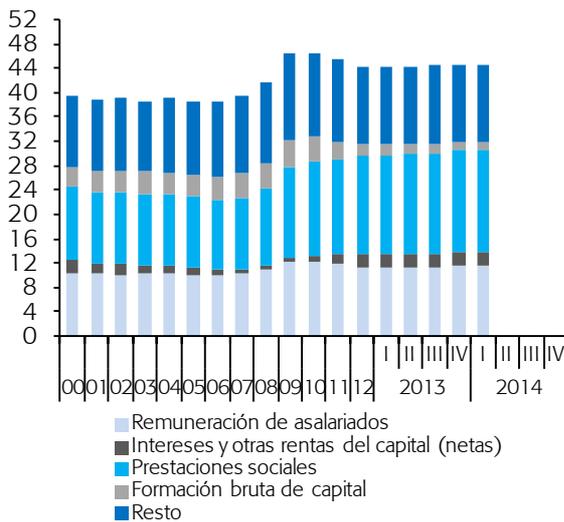


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

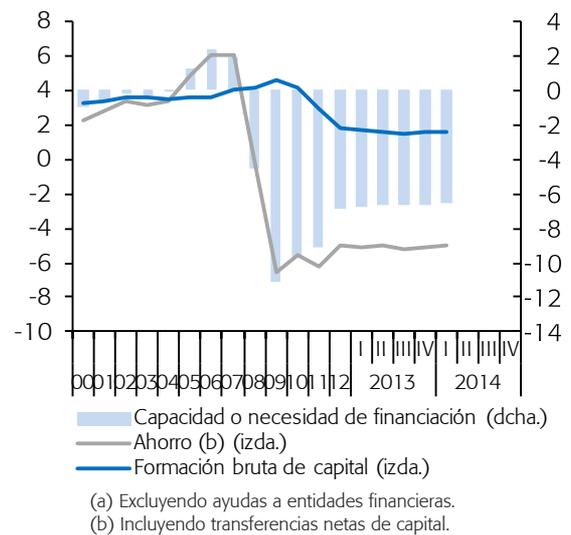
**Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos**  
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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



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



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.  
(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 9

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

Previsiones en azul

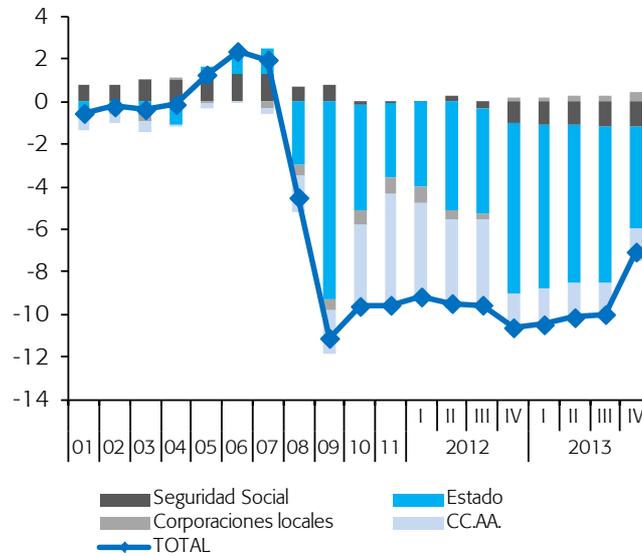
	Déficit (a)					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
2007	12,9	-2,5	-3,3	13,7	20,7	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	-36,5	-54,6	-8,2	-0,7	-100,0	622,3	142,3	35,4	17,2	737,4
2012	-82,5	-19,0	2,4	-10,2	-109,3	760,2	185,5	41,9	17,2	884,7
2013	-49,0	-15,6	4,3	-11,9	-72,2	836,1	206,8	41,5	17,2	960,6
2014	-36,7	-11,4	3,1	-13,5	-58,6	--	--	--	--	1032,6
2015	-35,4	-8,5	2,1	-9,6	-51,5	--	--	--	--	1101,1
2012 II	-53,2	-43,2	-4,6	2,6	-98,4	680,2	169,2	45,0	17,2	805,5
III	-51,2	-41,4	-2,5	-3,8	-98,8	695,5	168,4	43,8	17,2	818,1
IV	-82,5	-19,0	2,4	-10,2	-109,3	760,2	185,5	41,9	17,2	884,7
2013 I	-78,4	-19,9	2,2	-11,5	-107,5	797,2	190,5	42,8	17,2	924,1
II	-76,3	-18,8	2,5	-11,3	-103,9	818,7	194,1	43,2	17,2	943,9
III	-75,9	-17,5	2,8	-11,7	-102,3	831,7	196,7	41,8	17,2	954,9
IV	-49,0	-15,6	4,3	-11,9	-72,2	836,2	206,8	41,5	17,2	960,7
2014 I	--	--	--	--	--	864,2	222,0	40,9	17,2	989,9
	<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
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	-3,5	-5,2	-0,8	-0,1	-9,6	59,5	13,6	3,4	1,6	70,5
2012	-8,0	-1,8	0,2	-1,0	-10,6	73,9	18,0	4,1	1,7	86,0
2013	-4,8	-1,5	0,4	-1,2	-7,1	81,7	20,2	4,1	1,7	93,9
2014	-3,5	-1,1	0,3	-1,3	-5,6	--	--	--	--	99,6
2015	-3,3	-0,8	0,2	-0,9	-4,8	--	--	--	--	103,4
2012 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	-7,6	-1,9	0,2	-1,1	-10,5	77,7	18,6	4,2	1,7	90,0
II	-7,4	-1,8	0,2	-1,1	-10,1	80,0	19,0	4,2	1,7	92,2
III	-7,4	-1,7	0,3	-1,1	-10,0	81,3	19,2	4,1	1,7	93,3
IV	-4,8	-1,5	0,4	-1,2	-7,1	81,7	20,2	4,1	1,7	93,9
2014 I	--	--	--	--	--	84,5	21,7	4,0	1,7	96,8

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

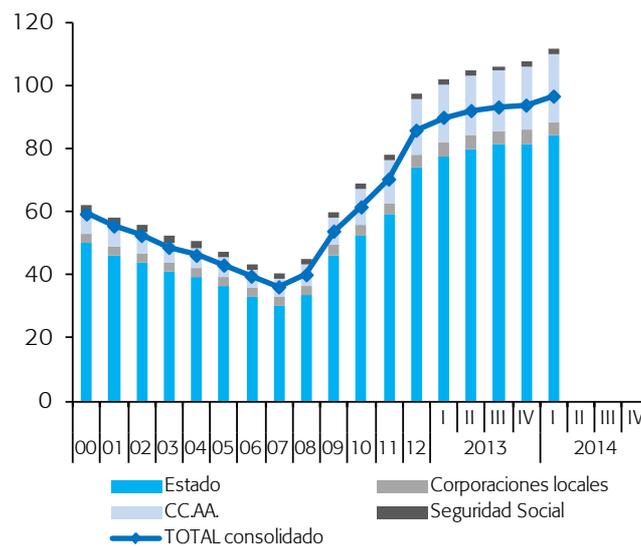
Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

**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

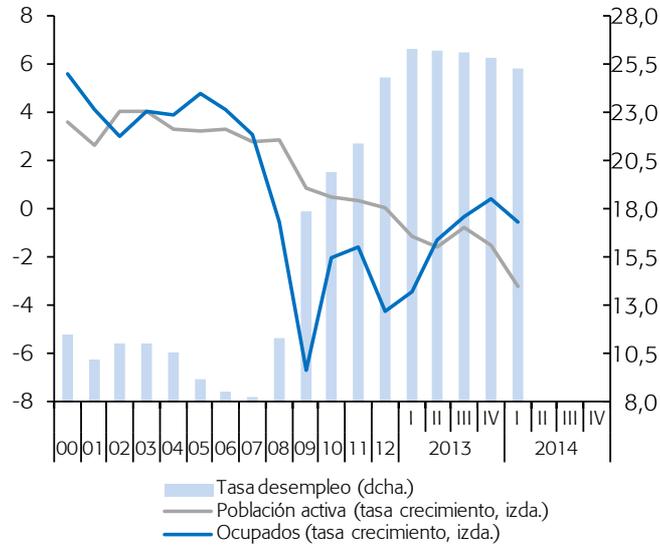
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones							Porcentaje							
2007	30,6	22,4	--	20,6	--	1,8	--	72,8	66,8	8,2	18,1	7,6	12,2	
2008	31,0	23,1	--	20,5	--	2,6	--	73,8	65,4	11,3	24,5	10,2	17,4	
2009	31,2	23,3	--	19,1	--	4,2	--	74,1	60,8	17,9	37,7	16,0	28,2	
2010	31,1	23,4	--	18,7	--	4,6	--	74,6	59,7	19,9	41,5	18,1	29,9	
2011	31,1	23,4	--	18,4	--	5,0	--	74,9	58,8	21,4	46,2	19,5	32,6	
2012	30,9	23,4	--	17,6	--	5,8	--	75,3	56,5	24,8	52,9	23,0	35,9	
2013	30,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	75,3	55,6	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	30,2	22,8	--	17,2	--	5,6	--	75,0	56,6	24,5	--	--	--	
2015	30,2	22,6	--	17,5	--	5,1	--	75,0	58,0	22,6	--	--	--	
2012	II	31,0	23,5	23,5	17,8	17,7	5,7	5,8	75,3	56,7	24,5	52,3	22,7	36,0
	III	30,9	23,5	23,5	17,7	17,5	5,8	5,9	75,5	56,3	25,3	53,2	23,6	35,7
	IV	30,8	23,4	23,4	17,3	17,3	6,0	6,0	75,3	55,7	25,8	55,2	24,1	36,6
2013	I	30,8	23,3	23,3	17,0	17,2	6,3	6,1	75,3	55,4	26,3	56,0	24,4	37,7
	II	30,7	23,2	23,2	17,2	17,1	6,0	6,1	75,2	55,4	26,2	55,3	24,7	36,1
	III	30,5	23,2	23,2	17,2	17,1	5,9	6,1	75,4	55,6	26,1	55,3	24,4	37,6
	IV	30,4	23,1	23,1	17,1	17,1	5,9	5,9	75,3	55,8	25,8	55,3	24,2	36,5
2014	I	30,3	22,9	22,9	17,0	17,1	5,9	5,8	75,0	56,0	25,3	54,6	23,7	36,3
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	1,5	2,9	--	-0,5	--	40,6	--	1,0	-1,3	3,0	6,4	2,6	5,3	
2009	0,4	0,8	--	-6,7	--	60,0	--	0,3	-4,6	6,6	13,3	5,8	10,8	
2010	-0,1	0,4	--	-2,0	--	11,7	--	0,4	-1,2	2,0	3,8	2,1	1,7	
2011	-0,2	0,3	--	-1,6	--	8,0	--	0,4	-0,9	1,5	4,7	1,4	2,7	
2012	-0,5	0,0	--	-4,3	--	15,9	--	0,4	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,3	
2013	-1,1	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	0,0	-0,9	1,3	--	--	--	
2014	-1,3	-1,7	--	0,4	--	-7,9	--	-0,3	1,0	-1,6	--	--	--	
2015	0,0	-1,0	--	1,4	--	-8,5	--	0,0	1,4	-1,9	--	--	--	
2012	II	-0,4	0,1	0,6	-4,6	-4,4	18,3	18,1	0,4	-2,6	3,8	7,2	3,8	4,3
	III	-0,5	0,0	0,0	-4,4	-3,9	16,5	12,7	0,4	-2,4	3,5	6,5	3,9	2,2
	IV	-0,7	-0,3	-1,8	-4,5	-4,8	13,9	7,3	0,3	-2,2	3,2	6,7	3,5	2,0
2013	I	-0,8	-0,5	-1,2	-4,1	-3,4	10,8	5,5	0,2	-1,9	2,7	5,2	2,9	2,3
	II	-1,0	-1,2	-1,6	-3,4	-1,3	5,5	-2,5	-0,1	-1,3	1,7	3,0	2,0	0,1
	III	-1,2	-1,4	-0,8	-2,5	-0,3	2,0	-1,9	-0,1	-0,7	0,9	2,1	0,8	1,9
	IV	-1,3	-1,2	-1,5	-1,2	0,4	-1,4	-6,7	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
2014	I	-1,3	-1,8	-3,2	-0,5	-0,6	-5,5	-10,6	-0,3	0,5	-1,0	-1,4	-0,7	-1,5

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

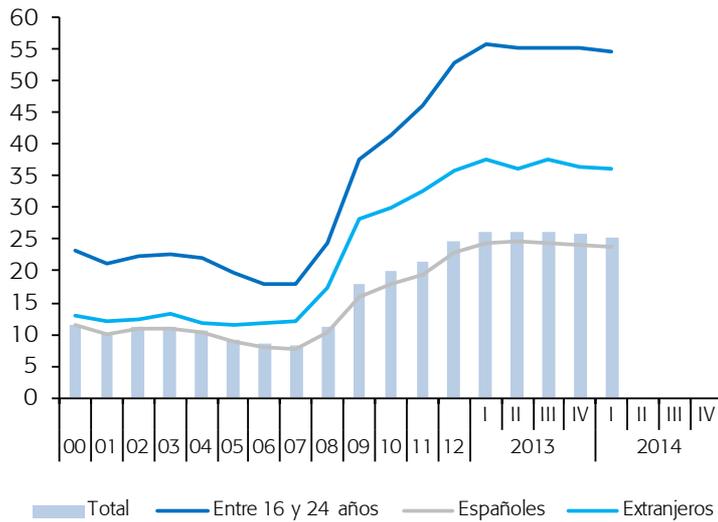
Fuentes: INE (EPA) y Funcas (Previsiones).

**Gráfico 10.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE**

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

**Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE**

Porcentaje



Cuadro 11

## Índice de precios al consumo

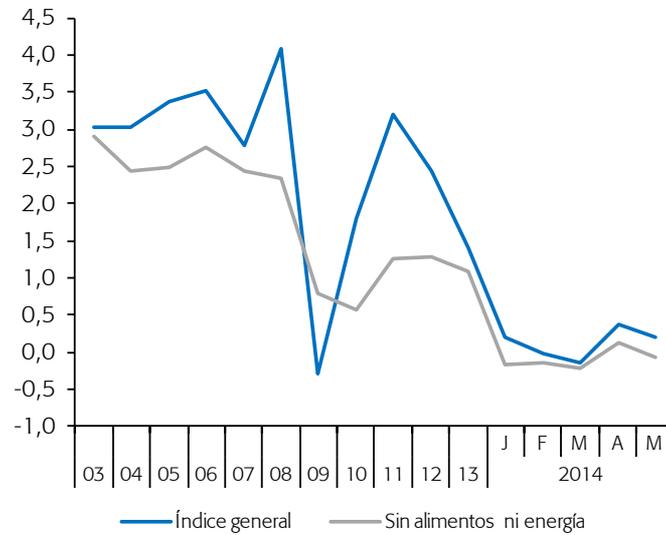
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2014	100,0	66,14	81,21	26,33	39,81	15,07	6,68	12,11	21,75	
<b>Índices, 2011 = 100</b>										
2009	95,2	98,2	97,7	99,8	97,0	95,4	98,2	76,8	96,3	
2010	96,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4	96,9	
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2012	102,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,8	
2013	103,9	102,4	103,0	101,4	102,9	106,2	105,9	108,9	106,1	
2014	104,0	102,4	103,2	101,1	103,2	107,0	104,4	109,1	106,2	
2015	104,7	102,8	103,9	101,3	103,7	108,7	105,6	110,1	107,7	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2009	-0,3	0,8	0,8	-1,3	2,4	0,9	-1,3	-9,0	0,2	
2010	1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5	0,7	
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2	
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8	
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,2	0,7	-1,4	0,2	0,0	
2015	0,7	0,4	0,6	0,2	0,5	1,6	1,1	0,9	1,5	
2014	Ene	0,2	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	1,7	0,9	0,0	1,4
	Feb	0,0	-0,1	0,1	-0,4	0,0	1,3	1,2	-1,7	1,3
	Mar	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	1,2	0,0	-1,4	0,8
	Abr	0,4	0,1	0,3	-0,4	0,5	0,8	-0,5	1,6	0,4
	May	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,6	-2,7	3,0	-0,4
	Jun	0,1	0,0	0,0	-0,5	0,2	0,5	-3,7	2,7	-0,8
	Jul	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,3	-4,9	0,9	-1,3
	Ago	-0,3	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	-5,2	-0,7	-1,4
	Sep	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,3	-1,4	-1,3	-0,2
	Oct	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,0	-0,4	0,1
	Nov	0,2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,3	0,1	0,4	0,2
	Dic	0,2	0,3	0,3	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	0,2
2015	Ene	0,3	0,4	0,4	0,1	0,5	0,6	-0,6	0,1	0,3
	Feb	0,3	0,3	0,5	0,1	0,5	0,9	-0,8	0,2	0,4
	Mar	0,5	0,3	0,5	0,1	0,5	1,1	0,6	0,6	1,0
	Abr	0,6	0,3	0,5	0,2	0,4	1,4	0,7	0,5	1,2
	May	0,7	0,4	0,6	0,3	0,5	1,6	1,6	0,5	1,6
	Jun	0,7	0,4	0,7	0,3	0,5	1,8	1,6	0,5	1,7
	Jul	0,8	0,4	0,7	0,2	0,5	1,9	1,7	0,7	1,8
	Ago	0,8	0,4	0,7	0,2	0,6	1,9	1,7	1,2	1,9
	Sep	0,9	0,4	0,7	0,2	0,5	2,0	1,7	1,5	1,9
	Oct	0,9	0,4	0,7	0,2	0,6	2,0	1,7	1,6	1,9
	Nov	0,9	0,5	0,8	0,3	0,6	2,1	1,7	1,5	2,0
	Dic	0,9	0,5	0,8	0,3	0,6	2,1	1,7	1,6	2,0

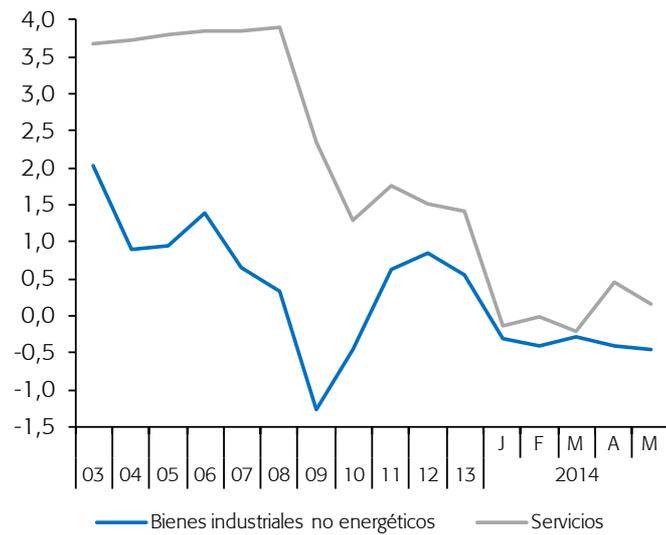
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

**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	2010=100	2007=100			2000=100				
2008	135,4	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,4	134,8	145,6	142,8	--
2009	135,5	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,1	--
2010	135,6	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	--
2011	135,6	106,9	104,2	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	135,6	111,0	105,9	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	136,5	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014 (b)	136,3	109,9	105,8	63,6	72,0	53,7	139,8	135,2	154,0	145,6	--
2012 III	135,7	111,7	106,4	70,2	76,1	60,4	138,8	135,2	149,7	159,9	--
IV	135,8	111,5	106,8	69,2	74,5	67,3	146,9	145,8	150,2	159,2	--
2013 I	137,1	112,2	107,3	64,7	73,7	56,4	140,3	135,5	154,9	145,1	--
II	136,4	110,7	106,9	64,2	73,1	58,0	145,9	144,4	150,6	152,4	--
III	136,3	112,2	106,5	64,7	72,7	53,0	139,1	134,9	151,9	160,6	--
IV	136,0	111,5	106,0	63,8	71,3	53,1	149,9	149,5	151,3	162,8	--
2014 I	136,3	109,8	105,7	63,6	71,0	50,8	139,8	135,2	154,0	145,6	--
II (b)	--	110,2	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2014 Mar	--	109,5	105,6	--	--	--	--	--	--	--	--
Abr	--	109,7	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
May	--	110,7	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>											
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	5,1	2,3
2010	0,1	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,9	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	0,6	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,6
2014 (c)	-0,6	-1,4	-1,3	-1,6	-3,8	-10,0	-0,3	-0,2	-0,6	0,3	0,5
2012 III	0,2	3,9	1,7	-15,2	-9,5	-0,7	-0,1	0,3	-1,0	0,4	1,3
IV	0,1	3,5	2,5	-12,8	-10,0	2,7	-3,2	-3,6	-1,8	-2,6	1,3
2013 I	1,2	1,6	2,3	-14,3	-8,1	-11,5	-1,3	-1,7	0,0	-0,8	0,6
II	0,7	0,5	1,1	-12,0	-6,4	-17,4	-0,4	-0,6	0,2	-0,4	0,7
III	0,4	0,4	0,1	-7,9	-4,5	-12,4	0,2	-0,2	1,4	0,4	0,6
IV	0,2	0,0	-0,8	-7,8	-4,2	-21,1	2,1	2,5	0,7	2,2	0,6
2014 I	-0,6	-2,2	-1,5	-1,6	-3,8	-10,0	-0,3	-0,2	-0,6	0,3	0,6
II (c)	--	-0,5	-1,0	--	--	--	--	--	--	--	0,5
2014 Mar	--	-1,5	-1,5	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Abr	--	-0,2	-1,2	--	--	--	--	--	--	--	0,5
May	--	-0,4	-0,9	--	--	--	--	--	--	--	--

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

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

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

Índice (2007=100)

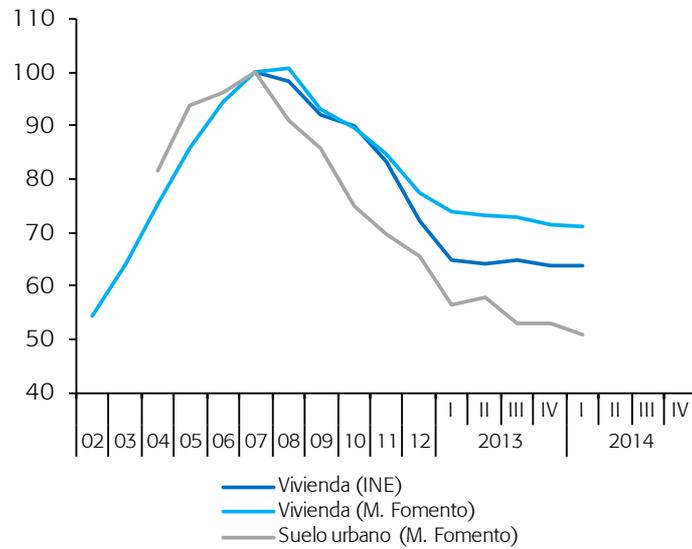
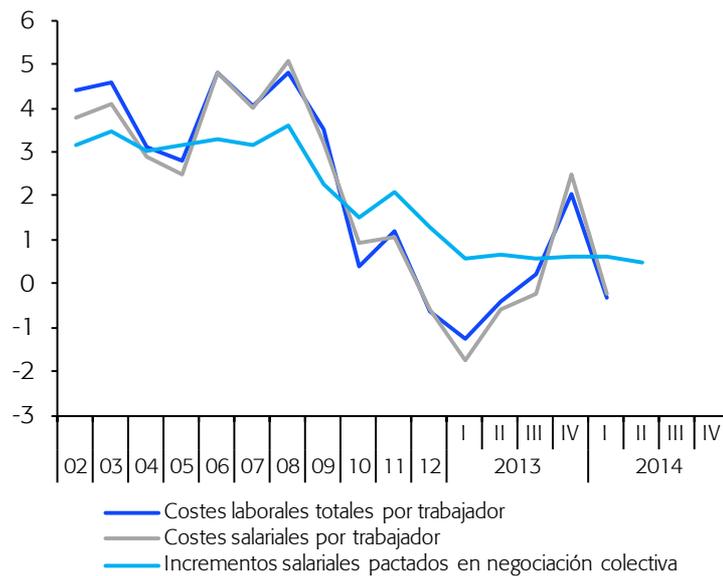


Gráfico 12.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

**Desequilibrios: comparación internacional**

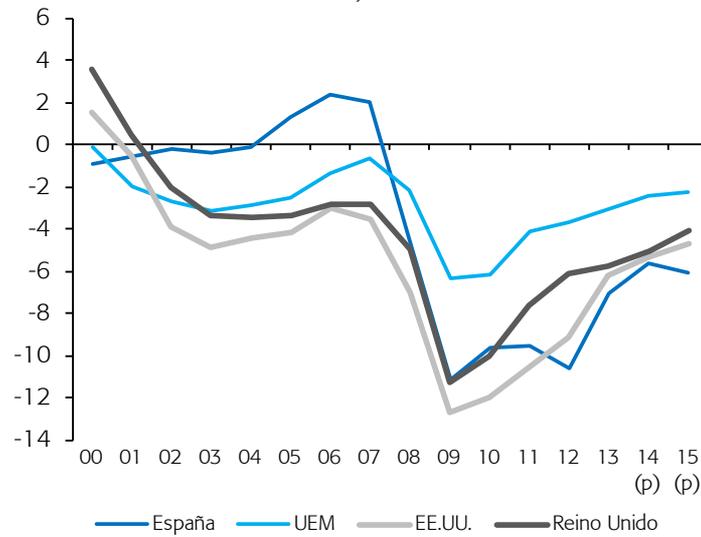
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>												
2005	11,6	-207,6	-544,2	-43,6	392,5	5.750,7	8.502,9	532,3	-67,8	34,8	-737,1	-23,6
2006	23,2	-119,2	-412,9	-37,9	391,1	5.888,8	8.837,5	576,3	-88,9	38,8	-795,7	-38,3
2007	20,7	-62,1	-515,4	-40,5	382,3	5.996,5	9.328,4	624,3	-105,2	34,0	-709,1	-31,2
2008	-49,1	-198,5	-1.035,1	-72,6	437,0	6.494,9	10.797,1	758,7	-104,3	-67,2	-678,5	-13,8
2009	-116,4	-566,8	-1.829,0	-159,9	565,1	7.145,3	12.445,9	951,1	-50,0	8,7	-381,2	-20,1
2010	-100,5	-570,4	-1.798,6	-149,0	644,7	7.875,1	14.236,9	1.165,5	-45,7	30,3	-454,5	-40,0
2011	-100,0	-388,0	-1.645,6	-117,1	737,4	8.320,8	15.457,3	1.295,9	-41,6	37,2	-457,0	-22,5
2012	-109,3	-351,0	-1.486,4	-95,4	884,7	8.813,3	16.708,2	1.387,9	-12,5	171,1	-439,0	-59,7
2013	-72,4	-290,3	-1.048,0	-93,4	960,7	9.121,3	17.558,5	1.461,0	8,2	251,0	-392,0	-71,1
2014	-58,2	-243,5	-941,1	-85,3	1.039,7	9.440,0	18.589,7	1.548,1	14,3	286,2	-385,3	-63,3
2015	-65,2	-229,4	-863,3	-71,6	1.107,3	9.668,7	19.453,0	1.637,5	15,7	289,1	-443,8	-57,8
<b>Porcentaje del PIB</b>												
2005	1,3	-2,5	-4,2	-3,4	43,2	70,5	64,9	41,7	-7,5	0,4	-5,6	-1,8
2006	2,4	-1,4	-3,0	-2,8	39,7	68,6	63,8	42,7	-9,0	0,5	-5,7	-2,8
2007	2,0	-0,7	-3,6	-2,8	36,3	66,2	64,4	43,7	-10,0	0,4	-4,9	-2,2
2008	-4,5	-2,1	-7,0	-5,0	40,2	70,1	73,3	51,9	-9,6	-0,7	-4,6	-0,9
2009	-11,1	-6,3	-12,7	-11,3	54,0	79,9	86,3	67,1	-4,8	0,1	-2,6	-1,4
2010	-9,6	-6,2	-12,0	-10,0	61,7	85,7	95,2	78,4	-4,4	0,3	-3,0	-2,7
2011	-9,6	-4,1	-10,6	-7,6	70,5	88,1	99,5	84,3	-4,0	0,4	-2,9	-1,5
2012	-10,6	-3,7	-9,2	-6,1	86,0	92,7	102,9	89,1	-1,2	1,8	-2,7	-3,8
2013	-7,1	-3,0	-6,2	-5,8	93,9	95,0	104,5	90,6	0,8	2,6	-2,3	-4,4
2014	-5,6	-2,5	-5,4	-5,1	100,2	96,0	105,9	91,8	1,4	2,9	-2,2	-3,8
2015	-6,1	-2,3	-4,7	-4,1	103,8	95,4	105,4	92,7	1,5	2,9	-2,4	-3,3

Fuente: Comisión Europea.

**Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.**

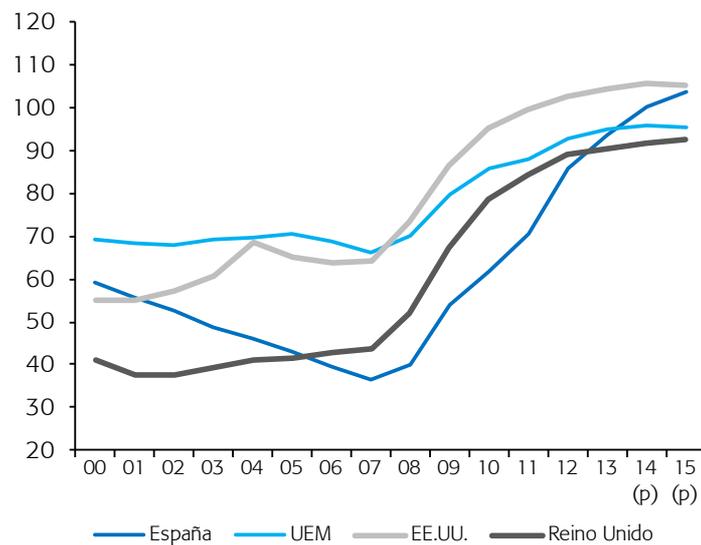
Porcentaje del PIB



(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									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-27 (%)
2006	44.708.964	40,63	16,74	77,71	84,16	47,49	24,63	10,82	840.844	37,57
2007	45.200.737	40,76	16,66	77,79	84,14	47,41	24,55	11,61	958.266	41,69
2008	46.157.822	40,81	16,54	78,23	84,34	47,47	24,49	13,10	726.009	28,40
2009	46.745.807	40,92	16,65	78,63	84,66	47,81	24,61	13,83	498.977	31,98
2010	47.021.031	41,12	16,87	79,06	85,05	48,63	25,03	14,05	464.443	35,54
2011	47.190.493	41,36	17,15	79,32	85,16	49,43	25,51	14,15	454.686	36,87
2012	47.265.321	41,63	17,40	79,38	85,13	50,39	26,14	14,30	370.515	36,32
2013	47.129.783	41,87	17,69	80,00*	85,60*	50,65	26,64	14,08	342.390	36,55
2014*	46.725.164	42,15	18,06			51,54	27,37	13,41		

Fuentes:

PMC

PMC

PMC

ID INE

ID INE

PMC

PMC

PMC

EVR

EVR

\* Datos provisionales.

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

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	11,6	10,27
2007	16.280,5	2,74	11,8	10,20
2008	16.742,0	2,71	12,0	10,24
2009	17.068,2	2,68	12,6	9,88
2010	17.173,9	2,67	12,8	9,93
2011	17.344,1	2,65	13,2	9,79
2012	17.434,4	2,63	13,7	9,91
2013	17.404,2	2,62	13,9	10,29

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	7,17	6,74	127.160	33,8	31,6	2,04
2013	6,56*	6,48*	124.975			

Fuentes:

ID INE

ID INE

CGPJ

ID INE

ID INE

ID INE

\* Datos provisionales.

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 (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	
2006	29,32	1,31	1,69	28,36	10,62	
2007	29,45	1,31	1,72	30,25	11,49	
2008	29,30	1,36	1,83	33,16	11,78	55,56
2009	29,60	1,31	1,68	34,48	11,41	57,21
2010	29,83	1,30	1,68	35,52	11,49	58,30
2011	30,12	1,29	1,58	37,37	12,44	59,99
2012	30,25	1,27	1,56	38,96	12,01	61,67
2013	30,91*	1,21*	1,50*			
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

\* Datos provisionales.

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

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
2013	27,3	7,3	18,1	27,7
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Alumnos que cursan estudios en el extranjero	Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2 <sup>o</sup> ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2 <sup>o</sup> ciclo y Grado)	Gasto público (miles de €)	Gasto de los hogares (€)
2006	1.557.257	665.127	445.455	1.405.894	16.636		42.512.586	8.244
2007	1.643.016	659.573	451.541	1.389.249	34.695		46.459.265	8.522
2008	1.763.019	669.021	472.604	1.377.228	49.799	10.232	50.880.439	8.505
2009	1.819.402	692.054	517.344	1.404.115	81.840	10.758	53.092.220	8.762
2010	1.872.829	720.937	555.580	1.445.392	100.963	11.766	52.720.999	9.085
2011	1.917.236	684.176	699.296**	1.469.653	113.061	13.790	50.828.639	9.194***
2012	1.900.173	692.558	747.189**	1.450.036	111.087	16.561	46.789.649*	
2013	1.884.886*	698.057*	784.413*	1.438.115*	109.113*			

Fuentes: MECD, MECD, MECD, MECD, MECD, Eurostat, 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.

\*\*\* Avance de la Estadística de Estudiantes Universitarios.

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	1.310.915	27,9	5.451.465	979,5	935.220	907,6	2.336.240	617,6
2014	1.150.609•	27,4•	5.529.784♦	994,7♦	930.101♦	913,9♦	2.344.240♦	622,6♦
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo		Seguridad Social		Otras
			Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	Número	
2006	558.702	276.920	204.844	82.846	
2007	575.675	270.980	203.401	73.159	
2008	646.186	265.314	199.410	64.967	
2009	960.888	260.908	197.126	57.737	
2010	1.445.228	257.136	196.159	50.876	
2011	1.331.316	254.295	194.712	44.457	
2012	1.327.027	251.549	194.876	37.651	
2013	1.313.986	250.815	195.478	32.066	
2014	1.288.699•	251.515•	196.904•	33.950■	
Fuentes:	IMERSO	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.

■ Los datos se refieren a la media del periodo enero-marzo.

• Los datos se refieren a la media del periodo enero-abril.

♦ Los datos se refieren a la media del periodo enero-mayo.

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	1.807,40	1.284,30	4,61	5,38	1,37	0,72	51,27
2007	1.918,90	1.373,40	4,63	5,41	1,36	0,74	
2008	2.061,20	1.497,40	4,67	5,46	1,35	0,75	
2009	2.134,40	1.586,40	4,76	5,55	1,38	0,74	
2010	2.133,10	1.575,70	4,84	5,69	1,39	0,74	
2011	2.160,90	1.575,90	4,90	5,81	1,41		58,70
Fuentes:	OCDE	OCDE	INE	INE	INE	INCLASNS	ENS

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INE: Instituto Nacional de Estadística.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

ENS: Encuesta Nacional de Salud.

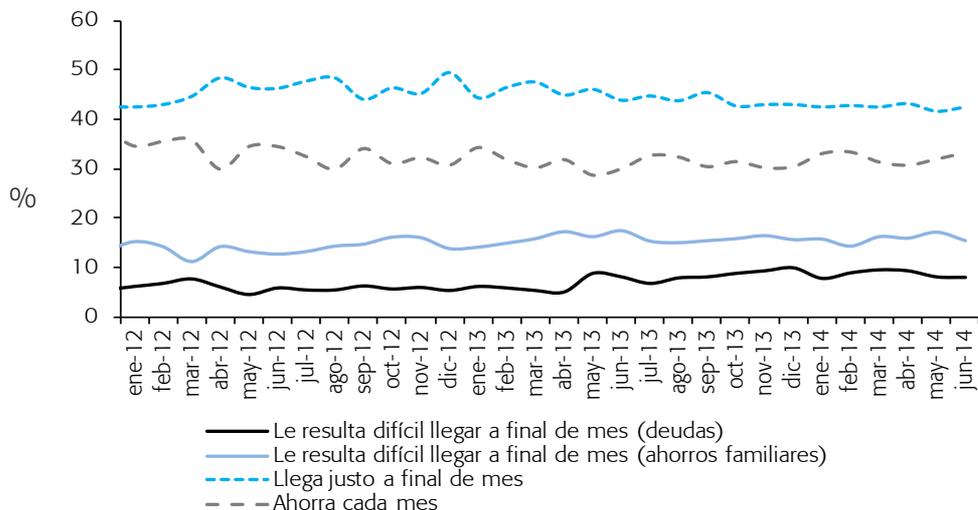
## 2. FLASH SOCIAL

La Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) del Instituto Nacional de Estadística (INE), publicada en junio de 2014, ha mostrado un aumento, entre 2012 y 2013, de los hogares españoles con dificultades para llegar a fin de mes (de 13,5% a 16,9%). Otros indicadores de la complicada situación económica de los hogares, como la incapacidad de hacer frente a gastos imprevistos o de salir de vacaciones al menos una semana al año, se han mantenido prácticamente estables entre esos dos años (41,0% y 45,8%, respectivamente, en 2013).

A tenor de los datos de la encuesta mensual con la que el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) calcula el índice de confianza del consumidor (ICC), la situación económica de los hogares podría estar mejorando, aunque muy tenuemente, en los últimos meses. Sin que quepa hablar de una tendencia clara, los resultados más recientes apuntan cierta mejora de la percepción de la situación económica doméstica (gráfico 1). Aunque la mayor parte de los entrevistados declararon en junio de 2014 llegar justos a final de mes (42,4%), se observa desde marzo un ligero descenso de quienes afirman que han de contraer deudas y un leve aumento de quienes reconocen alguna capacidad para efectuar ahorros mensuales, que representan aproximadamente un tercio de la población. (33,2%).

Gráfico 1

## Percepción de la situación económica del propio hogar (enero 2012-junio 2014)



Pregunta: "De las siguientes afirmaciones, ¿cuál diría Ud. que describe mejor la situación económica de su hogar?"

- Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que ha tenido que contraer deudas.
- Le resulta difícil llegar a final de mes, por lo que ha tenido que echar mano de sus ahorros.
- Llega justo a final de mes.
- Ahorra un poco de dinero cada mes.
- Ahorra bastante dinero cada mes.

(En el gráfico se han juntado las dos últimas respuestas)

Fuente: Encuestas del CIS ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2014

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,1	Abril 2014
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-1,3	Abril 2014
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,5	Abril 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	628.409	Mayo 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	185.514	Mayo 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	26.898	Mayo 2014
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	46,86	Marzo 2014
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.428,87	Marzo 2014
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	34.800,14	Marzo 2014
Ratio "oficinas/entidades"	215,77	Marzo 2014

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Mayo	2014 Junio	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,0	3,0	2,3	2,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,9	0,6	0,22	0,31	0,21	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	3,1	1,1	0,54	0,57	0,49	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,5	5,8	4,6	2,85	2,65	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	4,5	5,8	3,9	2,27	-	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": La reducción de tipos de interés del Banco Central Europeo se ha hecho notar en junio en el euríbor, tanto en la referencia a tres meses –que baja hasta el 0,21%– como en la de un año –que se reduce hasta el 0,49%. Todo ello, a la espera de la reunión del banco central que se producirá este próximo jueves. Asimismo, la rentabilidad del bono soberano español a 10 años ha seguido reduciéndose y se encuentra en el 2,65%.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Abril	2014 Mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	24,5	84,7	82,9	78,6	88,6	(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	79,8	64,8	61,2	69,6	76,5	(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	0,6	1,7	1,9	0,8	2,7	(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	4,4	2,2	3,2	3,3	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	2,7	0,6	0,2	0,2	0,2	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	593,8	751,1	846,3	930,7	939,9	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,5	0,6	2,3	1,1	3,6	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	-24,8	0,4	21,7	-8,2	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	1.029,6	824,7	1.011,98	1.070,05	1.116,05(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.989,3	7.583,2	8.715,6	10.459,0	10.923,50(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,1	18,2	33,1	28,0	23,5(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Abril	2014 Mayo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,4	-15,1	-23,5	-11,8	-18,4	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	73,9	80,7	-1,8	-2,2	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,9	2,4	2,4	0,5	0,5	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,8	-10,8	15,8	-3,9	-4,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	7,8	54,1	-22,8	20,4	-25,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a junio de 2014.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se observa un incremento en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro y en las operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado del 88,6% y del 76,5%, respectivamente. El IBEX-35 continúa su senda alcista y se ha situado en los 10.023 puntos, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid sube también hasta los 1.116 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 4,3% y del 25,4%, respectivamente.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2004-2010	2011	2012	2013 III T.	2013 IV T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,7	-3,4	-0,2	1,5	1,5	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	4,0	3,4	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	302,5	319,3	327,0	328,6	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

**C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2004-2010	2011	2012	2013 III T.	2013 IV T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	79,3	83,7	81,5	78,2	77,1	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	3,2	4,2	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	-2,1	-1,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el cuarto trimestre de 2013, se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 1,5% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se ha reducido ligeramente, pasando del 4,0% en el tercer trimestre al 3,4% en el cuarto trimestre de 2013. Sin embargo, se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 77,1% del PIB, frente al 78,2% del trimestre precedente. Finalmente, se registra un ligero incremento del *stock* de activos financieros en el balance de las familias del 4,2%, mientras que se observa una disminución del *stock* de pasivos del 1,3%, lo que permite que la riqueza financiera de los hogares siga aumentando.

**D. Entidades de depósito. Evolución del negocio**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Marzo	2014 Abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	12,8	-10,4	-9,5	-0,7	-1,1	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	10,6	-1,8	1,3	0,7	-1,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,0	23,2	-5,1	0,3	-0,1	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	16,4	3,1	8,9	2,2	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	-0,8	-9,0	-5,9	-6,9	-7,2	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 1998-2011	2012	2013	2014 Marzo	2014 Abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	34,9	20,0	17,8	-1,3	-0,5	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	-3,3	0,3	6,5	-1,1	-11,5	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,3	-12,1	19,6	0,1	1,1	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 abril de 2014, muestra una caída del crédito, así como de los depósitos al sector privado del 1,1% y 1,3%, respectivamente. Asimismo, los valores distintos de acciones y participaciones muestran un ligero descenso del 0,1%, mientras que las acciones y participaciones presentan un crecimiento en el balance del 0,3%. Por otro lado, se ha producido una reducción de los préstamos dudosos del 0,5% 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 Diciembre	2014 Marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	215	189	173	155	154	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	86	84	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.013	243.041	231.389	212.998	-	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.987	39.843	37.903	33.713	33.414	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	665.849	628.409(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	201.865	185.514(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 Diciembre	2014 Marzo	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	19.833	26.898(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a mayo de 2014.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En mayo de 2014, la apelación neta al eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 29,52% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona. En mayo, este recurso alcanzaba el 29,93%

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Diciembre	2014 Marzo	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	54,53	49,85	47,18	48,25	46,86	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	5.025,81	5.428,87	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	34.494,65	34.800,14	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	193,19	205,38	219,09	217,50	215,77	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,08	6,5	6,9	6,9	6,4	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,10	0,40	-0,12	1,63	2,03	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,88	0,06	-1,93	0,14	0,29	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	13,23	3,28	-18,74	1,87	3,69	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 primer trimestre de 2014 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 cambios registrados como consecuencia del proceso de reestructuración.

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 139. La fiscalidad en España: Problemas, retos y propuestas  
 N.º 140. La política monetaria tras la Gran Recesión

#### PANORAMA SOCIAL

- N.º 17. La ciudadanía europea en la encrucijada  
 N.º 18. Las nuevas tecnologías y su impacto social

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 239. La recuperación de la economía española cobra fuerza  
 N.º 240. La consolidación fiscal en el horizonte 2017

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

- Vol. 3, N.º 2 (2014). Spain's Recovery Gains Strength  
 Vol. 3, N.º 3 (2014). Spain's Debt Dynamics and Impact on the Banking Sector

#### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- N.º 67. Las claves del crédito bancario tras la crisis  
 N.º 68. Entre desequilibrios y reformas. Economía política, sociedad y cultura entre dos siglos

## PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2014

Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	50	30	15	12
Cuadernos de Información Económica	6 números	40	Gratuita	10	--
Panorama Social	2 números	20	Gratuita	13	--
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	30	Gratuita		
Focus	6 números	--	Gratuita		
Estudios (números sueltos)	--	--	--	12	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](mailto:publica@funcas.es)



# Cecabank, el acento en lo que **importa**

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

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

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28

28013 Madrid (España)

Teléfono: 91 596 54 81

Fax: 91 596 57 96

publica@funcas.es

www.funcas.es

P.V.P.: Suscripción anual papel, 40 € (IVA incluido)

Edición digital, gratuita

