

Devaluación interna y recuperación de la economía española

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Ganancias
de competitividad
y reducción
de los desequilibrios

Beneficios empresariales
y recuperación
económica

Devaluación interna y
crecimiento
de las exportaciones

Actividad e inactividad
durante la recesión

ECONOMÍA INTERNACIONAL

¿Debe reducirse
el exceso de deuda
en la eurozona?

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Las previsiones
económicas en España

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^a 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 avalla 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

242

septiembre/octubre 2014



CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Ganancias de competitividad y reducción de los desequilibrios en España
Miguel Cardoso Lecourtois
- 1% Relación entre beneficios empresariales y la recuperación de la economía española
Vicente Salas Fumás
- 2% Evaluación interna y crecimiento de las exportaciones
María Jesús Fernández
- & Actividad e inactividad durante la recesión en España
Miguel Ángel Malo
- ' - Novedades regulatorias en materia económica: una panorámica general
Antonio Romero Mora y Luis Teijeiro Pita da Veiga
- 4- Cuatro años de reformas económicas en España: un análisis de los resultados desde una perspectiva de la UE
Ramon Xifré
- 5- Impulsar el crédito y la calidad de los activos bancarios al mismo tiempo: un análisis del caso español
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- * - Distorsiones en las curvas de tipos de interés. El caso de la curva del Tesoro
David Cano y Miguel Arregui
- ++ ¿La titulización: el instrumento para la reactivación del crédito
Oscar Ibáñez-Velasco

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página ,) ¿Debe reducirse el exceso de deuda en la eurozona? principales alternativas
Mariam Camarero y Cecilio Tamarit
- ¿La Europa social en crisis. Modelo Social Europeo y políticas de austeridad
Ana Marta Guillén Rodríguez, Sergio González Begega y David Luque Balbona

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- Página %\$- ¿Las previsiones económicas en España
María Dolores Gadea

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	122	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	149	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	153	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Sumario

Carta de la redacción

Este número 242 de *Cuadernos de Información Económica* dedica los seis primeros artículos a evaluar en qué medida la recuperación de la economía española iniciada en 2014 puede atribuirse a las políticas de reforma orientadas a la devaluación interna desde el comienzo de la crisis. En primer lugar, el artículo de MIGUEL CARDOSO constata que las ganancias de competitividad alcanzadas en España son, en parte, la razón del dinamismo de las exportaciones, la disminución de las importaciones, la corrección del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente desde un amplio saldo deficitario a un ligero superávit y la relativa resistencia mostrada por el PIB pese al desplome de la demanda interna. Aunque señala que se requieren medidas adicionales para profundizar en los cambios estructurales observados en España durante los últimos años, apoyando así la transición hacia una economía volcada en la exportación.

En un sentido similar, VICENTE SALAS concluye que las políticas de devaluación interna han ayudado a reducir los costes laborales y a mejorar los márgenes empresariales. Por ello, en 2013, la rentabilidad de operaciones en España antes de impuestos fue del 8%, lo que sugiere que se dan las condiciones para una recuperación de la economía española impulsada por el sector empresarial.

Por su parte, MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ relaciona el éxito relativo de las exportaciones durante los años de la crisis económica con el proceso de devaluación interna

experimentado en este periodo –es decir, la reducción de costes laborales unitarios–. Se estima que el 19% del incremento de las exportaciones se explica por ese factor. La vía a través de la cual la devaluación interna habría favorecido las exportaciones puede haber sido a través del incremento de la rentabilidad de la actividad exportadora derivado del aumento de los márgenes empresariales, y la consiguiente reasignación de recursos hacia la misma.

El impacto de la recesión sobre el mercado de trabajo español no solo se aprecia en la evolución del empleo y del desempleo. En su artículo, MIGUEL ÁNGEL MALO estudia las pautas generales de actividad e inactividad que también parecen haberse transformado. En la evolución de la actividad y la inactividad, más allá de la que está conectada con cambios en la población, son de especial interés dos categorías de inactividad conectadas con la intensidad y duración de la crisis: los parados desanimados y los estudiantes. La evolución del volumen de desanimados no está relacionada con la duración de la crisis, sino probablemente con la intensidad percibida de la misma por parte de los individuos, sobre todo en el caso de las mujeres. Por su parte, el mayor seguimiento de estudios durante la crisis está más relacionado con un intento de estar más preparados de cara al mercado de trabajo y no de simplemente ocupar el tiempo en un momento en el que resulta muy difícil encontrar empleo.

Finalmente, el primer bloque de este número de *Cuadernos* se cierra con dos artículos centrados en aspectos regulatorios. ANTONIO ROMERO y LUIS TEJERO describen las principales novedades regulatorias en materia económica, en especial aquellas orientadas a facilitar la recuperación de la actividad. RAMON XIFRE por su parte estudia dos de los tres elementos que han conformado la respuesta a la crisis económica y financiera de 2008 en España: disciplina fiscal y reformas estructurales dirigidas a mejorar la competitividad.

Los tres trabajos siguientes se ocupan, como es habitual, del sistema financiero. SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ analizan las posibilidades de impulsar el crédito y la calidad de los activos bancarios de forma simultánea. El caso español es especialmente interesante tras la reestructuración bancaria y recapitalización de los últimos años. Estas reformas podrían favorecer el uso del mecanismo de TLTRO pero, al mismo tiempo, el desempleo sigue siendo alto en España y existe incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica en toda la eurozona. Estos factores pueden afectar la calidad de la demanda de préstamos.

La Gran Recesión ha generado importantes distorsiones en la evolución de variables económicas. Adicionalmente, la reacción de las autoridades, especialmente las monetarias, ha alterado el comportamiento de las variables financieras, tanto los tipos de cambio como, sobre todo, los tipos de interés. A este respecto, DAVID CANO y MIGUEL ARREGUI analizan los hechos más destacados, especialmente en las curvas de tipos de los tesoros nacionales y en particular, el español.

OSCAR IBÁÑEZ aborda por su parte la reactivación del mercado de titulización. La ausencia de crédito a la economía real tanto en España como en Europa ha puesto de manifiesto la necesidad de que las autoridades económicas tomen otro tipo de medidas a las ya

propuestas. En este sentido, la reactivación del mercado de titulaciones en Europa es esencial para conseguir la reactivación del crédito.

En nuestra sección de Economía Internacional recogemos en primer término un trabajo de MARIAM CAMARERO y CECILIO TAMARIT que describen las respuestas que cabría dar ante la pregunta de si la eurozona necesita una reestructuración de la deuda soberana y, en su caso, cómo llevarla a cabo. Desde 2008 se han presentado diversas propuestas para reducir el exceso de endeudamiento que pueden clasificarse en dos grandes grupos: a) aquellas que suponen una forma de mutualización y b) las que buscan configurar un proceso ordenado de reestructuración de la deuda, bien de forma gradual o de forma instantánea.

Por su parte, ANA MARTA GUILLÉN, SERGIO GONZÁLEZ y DAVID LUQUE estudian la crisis del Modelo Social Europeo como un síntoma de los problemas enfrentados por el proyecto de integración en los últimos tiempos. El cuestionamiento del papel de Europa en el mundo, de su proyecto político de unión supranacional o de la capacidad de su economía para seguir siendo competitiva a nivel global se ha visto acompañado de un debate intenso sobre la idoneidad del Modelo Social Europeo.

Finalmente, en la sección Estudios de la Fundación presentamos un trabajo de MARÍA DOLORES GADEA sobre el Panel de previsiones que Funcas elabora desde 1999. Las principales conclusiones muestran una elevada homogeneidad entre las previsiones, un aumento de la dispersión tras la llegada de la Gran Recesión y la pérdida de precisión a medida que aumenta el horizonte de predicción y, por tanto, la incertidumbre. La comparación de los errores de predicción del panel con los obtenidos por otros organismos internacionales o con modelos econométricos permite subrayar la utilidad del Panel de Previsiones de la Economía Española.

Ganancias de competitividad y reducción de los desequilibrios en España

Miguel Cardoso Lecourtois*

Las ganancias de competitividad alcanzadas en España son, en parte, la razón del dinamismo de las exportaciones, la disminución de las importaciones, la corrección del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente desde un amplio saldo deficitario a un ligero superávit y la relativa resistencia mostrada por el PIB pese al desplome de la demanda interna. Aunque las reformas recientes han contribuido a dicha mejora de la competitividad, la adopción de medidas adicionales ayudaría claramente a profundizar en los cambios estructurales observados en España durante los últimos años, apoyando la transición hacia una economía volcada en la exportación.

Las exportaciones españolas han tenido un mejor desempeño que las del resto de los países europeos en los últimos años. Aunque la competitividad en costes ha sido un factor importante en este proceso, otros elementos, como la diversificación de los mercados de exportación fuera de la zona del euro, el elevado grado de competitividad de las grandes empresas españolas y, por último, los decididos esfuerzos reformadores tendentes a abrir a la competencia el sector servicios también han sustentado la vigorosa evolución de las exportaciones. Pese al positivo impacto de esta tendencia en la balanza exterior del país, no cabe descartar el regreso de déficits persistentes debido a la existencia de desequilibrios estructurales aún no resueltos. Al mismo tiempo, pese a las ineficiencias que arrastra históricamente, el mercado de trabajo en España está volviéndose más flexible. La reciente moderación salarial está contribuyendo a reducir la destrucción de empleo, y podría incluso ayudar a la creación neta de empleo en 2014. El reto al que se enfrentará España es el de mantener las ganancias de competitividad en un entorno marcado por unas tasas de inflación más bajas, razón por la que es importante que el BCE cumpla su mandato de un nivel de inflación compatible con el crecimiento. Por último, aunque las medidas recientemente adoptadas van en la dirección correcta, son necesarias reformas estructurales adicionales para asegurar la transición de España hacia un modelo de crecimiento más sostenible impulsado por el sector exterior.

La economía española afrontó una delicada situación a comienzos de 2008, dado el alto nivel

alcanzado por algunos desequilibrios macroeconómicos (déficit por cuenta corriente, endeu-

* Economista - Jefe para España, BBVA Research.

damiento privado exterior, exceso de oferta de viviendas), al tiempo que otros indicadores empezaban a mostrar síntomas preocupantes (nivel de desempleo, déficit/deuda pública). Ante la desaceleración de la demanda interna privada como resultado de los ajustes relacionados con a) el proceso de desapalancamiento; b) la reestructuración del sector financiero; y c) la reasignación de recursos desde el sector inmobiliario, el Gobierno español se embarcó en una ambiciosa política fiscal anticíclica. Con todo, las limitaciones de esta estrategia empezaron a ponerse de manifiesto a medida que cundía la percepción de que el déficit público estaba fuera de control, en parte debido a la incertidumbre sobre las necesidades de capital de las entidades financieras (básicamente, las cajas de ahorro), pero también a la incapacidad del Gobierno central para controlar las finanzas de las comunidades autónomas. Además, estos problemas (y otros de naturaleza análoga en otros países) agudizaron los fallos estructurales en la gobernanza europea para terminar desencadenando una profunda crisis de deuda soberana en la zona del euro. Con la salida masiva de capitales del país, la incertidumbre regresó al primer plano, intensificando el ajuste en curso. En conjunto, medido de máximo a mínimo, la demanda interna sufrió una caída de un 17%. Y si bien el PIB también mostró un retroceso significativo de un 7,4%, esta cifra se compara favorablemente con las observadas en otros países que experimentaron ajustes similares.

¿Cómo cabe explicar este comportamiento comparativamente mejor de la economía española? En el presente artículo se argumenta que, en parte, las mejoras de competitividad resultantes del descenso de los costes relativos contribuyeron al gran dinamismo de las exportaciones y al desarrollo de un proceso de sustitución de las importaciones. Estos dos factores han amortiguado la caída del PIB, permitiendo reducir los importantes desequilibrios. En un primer momento, el ajuste se basó en un fuerte incremento de la productividad del trabajo como consecuencia de las reducciones masivas de personal. Recientemente, los costes laborales unitarios han descendido como resultado de mecanismos más eficientes, en par-

ticular vinculados a las reformas puestas en marcha durante los últimos años. De cara al futuro, persisten los riesgos. Por un lado, la inflación se mantiene en niveles peligrosamente bajos, lo que hace más difícil nuevas ganancias de competitividad. Por otro lado, hay importantes desequilibrios que continúan sin abordarse, lo que subraya la necesidad de seguir promoviendo reformas para incrementar la competencia en sectores clave, a fin de que las empresas puedan ganar tamaño y mejorar su eficiencia.

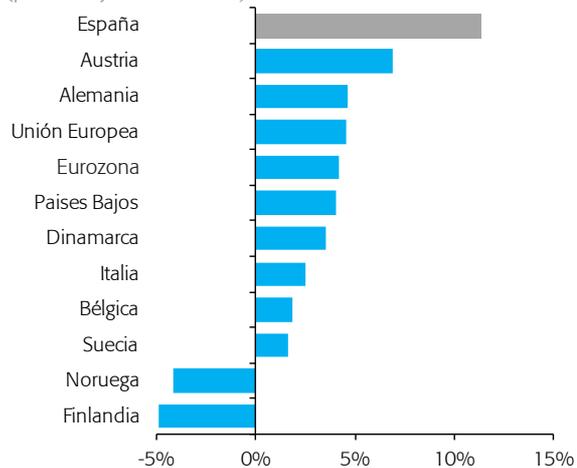
Evolución de las exportaciones en España

Los exportadores españoles han tenido un mejor desempeño que sus competidores europeos durante los últimos años. Por ejemplo, desde el primer trimestre de 2012, las exportaciones se han incrementado en un 11%, la mejor evolución de todas las economías europeas y muy superior a la media de la UEM (gráfico 1). En parte, este éxito relativo puede explicarse por la mejora observada en la competitividad al descender los costes relativos (gráfico 2). Tal como muestra BBVA Research (2014a), las tasas de inflación en España se han

Gráfico 1

Tasa de crecimiento anual de las exportaciones, volúmenes desestacionalizados y ajustados por días laborales

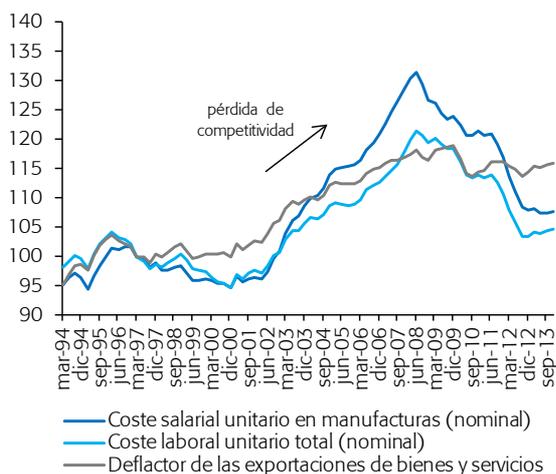
(porcentaje 1T12-3T13)



Fuente: BBVA Research utilizando Eurostat.

Gráfico 2

Costes laborales unitarios



Fuente: BBVA Research utilizando Eurostat.

mantenido, de media, por debajo de los niveles europeos durante los cinco últimos años, al revés de lo que sucedió en el periodo anterior a la crisis. Como se pone de manifiesto en el cuadro 1, de todas las grandes economías europeas, España presenta el segundo mayor diferencial negativo de inflación respecto a la media de la UEM (solo inferior al de Irlanda) durante el periodo 2009-2013. Esto es resultado de un ajuste desigual, donde la mayor parte del diferencial de inflación se explica por las ganancias de productividad, pues los salarios nominales han mostrado una variación relativamente similar a la de otras economías afectadas por la recesión. Los menores precios, por tanto, han sido fruto de la bajada de los costes laborales, consecuencia en parte del crecimiento relativamente más débil de los salarios nominales, pero sobre todo debido al fuerte ajuste en el empleo y al incremento de la productividad del trabajo.

Cuadro 1

Inflación en la UEM-12

Deflactor del PIB (contribuciones a variación porcentual) (tasas medias de crecimiento anual en porcentaje)

1999-2008					
	Total	Salarios	Productividad	Márgenes	Impuestos
ZE-12	1,93	1,22	0,34	0,84	0,21
En desviación respecto a la media de UEM-12					
Alemania	-1,17	-0,60	0,23	-0,35	0,00
Irlanda	1,21	1,06	0,29	0,28	0,16
Grecia	1,38	0,44	0,05	0,79	0,20
España	1,77	0,56	-0,33	0,79	0,08
Francia	-0,05	0,23	0,02	-0,19	-0,06
Italia	0,45	-0,05	-0,34	0,18	-0,02
Países Bajos	0,66	0,71	0,38	0,18	0,15
Portugal	0,98	0,65	-0,03	0,02	0,27
Finlandia	-0,44	0,38	0,40	-0,29	-0,14
2009-2013					
	Total	Salarios	Productividad	Márgenes	Impuestos
ZE-12	1,16	0,93	0,21	0,22	0,22
En desviación respecto a la media de UEM-12					
Alemania	0,26	0,09	-0,31	-0,10	-0,04
Irlanda	-1,82	-1,31	0,41	0,42	-0,52
Grecia	-0,76	-1,84	-0,48	0,78	-0,18
España	-1,05	-0,23	1,17	0,24	0,11
Francia	0,03	0,19	0,08	-0,15	0,06
Italia	0,21	-0,24	-0,28	0,01	0,16
Países Bajos	-0,17	-0,17	-0,17	0,04	-0,21
Portugal	-0,48	-0,47	0,43	0,79	-0,37
Finlandia	0,79	0,43	-0,39	-0,42	0,40

Nota: La contribución de los márgenes se calcula como variable residual. El total es la suma de las contribuciones de los salarios, márgenes e impuestos menos la contribución de la productividad de la mano de obra. La productividad se mide como producto por trabajador. 2013 corresponde a la previsión de AMECO.

Fuente: BBVA Research utilizando AMECO.

No obstante, como demuestran Cardoso, Correa y Doménech (2012), se identifica una “paradoja” española, ya que durante el periodo anterior a la crisis las ventas de España al exterior crecieron al mismo ritmo que las exportaciones mundiales, de modo que las cuotas de exportación de España se mantuvieron relativamente estables. Esto tuvo lugar, contrariamente a lo que cabría esperar, a la vez que su competitividad-precio se deterioraba constantemente. Además, tal y como revela el FMI (2013a), la evolución de las exportaciones durante la crisis ha sorprendido positivamente, dado el comportamiento de los fundamentales, entre ellos la competitividad-precio.

Al compararlo con un escenario de ausencia de reformas, casi el 50% del aumento de las exportaciones de las grandes empresas entre 1990 y 2008 puede atribuirse al mayor grado de competencia y la eliminación de situaciones monopolísticas que se derivó de las reformas en el sector servicios.

¿Qué podría estar detrás de esta “paradoja” española? Una pista está en la capacidad de los exportadores españoles para diversificar sus mercados fuera de la zona del euro, donde la demanda se ha estancado. BBVA Research (2014b) concluye que el 40% del crecimiento de las exportaciones durante la crisis puede explicarse por los esfuerzos de diversificación geográfica de las exportaciones. Otra pista procede de los estudios que apuntan a que las mayores empresas españolas son tan productivas como sus homólogas extranjeras, y que los diferenciales de productividad han surgido por un efecto composición, debido a la gran presencia de empresas pequeñas en el sector empresarial español. El tamaño de las empresas es un claro determinante de su propensión exportadora, tal como demuestran Cardoso, Correa-López y Doménech (2012). Por tanto, la competitividad entre esas empresas exportadoras de gran tamaño podría ser elevada. Por último, otro factor que podría explicar la paradoja es el esfuerzo reformador más decidido que el rea-

lizado en otros países en algunos sectores económicos clave. BBVA Research (2014c) observa la evolución de las empresas manufactureras de gran tamaño entre 1990 y 2008 en España y, en especial, el impacto derivado de las mejoras de la regulación del sector servicios. Al compararlo con un escenario de ausencia de reformas, el estudio concluye que casi el 50% del aumento de las exportaciones de las grandes empresas durante dicho periodo puede atribuirse al mayor grado de competencia y la eliminación de situaciones monopolísticas que se derivó de las reformas en el sector servicios. Además, este esfuerzo fue marcadamente superior al de la mediana de las economías de la OCDE durante ese mismo periodo.

Sustitución de las importaciones

Las ganancias de competitividad vía descenso de los costes relativos no solo son importantes para explicar el crecimiento de las exportaciones, sino que han sido claves para explicar la evolución de las importaciones. Como muestra BBVA Research (2013b), el ajuste producido en la demanda española durante los últimos años es, en gran medida, consecuencia del descenso de ingresos en los sectores privado y público. La reasignación de recursos desde el sector inmobiliario, la necesidad de reducir el endeudamiento del sector privado y la disminución del déficit público explican la tendencia decreciente de la demanda interna y las importaciones. No obstante, la evolución de los precios internos frente a los precios externos también ha tenido un impacto en las decisiones de gasto, favoreciendo la compra de bienes producidos “en casa” frente a los importados de fuera. En concreto, no solo los precios de las importaciones han aumentado por primera vez en dos décadas respecto a los competidores nacionales, sino que la sensibilidad de la demanda a las variaciones en dichos precios relativos ha cambiado. Como resultado, BBVA Research (2013b) estima que el 40% del descenso de las importaciones de bienes no relacionados con la energía durante la crisis puede explicarse por un mecanismo de sustitución de las importaciones relacionado con la variación de los precios relativos.

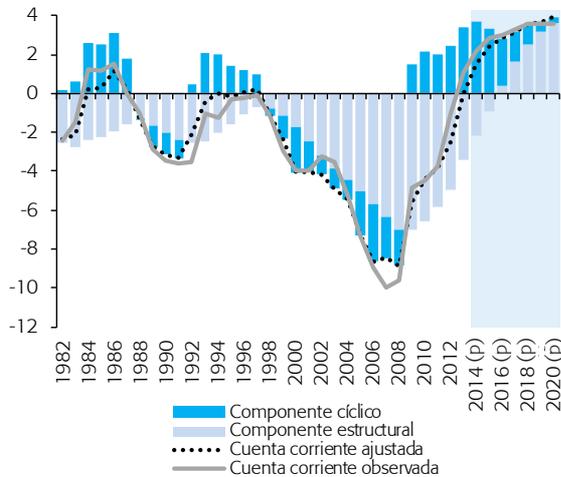
Balanza por cuenta corriente

El resultado de la fortaleza de las exportaciones y la disminución de las importaciones ha sido

Gráfico 3

España: componentes cíclicos y estructurales de la balanza por cuenta corriente

(porcentaje del PIB)



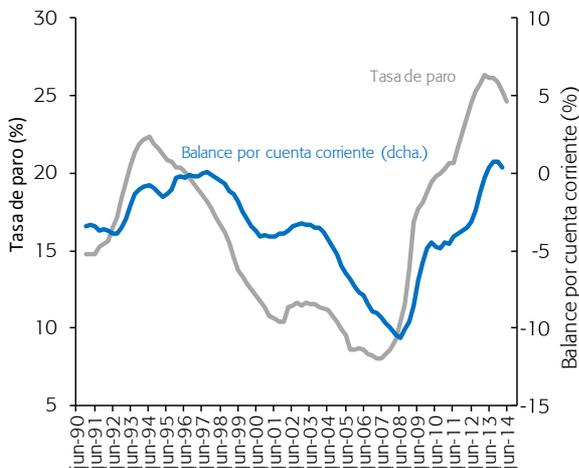
Nota: (p) previsiones. Los valores esperados de las variables explicativas provienen de FMI-WEO. Véase el texto para mayor detalle.

Fuente: BBVA Research.

Gráfico 5

España: saldo por cuenta corriente y tasa de paro

(porcentaje, datos desestacionalizados y ajustados por días laborales)



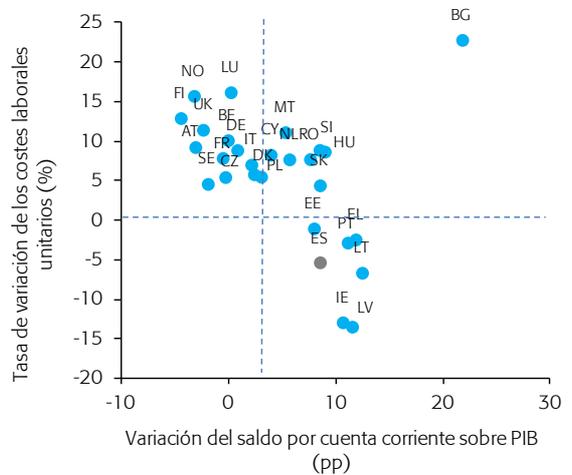
Fuente: INE.

la corrección de los desequilibrios de la balanza comercial y por cuenta corriente. La segunda ha pasado de un déficit superior al 11% del PIB a un superávit cercano al 1% del PIB. De cara al

Gráfico 4

Coste nominal unitario y balance por cuenta corriente

variación 2008-2012



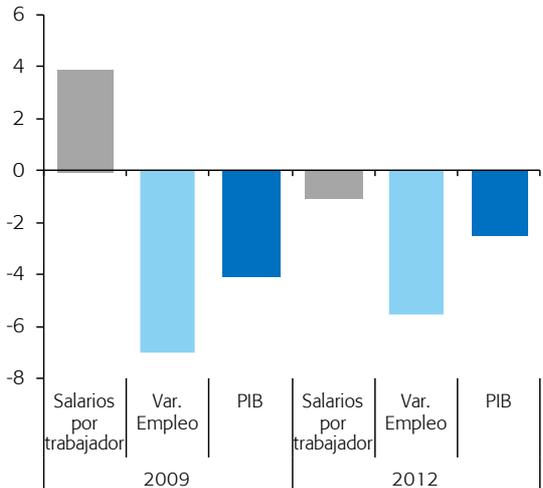
Nota: Los valores positivos del eje horizontal corresponden a la mejora en el saldo por cuenta corriente y viceversa.

Fuente: BBVA Research basado en Eurostat.

Gráfico 6

España: salarios reales y desempleo en el sector privado y PIB

(variación % acumulada, desestacionalizada y ajustada por días laborales)



Fuente: INE.

futuro, mantener dicho superávit será clave para la economía española, ya que el nivel del endeudamiento exterior neto sigue siendo muy alto, y la dependencia para su financiación de los mercados de capitales la hace especialmente vulnerable a súbitos frenazos en los flujos de capitales. Correa-López y Ugarte (2013) muestran que una parte importante del ajuste parece ser permanente (véase el gráfico 3), y constatan que la mejora observada en las cuotas exportadoras comparte varias similitudes con otros precedentes de corrección de desequilibrios por cuenta corriente. Entre dichas similitudes están las mejoras de los costes laborales unitarios (véase el gráfico 4). Ahora bien, en su análisis no debe pasarse por alto que una parte aún considerable del ajuste se podría deber a factores cíclicos, llamados a desaparecer en los próximos años. De hecho, la evidencia reciente apunta a un deterioro del saldo por cuenta corriente, ya que las perspectivas económicas han mejorado (véase el gráfico 5). Como señala BBVA Research (2014d), parte del reciente empeoramiento del saldo por cuenta corriente está relacionado con factores temporales, como la introducción de incentivos fiscales a la compra de automóvil, o el descenso puntual del ahorro por motivo precaución ligado a la menor incertidumbre. Aunque algunas reformas estructurales (véase a continuación) hacen más probable que el superávit por cuenta corriente se mantenga, tampoco se puede descartar el regreso de déficits persistentes, debido a la existencia de un componente estructural del desequilibrio aún pendiente de resolver.

La respuesta del empleo a la moderación salarial

Históricamente, el ajuste de los costes laborales en España ha mostrado una gran ineficiencia. Por ejemplo, la OCDE (2014) destaca la falta de respuesta de los salarios reales ante la destrucción de empleo. El gráfico 6 refleja cómo en 2009, a medida que el empleo disminuía a marchas forzadas, los salarios reales aumentaron. Esto intensificó la destrucción de empleo e hizo que el peso del ajuste de los costes laborales recayera sobre el empleo, y en especial sobre el grupo de traba-

adores con contratos temporales, con costes de despido relativamente bajos. Dadas las rigideces asociadas a los procedimientos de negociación colectiva, las empresas frecuentemente optaron por despedir a este tipo de trabajadores como vía de ajuste. No obstante, esto ha cambiado en los dos últimos años, y se observa un descenso de los salarios al tiempo que se intensificaba la destrucción de empleo (debido a la crisis de la deuda soberana europea en 2012 y 2013). No está claro si esa mayor sensibilidad es resultado del acuerdo en materia de empleo y convenios colectivos alcanzado en enero de 2012 por empresarios y sindicatos, o bien si es consecuencia de la reforma laboral aprobada en febrero de ese mismo año. No obstante, tanto la OCDE (2013) como BBVA Research (2013b) estiman que durante los dos últimos años la flexibilidad del mercado de trabajo español parece haber mejorado. En concreto, los resultados presentados en BBVA Research (2013b) indican que si las reclamaciones salariales no se hubieran moderado en 2012, se habrían perdido otros 60.000 empleos en el corto plazo.

Si las reclamaciones salariales no se hubieran moderado en 2012, se habrían perdido otros 60.000 empleos en el corto plazo. A un plazo medio y largo, la moderación salarial de 2012 permitirá conservar alrededor de 300.000 empleos. Además, de haber contado con unas instituciones del mercado de trabajo más apropiadas en España al comienzo de la crisis, se habrían salvado un millón de empleos a largo plazo.

A un plazo medio y largo, la moderación salarial de 2012 permitirá conservar alrededor de 300.000 empleos. Además, de haber contado con unas instituciones del mercado de trabajo más apropiadas en España al comienzo de la crisis, se habrían salvado un millón de empleos a largo plazo. Sobre la base de esta evidencia, el FMI (2013b) urgió a sindicatos y empresarios a llegar a un pacto para acelerar el ajuste en marcha, reduciendo los salarios medios a cambio de creación de empleo. En general, parece que la reciente moderación salarial

ha servido para reducir la destrucción de empleo, y también podría haber sido responsable de una creación de empleo mayor de la esperada durante la recuperación de 2014.

El problema con la deflación

Las ganancias de competitividad pueden explicar en parte la mejora de las exportaciones, la reducción de las importaciones, la transición de la balanza por cuenta corriente desde un abultado déficit a un ligero superávit y la contracción mucho más leve del PIB respecto a la registrada por la demanda interna. Además, las recientes reformas podrían haber mejorado el funcionamiento del mercado de trabajo, aumentando la sensibilidad de los salarios a la evolución de la tasa de paro. Por consiguiente, a medida que la recuperación se asiente, la evolución de los salarios reales debería seguir más de cerca la variación de la productividad del trabajo, preservando las ganancias de competitividad y permitiendo un mayor crecimiento de las exportaciones. Este es parte del ajuste que deben acometer tanto la economía española como otras economías periféricas. De hecho, como refleja el gráfico 7, las ganancias de competitividad parecen ser mucho mayores en aquellas economías que

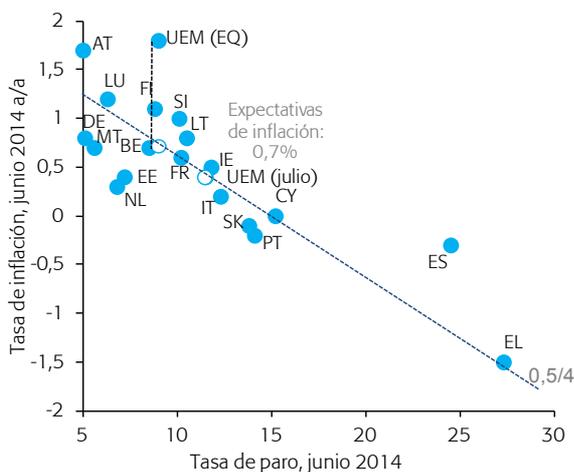
cuentan con tasas de paro más elevadas. No obstante, puesto que la inflación ha descendido en la UEM, la curva del gráfico 7 se ha desplazado a la baja, en un grado tal que, a medio plazo, tasas de paro elevadas serían compatibles con tasas de inflación muy bajas. Suponiendo una tasa de paro estructural del 10% para la UEM, si la inflación se mantuviese en torno a los niveles actuales, las expectativas oscilarían en torno a una tasa de inflación del 0,8%, un nivel demasiado bajo considerando el mandato del BCE.

En el caso de España, el gráfico 8 del BBVA Research (2014a) muestra que la inflación de tendencia (medida por la media troncada, que constituye la mejor previsión de la inflación durante un horizonte de 2 años) se ha mantenido casi 1 p.p. al año por debajo de la de la UEM durante los últimos años, revirtiendo más o menos la situación observada en el periodo anterior a la crisis. Esto es acorde con la necesidad de restaurar la competitividad y de que las exportaciones se conviertan en el principal motor del crecimiento. No obstante, el gráfico 8 también muestra que, durante el último año aproximadamente, la tasa de inflación en España se ha visto sometida a una constante presión a la baja como consecuencia de la trayectoria descendente de la inflación en la UEM. Hasta

Gráfico 7

UEM: paro e inflación

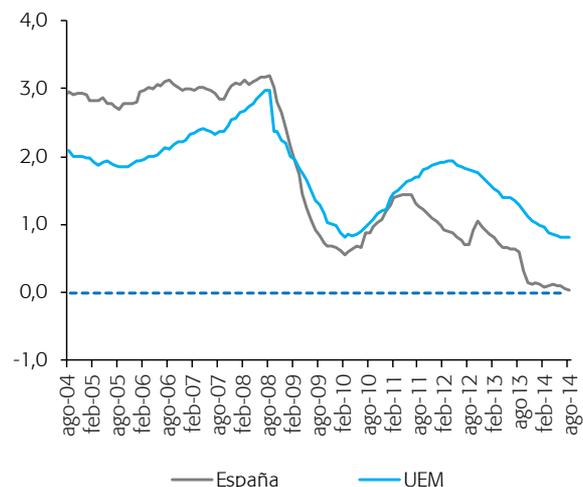
(porcentaje)



Fuente: BBVA Research.

Gráfico 8

Media troncada del IPC



Fuente: BBVA Research.

ahora, el diferencial de inflación entre la UEM y España se ha mantenido constante, pero es significativo que la tasa de tendencia de la inflación en España se acerca actualmente al nivel cero. En este punto, las empresas podrían experimentar dificultades para seguir ganando competitividad al enfrentarse al "límite cero". Como se demuestra en Arellano, Jansen y Jiménez (2013), a medida que la distribución de las variaciones de los salarios nominales en España se ha ido concentrando hacia la izquierda, un porcentaje cada vez mayor de asalariados están viendo estancarse su remuneración. Aunque podrían ser necesarios nuevos ajustes para mantener las ganancias de competitividad en un entorno de deflación, los salarios nominales se han revelado como rígidos a la baja al acercarse al límite cero (véase por ejemplo, Daly y Hobijn (2014)). Esta falta de flexibilidad supone una amenaza para la supervivencia de la empresa a medida que la inflación se transforma en deflación: los costes laborales reales aumentan, dada la rigidez de los salarios nominales, lo que aumenta la presión para el ajuste del empleo vía cantidades. La combinación de ausencia de subidas salariales y destrucción de empleo incrementa el valor de la deuda en términos de la renta disponible de los hogares. Esto reviste especial importancia en una economía en la que un porcentaje significativo de familias siguen sobreendeudadas, y donde el apalancamiento sigue siendo un lastre para la demanda interna.

Por tanto, aunque se prevé que la economía española tendrá que soportar niveles de inflación más bajos que los de sus principales socios comerciales, le resultaría más fácil ganar competitividad en un entorno de tasas de inflación más altas en todos los miembros de la zona del euro. Esto no requeriría del BCE nada más que cumplir su mandato de una tasa de inflación cercana, pero inferior, al 2% de media. Las recientes medidas anunciadas por el BCE (véase la declaración anterior a la conferencia de prensa pronunciada por el presidente del BCE, Mario Draghi, el 4 de septiembre de 2014) están encaminadas a alcanzar ese objetivo. Con ellas muestra su determinación en dar un impulso a las expectativas de inflación, reactivar el crédito en la zona del euro y debilitar el tipo de cambio. Todo esto debería ayudar. Ade-

más, el Consejo de Gobierno del BCE ha dejado meridianamente clara su intención de actuar si estas acciones resultasen insuficientes.

El camino que queda por recorrer

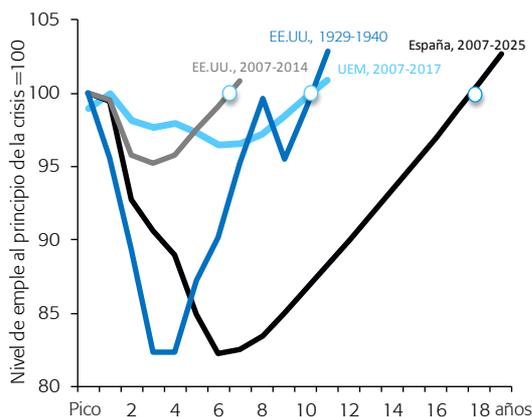
Aunque la economía española ha dado pasos en la dirección de corregir los desequilibrios subsistentes al comienzo de la crisis, se necesitan más medidas, ya que algunos de los desequilibrios siguen siendo muy notables. Por ejemplo, el gráfico 9 muestra que la economía ha perdido alrededor de un 18% de los empleos existentes al iniciarse la crisis. Suponiendo una tasa de crecimiento del PIB del 2,5% y un crecimiento de la productividad similar a la media histórica, llevaría otros diez años para que la economía recuperase esos niveles. Esto demuestra la urgencia de actuar con prontitud y decisión en mejorar el crecimiento potencial y adelantar así todo lo posible esa fecha.

La economía española ha perdido alrededor de un 18% de los empleos existentes al iniciarse la crisis. Suponiendo una tasa de crecimiento del PIB del 2,5% y un crecimiento de la productividad similar a la media histórica, llevaría otros 10 años para que la economía recuperase esos niveles.

Existen varios medios por lo que se puede seguir mejorando la competitividad. En primer lugar, es importante articular un marco impositivo más eficiente y transparente que promueva el crecimiento y no ponga en peligro el proceso de consolidación fiscal. La reforma tributaria anunciada por el Gobierno supone una mejora respecto al sistema actual, al simplificarlo (reduciendo los tramos de la escala de renta imponible) y hacerlo más eficiente (reduciendo los tipos marginales y eliminando ciertas deducciones fiscales) y más acorde a las necesidades de la economía española (desplazando la carga impositiva desde la fiscalidad directa a la indirecta). No obstante, hay margen de mejora si se siguen dando pasos en

Gráfico 9

PIB y creación de empleo



Nota: Los datos de EE.UU. y UEM para el periodo 2014-2017 corresponden a previsiones BBVA Research. Respecto a España, la simulación se ha realizado con el supuesto de que el producto por trabajador aumenta un 0,6% al año (como en 1992-2007) y el PIB crece a un ritmo del 2,5% anual

Fuente: BBVA Research y Lebergott (1964).

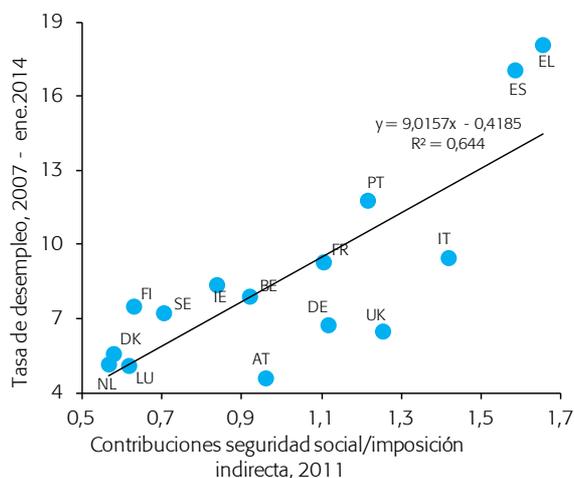
esta misma dirección, entre otros, con la devaluación fiscal (reduciendo las cotizaciones sociales y aumentando los impuestos indirectos). Hay evidencia de que los países europeos con unas ratios más altas de cotizaciones sociales respecto a impuestos indirectos son también las que cuentan con las tasas de paro más elevadas (véase el gráfico 10). En concreto, si se redujesen 3,5 p.p. las cotizaciones sociales y se aumentase la imposición indirecta en 2 p.p., se conseguiría incrementar un 0,7% el PIB y se generarían otros 200.000 empleos a corto plazo (véase Boscá, Doménech y Ferri (2012)).

Son imperativos nuevos avances que permitan profundizar en la reforma laboral, de modo que los salarios estén más alineados con la productividad y se incentive la contratación fija. El peso de la temporalidad en el empleo total en España es mayor que en otros países europeos (24,3%, frente a un 15,8% en la UEM). Esto afecta a la productividad y la competitividad, al hacer menos probable que las empresas inviertan en formar a los trabajadores (dada la corta duración de sus contratos). Correa-López y Doménech (2012) estiman que una reducción del 1% en la proporción de contratos temporales entre las empresas no

Gráfico 10

UE: Tasa de paro y ratio de cotizaciones sociales sobre impuestos indirectos

(porcentaje)



Fuente: BBVA Research.

exportadoras del sector de manufacturas aumentaría su probabilidad de exportar en un 1,5%. Así, suponiendo una empresa tipo representada por la mediana, la convergencia con la temporalidad media aumentaría su probabilidad de exportar en cerca de un 15%.

También es necesario invertir más en capital humano. Una tercera parte de la fuerza de trabajo no llega al nivel de educación secundaria, y dos terceras partes carecen de una titulación universitaria. Además, la mitad de los desempleados trabajaban en un sector (el de la construcción) cuya dimensión no ha dejado de reducirse. Es esencial impulsar reformas sobre políticas activas del mercado de trabajo para formar a los parados de larga duración de acuerdo con las necesidades de los exportadores.

También es necesario facilitar y dar incentivos a las empresas para que se expandan. El tamaño es la variable más importante entre los determinantes de la propensión a exportar: según Correa-López y Doménech (2012), cada vez que una empresa aumenta su plantilla en 10 trabajadores, su probabilidad de exportar aumenta un 2%. Aunque las grandes empresas son tan productivas

en España como en otros países europeos, las empresas pequeñas no lo son, y representan un mayor porcentaje del total (de media, un 99,2% de las empresas tienen menos de 50 empleados, por encima del 97,1% de Alemania). Los regímenes fiscales especiales dirigidos a las empresas pequeñas podrían tener efectos contraproducentes, al reducir los incentivos para crecer y promover la economía sumergida. Actualmente, el 90% de las empresas están adheridas al régimen fiscal especial.

Por último, la competencia debería aumentar en sectores clave que podrían devenir en cuellos de botella. Como se ha explicado antes, la mejora de la competitividad del sector no comercializable (servicios) será clave en el futuro como elemento de soporte del crecimiento de las exportaciones. En el pasado, una gran parte de la inflación media en España ha venido originada no solo por un crecimiento excesivo de los salarios, sino por el veloz aumento de los márgenes empresariales (véase cuadro 1). La "búsqueda de rentas" es rampante en algunos sectores. BBVA Research (2014 c) muestra que si España hubiera adoptado las mejores prácticas en la regulación de los servicios durante las décadas de los años noventa y 2000, el país habría encarado la crisis con un volumen de exportaciones de manufacturas un 20% superior, lo que le habría convertido en un actor de mayor peso en los mercados internacionales.

Esta relación de reformas necesarias para mejorar la competitividad no es exhaustiva, pero su adopción ayudaría claramente a profundizar en los cambios estructurales observados durante los últimos años en España, y a avanzar hacia una economía orientada a la exportación.

Referencias

ARELLANO, A.; JANSEN, M., y JIMÉNEZ, S. (2013), "Más sobre el ajuste de salarios", Nada es Gratis Blog, 23 de octubre de 2013.

BBVA RESEARCH (2013a), "Persistent unemployment and wages in Spain", *Spanish Economic Outlook*, Vol 2 (2).

– (2013b), "The substitution of imports for domestic output during the crisis: preliminary evidence", *Spanish Economic Outlook*, Vol. 2 (4).

– (2014a), "La moderación de la inflación española en el último quinquenio", *Spanish Economic Outlook*, Vol. 3 (1).

– (2014b), "Export diversification to explain regional growth", *Spanish Economic Outlook*, Vol. 3 (1).

– (2014c), "The effect of anti-competitive regulation on the real exports of firms in Spain", *Spanish Economic Outlook*, Vol. 3 (2).

– (2014d), *Consumption Outlook*, primer semestre.

BOSCA, J.E.; DOMÉNECH, R., y FERRI, J. (2012), "Fiscal Devaluations in EMU", *Working Paper* 1211, BBVA Bank, Economic Research Department.

CARDOSO, M.; CORREA, M., y DOMÉNECH, R. (2012), "Export shares, price competitiveness and the 'Spanish paradox'", VoxEu.org, 24, November 2012.

– (2012), "The internationalisation of Spanish firms", *BBVA Research Working Paper*, próxima publicación.

CORREA-LÓPEZ, M., y UGARTE, A. (2013), "An analysis of the performance and the determinants of the current account in Spain", *BBVA Research Economic Watch*, November 19, 2013.

DALY, M., y HOBIJN, B. (2014), "Downward Nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper* 2013-08.

FMI (2013a), "Rebalancing the Euro Area: where do we stand and where to go?", *Euro Area Policies: Selected Issues Paper*, julio.

– (2013b), Spain 2013 Article IV Consultation, *IMF Country Report*, 13/244.

OCDE (2013), *The 2012 labour market reform in Spain: a preliminary assessment*, Paris.

– (2014), *2014 Economic Survey of Spain, On the Road to Recovery*, Paris.

Relación entre beneficios empresariales y la recuperación de la economía española

Vicente Salas Fumás*

Las políticas de devaluación interna aplicadas recientemente han ayudado a reducir los costes laborales y a mejorar los márgenes empresariales. Los considerables aumentos registrados en España por la ROA, ratio que mide la rentabilidad de operaciones, evidencian que hay oportunidades de inversión rentables en el país.

Este artículo analiza la eficacia de las políticas de devaluación interna aplicadas en España, examinando la evolución de los beneficios empresariales durante la crisis. El análisis se basa en la rentabilidad de operaciones (ROA) y la rentabilidad de los fondos propios (ROE), calculadas a partir de los datos oficiales de la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras. En la exposición se propone, por un lado, un análisis de la rentabilidad de los activos fijos destinados a la producción de bienes y servicios en España, con el fin de medir los incentivos para la inversión en capital, mientras por otro lado se analiza la rentabilidad atribuible a los activos financieros, vinculados en su mayoría a inversiones permanentes en el exterior. La ROA se ha incrementado a lo largo de todo el periodo de crisis, apoyada en gran medida por el descenso de los costes laborales, señal de que las políticas de devaluación interna han surtido efecto. Al aumento de los beneficios de las empresas también han contribuido los menores pagos netos en concepto de intereses y del impuesto sobre sociedades. En 2013, la ROA de operaciones en España antes de impuestos fue del 8%, lo que sugiere que se dan las condiciones para una recuperación de la economía española impulsada por el sector empresarial.

Los beneficios empresariales constituyen un indicador económico importante. En determinadas condiciones financieras y macroeconómicas, las variaciones de los beneficios guardan una correlación positiva con las variaciones de la inversión en capital, estimulando o frenando, según el caso, el crecimiento económico. El presente artículo

examina la evolución de la rentabilidad de las sociedades no financieras (SNF) españolas entre los años 2006 y 2013, un periodo en el que la economía española experimentó la recesión más grave de los últimos tiempos en el contexto de la crisis financiera y económica internacional. Una de las explicaciones de que la economía española

* Universidad de Zaragoza.

entrarse en una recesión profunda, sufriendo una enorme pérdida de empleo y una elevada tasa de paro, radica en la pérdida de competitividad internacional registrada por las empresas españolas durante los años de expansión económica subsiguientes a la introducción del euro.

Presumiblemente, una de las consecuencias de dicha pérdida de competitividad fue el descenso de los beneficios empresariales, lo que llevó a las empresas a cerrar actividades no rentables, reducir plantillas y cancelar proyectos de inversión. Como respuesta, las políticas públicas se han orientado a recuperar la competitividad perdida a través de la instrumentación de una devaluación interna, es decir, una deflación de precios y salarios. El Gobierno español ha adoptado numerosas políticas tendentes a ese objetivo, de las que la reforma laboral es solo un ejemplo importante. La devaluación interna será eficaz en reactivar el crecimiento económico si ayuda a que los beneficios empresariales suban y a que se inicie un nuevo círculo virtuoso de crecimiento del empleo y de inversión en capital.

El objetivo de este artículo es analizar la eficacia de dicho proceso de devaluación interna a través de un examen de la evolución reciente y los determinantes de los beneficios empresariales. A partir de dicho análisis, deberíamos poder concluir si la economía española está o no preparada para experimentar una recuperación sostenible impulsada por el sector empresarial. Las dos principales variables utilizadas para este análisis son la rentabilidad de operaciones (ROA) y la rentabilidad de los fondos propios (ROE). Para calcular los ratios se ha recurrido a la información agregada de la cuenta de resultados (ingresos, costes, beneficios) y del balance (activos y patrimonio) del conjunto de SNF españolas. La fuente de los datos para la elaboración de la cuenta de resultados agregada es la Contabilidad Nacional (publicada por el INE), mientras que la información para el balance se ha obtenido de las Cuentas Financieras (publicadas por el Banco de España)¹.

Los resultados del análisis llevan a diferentes conclusiones dependiendo de la variable en la que recaiga el enfoque, la ROA de operaciones o la ROE. Según la ROA, los beneficios de las SNF españolas han aumentado a lo largo del tiempo durante los años de crisis. Esto se debe a que los márgenes crecieron como consecuencia de la reducción del peso relativo de la remuneración a los asalariados en el valor añadido. La ROA refleja la rentabilidad de los activos destinados a la producción en España, y la evidencia derivada de este indicador es que la política de deflación interna ha conseguido reducir los costes laborales y elevar el margen bruto. La ROE es más baja que la ROA de operaciones, y su evolución temporal es más errática. Existen dos razones principales para ello. Una es que la mitad de los activos de las SNF españolas son activos financieros, con una tasa de rentabilidad más baja que la de operaciones. La segunda razón tiene que ver con la evolución de los gastos financieros de la deuda y del impuesto sobre los beneficios, dos partidas que alcanzaron sus valores máximos en los años previos a la crisis. La deuda y los fondos propios se utilizan para financiar de forma indistinta los activos de operaciones y los activos financieros, por lo que las empresas tienen a su disposición el *pool* de flujos de caja generados a partir de ambos tipos de activos, pudiendo destinarlo, por ejemplo, a amortizar deuda, distribuir dividendos o financiar nuevas decisiones de inversión. La ROA de operaciones relativamente elevada en 2013 indica que se dan condiciones favorables para invertir en España, lo que apoya una recuperación impulsada desde el ámbito empresarial, aunque no cabe excluir que las operaciones de desendeudamiento y la nueva inversión compitan por el uso de los fondos generados.

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: en primer lugar se muestra la evolución de los principales epígrafes de la cuenta de resultados agregada para el conjunto de SNF españolas, elaborada a partir de los datos de la Contabilidad Nacional. El apartado segundo está dedicado a presentar los activos y pasivos del balance también agregado para el total de las SNF, elaborado

¹ Para una descripción más detallada y completa de la fuente de los datos, la metodología y los cálculos de las cifras utilizadas en este análisis, véase la publicación del autor <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2436481>

con la información procedente de las Cuentas Financieras. La siguiente sección contiene los resultados del cálculo de las ratios de rentabilidad para los diferentes grupos de activos y los fondos propios. Por último, en el apartado final se discuten los resultados y las principales conclusiones e implicaciones.

Cuenta de resultados

La cuenta de resultados agregada para las SNF españolas en el periodo comprendido entre 2006 y 2013, adaptada a partir de los datos de la Contabilidad Nacional, se muestra en el cuadro 1. Un aspecto importante a tener en cuenta en este análisis es la distinción entre flujos de operaciones y flujos financieros. Los primeros incluyen los renglones desde Producción hasta Beneficio de operaciones, mientras que los segundos incluyen las partidas de Intereses y dividendos percibidos, Rentas de la propiedad y Gastos financieros.

La producción y el valor añadido bruto (VAB) crecieron hasta su valor máximo en 2008, para

descender en años posteriores, de manera que el VAB en 2013 es un 4% inferior al VAB en 2008. El VAB como porcentaje del valor de la producción aumentó del 35% al 37% entre 2007 y 2013, probablemente como consecuencia de la reducción de las importaciones y un aumento de la producción en España. En general, el VAB, que representa la aportación de las SNF al PIB de la economía española, oscila entre el 45% y el 50%.

La remuneración a los asalariados marcó un máximo en 2008 y desde entonces ha seguido una tendencia descendente. En términos relativos, la remuneración de asalariados, que representa un 65% del VAB en los años hasta 2008, desciende hasta un 57% en 2013. El excedente bruto de explotación (EBITDA) toca suelo en 2009 y se recupera a partir de entonces en términos tanto absolutos como relativos. Las contrapartidas a los ocho puntos porcentuales del descenso de la remuneración de asalariados es un aumento de siete puntos porcentuales del peso relativo del excedente bruto de explotación en el VAB; el otro punto se refleja en el incremento en los impuestos sobre la producción. En general, el excedente

Cuadro 1

Cuenta de resultados: SNF españolas

Millones	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Producción a precios básicos	1.330.779	1.416.984	1.445.250	1.393.950	1.399.362	1.405.186	1.383.624	1.358.459
- Consumos intermedios	870.693	926.720	923.134	888.430	887.349	887.949	873.531	855.050
= VALOR AÑADIDO BRUTO	460.086	490.264	522.116	505.520	512.013	517.237	510.093	503.409
+ Subvenciones e impuestos producción	-1.613	-939	-1.093	-1.792	-2.006	-2.244	-3.953	-5.728
- Remuneración de asalariados	294.492	317.289	337.916	321.836	315.103	314.651	299.397	283.473
= BENEFICIO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	163.981	172.036	183.107	181.892	194.904	200.342	206.743	214.208
- Amortizaciones	78.441	84.817	90.824	93.096	95.549	98.319	100.587	102.169
= BENEFICIO DE OPERACIONES	85.540	87.219	92.283	88.796	99.355	102.023	106.156	112.039
+ Intereses y dividendos percibidos	28.411	32.362	36.297	31.609	30.300	30.625	28.353	25.092
+ Otras rentas de la propiedad netas	3.248	5.500	1.375	2.046	1.083	630	881	1.100
= BENEFICIO ANTES I e I	117.199	125.081	129.955	122.451	130.738	133.278	135.390	138.231
- Gastos financieros	36.019	51.984	59.954	32.968	30.477	36.313	32.312	23.015
- Impuesto sobre beneficios	33.813	41.665	25.449	19.793	15.996	15.786	19.742	18.777
= BENEFICIO NETO	47.367	31.432	44.552	69.690	84.265	81.179	83.336	96.439

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de la Central de Balances, 2012, Capítulo 2; Cuentas de los Sectores Institucionales, Sociedades no Financieras, de CN.

bruto de explotación supone aproximadamente el 36% del VAB hasta 2009 y aumenta hasta el 42% en 2013. Las amortizaciones aumentan su peso relativo durante todo el periodo de manera que en 2013 son un 30% mayores que en 2006, reflejando probablemente la pérdida de valor económico de los activos de operaciones durante la crisis. Debido a este aumento de las amortizaciones a mayor ritmo que el VAB, el peso relativo del Beneficio de operaciones sobre el VAB se mantiene estable en torno al 19% hasta 2010 y aumenta hasta el 22% en 2013.

Los ingresos no de explotación de las SNF incluyen los Intereses y dividendos percibidos sobre sus activos financieros y, en menor cuantía, las rentas de la propiedad. Dichos ingresos suponen alrededor del 8% del VAB en 2007 y un 5% en 2013. Esto explica que la proporción del Beneficio antes de intereses y de impuestos sobre el VAB permaneciera bastante estable a lo largo del tiempo, un 26% en 2007 y un 27% en 2012 y 2013. Los Gastos financieros por intereses de la deuda alcanzaron su máximo, de casi 60.000 millones de euros, en 2008, lo que supone un 11% del VAB, y disminuyen hasta un mínimo de 23.000 millones en 2013, el 5% del VAB. Los impuestos sobre sociedades también alcanzan sus cifras más elevadas, absolutas y relativas, en 2007, 8% del valor añadido, para descender en años posteriores y volver a aumentar moderadamente a partir de 2009, de manera que en 2013, dicha partida representa el 4% del VAB.

La variación en el tiempo de los gastos financieros y los impuestos sobre sociedades determina la mayor parte de la variación temporal de los beneficios netos, que pasan de un mínimo de 31.400 millones de euros en 2007, el 6% del valor añadido, hasta un valor tres veces superior, 96.400 millones, 19% del valor añadido en 2013. El último renglón de la cuenta de resultados, el beneficio neto, recupera 13 puntos porcentuales de peso relativo en el valor añadido entre 2007 y 2013, desglosados del siguiente modo: más 8 puntos por pérdida de peso relativo de la remuneración a los asalariados, más 6 puntos por pérdida de peso relativo de los gastos financieros, y

más 4 puntos por pérdida de peso relativo de los impuestos sobre sociedades; menos 3 y 2 puntos respectivamente por mayores amortizaciones e impuestos sobre la producción, y menos 2 puntos por menores intereses y dividendos percibidos.

El aumento del peso relativo del beneficio neto en el valor añadido entre 2007 y 2013, de trece puntos porcentuales, se desglosa del siguiente modo: más 8 puntos por pérdida de peso relativo de la remuneración a los asalariados, más 6 puntos por pérdida de peso relativo de los gastos financieros y más 4 puntos por pérdida de peso relativo de los impuestos sobre sociedades; menos 3 y 2 puntos respectivamente por mayores amortizaciones e impuestos sobre la producción y menos 2 puntos por menores intereses y dividendos percibidos.

Activos y pasivos

El balance de situación agregado de las SNF en España para los años entre 2006 y 2013 se presenta en el cuadro 2, tanto en cifras absolutas como relativas respecto a los activos totales. Por el lado de los activos, se hace una distinción entre Activos de Operaciones, es decir, inmovilizado material (edificios, maquinaria y bienes de equipo) y Activos corrientes (efectivo, existencias y créditos comerciales del activo, o clientes, menos créditos comerciales del pasivo, o proveedores), destinados a producir bienes y servicios en España, y Activos Financieros, que incluyen inversiones financieras a largo y corto plazo de las SNF, excluidos los depósitos bancarios (por entender que los depósitos de las empresas en los bancos estarán en parte ligados a préstamos bancarios). En su mayoría, el resto de los activos financieros consisten en inversiones permanentes en filiales y otras empresas participadas en el exterior. Por tanto, la Deuda con coste explícito en el balance del cuadro 2 es igual a la deuda bruta menos los créditos a pagar y menos los depósitos bancarios. Los fondos propios se obtienen por diferencia entre el total de activos y la deuda con coste. La

Cuadro 2

Balance de situación: SNF españolas

2a. Valores absolutos en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activo Operativo	1.249.335	1.409.100	1.449.339	1.385.433	1.375.123	1.373.814	1.360.264	1.374.146
Activo Financiero	1.239.440	1.426.424	1.380.852	1.272.061	1.293.988	1.353.840	1.372.075	1.418.387
Activo Total	2.488.775	2.835.524	2.830.191	2.657.494	2.669.111	2.727.654	2.732.339	2.792.533
Deuda con Coste	898.616	1.095.492	1.232.029	1.273.325	1.287.669	1.306.971	1.258.921	1.176.044
Fondos Propios	1.590.158	1.740.032	1.598.162	1.384.169	1.381.443	1.420.683	1.473.418	1.616.489
Pasivo Total	2.488.774	2.835.524	2.830.191	2.657.494	2.669.111	2.727.654	2.732.339	2.792.533

3b. Valores relativos

Activo Financiero/ Activo Total	50%	50%	49%	48%	48%	49%	50%	51%
Deuda con Coste/ Pasivo Total	36%	39%	44%	48%	48%	48%	46%	42%

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de la Central de Balances 2013 y Cuentas Financieras, varios años.

deuda y los fondos propios financian de forma indistinta los activos de operaciones y los activos financieros².

Los activos y pasivos totales de las SNF en España alcanzan su cifra más elevada, por encima de 2,8 billones de euros, en los años 2007 y 2008, tras un periodo de fuerte crecimiento tanto de los activos de operaciones como, sobre todo, los activos financieros. En 2009, con la irrupción de la crisis, los activos totales disminuyen un 6% respecto a su valor en 2008, pero vuelven a incrementarse en años siguientes, de modo que los activos totales en 2013 son solo un 3% más bajos que en 2008. La volatilidad en el tiempo del valor de los activos financieros es mayor que la de los activos de operaciones. Por el lado del pasivo, los fondos propios de las SNF alcanzan un máximo de 1,74 billones de euros en 2007 y desde ahí descienden hasta un mínimo de 1,38 billones de euros, o sea, un 20% más bajos, en 2010. No obstante, en 2013, el valor de los fondos propios vuelve a crecer y se acerca al de 2007.

Los importes totales de los activos de operaciones y financieros de las SNF en España son muy

similares durante todo el periodo 2006-2013, representando cada uno cerca del 50% de los activos totales, con muy escasas variaciones año a año. La deuda con coste de las SNF, tal como se ha calculado en este trabajo, representa el 36% de los activos y pasivos totales en 2006, antes de la crisis, y alcanza un máximo del 48% de los activos y pasivos totales durante los años 2009 a 2011. En 2013, la ratio de deuda con coste sobre pasivo es del 42%, seis puntos porcentuales más baja que su cota máxima alcanzada, pero aún seis puntos por encima de la de 2006. La disminución de la deuda con coste en 2013, tanto en términos absolutos como relativos, es consecuencia del proceso de desendeudamiento de las SNF en España, que se ve reflejado también en la evolución del peso de la deuda de las sociedades no financieras en el PIB de España.

Ratios de rentabilidad

En esta sección emparejamos los beneficios del cuadro 1 con los activos y pasivos del cuadro 2 para obtener los ratios de rentabilidad correspondientes

² Las Cuentas Financieras consignan los activos a su valor de mercado actual estimado en el caso de los activos financieros, y a precios de reposición en el de los activos de operaciones. La diferencia con la contabilización de los activos que realizan las cuentas empresariales es que estas últimas utilizan principalmente costes históricos o valores de adquisición. En el cuadro 2, las variaciones temporales en el valor de los activos contabilizados y los fondos propios incluyen cambios estimados en los valores de mercado.

a los activos (ROA) y a los fondos propios (ROE). Las SNF españolas obtienen beneficios de las actividades ordinarias que desarrollan en España, a los que en este trabajo se identifica como Beneficios de operaciones, y perciben intereses y dividendos de sus inversiones financieras. Al disponer de información separada para el flujo de beneficios y para el *stock* por cada tipo de activo (de operaciones y financieros), en primer lugar se calculan por separado los ratios de rentabilidad para cada tipo de activo y, a continuación, para los activos totales de balance. Por su parte, la ROA de operaciones se descompone a su vez en contribución a la ROA del *margen*, definido como Beneficio de operaciones/Valor añadido neto, y contribución a la ROA de la rotación del capital o *productividad del activo*, definida como Valor añadido neto/Activos de operaciones. De ese modo, la ROA de operaciones = Beneficio de operaciones/Activo de operaciones. Por último, la ROA de activos financieros es igual a Intereses y dividendos percibidos/Activo financiero neto.

Los resultados de estos cálculos se muestran en las seis primeras líneas del cuadro 3. La ROA de operaciones es del 6,8% en 2006 y disminuye en 0,4 puntos porcentuales en los siguientes tres años; posteriormente, se recupera y alcanza un máximo del 8,2% en 2013. La totalidad de la evolución al alza de la ROA en 2013 respecto a 2007 se debe a la evolución del margen, que pasa del 21,5% en 2007 al 28,1% en 2013. El valor añadido neto por cada euro invertido en activos de operaciones, es decir, la productividad, se mantiene prácticamente estable en torno al 30% durante todo el periodo (a esto contribuye el hecho de que los activos de operaciones se valoran a precio de reposición).

En cuanto a la ROA de los activos financieros, su valor es sensiblemente inferior al de la ROA de operaciones, oscilando entre el máximo de 2,6% en 2008 y un mínimo de 1,8% en 2013. Esta cifra podría representar la banda inferior de la rentabilidad de los activos financieros de las SNF españolas, excluidos los cambios en el valor de mercado, ya que los activos financieros en el balance de la matriz española constituyen derechos económicos

sobre activos operativos pertenecientes a filiales y empresas en el extranjero. Los intereses y dividendos percibidos por las matrices españolas de dichas filiales y empresas extranjeras representarán solo una parte de los beneficios generados por los activos operativos en los que se hallan invertidos los fondos que tienen como contraparte los activos financieros en balance de las SNF. El resto de los beneficios podrá ser retenido por las empresas fuera del territorio nacional.

Una posible explicación de la inferior rentabilidad de los activos financieros respecto a los de operaciones es que los intereses y dividendos percibidos por la matriz española de sus filiales extranjeras solo representan una parte del beneficio generado por los activos operativos correspondientes en el extranjero. El resto de los beneficios podrá ser retenido por la filial.

La ROA total, es decir, el cociente entre BAIT y activo total, es igual a la suma de la ROA de operaciones y la ROA de activos financieros. Puesto que el activo total se reparte a partes casi iguales entre los Activos de Operaciones y los Activos Financieros, la ROA total es aproximadamente igual al promedio de las dos ROA (los ingresos de propiedades suponen una cifra poco significativa). Como se observa en el cuadro 3, la evolución temporal de la ROA total muestra bastante estabilidad en torno a una horquilla del 4,5% al 5%. Si la ROA total se calculase neta de impuestos sobre sociedades, la ROA después de impuestos mostraría un valor particularmente bajo en 2007, inferior al 3%; según el cuadro 1, los impuestos sobre sociedades alcanzan un máximo en 2007 e inician una senda descendente a partir de entonces.

Las dos últimas filas del cuadro 3 reflejan el coste medio de la deuda, es decir, Gastos financieros por intereses/Deuda con coste, y la ROE, Beneficio neto/Fondos propios. El coste medio de la deuda aumenta del 4,1% en 2006 al 4,9% en 2008, y disminuye notablemente a partir de entonces hasta un mínimo del 2,2% en 2013. El periodo con un coste medio de la deuda rela-

Cuadro 3

Ratios de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre fondos propios (ROE). SNF españolas

Porcentaje	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA Operaciones	6,2	6,2	6,4	6,4	7,2	7,3	7,8	8,2
Margen	22,4	21,5	21,4	21,5	23,9	24,4	25,9	28,1
Rotación	30,5	28,8	29,8	29,8	30,3	29,9	29,9	28,5
ROA Activo Financiero	2,3	2,3	2,6	2,5	2,3	2,3	2,1	1,8
ROA Total	4,7	4,4	4,6	4,6	4,9	4,8	4,9	5,1
ROA Total después impuestos	3,4	2,9	3,7	3,9	4,3	4,3	4,2	4,5
Coste medio deuda	4,1	4,7	4,9	2,6	2,4	2,8	2,6	2,2
ROE	3,2	1,8	2,8	5,1	6,1	5,6	5,6	6,1

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de los cuadros 1 y 2.

tivamente alto coincide con los años en que el BCE endureció la política monetaria elevando sus tipos de interés oficiales. Cuando la crisis se hizo patente, el BCE modificó su política monetaria y los tipos de interés oficiales bajaron hasta valores sin precedentes, donde continúan aún hoy en día. Las cifras sobre los costes medios de la deuda del cuadro 3 se verán afectadas por los tipos de interés aplicados entre la matriz y sus filiales en las operaciones intergrupo. También son más bajas que los tipos de interés pagados por la mayoría de las SNF pequeñas y medianas en España en los nuevos préstamos bancarios y emisiones de deuda durante el periodo comprendido entre 2010 y 2013.

El apalancamiento financiero y los impuestos sobre sociedades introducen una elevada volatilidad en la evolución de la ROE, que oscila entre un mínimo del 1,8% en 2007 y un máximo del 6,1% en 2010 y 2013. La ROE en los años 2006-2008 es inferior a la ROA total después de impuestos, debido a que durante esos años la ROA total se sitúa por debajo del coste medio de la deuda, es decir, se produce una situación de apalancamiento financiero negativo. Entre 2009 y 2013, el apalancamiento financiero es positivo, lo que da lugar a una ROE superior a la ROA total después de impuestos, alcanzando un valor cercano al 6% anual.

Discusión de los resultados

Los beneficios netos de las SNF en España descendieron hasta un mínimo de 31.400 millo-

nes de euros en 2007, año de inicio de la crisis, y se situaron en un máximo de 96.400 millones de euros en 2013, coincidiendo con varios trimestres de tasas de crecimiento positivo del PIB. En términos de flujos de fondos generados y utilizados, en 2007 las SNF incurrieron en un déficit (diferencia negativa entre los fondos generados y utilizados) de 123.600 millones de euros, un 25% de su VAB; en 2013, el sector empresarial contribuyó a la financiación del resto de sectores económicos con 35.800 millones de euros, un 7% de su VAB. El grueso de esta diferencia procede de una reducción de 63.000 millones de euros de la formación bruta de capital, y de un incremento de los fondos generados, es decir, de los beneficios netos más amortizaciones, de 82.000 millones de euros. Si la hipótesis de que la inversión es sensible a la evolución de la rentabilidad de la inversión es correcta, los menores beneficios anticiparon un descenso de la inversión en los años siguientes a 2007, y el incremento de los beneficios en los últimos años anticipa la recuperación de la inversión empresarial. Además, el sector empresarial en su conjunto genera un excedente de tesorería para financiar inversión en capital adicional con fondos generados internamente.

Uno de los principales factores que explican la recuperación de los beneficios empresariales ha sido el incremento de los beneficios de operaciones, es decir, de las actividades de producción y ventas en España y desde España, por parte de las SNF. Dicho incremento de los beneficios de operaciones es consecuencia de la pérdida de peso

relativo (ocho puntos porcentuales) de la remuneración a los asalariados en el valor añadido de las SNF entre 2007 y 2013, y su contraparte en forma de incremento del beneficio bruto de explotación. La inflación de precios medida por el deflactor del PIB ha sido prácticamente cero durante los años de la crisis; los salarios han experimentado incrementos nulos o moderados, y la productividad de la mano de obra ha ido en continuo ascenso. El incremento del beneficio bruto de explotación se explica entonces íntegramente por el descenso de los costes laborales unitarios.

Si la hipótesis de que la inversión es sensible a la evolución de la rentabilidad de la inversión es correcta, los menores beneficios anticiparon un descenso de la inversión en los años siguientes a 2007, y el incremento de los beneficios en los últimos años anticipa la recuperación de la inversión empresarial.

En general, durante los años de la crisis, la economía española ha registrado tasas de inflación más bajas que otros países de la zona del euro, y los costes laborales unitarios han disminuido a mayor ritmo que en otros países centrales del euro. Así, la evolución de los indicadores de competitividad de los precios y los costes laborales unitarios ha contribuido a restablecer la competitividad exterior, al tiempo que los beneficios empresariales se embarcaban en una senda ascendente. El proceso de devaluación interna ha arrojado los resultados deseados.

La evolución de los indicadores de competitividad de los precios y los costes laborales unitarios ha contribuido a restablecer la competitividad exterior, al tiempo que los beneficios empresariales se embarcaban en una senda ascendente. El proceso de devaluación interna ha arrojado los resultados deseados.

Sin embargo, esta explicación del beneficio de explotación oculta un importante efecto compo-

sición. En 2007, el valor añadido y el empleo en actividades relacionadas con la construcción representaban un 15% del valor añadido y el empleo en la economía española. En 2013, dichos porcentajes se habían reducido a la mitad. Los 1,5 millones de empleos perdidos en el sector de la construcción durante este periodo equivalieron a cerca del 15% del empleo total en el sector empresarial. En una situación de equilibrio estacionario, el beneficio bruto de explotación viene determinado por factores tecnológicos (tecnologías de producción más o menos trabajo-intensivas), el poder de mercado de las empresas y su poder negociador frente a los trabajadores en el mercado de trabajo. Si las actividades interrumpidas en el sector de la construcción son más intensivas en trabajo que la media del resto de la economía, la importante contracción habida en el sector de la construcción explicaría por sí sola parte del aumento de los beneficios empresariales por un puro efecto composición.

Pero el incremento del beneficio bruto de explotación derivado del descenso de los costes laborales unitarios no es el único factor explicativo del aumento de los beneficios empresariales. Por un lado, el aumento del beneficio bruto se vio compensado por unas mayores amortizaciones y deterioros de los activos operativos, probablemente también como reflejo de la pérdida de valor económico durante la crisis, por lo que la contribución del beneficio neto fue inferior que la del beneficio bruto. Por otro lado, comparados con sus valores en 2007, la suma de gastos financieros e impuestos sobre sociedades en 2013 se había reducido en 52.000 millones de euros, la misma cantidad en que se redujo la remuneración a los asalariados entre 2008 y 2013 (cuadro 1). Al comienzo de la crisis, el BCE, al igual que otros bancos centrales, se encontraba inmerso en un proceso de elevación de los tipos de interés oficiales, que tuvo como corolario un encarecimiento del coste de la deuda para las empresas. Las altamente endeudadas SNF en España experimentaron un aumento sustancial de los gastos financieros por intereses y un descenso correlativo de sus beneficios netos. El incremento de la carga financiera de la deuda también coincidió con años récord de impuestos sobre sociedades.

Un punto importante que se deriva de lo expuesto anteriormente es que las conclusiones sobre la dinámica de la rentabilidad de las SNF en España divergen dependiendo de si nos fijamos en la ROA de operaciones o en la ROA del activo total, es decir, la suma de activos de operaciones y activos financieros. La contabilidad nacional solo consigna como contribución al PIB del país por parte de las SNF los intereses y dividendos percibidos por los activos financieros incluidos en el balance de la matriz española. El valor añadido producido por las filiales y empresas extranjeras y los beneficios retenidos en ellas no computan como parte del valor añadido de las empresas al PIB de la economía española. El resultado final es que la ROA de los activos totales infraestima el retorno sobre los activos destinados a actividades de producción y ventas en España y desde España. En otras palabras, a la hora de evaluar el atractivo de invertir en activos utilizados para la producción en España y la venta desde España, el indicador relevante es la ROA de operaciones, no la ROA del activo total. En 2013, la primera es sensiblemente mayor que la segunda, y su nivel del 8,2% para este año y su tendencia temporal constituyen una base sólida para una recuperación sostenida.

La dualidad entre activos de operaciones y financieros de las SNF también tiene implicaciones para la correcta evaluación de los ratios de endeudamiento. El indicador estándar de deuda de las SNF sobre PIB o VAB del sector empresarial excluye del denominador el valor añadido en las filiales en el extranjero y los beneficios retenidos en ellas, mientras que la deuda del numerador está respaldando activos que contribuyen a la producción, el valor añadido y los beneficios de las filiales. La deuda sobre el activo total es un indicador preferible de endeudamiento que la deuda sobre PIB, con los activos valorados a precios de mercado, porque la deuda y los activos son resultado de decisiones de inversión y financiación tomadas al mismo tiempo. El cociente de deuda empresarial sobre PIB de las SNF en España muestra una tendencia ascendente y alcanza valores absolutos por encima de los observados en otros países, subrayando la necesidad de un rápido desendeudamiento. En los

últimos años, la ratio de deuda sobre activo total, cuadro 2, se sitúa por encima de los valores históricos pero el incremento en el tiempo de dicha ratio es mucho menos acusado que el de la ratio de deuda empresarial sobre VAB.

En términos de expectativas de futuro, lo que se desprende del análisis de la rentabilidad de las SNF en España es que la inversión en formación bruta de capital volverá a aumentar. Las cifras de la contabilidad nacional dan un máximo de formación bruta de capital de 180.000 millones de euros en 2007 y un mínimo de 118.000 millones en 2013, que apenas cubre el consumo de capital medido por la cifra de amortizaciones. Para el conjunto de la economía, sumando los sectores empresarial y no empresarial, la contabilidad nacional muestra una tasa de crecimiento positivo de la inversión en bienes de equipo y maquinaria durante el último año y medio. Aunque el dato de inversión en capital para las SNF no desglosa la inversión en maquinaria y equipo del resto de inversiones, parece razonable suponer que la mayor parte de esta inversión haya tenido lugar en el sector empresarial.

Conclusión

Las políticas de devaluación interna conseguirán su objetivo de contribuir a la recuperación económica si la reducción de los costes laborales y el aumento de los beneficios acaban traducéndose en inversión y empleo. La evolución de los beneficios empresariales será, en tal caso, un importante indicador para valorar la eficacia de las políticas de devaluación interna y las perspectivas para la inversión en capital. La información relativa a la cuenta de resultados y el balance de situación agregados para las SNF en España correspondiente al periodo 2006-2013 examinada en este trabajo sugiere que las políticas de devaluación interna han dado los resultados buscados y que la economía española se encamina hacia una senda de recuperación impulsada por las empresas. El análisis también confirma la conveniencia de distinguir entre el retorno de las operaciones en España y el retorno total de las operaciones en España y

el extranjero a la hora de valorar las perspectivas para la inversión empresarial en España utilizando datos de la Contabilidad Nacional. La distinción es también relevante al analizar el endeudamiento del sector empresarial utilizando la ratio deuda sobre PIB o la ratio deuda sobre activo total. En este sentido, el análisis presentado sugiere que el nivel actual de la ratio de deuda sobre activo total de las SNF en España es compatible con la utilización del excedente de fondos generados para reforzar la inversión, en lugar de para reducir el endeudamiento cancelando deuda en vigor.

La rentabilidad empresarial es una condición *sine qua non* para la inversión y el crecimiento. Los beneficios son una fuente de financiación que, juntamente con la deuda, brindan los fondos necesarios para respaldar la inversión. La disponibilidad de crédito es importante para financiar proyectos

de inversión rentables, pero la evidencia sobre exceso de orígenes respecto a aplicaciones de fondos declarada por las SNF en España en 2013 indica que el sector empresarial tiene a su disposición fondos generados internamente para financiar inversiones adicionales de más de 30.000 millones de euros. La ROA del 8% de los activos de operaciones en España se estima suficientemente alta para anticipar oportunidades rentables de inversión en España financiadas con beneficios retenidos, así como con deuda adicional si ello fuese necesario. Obsérvese que dicha inversión en proyectos rentables no es incompatible con la reducción de los ratios de endeudamiento del sector empresarial en España si la financiación de la inversión nueva se realiza con una proporción de fondos propios superior a la que se utilizó, de media, para financiar inversiones pasadas.

Devaluación interna y crecimiento de las exportaciones

María Jesús Fernández*

Las exportaciones españolas se han comportado de forma relativamente exitosa durante los años de la crisis económica, apuntándose, a menudo, al proceso de devaluación interna experimentado en este periodo –es decir, la reducción de costes laborales unitarios– como uno de los factores clave que explican dicha evolución.

Este artículo trata de dilucidar el papel que ha desempeñado la devaluación interna en la evolución de las exportaciones entre 2009 y 2013. Para ello, se estima una función de exportaciones en la que se utiliza como variable explicativa una variable representativa de la competitividad en costes, en lugar, como es habitual, de una variable relativa a la competitividad en precios, al objeto de analizar si puede establecerse la existencia de una relación entre la reducción de los costes laborales unitarios y el crecimiento de las exportaciones.

Las exportaciones españolas durante la crisis

Desde el inicio de la crisis, las exportaciones españolas se han comportado de forma muy favorable, amortiguando el impacto sobre el PIB de la profunda caída de la demanda nacional. Según las cifras de Contabilidad Nacional, desde el año 2009, en el que las ventas al exterior sufrieron un intenso descenso a causa del hundimiento del comercio internacional tras la quiebra de Lehman Brothers, hasta 2013, las exportaciones españolas de bienes y servicios crecieron un 28,7%, y las exportaciones solo de bienes aumentaron un 37,4%. Como consecuencia de ello, el peso de estas últimas sobre el PIB pasó de representar en

torno a un 18% en los años anteriores a la crisis a un 23,6% en 2013.

Utilizando las cifras de la Organización Mundial del Comercio (OMC) para poder establecer comparaciones internacionales, el crecimiento de las exportaciones españolas de mercancías en dicho periodo fue del 38,8%, mientras que el total de las exportaciones mundiales se incrementó un 49,6%. El crecimiento registrado por las ventas al exterior de las principales economías de la UE fue sensiblemente menor que el de las españolas: un 29,7% las de Alemania, un 19,6% las de Francia, y un 27,2% las de Italia. La mayoría de los países desarrollados han perdido cuota de mercado sobre las exportaciones mundiales durante este

* Funcas.

periodo, debido fundamentalmente a la fuerte expansión del comercio exterior de China –sus exportaciones aumentaron un 84%, situándose su cuota de mercado en el 11,76%–, pero España ha sido uno de los que menos cuota de mercado han perdido: desde un 1,81% a un 1,68% (cuadro 1).

Cuadro 1

Cuotas de mercado sobre las exportaciones mundiales de mercancías

(porcentaje)

	2009	2010	2011	2012	2013
Alemania	8,92	8,23	8,04	7,63	7,73
Austria	1,09	1,00	0,97	0,91	0,93
Bélgica	2,95	2,66	2,60	2,42	2,50
China	9,57	10,31	10,36	11,13	11,76
Dinamarca	0,75	0,63	0,61	0,57	0,59
España	1,81	1,66	1,67	1,60	1,68
Estados Unidos	8,41	8,36	8,08	8,40	8,41
Finlandia	0,50	0,45	0,43	0,40	0,39
Francia	3,86	3,42	3,25	3,09	3,09
Grecia	0,16	0,18	0,18	0,19	0,19
Holanda	3,97	3,75	3,64	3,55	3,53
Irlanda	0,92	0,76	0,69	0,63	0,61
Italia	3,24	2,92	2,86	2,72	2,76
Portugal	0,35	0,32	0,33	0,32	0,33
Reino Unido	2,83	2,72	2,76	2,57	2,88
Suecia	1,04	1,04	1,02	0,94	0,89
Japón	4,63	5,03	4,49	4,34	3,81

Fuente: OMC.

Devaluación interna y evolución de los precios de las exportaciones

Se suele atribuir este buen comportamiento de las exportaciones españolas a la mejora de la competitividad en precios derivada del proceso de devaluación interna que ha experimentado la economía española desde 2010. Este proceso consiste, básicamente, en la ganancia de competitividad frente al exterior, no por la vía de la devaluación de la moneda, herramienta a la que ya no

se puede recurrir debido a que España ha perdido control sobre la política monetaria como consecuencia de la adopción de la moneda común, sino por la vía de la reducción de los costes internos, concretamente de los costes laborales por unidad de producto.

Estos se han contraído un 14% en el sector manufacturero desde el máximo alcanzado en 2009 hasta 2013, como resultado del aumento de la productividad, que se elevó en el mismo periodo un 23,9%, mientras que la remuneración por puesto de trabajo asalariado –en términos equivalentes a tiempo completo– se incrementó en el mismo periodo un 6,5% –lo que supone un ritmo anual de crecimiento notablemente inferior al registrado entre 2001 y 2008–. Como consecuencia de este proceso, los costes laborales unitarios en 2013 se situaron aproximadamente en el nivel de 2005 (gráfico 1).

Se suele dar por sentado que esta reducción en los costes laborales unitarios ha permitido a los exportadores españoles reducir los precios que cobran en los mercados exteriores, aumentando con ello sus ventas. No obstante, la evolución de los precios de las exportaciones no ha sido consistente con esta hipótesis. De hecho, los precios de las exportaciones se han movido al alza durante

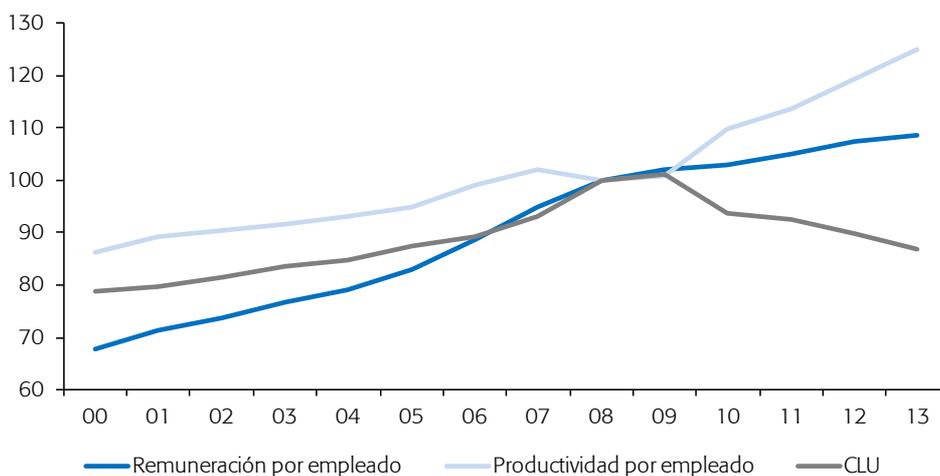
España tiene un peso reducido en el comercio internacional, y los productores españoles se comportan como precio-aceptantes, es decir, sus precios se mueven en sintonía con los de sus competidores, sin recurrir a la competencia en precios como arma para ganar cuota de mercado.

prácticamente todo el periodo considerado (gráfico 2). Conforme al índice de valor unitario de las exportaciones (IVU-X), tras caer con intensidad en 2009 coincidiendo con el desplome del comercio mundial, los precios de las exportaciones durante los tres años posteriores aumentaron de forma continuada, de modo que, pese a que en 2013 se produjo una ligera disminución de los mismos,

Gráfico 1

Costes laborales unitarios en las manufacturas en España

2008=100



Fuente: INE (Contabilidad Nacional).

su nivel ese año era un 8,4% superior al de 2009. Otro indicador es el índice de precios de exportación de productos industriales, cuyo perfil es idéntico, aunque la caída de 2009 es muy inferior a la recogida por los IVU-X, y los crecimientos de los tres años siguientes son mayores. Conforme a

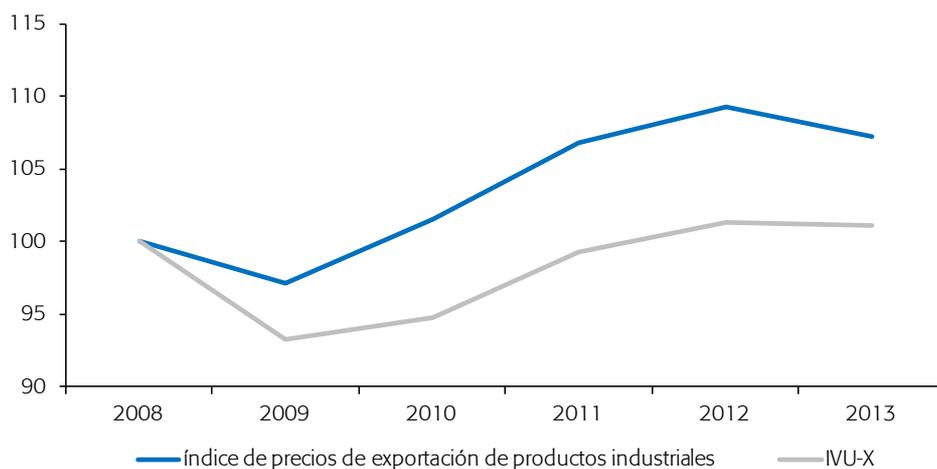
este indicador, el nivel de los precios en 2013 era un 10,4% superior al de 2009.

La reducción de los costes laborales unitarios no se ha trasladado, por tanto, a los precios de los productos exportados. Esto no es de extrañar, ya

Gráfico 2

Precios de las exportaciones de bienes españoles

2008=100



Fuentes: INE y Ministerio de Economía.

que España tiene un peso reducido en el comercio internacional, y los productores españoles se comportan como precio-aceptantes, es decir, sus precios se mueven en sintonía con los de sus competidores, sin recurrir a la competencia en precios como arma para ganar cuota de mercado.

Esto se confirma al analizar la evolución de los precios relativos de las exportaciones españolas, en relación a los precios internacionales. Para ello podemos utilizar el Tipo de Cambio Efectivo Real, calculado con los índices de valor unitario de las exportaciones (IVU-X) relativos de España en relación a los países desarrollados, que elabora el Banco de España. El gráfico 3 representa la evolución de dicho indicador, así como la de sus dos componentes: los IVU-X relativos de las exportaciones españolas en relación a los de los países desarrollados, y el Tipo de Cambio Efectivo Nominal (TCEN) del euro, que mide la evolución del valor del euro con respecto a una cesta de divisas de los países de referencia.

Como se puede observar en dicho gráfico, los precios de las exportaciones españolas en relación a los de los países desarrollados, tras descender en 2009, presentaron en los años posteriores una tendencia ascendente, de tal modo que en 2013

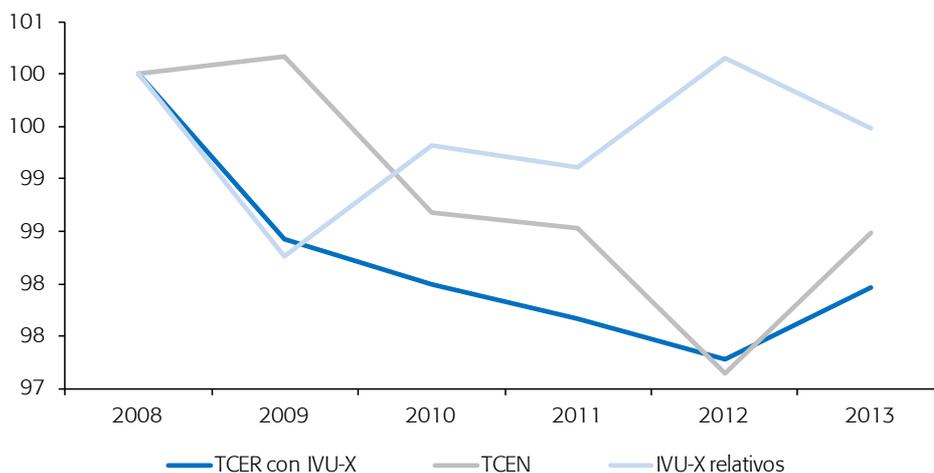
su nivel era un 1,2% superior al de 2009, es decir, entre 2009 y 2013 los precios de las exportaciones españolas crecieron un 1,2% más que los de los países desarrollados. Al mismo tiempo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro perdió un 1,7% de su valor, de modo que, pese a que los precios españoles crecieron algo más que los de los países desarrollados, al compensarse esto en parte con una depreciación del euro, el efecto final fue una ganancia de competitividad en precios del 0,5% respecto a 2009.

En suma, en el conjunto del periodo comprendido entre 2009 y 2013 se produjo una mínima ganancia de competitividad en precios, que resultó de la depreciación del euro, no de una reducción de los precios, los cuales, por el contrario, aumentaron; es decir, los exportadores españoles aprovecharon la devaluación del euro para elevar sus precios algo más que los de sus competidores, de modo que apenas se logra una ganancia de competitividad en precios. (Todo esto para el periodo tomado en su conjunto; se puede observar que en 2013 se produce una apreciación importante del euro que obliga a los exportadores españoles a moderar sus precios en relación a los de sus competidores, aunque no tanto como para compensar la apreciación del euro, de modo que

Gráfico 3

Evolución de los precios relativos de las exportaciones españolas frente a los países desarrollados

2008=100



Fuente: Banco de España.

ese año se produce una pérdida de competitividad en precios que contrarresta en parte la ganancia de los años anteriores).

Los exportadores españoles aprovecharon la devaluación del euro para elevar sus precios algo más que los de sus competidores, de modo que apenas se logra una ganancia de competitividad en precios.

Los exportadores han movido sus precios, en conclusión, en línea con los precios internacionales y con la evolución del tipo de cambio, no en respuesta a la variación de los costes laborales unitarios. Pero esto no significa que la reducción de los costes laborales unitarios, es decir, el incremento de la competitividad en costes, no haya desempeñado papel alguno en el crecimiento de las exportaciones entre 2009 y 2013. Su influencia sobre estas puede haber sido por otra vía diferente a la del efecto sobre los precios finales.

El impacto de la devaluación interna sobre las exportaciones a través de su efecto sobre los márgenes empresariales

Para comprobar si el aumento de la competitividad en costes ha tenido efectivamente influencia sobre el crecimiento de las exportaciones, y cuantificar su impacto, se ha elaborado una función de exportación mediante un modelo de corrección de errores, en el que el crecimiento de las exportaciones se relaciona con las siguientes variables explicativas:

- El crecimiento de la demanda de nuestros mercados de exportación, medido a través del crecimiento medio ponderado de las importaciones de los países de destino de nuestras exportaciones (MDOEXP).
- La variación de la demanda nacional (DNAC). Se suele argumentar que las exportaciones

aumentan cuando la demanda interior desciende, debido a que los productores tratan de compensar la contracción del mercado interior aumentando su esfuerzo exportador, y al contrario, cuando la demanda nacional aumenta, los productores orientan su actividad fundamentalmente a la satisfacción de esta. La introducción de esta variable dentro de la función de exportación permite comprobar si este efecto es significativo, y, en caso afirmativo, cuantificarlo.

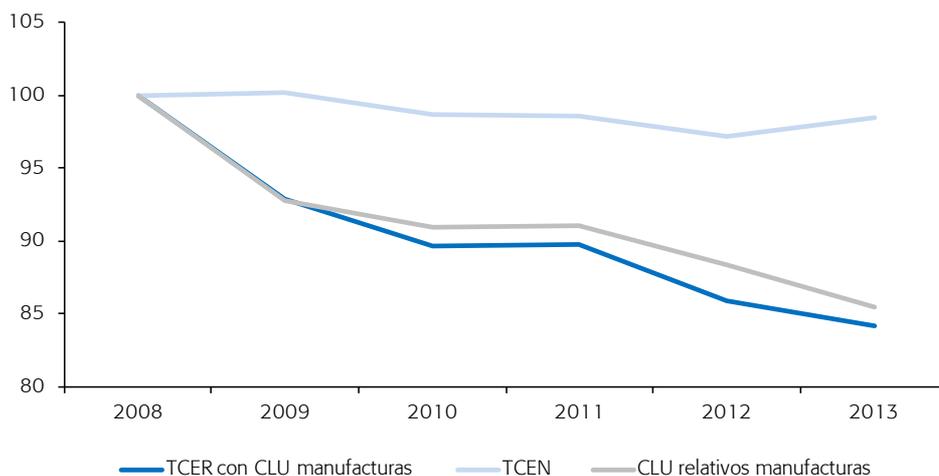
- En lugar de una variable relativa a la competitividad en precios, como es habitual en las funciones de exportación, se ha introducido una variable representativa de la competitividad en costes, concretamente el Tipo de Cambio Efectivo Real calculado con los costes laborales unitarios en las manufacturas (TCERCLU). Este indicador, que elabora el Banco de España, relaciona la evolución de los costes laborales unitarios españoles con los de los demás países desarrollados, valorados con el Tipo de Cambio Efectivo Nominal del euro (TCEN). Aparte de la interpretación inmediata de este indicador como una medida de la ganancia o pérdida de competitividad en costes de España en comparación con otros países desarrollados, si suponemos que los precios internacionales tienden a alinearse con los costes laborales unitarios internacionales, este indicador también se puede interpretar como una medida del margen entre dichos precios y los costes laborales unitarios en España.

Esta última variable se refleja en el gráfico 4, que representa la evolución del TCERCLU y de sus dos componentes: los CLUs en las manufacturas de España en relación a los de los países desarrollados, y el TCEN del euro frente a los países desarrollados. Se puede observar que los costes laborales unitarios relativos de España en las manufacturas han descendido de forma prácticamente continuada durante todo el periodo, más aún cuando tenemos en cuenta el tipo de cambio, debido a la depreciación de euro en el conjunto del periodo.

Gráfico 4

Evolución de los CLU relativos de España en las manufacturas frente a los países desarrollados

2008=100



Fuente: Banco de España.

La función de exportaciones a corto plazo resultante es la siguiente:

$$\Delta EXP = -0,43 \Delta TCERCLU(-1) + 1,39 \Delta MDOEXP$$

(-0,36) (11,16)

$$-0,40 \Delta DNAC - 1,15 MCE_{-1}$$

(-2,17) (-4,32)

$$R^2 = 0,92$$

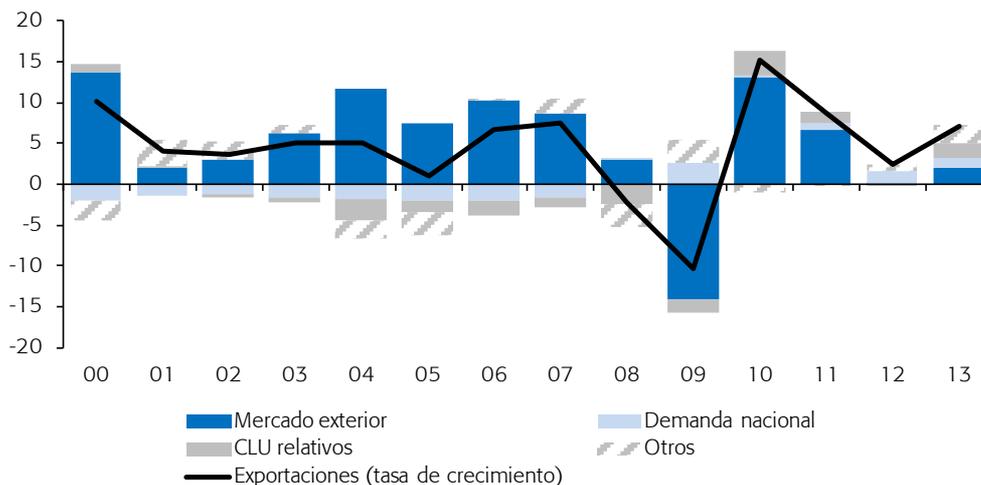
(MCE representa el modelo de corrección de errores).

Todas las variables explicativas son significativas. La competitividad en costes afecta a las exportaciones con un periodo de retardo. Los coeficientes representan la elasticidad de las exportaciones ante una variación de la variable correspondiente.

Gráfico 5

Factores determinantes del crecimiento de las exportaciones

Tasa de crecimiento y aportaciones a la tasa de crecimiento en puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia.

A partir de dichas elasticidades, se ha calculado la aportación de cada una de las variables explicativas a la variación de las exportaciones de cada año, lo que se representa en el gráfico 5. Como se puede observar, en los años anteriores a la crisis, el crecimiento de las exportaciones se explicaba básicamente por el aumento de la demanda exterior, mientras que el crecimiento de la demanda interna y la pérdida de competitividad en costes han restado crecimiento de forma prácticamente permanente.

La recuperación de competitividad en costes ha ejercido una aportación positiva al crecimiento de las ventas al exterior durante este periodo salvo en el año 2012, en el que su aportación fue prácticamente nula.

Tras las caídas sufridas durante 2008 y 2009, las exportaciones volvieron a crecer entre 2010 y 2013, actuando ahora en un sentido favorable todas las variables consideradas. Concretamente, la recuperación de competitividad en costes ha ejercido una aportación positiva al crecimiento de las ventas al exterior durante este periodo salvo en el año 2012, en el que su aportación fue prácticamente nula. En suma, el 19,1% del crecimiento total registrado por las exportaciones en el conjunto de esos cuatro años se debió a la mejora de la competitividad en costes. La caída de la demanda nacional explica un 12,4% de dicho crecimiento –debido a su efecto incentivador de la búsqueda de nuevos mercados para suplir la caída del mercado interno–, y el crecimiento de la demanda externa explica el 62,3% –el 6,2% restante se debe a otros factores no incluidos explícitamente en el modelo–.

La recuperación de competitividad en costes, por tanto, ha ejercido un efecto favorable sobre el aumento de las exportaciones, aunque por una vía diferente de la reducción de los precios finales. Esta vía puede haber sido por el lado de la oferta, a través de la mejora de la rentabilidad de la actividad industrial destinada a la exportación, y la consiguiente reasignación de recursos hacia la misma.

Es decir, la reducción de los costes laborales unitarios, sin que este descenso se haya trasladado a los precios finales, ha permitido ampliar los márgenes empresariales, mejorando la rentabilidad de la industria exportadora, y aumentando el atractivo de esta, en relación a la de otros países, como destino de la inversión productiva, tanto nacional como extranjera. Un ejemplo de esto es la elección de España para la fabricación de nuevos modelos de automóviles destinados a la exportación por parte de diversas empresas multinacionales. Así, el aumento del atractivo de España para llevar a cabo actividades industriales en comparación con otros países permite atender una mayor proporción del incremento de la demanda mundial de lo que tendría lugar de otro modo.

El aumento de los márgenes no solo ha aumentado el atractivo de la industria destinada a la exportación, sino el de toda la actividad industrial en general, incluyendo la orientada al mercado interno.

Aunque este análisis se centra en el efecto de la devaluación interna sobre las exportaciones, el aumento de los márgenes no solo ha aumentado el atractivo de la industria destinada a la exportación, sino el de toda la actividad industrial en general, incluyendo la orientada al mercado interno. No solo han aumentado los precios de las exportaciones, sino que en general han subido los precios del conjunto de la producción industrial, tal y como refleja el IPRI, que aumentó un 15,8% entre 2009 y 2013 (un 8,6% si se excluyen los productos energéticos). Dicho crecimiento del IPRI ha sido incluso algo mayor que el experimentado en el mismo periodo por los IVU de las importaciones.

Por tanto, la reducción de costes laborales unitarios en el sector manufacturero tampoco se ha trasladado a los precios finales en el mercado nacional. La industria orientada al mercado interno no ha tratado de arrebatar cuota de mercado a los productos importados compitiendo en precios, prefiriendo, al igual que la industria exportadora,

aumentar los márgenes¹. No obstante, al igual que en esta última, el aumento de la rentabilidad de la actividad industrial puede estimular en el futuro el crecimiento de este sector, al favorecer una reasignación de recursos hacia el mismo, propiciando una sustitución paulatina de importaciones por producción interna, y, con ello, una reducción de la elevada elasticidad de nuestras importaciones con respecto a la demanda nacional. El efecto positivo de la devaluación interna sobre las exportaciones unido a este efecto negativo sobre las importaciones, contribuiría a transformar el modelo de crecimiento de la economía española hacia un modelo con mayor peso del sector industrial, y al mismo tiempo, menos generador de desequilibrios y más sostenible.

Conclusión

La reducción de los costes laborales unitarios en el sector manufacturero entre 2009 y 2013 no se ha traducido en un aumento de la competitividad en precios de las exportaciones españolas. Los exportadores no han aprovechado la reducción de costes para ganar cuota de mercado mediante la

reducción de los precios; es más, los precios de las exportaciones incluso han aumentado durante dicho periodo. Los exportadores se comportan como precio-aceptantes, es decir, mueven sus precios en línea con los precios internacionales y con la evolución del tipo de cambio.

No obstante, la reducción de los costes laborales unitarios sí ha desempeñado un papel significativo en el incremento de las exportaciones de bienes registrado durante ese periodo. Conforme a las elasticidades que proporciona la función de exportación, se puede estimar que el 19% del incremento de las mismas se explica por este factor. La vía a través de la cual la devaluación interna puede haber favorecido las exportaciones puede haber sido a través del incremento de la rentabilidad de la actividad exportadora derivado del aumento de los márgenes empresariales, y la consiguiente reasignación de recursos hacia la misma.

Referencias

SALAS, V. (2014), "Relación entre beneficios empresariales y la recuperación de la economía española", *Cuadernos de Información Económica*, 242.

¹ Salas (2014) ha encontrado evidencia de que la rentabilidad de las empresas españolas se ha recuperado durante la crisis a través del aumento de los márgenes por el menor peso de los gastos de personal.

Actividad e inactividad durante la recesión en España

Miguel Ángel Malo*

El impacto de la recesión sobre el mercado de trabajo español no solo se aprecia en la terrible evolución del empleo y del desempleo. Las pautas generales de actividad e inactividad también parecen haberse transformado, e incluso el tamaño de la población parece haber sido afectado. De hecho, la población total española ha comenzado a disminuir su tamaño, frente al aumento constante que venía experimentando con anterioridad a la crisis debido a los flujos de entrada de inmigrantes extranjeros. Aumento que parecía juzgarse por la sociedad española como una nueva tendencia irreversible que incluso nos asimilaba con los países más desarrollados

Al mismo tiempo, la relativa tardanza desde 2013 en la respuesta del empleo a la mejora de bastantes indicadores macroeconómicos ha renovado el interés por entender las pautas de actividad e inactividad de nuestro mercado de trabajo. El objetivo de estas páginas es ofrecer una somera presentación de algunos aspectos escogidos de estas pautas y aventurar, dada la información existente, algunas conjeturas sobre su evolución en el futuro inmediato. Toda la información que se ofrece a lo largo del texto procede de la Encuesta de Población Activa (EPA), salvo cuando se mencione expresamente otra fuente.

Los cambios en la actividad y en la población en edad de trabajar

Los datos de la EPA muestran una caída del número de activos desde el tercer trimestre de 2012 (especialmente para los varones), solo frenada en el último dato disponible del segundo trimestre de 2014. Esta disminución ha despertado una preocupación en cuanto a si se trata de un

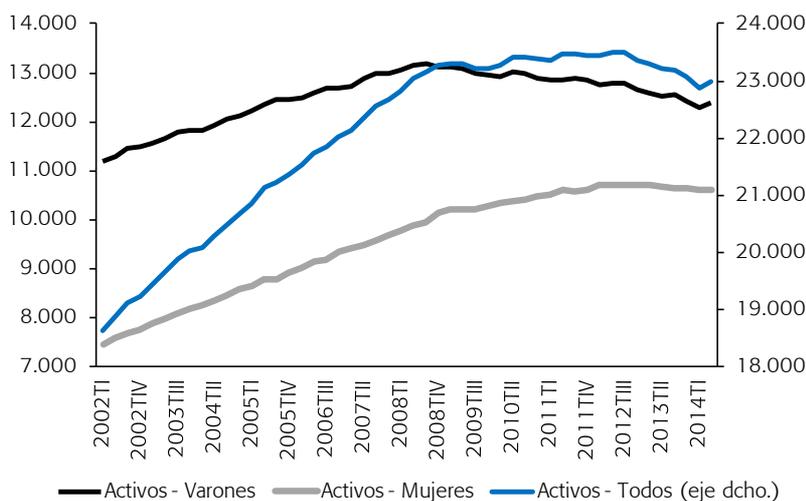
síntoma de corto plazo que será dejado atrás una vez que se supere el segundo momento recesivo de la actual crisis o si es una manifestación de transformaciones profundas y permanentes de nuestro mercado de trabajo.

Como muestra el gráfico 1, con el impacto negativo de la crisis financiera mundial, la población activa frenó paulatinamente su ritmo de crecimiento desde el tercer trimestre de 2008. El máximo

* Universidad de Salamanca.

Gráfico 1

Población activa en España (miles de personas). Total y por sexo



Fuente: EPA.

de población activa se alcanza en el tercer trimestre de 2012 y es a continuación cuando ha comenzado a decrecer sin pausa, hasta su aumento el último trimestre observado (segundo de 2014 al cierre de este artículo).

Por sexo, sin embargo, existen marcadas diferencias (gráfico 1). En cuanto a los varones, el número de activos ha decrecido con claridad desde el mismo trimestre que se produce la quiebra de Lehman-Brothers (tercero de 2008). Por lo que respecta a las mujeres, se aprecia una evolución más similar a la que se veía en la serie de todos, pues con la llegada de la recesión se ralentiza el crecimiento del número de mujeres activas, quedándose más o menos estabilizado desde 2012 en torno a los 4,6-4,7 millones de mujeres.

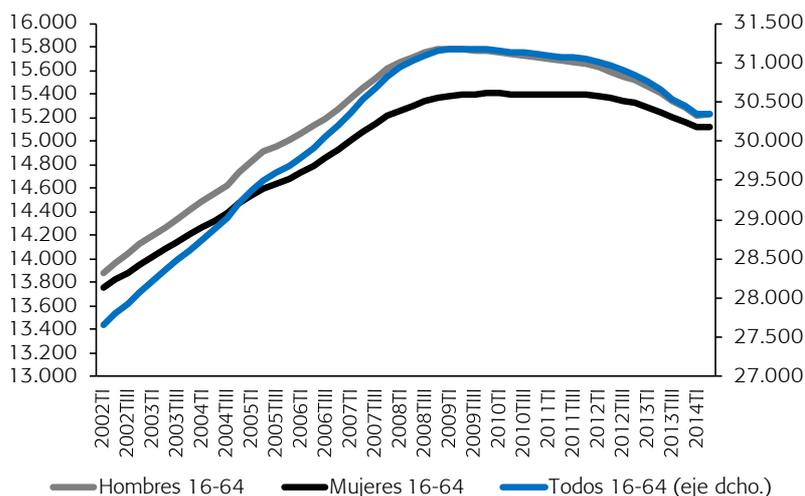
Estos movimientos de la población activa pueden tener dos tipos de causas directas: por un lado, transiciones entre las situaciones de actividad e inactividad, dado el tamaño de la población; y, por otro, las variaciones en el tamaño de la población. Como ya ha señalado el Instituto Nacional de Estadística (INE, 2014), el principal factor que determina la caída de activos desde 2011 es la evolución de la población de 16 a 64 años. Así, mientras que la población de 16 y más años en

viviendas familiares alcanzó su máximo en el cuarto trimestre de 2011 con 38,88 millones de personas y que en el segundo trimestre de 2014 había quedado en 38,53 millones, la población de 16 a 64 alcanzó su máximo en el cuarto trimestre de 2009 con 31.134.500 personas disminuyendo hasta 30.339.800 en el segundo trimestre de 2014 (produciéndose, pues, un descenso de más de 834 mil personas). Comparando el mismo periodo (cuarto trimestre de 2009 a segundo de 2014) el descenso en la población de 16 y más años en viviendas ha sido de 184,9 miles de personas.

Al desagregar por sexo, los varones de 16 a 64 vienen disminuyendo desde el cuarto trimestre de 2008, mientras que las mujeres de dichas edades están disminuyendo desde principios de 2012 (gráfico 2). Por tanto, la población de 16 a 64 años tiene una evolución temporal por sexo semejante a la de los activos para los varones (ambas descienden y de forma acusada desde finales de 2011) y con bastante menos semejanza en el caso de las mujeres (la cantidad de mujeres de 16 a 64 se estabiliza con la recesión y desciende desde mediados de 2012, mientras que la cantidad de mujeres activas de esas edades no

Gráfico 2

Población de 16 a 64 años (miles de personas). Total y por sexo



Fuente: EPA.

se estabiliza hasta 2012 y experimenta un cierto descenso desde 2013).

Cuando el análisis se ciñe a la edad laboral (16-64 años) la actividad de los varones sigue el patrón de la población, si bien para las mujeres parece haber un proceso similar, este ha tenido lugar con mucho más retraso y con un impacto de menor tamaño. Esto viene a confirmar las pautas bien diferentes con que la actual recesión está afectando a hombres y mujeres en el mercado de trabajo español.

En definitiva, cuando el análisis se ciñe al rango principal de la edad laboral (16-64 años) la actividad de los varones sigue el patrón de la población, si bien para las mujeres parece haber un proceso similar, este ha tenido lugar con mucho más retraso y con un impacto de menor tamaño.

¹ Los inmigrantes extranjeros tienen un comportamiento laboral y unos resultados en el mercado de trabajo diferentes de los de los nacionales (véase, por ejemplo, Garrido *et al.*, 2010). Si a esto se le añade que la nacionalización altera los resultados de los inmigrantes (Amuedo-Dorantes *et al.*, 2013), usar la habitual división por nacionalidad (españoles, españoles con doble nacionalidad y extranjeros) introduce una heterogeneidad que, dependiendo de la cuestión tratada, puede distorsionar gravemente el análisis.

Esto viene a confirmar las pautas bien diferentes con que la actual recesión está afectando a hombres y mujeres en el mercado de trabajo español.

Una cuestión relevante adicional es la composición de la evolución de la población en edad de trabajar por país de origen combinado con la nacionalidad. Esta combinación permite entender los cambios en términos de tres categorías: españoles nacidos en España; españoles nacidos fuera de España; y extranjeros. De esta forma se obtiene una visión mucho más afinada de lo sucedido que analizando solo la nacionalidad (españoles frente a extranjeros), pues la nacionalidad es una categoría que puede cambiar mientras que el lugar de nacimiento no. Dada la importancia de los procesos de nacionalización en España, no tener en cuenta este hecho puede llevar a apreciaciones distorsionadas sobre la migración internacional, la composición de la población y los resultados del mercado de trabajo¹.

Los datos de la población de 16 a 64 procedentes de la EPA muestran que los españoles nacidos en España eran aproximadamente 25,9 millones desde 2005 hasta el inicio de la crisis, para llegar a suponer al terminar 2013, 25,5 millones aproximadamente. Sin embargo, los españoles no nacidos en España prácticamente se han duplicado desde 2005 (cuando suponían unas 600 mil personas) hasta la actualidad. Así pues, el ligero incremento en la cantidad de personas con nacionalidad española en edad de trabajar en realidad esconde dos tendencias contrapuestas y muestra que ese incremento obedece en exclusiva al aumento de españoles no nacidos en España (básicamente procedentes de nacionalizaciones). La población de extranjeros en edad de trabajar partía en 2005 de aproximadamente 3 millones de personas (un 10% de las personas entre 16 y 64 años), alcanza un máximo de 4,4 millones en el tercer trimestre de 2009 (15,1% de las personas entre 16 y 64 años) y desciende hasta alrededor de 3,7 millones a finales de 2013 (alrededor del 13% de la población en las edades mencionadas). Luego los extranjeros son una cantidad mayor en este rango de edades de la que era en los años previos a la crisis, pero en realidad han estado disminuyendo desde poco después del inicio de la misma. Dado que, por definición, las nacionalizaciones se nutren de quienes previamente eran extranjeros, el colectivo de extranjeros parece mostrar dos dinámicas diferentes en función de si consiguen o no la nacionalización: en caso de éxito permanecen en España, mientras que quienes no obtienen la nacionalidad por no querer o no poder conseguirla han disminuido su importancia en la población en edad de trabajar durante la recesión (tanto por menores flujos de llegada como por mayores flujos de salida). La caída en la población entre 16 y 64 años que se ha observado recientemente está, pues, relacionada con que la disminución de la población extranjera desde el inicio de la crisis alimenta la bajada de la población de españoles nacidos en España, tendencias que no resultan compensadas por el aumento sostenido de la población de españoles no nacidos en España (buena parte de ellos previamente extranjeros más que hijos de españoles nacidos en el extranjero y retornados). Se han analizado las pautas por

sexo y son muy semejantes, con la salvedad de que la disminución de la población de extranjeros de 16 a 64 años desde finales de 2009 es más acusada entre los varones que entre las mujeres.

La evolución temporal de los españoles nacidos en España está fuertemente marcada por el envejecimiento demográfico.

¿Qué puede esperarse sobre estas tendencias en el futuro inmediato? La evolución temporal de los españoles nacidos en España está fuertemente marcada por el envejecimiento demográfico (menor número de nacimientos y aumento de la población de mayores de 65 años en comparación con el grupo de 16 a 64 años). Por consiguiente, por este lado los cambios en su evolución se producirán con cierta lentitud. También, no obstante, puede variar el tamaño de este grupo por las migraciones hacia el exterior, algo que habría afectado a los jóvenes durante la crisis. Este fenómeno parece preocupar mucho a la opinión pública española. Los datos publicados por el INE del Padrón de Españoles Residentes en el Extranjero permiten un cierto análisis de las nuevas inscripciones durante la crisis. El cuadro 1 muestra estas nuevas inscripciones en tres países: Alemania, Francia y Reino Unido. Los datos se muestran desagregados en tres grandes grupos de edad, para separar con claridad lo que sucede con la población en edad de trabajar (de 16 a 64 años). Tanto en Alemania como en Reino Unido estas inscripciones para la población en edad de trabajar no han hecho más que crecer año tras año. Las nuevas inscripciones en Francia, no obstante, muestran un incremento relativamente rápido hasta 2011, decreciendo los años siguientes, si bien las nuevas inscripciones permanecen en niveles muy por encima de los valores del inicio de la crisis. El volumen de personas que muestran estas cifras sin ser despreciable no parecería corresponderse con la preocupación de la sociedad. No obstante, esta fuente minusvalora estos flujos, pues, por ejemplo, la comparación con las

Cuadro 1

Nuevas inscripciones en el Padrón de Españoles Residentes en el Extranjero (países escogidos)

	ALEMANIA			Francia			Reino Unido		
	< 16	16 a 64	65+	< 16	16 a 64	65+	< 16	16 a 64	65+
2008	5.229	2.665	193	4.921	5.823	1.242	3.118	4.043	76
2009	2.635	2.856	212	3.553	6.068	1.226	1.945	4.176	162
2010	2.139	2.944	276	3.117	7.513	1.482	1.920	4.729	235
2011	1.947	3.433	189	3.293	9.068	1.175	2.020	5.352	169
2012	2.102	4.239	250	3.354	8.638	1.177	2.193	5.994	201
2013	2.821	5.510	265	3.907	8.163	1.091	2.742	6.837	187

Nota: Los años se corresponden con el año en que efectivamente se realizaron las inscripciones.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

entradas de extranjeros procedentes de España muestran valores claramente más elevados que la fuente española. Incluso la pauta de entrada que muestran las fuentes alemanas de entrada de extranjeros da idea de un proceso más intenso. De acuerdo con la Oficina Federal de Estadísticas de Alemania (*Statistisches Bundesamt*), de 2011 a 2012 la migración registrada de españoles a Alemania se incrementó un 45%. Este fenómeno no es exclusivo de España, ya que la misma fuente muestra que la migración registrada procedente de Portugal y Grecia se incrementó en el mismo año un 43% y la de Italia un 40%.

Este sencillo análisis muestra que las fuentes disponibles para analizar el problema de la migración relacionada con la crisis tienen limitaciones y las diferentes fuentes (nacionales e internacionales) deben manejarse con cuidado para llegar a conocer la verdadera magnitud de esta cuestión. Por otra parte no solo es importante la cantidad de personas que abandonan el país durante la crisis, sino si este proceso afecta a sectores clave de una economía moderna (como el sistema científico), a la pérdida definitiva de capital humano si la migración se convierte en permanente, etcétera.

En cuanto a la evolución de la población de españoles no nacidos en España no parece que haya nada que indique que la pauta de incremento paulatino vaya a alterarse en el futuro inmediato (ni tampoco parece haber previstos cambios legales al respecto de ningún tipo).

Finalmente, la movilidad de la población de extranjeros no debe ser minusvalorada. Cuando tiene como razón principal la mejora de oportunidades laborales y vitales, el hecho de que se haya hecho ya un movimiento internacional aumenta las posibilidades de que ese movimiento se vuelva a hacer, tanto como retorno si las condiciones han mejorado en el país de origen como de salto hacia otro país. El final de la burbuja inmobiliaria frenó en seco la creación de un amplio conjunto de puestos de trabajo que requerían escasa cualificación o poca formación previa y en el que los emigrantes extranjeros entraron con fuerza en tiempos de la expansión. Nunca debe olvidarse que la migración se mueve preferentemente no tanto hacia los territorios donde hay bajo desempleo, sino más bien hacia los lugares y sectores donde se está creando empleo.

Actividad e inactividad

Las denominaciones de “activos” e “inactivos” parecen oponer a aquellos que hacen “algo” frente a aquellos que “no hacen nada”. Obviamente, se trata de un exceso de interpretación de dos términos que deben entenderse en un sentido técnico, ya que la inactividad está referida a la no realización de un trabajo remunerado y a que *no se pretende* formar parte del mercado de trabajo.

Sin embargo, es un hecho bien conocido que muchas transiciones al empleo se hacen directa-

mente desde la inactividad sin pasar por el desempleo, pues en muchos casos la distinción entre las situaciones de inactividad y desempleo es algo bastante arbitrario.

En realidad, cuando se trata la relación con la actividad la única categoría que se puede distinguir con verdadera claridad en términos estáticos y dinámicos es el empleo, definiéndose el resto de categorías como lo que sucede cuando no se es ocupado. La definición internacional de ocupado establece que se define como tal aquella persona que ha trabajado al menos una hora en la semana de referencia, que suele ser la anterior a la de la entrevista. Estar ocupado se define de forma muy amplia, incluyendo el trabajo por cuenta propia o ajena, con cualquier tipo de contrato o incluso sin contrato. No obstante, no incluye el trabajo doméstico a no ser que se trate de una actividad remunerada (con lo cual pasaría a ser servicio doméstico). Así pues, un ocupado es un activo. Pero también un parado es un activo. El parado no ha trabajado ni siquiera una hora en la semana de referencia, pero ha realizado una búsqueda activa de empleo y está disponible para ocupar un puesto de trabajo en un cierto plazo (normalmente dos semanas). No es baladí definir qué se entiende por una búsqueda *activa* de empleo. Lo habitual consiste en pedir al entrevistado que diga los medios por los que ha buscado empleo y, posteriormente, se aplica una definición externa al individuo sobre si eso se considera una búsqueda activa o no. Las definiciones internacionales suelen considerar que la búsqueda es activa si se menciona un cierto número de métodos de búsqueda en las últimas cuatro semanas

Si se incumple la condición de búsqueda activa o la del plazo de disponibilidad, el individuo se contabiliza como un inactivo. Así pues, la inactividad es una categoría residual donde terminan quienes no son contabilizados ni como ocupados ni como parados².

La evolución de la actividad y la inactividad, más allá de la que está conectada con cambios

en la población, se nutre de situaciones llenas de matices. De especial interés son dos categorías de inactividad cuya evolución cabe esperar que esté conectada con la intensidad y duración de la crisis: los parados desanimados y los estudiantes.

Los parados desanimados son personas que no tienen empleo, no buscan activamente pero sí que están disponibles para aceptar un empleo en caso de que aparezca la oportunidad. Si este fenómeno es lo suficientemente generalizado durante una crisis, puede dar lugar a una disminución de la tasa de paro, disminución cuya valoración sería negativa pues sería el fruto de unas condiciones extremadamente malas del mercado de trabajo. Este desánimo se suele asociar al paro de larga duración y, por tanto, con un agravamiento de los problemas personales y sociales ligados a la situación de desempleo.

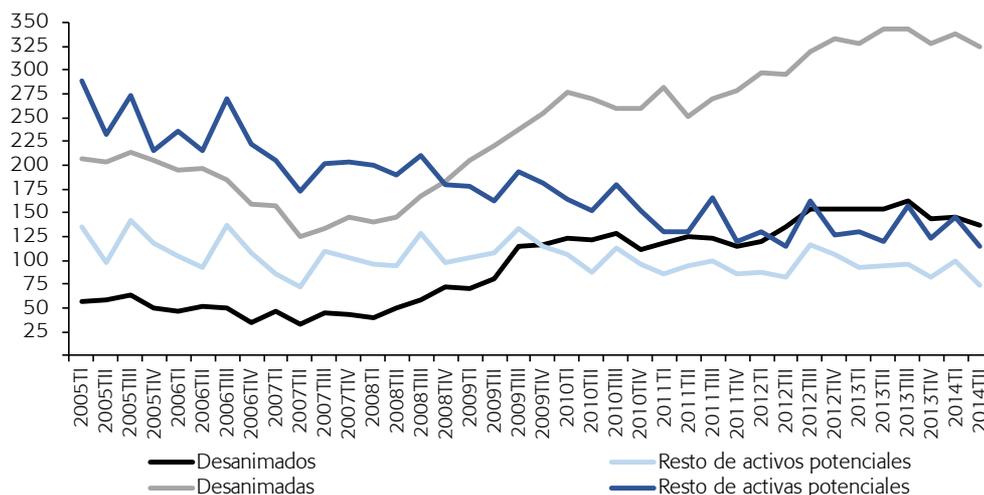
El gráfico 3 muestra cómo el número de inactivos clasificados como desanimados aumenta con claridad, pero antes de lo que se suele considerar el comienzo "oficial" de la crisis (el *shock* de Lehman-Brothers, que acaeció en el tercer trimestre de 2008). Tanto para hombres como para mujeres el punto de inflexión hacia el incremento del número de desanimados se produce en el segundo trimestre de 2007. Este hecho es relevante dado que fue en la segunda mitad de 2007 cuando aparecieron los síntomas de agotamiento de la descontrolada expansión inmobiliaria (García-Serrano, 2012). Por consiguiente, desde que se detectaron los primeros signos de problemas económicos, muchos individuos (especialmente mujeres) pasaron a la inactividad por el desánimo a la hora de buscar con éxito un puesto de trabajo. Desde entonces la pauta ascendente ha sido solo ralentizada (mujeres) o estabilizada (varones) con la etapa intermedia de los "brotos verdes" entre los dos momentos recesivos de la actual crisis y en los últimos trimestres observados.

Así pues, la evolución del volumen de desanimados no está relacionada con la duración de la crisis, sino probablemente con la intensidad per-

² Existe también la categoría de "población contada aparte". Esta incluye a quienes realizan el servicio militar obligatorio (conscripción) o una prestación social de carácter civil que tenga el mismo carácter obligatorio de la conscripción militar. En cualquier caso, la "población contada aparte" no incluye a los militares profesionales, que son contabilizados como ocupados.

Gráfico 3

Miles de personas en situación de inactividad con actividad potencial (desánimo y otros tipos de actividad potencial)



Fuente: EPA.

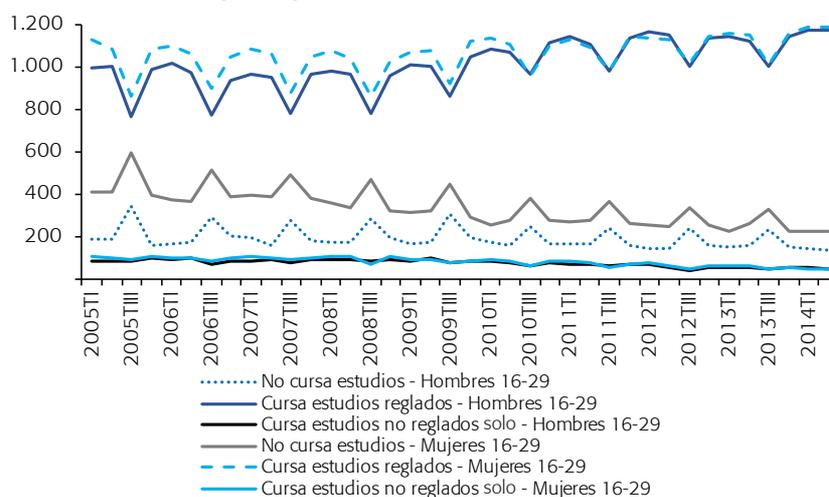
cibida de la misma por parte de los individuos, sobre todo en el caso de las mujeres. En este sentido, la disminución apreciada en los últimos trimestres significaría que los individuos interpretan la situación económica como facilitadora para encontrar un puesto de trabajo.

En cuanto al número de estudiantes, su volumen puede cambiar durante una crisis por varios

caminos: pueden aumentar por los menores costes de oportunidad de seguir en el sistema educativo frente a buscar un empleo; pueden disminuir porque la crisis puede disminuir los ingresos de las familias y restringir así su acceso a la sección postobligatoria del sistema educativo; y pueden aumentar como respuesta estratégica para aumentar tanto el menú de ocupaciones posibles en el futuro como su productividad potencial ante la

Gráfico 4

Miles de personas de 16 a 29 años según seguimiento de estudios y sexo



Fuente: EPA.

mayor competencia por los puestos de trabajo que existe durante una crisis e incluso en los primeros momentos de la expansión tras una crisis.

El gráfico 4 muestra cómo la cantidad de personas que siguen estudios reglados aumenta con la crisis entre varones y mujeres de 16 a 29 años, siendo algo más intenso el incremento entre los varones. Esta evolución es coherente con la disminución detectada en el abandono escolar temprano durante la recesión y cuadra tanto con lo que se espera de un descenso del coste de oportunidad de estudiar como con el seguimiento de estudios para estar mejor preparado cuando surja la ocasión de ocupar un empleo.

El mayor seguimiento de estudios durante la crisis está más relacionado con un intento de estar más preparados de cara al mercado de trabajo y no de simplemente ocupar el tiempo en un momento en el que resulta muy difícil encontrar empleo.

Resulta también llamativo el descenso (más acusado entre las mujeres) del seguimiento exclusivo de estudios no reglados al llegar la crisis. Podría decirse que los individuos no siguen sencillamente más estudios de cualquier tipo, sino que buscan aquellos tipos de estudios que tienen un contenido conocido por el mercado de trabajo (los reglados). Esto tal vez ahondaría más en que el mayor seguimiento de estudios durante la crisis está más relacionado con un intento de estar más preparados de cara al mercado de trabajo y no de simplemente ocupar el tiempo en un momento en el que resulta muy difícil encontrar empleo.

Por tanto, es muy posible que, con la llegada de la expansión y tras un primer momento de elevada competición por los primeros puestos disponibles,

este mayor seguimiento de estudios reglados se revierta a situaciones previas a la crisis. Se trata de algo especialmente preocupante dados los altos niveles de abandono escolar temprano que tenía España durante la expansión.

Conclusiones: ¿qué cabe esperar?

¿Seguirá aumentando la población activa tal como muestra el último dato observado en el segundo trimestre de 2014? ¿Se trata de un incremento transitorio o es una muestra de una mejora permanente? Tomando toda la información expuesta en su conjunto, los individuos parecen juzgar el cambio al menos como favorecedor de la búsqueda de empleo (tal como se ve en el descenso del número de mujeres y varones inactivos desanimados).

Que dentro de una pauta general de evolución de la población de 16 a 64 años que parece dirigida a un descenso por procesos de largo plazo³, se dé un aumento de la actividad puede valorarse como una muestra de solidez de dicho aumento. Ahora bien, si se echa la vista al periodo de los “brotos verdes” cabría haber hecho una afirmación similar: el número de desanimados dejó de crecer con una evolución de la población de 16 a 64 años casi más favorable que en la actualidad. Y, sin embargo, esa aparente buena coyuntura no llegó a cuajar ni a dejar un rastro permanente.

Con todo, no debe olvidarse que la evolución general (más allá de lo coyuntural) de la población activa está fuertemente condicionada por el proceso de envejecimiento para el conjunto de toda la población y por la capacidad de creación de empleo en cuanto a la población de 16 a 64 años.

El descenso del número de extranjeros con el agravamiento de la recesión recordó que los

³ El Instituto Nacional de Estadística cuenta con proyecciones de población, actividad y tasa de actividad hasta el 2020 disponibles en su página web (<http://www.ine.es>). Aunque estas proyecciones (en la fecha de cierre de este artículo) no han sido actualizadas con las mismas cifras de población con que ha sido actualizada la EPA recientemente, ofrecen un cuadro general de descenso tendencial de la tasa de actividad para varones de 16 a 64 años y de un aumento paulatino de la tasa de actividad femenina en dicho intervalo de edad. El resultado para el conjunto de la población de 16 a 64 años es un ligero incremento de la tasa de actividad hasta el año 2020.

flujos de migración internacional pueden cambiar con rapidez e intensidad con el ciclo económico. A la vez, la forma institucional en que se da cauce a esa migración (la posibilidad de obtener la nacionalidad española) también afecta a esa evolución.

En cuanto a los españoles nacidos en España, su disminución entre los 16 y 64 años (aparte de por el envejecimiento demográfico a largo plazo) también se ha visto potencialmente afectada por la migración de salida de parte de este colectivo. La cuantificación del tamaño de ese proceso (que ha sorprendido y preocupado a la sociedad española y a otros países en situaciones semejantes como Portugal o Italia) se ve dificultada por la escasez, fragmentación e incoherencia de las fuentes nacionales y de otros países. Sobre todo hay problemas para saber si ese proceso de salida está afectando solo a determinadas cohortes de jóvenes y cuál es su nivel de estudios, así como para reconocer si se trata de un proceso que se dará la vuelta con el ciclo económico o si, por el contrario, dejará una huella permanente en el tamaño de esas cohortes de población.

Ahora bien, incluso imaginando que esa migración es de un tamaño apreciable para algunas cohortes de los hoy jóvenes que han migrado, el impacto en el total de la población en edad de trabajar puede ser relativamente reducido si se confirmase un cambio de ciclo económico. Ese cambio, de producirse, frenaría la salida de jóve-

nes desde España y también la general de población extranjera relacionada con la falta de creación de empleo en España. Por otro lado, aunque el proceso fuese finalmente de una magnitud cuantitativa reducida o fuese básicamente transitorio, puede dejar huella en la calidad de sectores clave de cualquier economía moderna (como el sistema científico y tecnológico) si la migración de salida durante la crisis se ha concentrado fuertemente en esos sectores.

Referencias

- AMUEDO-DORANTES, C.; MALO, M.A, y MUÑOZ-BULLÓN, F. (2013), "New Evidence on the Impact of Legal Status on Immigrant Labor Market Performance", *Labour*, 27(1), 93-113.
- GARCÍA-SERRANO, C. (2012), "Del pasmo al marasmo: El sector de la construcción y su relación con la crisis del empleo", *Estudios de Economía Aplicada*, 30(1), 163-182.
- GARRIDO, L.; MIYAR, M, y MUÑOZ J. (2010), "La dinámica laboral de los inmigrantes en el cambio de fase del ciclo económico", *Presupuesto y Gasto Público*, 61(4), 201-221.
- INE (2014): "Análisis de la evolución reciente de la población activa en España", *Análisis y Estudios sobre la Encuesta de Población Activa*, 22 de mayo de 2014. Disponible en la siguiente dirección: http://www.ine.es/inebaseDYN/epa30308/docs/evolucion_epa.pdf (último acceso 3/9/2014).

Novedades regulatorias en materia económica: una panorámica general

Antonio Romero Mora y Luis Teijeiro Pita da Veiga*

Transcurrida ya una buena parte de la legislatura, parece un momento propicio para echar la vista atrás y repasar las principales novedades regulatorias en materia económica, en especial aquellas orientadas a facilitar la recuperación de la actividad. Así, la persistencia de la crisis económica y su impacto sobre nuestro modelo productivo dejó clara la necesidad de emprender distintas reformas de carácter estructural.

El eje conductor han sido los distintos Programas Nacionales de Reformas que se han sucedido en los últimos años, y un análisis de los mismos permite identificar cinco grandes ejes de actuación: Modernización de las Administraciones Públicas; Crecimiento y Competitividad, Crédito y Sistema Financiero, Consolidación y Reforma Fiscal y Reforma Laboral. Este artículo tiene como objetivo ofrecer una panorámica general de estas reformas, con especial foco en las que tienen una mayor incidencia sobre nuestro sistema financiero, así como identificar los retos pendientes de cara al futuro próximo, a fin de apuntalar la salida de la crisis en las mejores condiciones posibles.

Modernización de las administraciones públicas

La estructura geopolítica española, la mayor autonomía de las comunidades autónomas y la evolución que la transferencia de competencias ha seguido en las últimas décadas, han supuesto una notable proliferación de instituciones, empresas y otros organismos públicos cuyas funciones se superponen. De todo ello se deriva la necesidad de diseñar un sector público libre de solapamientos, duplicidades y gastos innecesarios,

y plenamente capaz de impulsar y apoyar el desarrollo económico.

Sobre la base de estas premisas, buena parte de la agenda de reformas ha sido dirigida y está siendo supervisada por la denominada Comisión para la Reforma de la Administración (CORA), estructurada en cuatro subcomisiones (encargadas respectivamente de las siguientes materias: duplicidades, simplificación administrativa, gestión de servicios y medios comunes, y administración institucional). De las 221 medidas identificadas en el informe CORA están finalizadas 63, hallán-

* CECA.

dose el resto en proceso de implementación. Los esfuerzos de la CORA se están enfocando ahora hacia el impulso de las actuaciones normativas que muchas de las medidas identificadas requieren con carácter previo a su ejecución.

Los esfuerzos de la CORA se están enfocando ahora hacia el impulso de las actuaciones normativas que muchas de las medidas identificadas requieren con carácter previo a su ejecución.

En cualquier caso, las medidas comienzan a dar su fruto. Según expone el Programa Nacional de Reformas de España 2013, las medidas promovidas por la CORA han generado ya ahorros por importe de 1.294 millones de euros. A ello habría de sumarse el efecto derivado del resto de medidas impulsadas por el Gobierno en este ámbito, que según el mismo informe habrían supuesto, hasta marzo de 2014, ahorros por valor de 9.507 millones de euros, de los que más del 57% se habrían registrado en las comunidades autónomas.

Del conjunto de medidas adoptadas en el ámbito de la reforma de las administraciones públicas merecen destacarse las siguientes por su potencial impacto en la economía real:

- **Racionalización y eliminación de duplicidades.** Como se ha dicho, una de las preocupaciones fundamentales que guían las reformas de la Administración radica en la proliferación de la denominada administración institucional, materializada en multitud de organismos de muy diversa naturaleza y con ámbitos competenciales que, en ciertos casos, se solapan con los de otros agentes públicos. La actuación de la CORA ha abordado una doble tarea: la identificación de modelos jurídicos óptimos, con el fin de simplificar y homogeneizar la regulación de los distintos tipos de entes dependientes de la Administración General del Estado; y el análisis individual de cada uno de estos entes con el objeto de determinar si cuenta con la

estructura jurídica más adecuada a su función y si su actividad responde a un interés público digno de protección.

Una primera consecuencia de estos trabajos ha sido necesariamente la reducción del número de sociedades mercantiles y fundaciones estatales. Así, durante 2014, en cumplimiento de los Acuerdos del Consejo de Ministros de marzo de 2012 y septiembre de 2013, se procederá a la extinción de dieciocho fundaciones y una sociedad mercantil. Adicionalmente, y con objeto de evitar futuras proliferaciones indebidas de la administración institucional, el Programa Nacional de Reformas de 2013 anuncia la modificación de la Ley del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común con el objeto de endurecer el régimen jurídico de creación de nuevos organismos públicos. Conforme a la futura reforma, la constitución de un nuevo ente deberá ir acompañada de una justificación estricta que valore la existencia de duplicidades y detalle los recursos humanos, materiales y financieros que precisa para desempeñar su función.

- **Mejora de la gestión financiera en la Administración General del Estado.** El informe CORA incluye diversas medidas orientadas a mejorar la eficiencia de la gestión de la tesorería del Estado, destacando dos de ellas en particular: (1) la centralización de las cuentas bancarias que ministerios y organismos estatales mantienen en entidades de crédito (que superaban las 4.000 a 31 de diciembre de 2013); y (2) la modificación del calendario de ingresos públicos en el Tesoro (ya se encuentra en vigor la reforma del Reglamento de Recaudación que busca equilibrar las puntas de necesidades de tesorería de las arcas públicas estatales). En este mismo orden de consideraciones, en la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado de 2015 dará comienzo la presupuestación "en base cero" para determinadas partidas de gastos de funcionamiento de la Administración General del Estado.

- *Mayor eficiencia en la gestión del empleo público.* El proyecto de Ley del Estatuto de la Función Pública de la Administración General del Estado introducirá mejoras en cuestiones tales como la planificación del empleo público, la reforma de la carrera profesional, la evaluación del desempeño, la formación, la estructura y elementos de ordenación del empleo público y la extensión y medición de la eficacia y la eficiencia. Adicionalmente, el Estatuto del Directivo Público Profesional regulará esta figura en línea con las prácticas de los países de la OCDE.
- *Racionalización y sostenibilidad de la administración local.* La Ley 27/2013, de 27 de diciembre, de racionalización y sostenibilidad de la administración local, establece los mecanismos precisos para el ejercicio de competencias locales con arreglo a los principios de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera. Entre las medidas contempladas en esta Ley destacan, por ejemplo, la clarificación del régimen competencial bajo el principio “una administración, una competencia”, y la obligación de calcular y publicar el coste efectivo de los servicios municipales. El Gobierno estima que esta Ley supondrá un ahorro de 8.024 millones de euros en el periodo 2014-2020.
- *Transparencia y confianza en las instituciones.* Uno de los ejes que vertebran el Programa Nacional de Reformas en el ámbito de las administraciones públicas es el de la recuperación de la confianza de los ciudadanos en el funcionamiento de las instituciones. En el marco de este objetivo destacan las siguientes medidas: la nueva Ley de financiación de los partidos políticos; la modificación del Código Penal en materia de transparencia y lucha contra el fraude fiscal; la Ley de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno; el Proyecto de Ley Orgánica de control de la actividad económica-financiera de los partidos políticos; y el Proyecto de Ley reguladora del ejercicio del alto cargo de la Administración General del Estado.

Crecimiento y competitividad

Los programas de reformas proponen un enfoque de actuación integral sobre las principales fricciones estructurales de la economía española. La eliminación de estas rigideces inspira un amplio conjunto de medidas encaminadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores, con el que garantizar un marco de crecimiento continuado.

La indexación, como mecanismo de protección frente a la inflación elevada y volátil, es una de las prácticas que el Plan Nacional de Reformas se propone combatir, dado su efecto distorsionante que lleva a una pérdida de competitividad continuada por acumulación de diferenciales de precios con el resto de la Unión Monetaria Europea (UEM). La futura Ley de desindexación de la economía española (en la actualidad en tramitación como proyecto en las Cortes Generales) pretende eliminar esta práctica en el sector público, con la aspiración de que sirva de modelo de actuación al sector privado. Siguiendo una lógica similar al índice de revalorización de las pensiones, la Ley creará el denominado índice de garantía de la competitividad, que servirá como referencia para la actualización de precios (y que tenderá a moderarse cuando España haya acumulado una inflación superior a la del conjunto de la UEM).

La Ley 20/2013, de 9 de diciembre, de garantía de la unidad de mercado (LGUM), aborda el problema derivado de la proliferación de normativas desarmonizadas que dificultan a los agentes económicos el despliegue de su actividad en todo el territorio nacional. La LGUM sienta los principios a respetar por todas las administraciones en el ejercicio de sus potestades normativas y ejecutivas sobre la actividad económica, refuerza la cooperación administrativa y prevé mecanismos para proteger a los operadores económicos ante posibles vulneraciones del principio de unidad de mercado. El Plan de Racionalización de la Normativa, aprobado a raíz de la LGUM, ha identificado ya unas 7.500 normas estatales y autonómicas que podrían estar afectando negativamente a la unidad de mercado; de ellas se prevén actuaciones en más de 2.500 normas.

El apoyo al emprendimiento constituye otro de los ejes prioritarios de actuación en materia de fomento de la competitividad y el crecimiento. Dicho apoyo se articula en torno a dos objetivos fundamentales: la mejora de la financiación y el impulso a la internacionalización. Por lo que se

El apoyo al emprendimiento constituye otro de los ejes prioritarios de actuación en materia de fomento de la competitividad y el crecimiento.

refiere a la financiación, destacan, entre otras medidas, el reforzamiento del papel del Instituto de Crédito Oficial como agente contracíclico; la futura Ley de fomento de la financiación empresarial, que profundizará en la desintermediación financiera y promoverá un nuevo modelo de relación entre las pymes y las entidades de crédito; y la mejora de la regulación de las entidades de capital-riesgo. Para el objetivo de internacionalización se dispone de un Plan Estratégico Nacional 2014-2015 y se cuenta con el apoyo de los fondos FEDER. A las medidas anteriores han de sumarse las iniciativas en materia de reducción de cargas y simplificación administrativa (entre las que destacan los denominados “puntos de atención al emprendedor” o los nuevos procedimientos telemáticos para la constitución rápida de sociedades) así como los incentivos de tipo de fiscal.

El Proyecto de Ley de colegios y servicios profesionales también se orienta a la eliminación de rigideces con capacidad para lastrar de forma significativa la competitividad de la economía española. El Proyecto de Ley pretende reducir las colegiaciones obligatorias; aumentar la transparencia de sus cuentas; deslindar con claridad las actividades que desarrollan los colegios de carácter público de las que desempeñan como entidades privadas; incentivar el papel de las organizaciones colegiales como certificadores de calidad; y regular las cuotas colegiales, prohibiendo las de acceso y limitando las periódicas.

La mejora de la competitividad en determinados mercados estratégicos da lugar a un amplio conjunto de medidas del más variado signo. Destaca la reforma estructural del sector de la electricidad, el proceso de liberalización del transporte ferroviario, la modificación del modelo de gestión del sistema portuario de interés general, la protección de los derechos de la propiedad intelectual en el entorno digital, la mejora de la regulación de planes y fondos de pensiones, o el reforzamiento de determinados organismos reguladores como la Comisión Nacional de Mercados y la Competencia o la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Todo ello en el marco de un objetivo de crecimiento conciliable con el respeto al medio ambiente y la lucha contra el cambio climático.

La apuesta por el capital humano y tecnológico completan los ejes de actuación en materia de impulso de la competitividad y el crecimiento. Por lo que se refiere al capital humano, la prioridad se encuentra en el sistema de enseñanza y la formación. En este sentido destacan la implantación gradual de la reforma del sistema educativo (enfocada, entre otros objetivos, en la reducción del abandono educativo temprano); el diseño de un nuevo modelo de formación para el empleo que responda a las necesidades de empresas y mercado de trabajo e incremente la eficiencia en la gestión de los recursos públicos; la creación del Marco Español de Cualificaciones para el aprendizaje a lo largo de la vida, que supondrá la implementación de una estructura de cualificaciones reconocidas en España y descritas de forma coherente y comparable con el resto de Europa; el impulso a la eficiencia, excelencia e internacionalización del sistema universitario español, para lo cual se ha designado una comisión de expertos que ya ha emitido un informe de “Propuestas para la reforma y mejora de la calidad y eficiencia del sistema universitario español”; y el fomento de la cultura y la competencia digital en el ámbito educativo. En el terreno de la innovación y las nuevas tecnologías, la Agenda Digital para España constituye el marco de referencia, con iniciativas tales como el Plan de Acción de la Administración Electrónica de la Administración General del Estado o el Plan de Servicios Públicos Digitales. El impulso

de la I+D+i es otro de los objetivos prioritarios, en el marco de la Estrategia Europa 2020.

Crédito y sistema financiero

El financiero ha sido quizá el principal eje de actuación en materia regulatoria en los últimos años, tanto en número e importancia de las disposiciones aprobadas como en relación a la urgencia con que las mismas fueron tramitadas. El origen financiero de la crisis iniciada en 2008 puso al sistema financiero, y en especial al sector bancario, en el foco del regulador. Si para el Gobierno anterior el principal objetivo fue incrementar de forma sustancial la cantidad y calidad del capital de las entidades, el actual Gobierno se centró en llevar a cabo un exhaustivo saneamiento de los balances de las entidades financieras. Pero no solo se actuó en materia de solvencia. Así, dentro de las numerosas medidas llevadas a cabo en materia financiera, destacan tres grandes líneas de actuación: por una parte, las ya citadas medidas de carácter urgente de recapitalización y saneamiento, orientadas a despejar las dudas sobre la salud del sistema financiero; por otra, las iniciativas destinadas a facilitar la financiación de la economía real, proporcionando alternativas para fomentar el acceso de las empresas al mercado de capitales; finalmente, medidas orientadas a paliar los efectos de la crisis sobre aquellos segmentos de la población más vulnerables.

Medidas urgentes de saneamiento y recapitalización

Como hemos mencionado, si las iniciativas del Gobierno anterior se habían inclinado por un notable incremento de los requerimientos de capital para las entidades de crédito, el nuevo Gobierno salido de las urnas a finales de 2011 va a focalizar los esfuerzos en el saneamiento de los balances bancarios. En una coyuntura internacional muy complicada, con la crisis de la deuda soberana en pleno apogeo, el objetivo será eliminar incertidumbres sobre la situación de los balances bancarios en nuestro país. Para ello, se aprobaron en un

corto plazo de tiempo dos reales decretos leyes que obligaron a incrementar las dotaciones de provisiones de forma sustancial, en especial con respecto a los activos ligados al sector inmobiliario.

En primer lugar, en febrero de 2012 se aprobó el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. La reforma, orientada a mejorar la confianza y la credibilidad del sector financiero, se articulaba en torno a cuatro ejes: saneamiento de las carteras de activos inmobiliarios de las entidades de crédito; creación de incentivos que propicien procesos de integración; medidas relativas al gobierno corporativo de las cajas de ahorros; y, regulación de las remuneraciones de los administradores y directivos de entidades con apoyo financiero del FROB.

El saneamiento se centró en las exposiciones ligadas al segmento de promoción inmobiliaria, tanto las problemáticas (subestándar, dudosos y adjudicados) como las que se encontrasen al corriente de pago, a 31 de diciembre de 2011. La forma de llevarlo a cabo fue mediante la dotación de nuevas provisiones, tanto genéricas como específicas, así como con la dotación de un colchón adicional de capital principal.

Con el objetivo de propiciar la concentración del sector, estas exigencias se flexibilizaron en cuanto a su plazo de cumplimiento para aquellas entidades que iniciaran nuevos procesos de integración durante el año 2012.

Muy poco tiempo después se aprobó el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. Esta norma tiene por objeto principal elevar de nuevo las coberturas sobre las financiaciones relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias, así como separar los activos inmobiliarios de los puramente bancarios a través de su traspaso obligatorio a sociedades de gestión de activos de titularidad privada. Esta norma sería derogada en el mes de octubre con la aprobación de la Ley 8/2012, de 30 de octubre, que mantiene sus características fundamentales.

Si algo tenían en común estas normas era lo limitado del apoyo al proceso con dinero público (inexistente en el caso de estas primeras sociedades de gestión de activos o SGA), y fueron numerosas las voces que desde el sector alertaron de que sin ese elemento las reformas no supondrían una mejora sustancial de la solvencia de las entidades, y por tanto no ayudarían a solventar lo que ya se había convertido en una crisis de carácter sistémico.

La persistencia de la crisis de la deuda soberana llevó al Gobierno a suscribir el 23 de julio con la Comisión Europea un Memorando de Entendimiento (MoU), por el cual la CE se comprometía a facilitar la recapitalización del sistema financiero español a cambio del cumplimiento de una batería de medidas normativas, buena parte de las cuales estaban referidas al sistema financiero. Se inicia así una nueva etapa en la que la actividad normativa se orienta a dar cumplimiento a los compromisos suscritos en el MoU.

Así, el 31 de agosto se publicó en el BOE el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que entró en vigor en el mismo momento de su publicación y tenía por objeto fundamental regular los procesos de actuación temprana, reestructuración y resolución de entidades de crédito, así como establecer un nuevo régimen

Puede decirse que la firma del MoU y las reformas que el mismo llevó aparejadas marcaron un punto de inflexión y permitieron iniciar sobre bases sólidas el proceso de recuperación de nuestro sistema bancario.

jurídico del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y su marco general de actuación, con la finalidad de proteger la estabilidad del sistema financiero minimizando el uso de recursos públicos.

Esta norma fue reemplazada posteriormente con la aprobación de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. La misma incorpora novedades muy importantes, entre las que destaca la creación, a instancias del MoU, de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, conocida como SAREB. Se introduce por tanto el concepto de “banco malo” en nuestro ordenamiento, que venía siendo largamente reclamado desde el sector como herramienta clave para el saneamiento de los balances de las entidades. A diferencia de las SGA antes mencionadas, la financiación de la SAREB se realizará con una combinación de dinero público y privado, en este último caso exclusivamente de entidades sanas. Se consigue de esta forma el objetivo de mejorar de forma sustancial el perfil de riesgo del sistema financiero español, al reducirse notablemente la exposición del mismo al sector de la promoción y construcción. Puede decirse que la firma del MoU y las reformas que el mismo llevó aparejadas marcaron un punto de inflexión y permitieron iniciar sobre bases sólidas el proceso de recuperación de nuestro sistema bancario.

Fomento de la financiación empresarial

Un segundo eje de actuación de la presente legislatura se ha orientado a facilitar la financiación de la actividad económica fuera del circuito bancario tradicional. A esta ha contribuido el intenso proceso de desapalancamiento de nuestro sistema financiero, lo que unido a la escasez de demanda solvente se ha traducido en una notable caída del crédito desde los niveles previos a la crisis.

En esta línea, el Gobierno presentó recientemente el ya citado Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, que se encuentra actualmente en tramitación parlamentaria. Su objetivo es hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes, así como sentar las bases para fortalecer las fuentes de financiación corporativa no bancaria. Para ello, se adoptan medidas tales como la implantación de un sistema de preaviso de al menos tres meses por parte de las entidades de crédito a aquellas pymes cuya

financiación vaya a ser cancelada o notablemente reducida, así como distintas mejoras en el mercado de titulaciones y el Mercado Alternativo Bursátil. Se simplifica asimismo el régimen de emisión de obligaciones, para facilitar la utilización de este instrumento de deuda.

Otro de los ejes de actuación preferente ha sido el impulso de las líneas de crédito del Instituto de Crédito Oficial (Líneas ICO), a las que se ha querido dar un mayor protagonismo para aprovechar su papel contracíclico. Así, las principales líneas puestas en marcha en los últimos años han tenido como objetivo la financiación de empresas y proveedores, con especial foco en la actividad exportadora.

Protección del deudor

Finalmente, hay que destacar también la normativa relativa a la protección de los deudores hipotecarios, así como al refuerzo de la transparencia en la comercialización de productos financieros. Ya en la anterior legislatura se habían llevado a cabo iniciativas importantes, entre las que cabe señalar la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, que refunde y actualiza la normativa existente en la materia.

En relación a la protección de los clientes en situación de vulnerabilidad, el 10 de marzo de 2012 se publicó en el Boletín Oficial del Estado el Real Decreto Ley 6/2012, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. Esta norma estableció mecanismos para permitir la reestructuración de la deuda hipotecaria de deudores en situaciones extremas y la flexibilización de la ejecución hipotecaria. Dichos mecanismos se instrumentaban a través de un Código de Buenas Prácticas, de adhesión voluntaria para las entidades de crédito, y contaban con distintos instrumentos a su alcance, con el objetivo de evitar, en la medida de lo posible, las ejecuciones hipotecarias y en última instancia los lanzamientos que las mismas llevan aparejados.

Esta norma fue complementada posteriormente mediante la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de me-

didias para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. En la misma destacaba la flexibilización del ámbito de aplicación del Código de Buenas Prácticas, así como la suspensión temporal, por un periodo de dos años, de los lanzamientos de personas en situación de especial vulnerabilidad. Se introducían también mejoras en la regulación del mercado hipotecario, limitando los intereses de demora y mejorando el mecanismo de venta extrajudicial. Se modificaba asimismo la Ley de Enjuiciamiento Civil, con el objetivo de mejorar la protección de los deudores hipotecarios durante el procedimiento de ejecución. Finalmente, se daba un mandato al Gobierno para impulsar con el sector financiero la creación de un fondo social de viviendas, orientadas a ofrecer cobertura a aquellas personas que hubieran sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario.

Consolidación y reforma fiscal

Consolidación fiscal

En este ámbito, la norma más relevante es sin duda alguna la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, con origen en la reforma del artículo 135 de la Constitución en septiembre de 2011, que introdujo el techo de gasto en nuestra Carta Magna, y perseguía tres objetivos fundamentales: garantizar la sostenibilidad financiera de todas las administraciones públicas; fortalecer la confianza en la estabilidad de la economía española, y reforzar el compromiso de España con la Unión Europea en materia de estabilidad presupuestaria (dado que, en última instancia, la reforma supone dar cumplimiento al Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria de 2 de marzo de 2012).

Otra novedad destacada en el ámbito de la consolidación fiscal (al margen de las iniciativas de modernización y racionalización de la administración pública ya recogidas en el bloque I anterior), son las medidas de apoyo a la financiación de

ayuntamientos y comunidades autónomas, que han adoptado dos formas diferenciadas.

Por un lado, el Real Decreto Ley 7/2012, de 9 de marzo, creó el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores como instrumento de gestión de este mecanismo extraordinario de financiación de las administraciones territoriales. Su objetivo era contribuir a inyectar liquidez a empresas y autónomos, la reducción de la morosidad de las administraciones públicas, el sostenimiento de los servicios públicos fundamentales gestionados por comunidades autónomas y entidades locales y, a través de los planes de ajuste asociados al mecanismo, la mejora de la situación financiera y presupuestaria de las administraciones públicas.

Por otra parte, y ante el recrudecimiento de la crisis en los mercados, en julio de 2012 se aprobó el Real Decreto Ley 21/2012, de 13 de julio, de medidas de liquidez de las administraciones públicas y en el ámbito financiero, a través del cual se puso en marcha el denominado Fondo de Liquidez Autonómico. Se trataba de una línea de crédito, instrumentada a través del ICO, por la que el Estado apoyaba financieramente a aquellas comunidades autónomas que tenían dificultades para financiarse en los mercados, a cambio de que las mismas se comprometieran a ejecutar un plan de ajuste fiscal que les permitiese equilibrar sus cuentas en el medio plazo.

Reforma tributaria

Sin duda alguna, una de las reformas más destacadas de la legislatura es la tributaria. Dada la complejidad de la materia, el Gobierno encargó un informe a una comisión de expertos, presidida por Manuel Lagares. Sobre la base del mismo el gobierno trabajó en una propuesta de reforma tributaria, que adoptó la forma de cuatro anteproyectos de ley que fueron aprobados por el Consejo de Ministros del pasado 20 de junio. Esta reforma tiene como objetivos impulsar el crecimiento económico y la creación de empleo, una rebaja de impuestos (especialmente para las rentas medias y bajas), elevar la equidad (beneficiando especialmente a familias y personas con discapacidad),

el fomento del ahorro a medio y largo plazo, la mejora de la competitividad de las empresas y el impulso de la lucha contra el fraude.

Tres de estos anteproyectos de ley (queda pendiente el que reforma la Ley General Tributaria) han sido posteriormente aprobados por el Gobierno como proyectos de ley y remitidos a las Cortes Generales para iniciar su tramitación parlamentaria. En relación a los principales impuestos, las novedades más relevantes son las siguientes:

– *Impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF)*: se adoptan diversas modificaciones que responden al triple objetivo de reducir la carga tributaria soportada por trabajadores por cuenta propia y ajena, fomentar el ahorro a largo plazo y mejorar la fiscalidad de la familia. Entre las medidas concretas destaca la reducción del número de tramos y de los tipos marginales, el incremento de los mínimos personales y familiares y la mejora del tratamiento fiscal para determinados instrumentos de ahorro. Por el contrario, se eliminan algunas exenciones, destacando el caso de la indemnización por despido, que pasará a tributar para importes superiores a 180.000 euros.

– *Impuesto sobre sociedades (IS)*: se introducen novedades en el régimen general de tributación que afectan a la determinación de la base imponible, el tratamiento de la doble imposición, los tipos de gravamen, los incentivos fiscales, así como a los regímenes especiales. Destaca la reducción del tipo nominal de gravamen, que –salvo para las entidades de crédito– pasa del 30% al 28% en 2015 y al 25% en 2016, y que se compensa parcialmente con la eliminación de distintas deducciones, lo que se pretende que redunde en una mayor sencillez del impuesto.

– *Impuesto sobre el valor añadido (IVA)*: las modificaciones se centran en una mayor adecuación de la Ley de este impuesto a la normativa comunitaria, y en la obligación de ejecutar diversas sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea que inciden de forma directa en nuestra normativa interna. Asimismo se introducen medidas para potenciar la lucha contra el fraude y con

objeto de flexibilizar el marco fiscal de determinadas operaciones.

Reforma laboral

La reactivación del mercado de trabajo ha sido otra de las líneas prioritarias de las reformas acometidas en los últimos años, para lo que ya en 2012 se aprobó el Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral (convalidado posteriormente como Ley 3/2012, de 6 de julio). Sus principales objetivos eran fomentar la empleabilidad de los trabajadores, incentivar la contratación indefinida (con especial hincapié en promover la contratación por parte de pymes y de jóvenes), favorecer la flexibilidad interna en la empresa como medida alternativa a la destrucción de empleo, y mejorar la eficiencia del mercado de trabajo como elemento vinculado a la reducción de la dualidad laboral. Esta norma fue complementada posteriormente con la publicación del Real Decreto Ley 16/2013, de 20 de diciembre, de medidas para favorecer la contratación estable y mejorar la empleabilidad de los trabajadores.

Entre las principales medidas adoptadas destacan la limitación de la ultraactividad en los convenios colectivos a un año; la priorización de los convenios de empresa frente a los sectoriales; la posibilidad de aplicar cláusulas de descuelgue relativas a distintos aspectos (como salarios y horarios) que favorecen la flexibilidad interna en las empresas como alternativa a los despidos; la reducción de las indemnizaciones por despido improcedente; y las medidas de fomento de la contratación indefinida, en especial de jóvenes y

por parte de pymes, mediante bonificaciones en las cuotas de la Seguridad Social y otros incentivos fiscales. También se lleva a cabo una importante simplificación de las tipologías de contratos de trabajo existentes.

Entre los retos pendientes cabe destacar la necesidad de completar la reforma laboral para reducir todavía más la dualidad existente entre trabajadores fijos y temporales.

Conclusiones

Las reformas normativas que hemos revisado en este artículo suponen, en muchos casos, cambios estructurales relevantes en sus respectivos ámbitos de actuación, de forma que sus efectos se harán visibles a lo largo de los próximos años. No obstante, en algunas de las áreas de actuación analizadas es previsible que se produzcan novedades en los próximos meses. Así, entre los retos pendientes cabe destacar la necesidad de completar la reforma laboral para reducir todavía más la dualidad existente entre trabajadores fijos y temporales. También se viene reclamando desde hace tiempo la conveniencia de reducir las cotizaciones sociales, que se cuentan entre las más elevadas de Europa y suponen una importante barrera a la contratación. En todo caso, es evidente que se han producido avances muy significativos en distintos ámbitos. El tiempo dirá si son suficientes para garantizar la transición a un nuevo modelo económico, basado en una economía más ágil y competitiva.

Cuatro años de reformas económicas en España: un análisis de los resultados desde una perspectiva de la UE

Ramon Xifré*

La respuesta dada por España a la crisis parece haber producido una mejora de la competitividad, como se refleja en las exportaciones, cuyo dinamismo está a la altura de los líderes en la UE. No obstante, los esfuerzos de consolidación fiscal no han cumplido las expectativas y son inferiores a los de nuestros socios comunitarios; el resultado es un continuo aumento del *stock* de deuda pública y dudas sobre la sostenibilidad futura de la deuda.

La respuesta a la crisis económica y financiera de 2008 en España, así como en otros países de la UE, ha conjugado tres elementos: disciplina fiscal, reformas estructurales dirigidas a mejorar la competitividad y reformas para estabilizar el sistema financiero. En el caso de España, las reformas económicas cobraron verdadero impulso en 2010, y este artículo analiza sumariamente hasta qué punto los principales indicadores del país han reflejado los resultados que se esperaba conseguir con las reformas implementadas desde entonces. Se analizan las dos prioridades principales (disciplina fiscal y competitividad), poniendo en contexto sus resultados con los alcanzados por las otras tres economías más grandes de la zona del euro (Alemania, Francia e Italia). En términos de ajuste fiscal, la evolución de España es muy decepcionante desde varios puntos de vista, lo que suscita preocupación para las perspectivas. En lo que respecta a la competitividad, los datos son más ambiguos. Por un lado, se han constatado algunos avances en la recuperación de la competitividad interna, y el fuerte crecimiento de las exportaciones españolas solo es comparable al de Alemania, pero España sigue adoleciendo de un déficit crónico en la balanza comercial.

Principios básicos de la reforma económica en España y la Unión Europea

Desde 2010, el Gobierno español se ha marcado tres objetivos prioritarios como respuesta a la crisis económica y financiera, en el contexto más

amplio de las tensiones contractivas registradas en la Unión Europea (UE) y a nivel mundial:

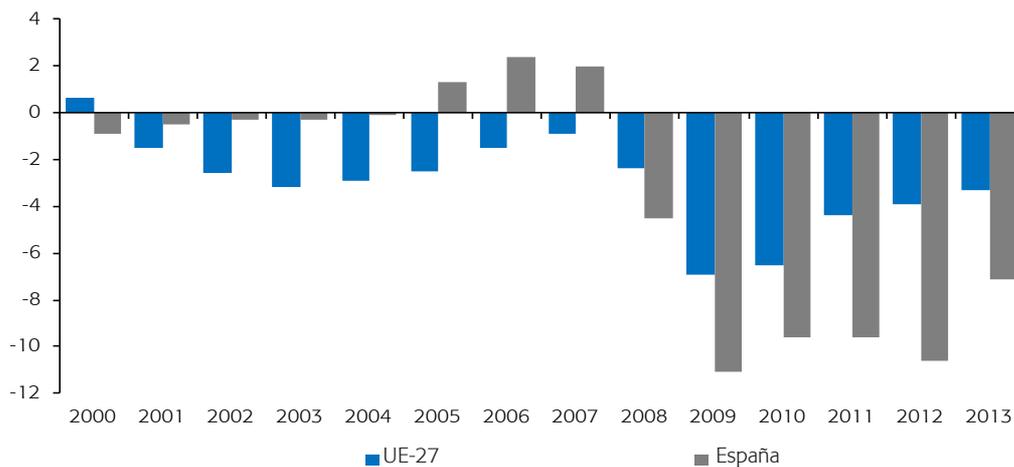
- Ajuste presupuestario y medidas de consolidación fiscal
- Reformas estructurales para impulsar la competitividad
- Estabilidad financiera y recapitalización bancaria

* ESCI - Universitat Pompeu Fabra y PPSRC, IESE Business School.

Gráfico 1

Capacidad (+) / necesidad (-) neta de financiación de las Administraciones Públicas (según PDE)

(porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Pese a su distinta afiliación política, los dos últimos partidos que han ejercido el gobierno de la nación han compartido estos tres principios de política económica (para documentos oficiales, véase Gobierno de España, 2011 y 2012). Además, dichas líneas de actuación se corresponden ampliamente con los principios generales aplicados por la UE a la hora de afrontar la crisis (véase Consejo de Europa, 2012).

El objetivo de este artículo es evaluar brevemente los resultados de las principales reformas económicas implementadas en España desde 2010 y compararlos con los de las otras tres mayores economías de la zona del euro (Alemania, Francia e Italia). En dicho ejercicio, parece natural y pertinente evaluar el resultado de las políticas económicas con respecto a estas grandes prioridades de política general. El presente artículo se centra en los dos primeros elementos.

Consolidación fiscal

Las finanzas públicas españolas se han deteriorado de forma significativa a consecuencia de la crisis.

En términos de flujos, el sector público ha incurrido en déficits todos los años desde 2008. El déficit público español se está reduciendo paulatinamente, aunque a un ritmo mucho más lento que el del conjunto de la Unión Europea (gráfico 1). En particular, la media del déficit público durante el periodo 2010-2013 representó el 9,2% del PIB en España, más del doble de la cifra para el conjunto de la UE-27 (del 4,5% del PIB del bloque).

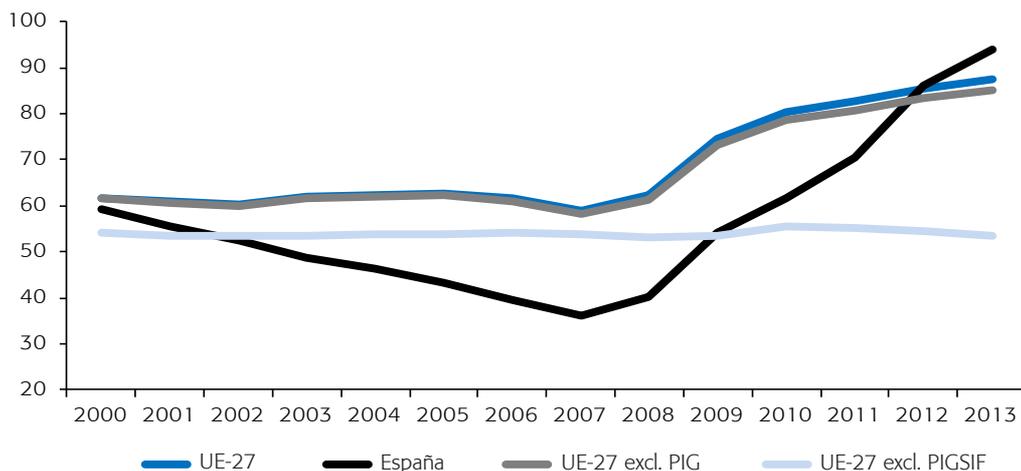
Como resultado, en términos de *stock*, la deuda pública de España ha descrito una rápida trayectoria al alza desde 2007, en tanto que la deuda de la UE como bloque parecía iniciar una fase de estabilización. Considerando únicamente la deuda incluida en el criterio contable del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), la deuda española tocó techo en el 93,9% del PIB en 2013. Esto representa un incremento de más de 32 puntos porcentuales desde el nivel de 2010. En cambio, la deuda agregada de los países de la UE-27 se ha estabilizado, y solo aumentó 7 puntos porcentuales durante el mismo periodo (gráfico 2).

El argumento a favor de la estabilización de la deuda pública de la UE cobra incluso más peso si

Gráfico 2

Deuda de las Administraciones Públicas (según PDE) en distintos grupos de países de la UE

(porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

consideramos los diferentes subgrupos que componen el “núcleo” de países de la UE. En primer lugar, si excluimos del perímetro de la UE a los países que han recibido asistencia financiera a través de Programas de Ajuste Económico –Grecia, Irlanda y Portugal–, la deuda de los 24 países de la UE restantes se ha incrementado en 6,5 puntos porcentuales en el periodo 2010-2013. En segundo lugar, si además de esos tres países con programas, excluimos a los tres países grandes con un mayor desequilibrio en sus finanzas públicas (España, Italia y Francia), la deuda total del grupo de 21 países restantes muestra una extraordinaria estabilidad a lo largo del tiempo en un torno a un nivel del 55% del PIB (véase gráfico 2).

La falta de convergencia de España con la trayectoria de estabilización de la deuda de la UE no es el único aspecto preocupante del proceso de ajuste presupuestario en España. Otro tema delicado que suele pasar inadvertido es la proporción cada vez mayor del endeudamiento público español que figura excluida del criterio del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). Conforme a la definición del PDE, la deuda de aquellas entidades del sector público que se financian principalmente por sus propias ventas o que no desarrollan una función gubernamental no forma

parte de la cifra de deuda pública de las Administraciones Públicas.

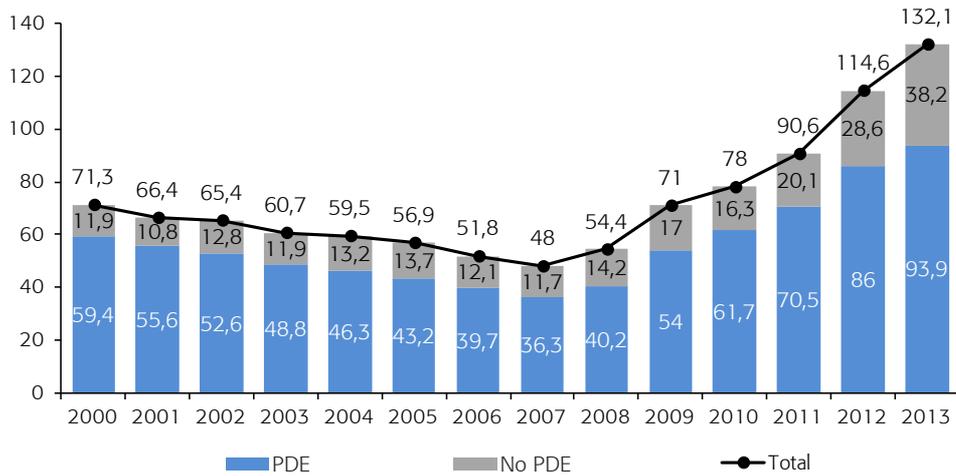
La falta de convergencia de España con la trayectoria de estabilización de la deuda de la UE no es el único aspecto preocupante del proceso de ajuste presupuestario en España. Otro tema delicado que suele pasar inadvertido es la proporción cada vez mayor del endeudamiento público español que figura excluida del criterio del Procedimiento de déficit Excesivo (PDE).

La proporción de la deuda pública excluida del PDE en España solía oscilar ligeramente en torno al 12% del PIB hasta 2007 (gráfico 3). Sin embargo, desde 2008 este componente del endeudamiento público ha ido en aumento hasta tocar techo en el 38,2% en 2013. Este hecho produce inquietud, pues podría estar reflejando que los diferentes niveles de gobierno en España (central, regional, local) están transfiriendo deuda hacia entidades y agencias públicas que quedan fuera del perímetro del PDE pero que, con base en parámetros históricos, debería computarse como parte de la deuda a efectos del PDE.

Gráfico 3

Deuda pública de España incluida y excluida del PDE, y total

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

Competitividad y reformas estructurales**Competitividad interna**

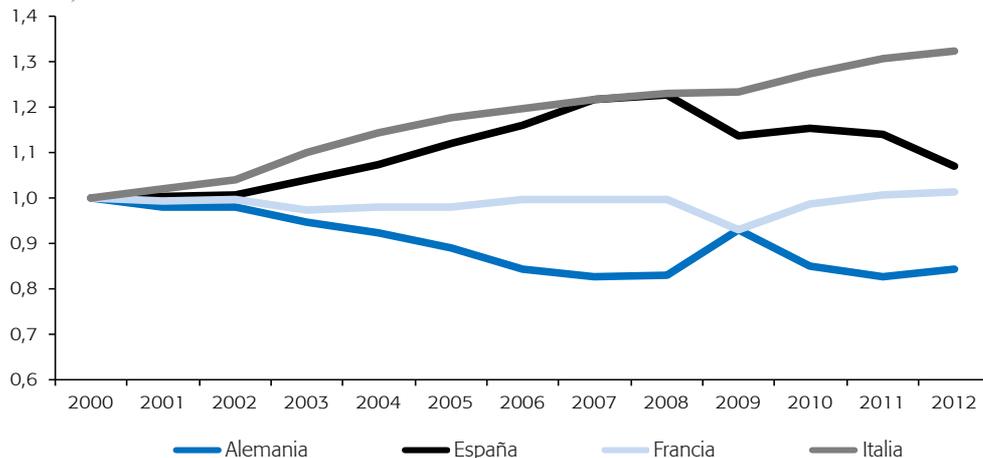
El principal indicador macro de competitividad interna (precios y costes), el tipo de cambio efectivo real (TCER) deflactado por los costes laborales

unitarios (CLU), ha mejorado significativamente en España entre 2008 y 2012 (según los últimos datos disponibles). En el gráfico 4 se representa esta medición para cada una de las cuatro mayores economías de la zona euro, comparándola con el resto de países participantes de la moneda única y en términos relativos respecto a 2000. Como es bien sabido, un aumento del TCER implica que los

Gráfico 4

Tipo de cambio efectivo real frente al resto de países del euro, deflactado por coste salarial nominal unitario en sector manufacturero

(índice 2000 = 1)



Fuente: Comisión Europea (Ecofin).

productos nacionales se vuelven más caros, lo que equivale a una pérdida de competitividad de ese país frente a los países de referencia.

Las condiciones de competitividad de precios y costes en España e Italia se deterioraron de forma drástica entre 2000 y 2008. Ambos países experimentaron una pérdida de competitividad acumulada (esto es, una apreciación del TCER) del 25% durante este periodo debido a unas menores ganancias de productividad y mayores incrementos salariales y de márgenes que en el resto de la zona del euro. Sin embargo, las trayectorias descritas por ambos países desde entonces han sido opuestas: mientras Italia siguió perdiendo competitividad y registró una apreciación récord del TCER de más del 30% hasta 2012, España ha recuperado más de dos tercios de la pérdida de competitividad, y para 2012 la apreciación del TCER era inferior al 8%.

Una parte sustancial del retroceso en competitividad en España estuvo causada por la masiva destrucción de empleo que tuvo lugar en el país. La tasa de paro en España aumentó desde el 8% a comienzos de 2008 hasta el 26% a finales de 2013 (véase Laborda y Fernández 2014 para una revisión reciente de los principales acontecimientos y perspectivas económicas en España).

Competitividad exterior

Las exportaciones españolas de bienes y servicios han crecido desde 2000, y también desde 2009,

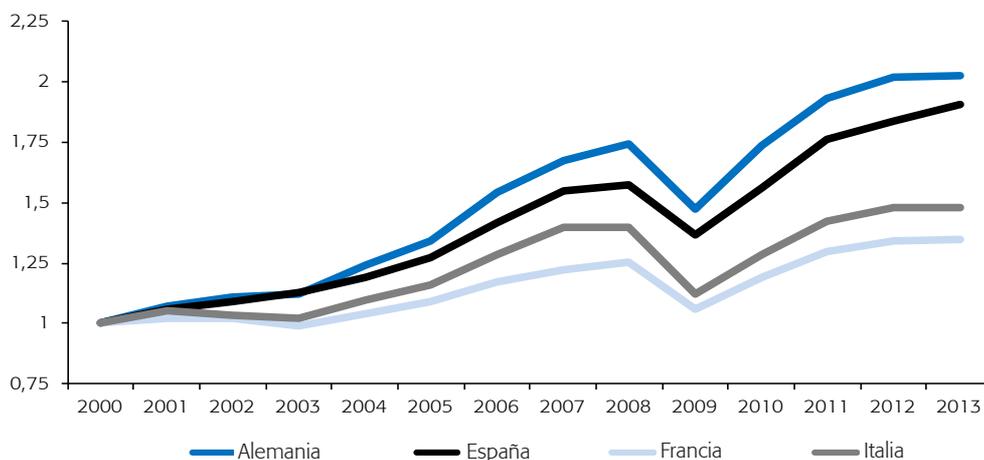
En euros corrientes, las exportaciones españolas casi se han duplicado durante este periodo de 14 años. Esto es aplicable tanto a las exportaciones totales (incluidos los servicios, y por tanto, los ingresos por turismo en España) como a las exportaciones de bienes, lo que apunta a que España cuenta con un sector comercializable con bases sólidas y en expansión.

a un ritmo solo comparable al de Alemania dentro del grupo de las cuatro mayores economías de la UE. En euros corrientes, las exportaciones españolas casi se han duplicado durante este periodo de 14 años. Esto es aplicable tanto a las exportaciones totales (incluidos los servicios y, por tanto, los ingresos por turismo en España) como a las exportaciones de bienes (gráfico 5), lo que apunta a que España cuenta con un sector comercializable con bases sólidas y en expansión. Esta observación es relevante porque el sector comercializable de una economía suele considerarse superior, en cuanto a competitividad, al sector no comercializable, pues se enfrenta a una competencia más intensa por parte de las empresas extranjeras.

Gráfico 5

Exportaciones de bienes a precios corrientes

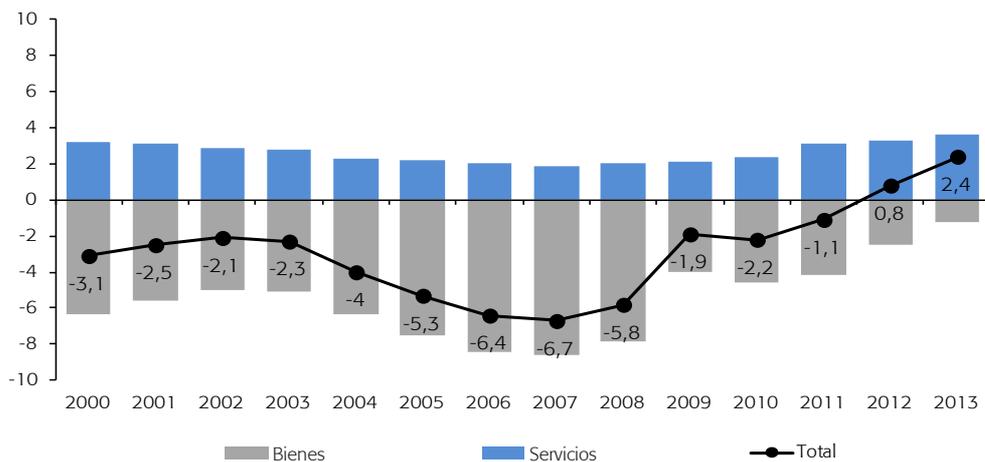
(Índice 2000 = 1)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 6

Saldo total exterior (exportaciones netas) de España, según clase de partida (porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat

Pese a este excelente comportamiento de las exportaciones, conviene hacer tres salvedades sobre la competitividad exterior de España.

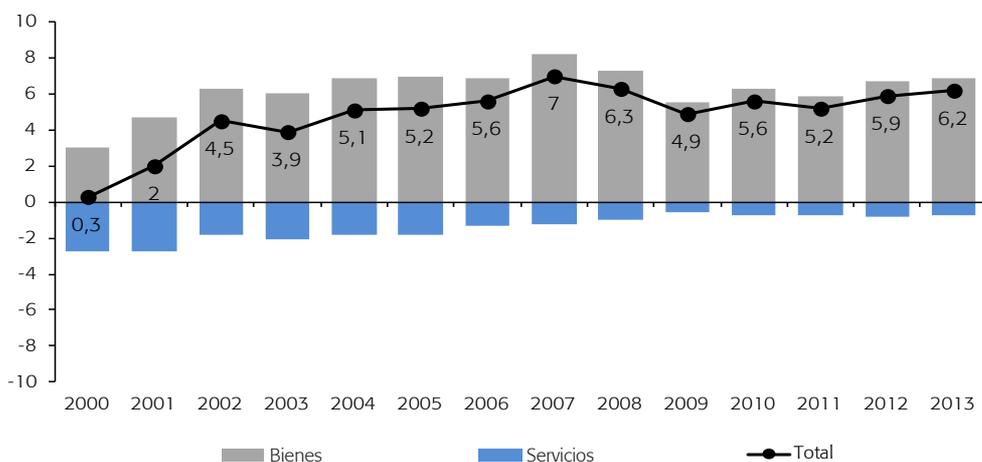
En primer lugar, siguiendo el reciente trabajo de Myro (2013), la internacionalización de la economía española adolece de tres tipos de debilidades estructurales: a) la producción en España está sesgada hacia manufacturas con baja intensidad tecnológica; b) el tejido empresarial está dominado de forma desproporcionada por empresas

pequeñas; y c) la estructura geográfica por destino de las exportaciones, y de las actividades internacionales en general, sigue estando muy concentrada dentro de la UE.

En segundo lugar, otro punto débil importante de la competitividad exterior de España es el déficit crónico de la balanza comercial, el cual es compensado de forma recurrente por superávits en la balanza de servicios. En los gráficos 6 y 7 se representan las exportaciones netas (expорта-

Gráfico 7

Saldo total exterior (exportaciones netas) de Alemania, según clase de partida (porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

ciones menos importaciones) de bienes, servicios y totales, como porcentaje del PIB, de España y Alemania, respectivamente. El gráfico 6 muestra que, aunque el saldo exterior total de España ha mejorado notablemente desde 2009, el saldo de la balanza comercial se ha mantenido sistemáticamente en déficit. Este patrón estructural es exactamente el opuesto en el caso de Alemania (gráfico 7).

En tercer lugar, el tipo de cambio efectivo real (TCER), deflactado por los precios de las exportaciones de bienes y servicios, ha seguido una continua pauta al alza en Italia y España entre 2000 y 2012, que se ha traducido en una apreciación del 10%. En cambio, los precios de las exportaciones de los productos y servicios franceses, y sobre todo alemanes, han experimentado un descenso durante ese periodo (gráfico 8). La interpretación de este hecho es bastante abierta y, en cualquier caso, dicha tendencia queda mejor explicada si se compara con los datos representados en los gráficos 4 y 5.

Al comparar ambos TCER, es decir, el ajustado por el coste salarial nominal unitario del sector manufacturero y el deflactado por los precios de las exportaciones, la idea que se obtiene es que la

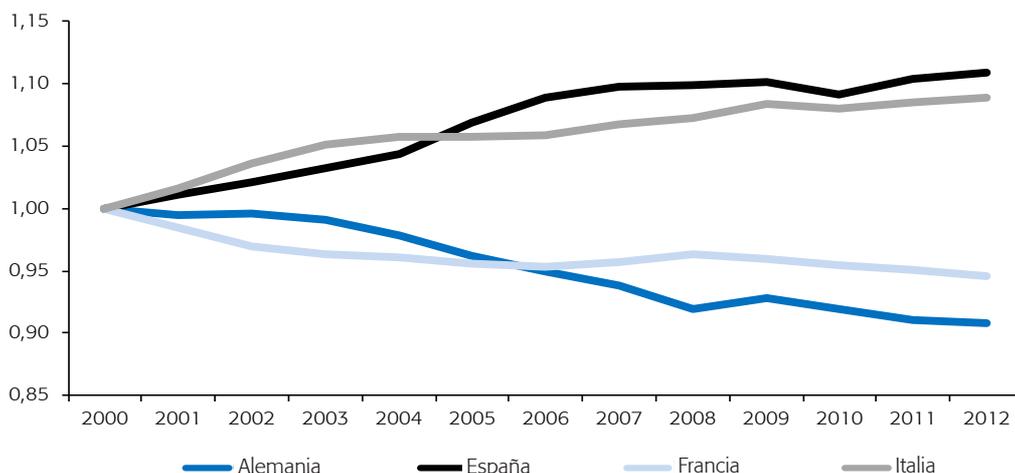
contracción interna de los costes que se ha producido en España no se ha transmitido a los bienes y servicios vendidos en los mercados exteriores. Cuando se comparan los precios de las exportaciones y el desempeño del sector exterior, es llamativo que, si bien tanto los productos italianos como los españoles parecen encarecerse en el tiempo, las exportaciones españolas han crecido el doble que las italianas en el periodo 2000-2013.

La combinación de estas dos interpretaciones parece indicar que se está produciendo cierto "aumento de la calidad" en los productos de exportación españoles. Aunque los costes salariales internos de la economía española llevan descendiendo sostenidamente desde 2008, los precios de los productos que el país vende al mundo, en términos relativos con el resto de países de la zona del euro, no lo han hecho. Una posible razón para ello es que los bienes y servicios españoles ofrecen (de forma real o percibida) un mayor valor añadido a los mercados exteriores, mediante varios argumentos de diferenciación vertical: mejor calidad del producto, diseño innovador, mayor gama, un servicio postventa más completo, etc. La relevancia de este "aumento de la calidad" está bien documentada en la literatura como un factor de gran poder explicativo para el

Gráfico 8

Tipo de cambio efectivo real frente al resto de países del euro – deflactor de precios, exportaciones de bienes y servicios

(índice 2000 = 1)



Fuente: Comisión Europea (Ecofin).

comercio y la competitividad (Schott, 2004). No obstante, la evidencia en España es aún escasa y parcial (Cuadras *et al.*, 2009 y Gordo y Tello, 2011 son dos de los pocos trabajos que calculan algunas estimaciones), lo que hace difícil llegar a una conclusión fundada a este respecto. La potencial importancia de esta tendencia requiere sin duda trabajo y análisis adicional.

Aunque los costes salariales internos de la economía española llevan descendiendo sostenidamente desde 2008, los precios de los productos que el país vende al mundo, en términos relativos con el resto de países de la zona euro, no lo han hecho. Una posible razón para ello es que los bienes y servicios españoles ofrecen (de forma real o percibida) un mayor valor añadido a los mercados exteriores.

Estabilidad y reforma financiera

En lo que se refiere a la reforma, reestructuración y recapitalización del sistema financiero, la evidencia disponible sugiere que España ha acometido un proceso más profundo y rápido que el resto de países de la UE. Este tema excede del ámbito del presente trabajo y pueden consultarse análisis monográficos recientes en Carbó y Rodríguez Fernández (2014a y 2014b).

Conclusiones

Tres han sido fundamentalmente los grandes ejes de política en torno a los que se ha articulado la respuesta a la crisis, tanto en España como en otros países: consolidación fiscal, reformas estructurales dirigidas a mejorar la competitividad, y reformas y recapitalización del sistema financiero. Este artículo se centra en los dos primeros y analiza en qué grado los principales indicadores macro reflejan los resultados perseguidos con las reformas adoptadas, comparando dichos datos con los de las otras tres grandes economías de la zona del euro (Alemania, Francia e Italia).

En cuanto a las finanzas públicas, la evolución de la economía española ha sido bastante discreta. No solo la deuda pública de España sigue aumentando y es probable que llegue a duplicar, en el futuro cercano, la de los países del “núcleo” de la UE, que se ha mantenido extraordinariamente estable en el 55% del PIB durante los 15 últimos años, sino que a este hecho se añade otro muy preocupante, cual es que el endeudamiento público que no figura contabilizado bajo la definición del Procedimiento de Déficit Excesivo se ha triplicado en comparación con los niveles previos a la crisis, rondando ya el 40% del PIB.

En lo que respecta a la competitividad, los datos son más ambiguos. Por un lado, se ha producido desde 2008 una mejora patente y distintiva de los CLU en España como consecuencia de la masiva pérdida de empleo. Además, las exportaciones españolas son las únicas de todos los países del euro que crecen a un ritmo similar a las de Alemania. Por último, una nota ambivalente para concluir: los precios de los bienes y servicios vendidos por las empresas españolas en el exterior están aumentando gradualmente en términos relativos frente al resto de países de la zona del euro.

Referencias

- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2014a), “Spanish banks: Boosting Solvency and performance ahead of the comprehensive assessment”, *SEFO* Vol. 3, Nº 2.
- (2014b), “Has bank restructuring in Spain and Europe paid off?”, *SEFO* Vol. 3, Nº 3.
- CONSEJO DE EUROPA (2012), “Towards a Genuine Economic and Monetary Union”, EUCO 120/12.
- CUADRAS, X.; PUIG J., y XIFRÉ, R. (2009), *Competitividad y Evolución de la Balanza por cuenta corriente*, Consejo Económico y Social.
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2011), 2011 *National Reform Programme*, http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nrp/nrp_spain_es.pdf
- (2012), *Un año de Gobierno. Un año de reformas*, <http://www.lamoncloa.gob.es/documents/reformasgobierno.pdf>

- GORDO, E. y TELLO, P. (2011), "Diversificación, precios y calidad de las exportaciones españolas: una comparación a nivel europeo", *Cuadernos Económicos del ICE*, N° 82.
- LABORDA, A. y FERNÁNDEZ, M. J. (2014), "Spain's economic recovery is gaining strength, but remains sluggish", *SEFO* Vol. 3, N° 2.
- MYRO, R. (2013), "La política de internacionalización de la empresa española", *Economía Industrial*, N° 387 (2013): 119-130.
- SCHOTT, P.K. (2004), "Across-product versus within-product specialization in International Trade", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 119.

Impulsar el crédito y la calidad de los activos bancarios al mismo tiempo: un análisis del caso español

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

El BCE asumirá su papel como supervisor único en noviembre en un momento en el que sus acciones como autoridad monetaria están siendo especialmente relevantes. Se han superpuesto dos objetivos de política relativamente difíciles de conciliar. Por un lado, el BCE promoverá la solvencia bancaria y llevará a cabo los test de estrés y análisis de la calidad de los activos. Por otro lado, se está tratando de estimular el crédito, entre otras cosas, mediante operaciones programadas de refinanciación a largo plazo (TLTRO) y con un programa de compra de activos titulizados. El caso español es especialmente interesante en este contexto tras la reestructuración bancaria y recapitalización de los últimos años. Estas podrían favorecer el uso del mecanismo de TLTRO pero, al mismo tiempo, el desempleo sigue siendo alto en España y existe incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica en toda la eurozona. Estos factores pueden afectar la calidad de la demanda de préstamos.

Las estimaciones sobre el uso de los TLTRO por bancos españoles oscilan entre 30.000 y 50.000 millones de euros hasta diciembre de 2014. Sin embargo, en España y en otros países, el uso de la facilidad y la transmisión efectiva de esta liquidez a la economía real serían más significativos si se estableciera algún mecanismo de distribución de riesgos entre el BCE, los bancos y los gobiernos nacionales. El propio BCE ha sugerido que esa diversificación de riesgos es esencial. En cuanto al programa de compra de activos, un 13,81% del valor vivo de las titulaciones respaldadas por hipotecas (RMBS) fue emitido por los bancos españoles y el potencial de generación de liquidez puede ser más importante de lo previsto inicialmente. Sin embargo, también puede producir una redistribución desigual de los riesgos en la zona del euro y, por lo tanto, algún mecanismo de distribución de ese riesgo también podría ayudar en este caso.

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

La superposición de objetivos de política

El otoño de 2014 representa un punto de inflexión para el sector bancario europeo. Se completarán los requisitos de información para la evaluación integral del Banco Central Europeo (BCE) de los bancos de la zona del euro. Una primera referencia serán los test de estrés coordinados por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). Los resultados se presentarán en la segunda mitad de octubre antes de la evaluación completa que se llevará a cabo por el supervisor único en noviembre. Al mismo tiempo, la economía europea siguen mostrando signos de debilidad y la inflación se mantiene demasiado baja. Estas circunstancias han movido al BCE a actuar como autoridad monetaria y combinar acciones estándar y extraordinarias encaminadas tanto a elevar los precios como a estimular el crédito bancario.

Por lo tanto hay dos caras del BCE como supervisor único y autoridad monetaria que han causado la superposición de dos objetivos de política relativamente difíciles de conciliar. Por un lado, el BCE promoverá la solvencia de los bancos que, en términos prácticos, debería acelerar el desapalancamiento y, por lo tanto, reducir los balances de los bancos. Por otro lado, las condiciones de crédito más favorables creadas con las recientes acciones de política monetaria –incluyendo las operaciones de refinanciación a largo plazo dirigidas (TLTRO) diseñados específicamente para impulsar el crédito bancario al sector privado– también se llevará a cabo. Esto crea un marco de análisis sin precedentes de considerable interés.

España es un buen laboratorio para explorar los resultados de estas acciones, por varios motivos. En primer lugar, es un país donde el desempleo sigue siendo alto y esto crea problemas para la concesión de préstamos, tanto por el lado de la oferta –requerimientos para prevenir el riesgo– como por el de la demanda –porque los solicitantes solventes no son abundantes–. En segundo lugar, la economía española se encuentra actualmente en un proceso de recuperación económica, precisamente cuando la mayoría de los otros grandes

miembros de la moneda única están mostrando debilidades en el crecimiento del PIB y están poniendo a toda la zona del euro riesgo de incurrir en una tercera recesión. En tercer lugar, España ha completado recientemente la implementación de una serie de acciones de resolución en materia de reestructuración bancaria y recapitalización, y algunos de ellas incluyen algunos objetivos de largo plazo que también se superponen con los dos objetivos de la política del BCE anteriormente mencionados. Entre otras cosas, la privatización de los bancos que recibieron ayudas públicas y las transacciones de la compañía de gestión de activos creada para hacer frente a los préstamos bancarios y los activos problemáticos (SAREB).

En este artículo se pasa revista a estas tendencias. En primer lugar, se analiza el reciente desarrollo en el proceso de reestructuración del sector bancario español. Prosigue un análisis de los últimos acontecimientos relativos a los test de estrés de EBA-BCE y la situación del sector bancario español en términos de desapalancamiento, solvencia y rentabilidad. También se analiza la primera TLTRO realizada por el BCE en septiembre y se trata de evaluar cómo esta acción podría afectar al crecimiento del crédito de los bancos españoles. Por último, también se estudia el impacto potencial del programa de compra de activos del BCE en un país como España, donde algunos de los valores a los que va dirigidos son particularmente relevantes.

Desarrollos recientes en la reestructuración del sector bancario español

Las obligaciones pendientes del proceso de reestructuración del sector bancario español incluyen la privatización de los bancos nacionalizados, donde el fondo de resolución español (FROB) todavía tiene una participación mayoritaria. Este fue el caso de la venta de Catalunya Banc, una decisión que fue adoptada el 21 de julio de 2014. La Comisión Rectora del FROB, tras estudiar las ofertas vinculantes recibidas en el proceso de venta de Catalunya Banc, decidió otorgar esta institución a

BBVA. La oferta de BBVA fue de 1.180 millones de euros por el 100% del capital de Catalunya Banc. La oferta prevé la posibilidad de limitar la cesión al 98,4% de las acciones, que son los que corresponden al FROB y al Fondo de Garantía de Depósitos, siendo el precio debidamente ajustado.

El FROB dejó claro que no se proporcionaron “garantías especiales” a BBVA con esta venta. En particular, se señala que “los términos del acuerdo de venta observaron esencialmente el paquete de garantías básicas ofrecidas por el FROB en el proceso, que no incluye la concesión de un esquema de protección de activos”.

La oferta de BBVA superó los umbrales establecidos por el FROB para la venta. Como consecuencia, no fue necesaria una segunda ronda de ofertas por parte de los inversores interesados. El FROB también indicó que la venta fue aprobada siguiendo las condiciones acordadas con las autoridades europeas. En particular, la nota difundida mencionaba que “los objetivos y principios de la reestructuración y resolución de las entidades de crédito establecidas por las autoridades nacionales y europeas, y fijadas para minimizar las ayudas de Estado, han sido observadas. A su vez, la estabilidad del sistema financiero en su conjunto está asegurada”.

En cuanto a otros desarrollos relevantes en este contexto, el FROB también ha confirmado que una nueva ronda de colocación de participaciones para la privatización parcial de otro de los bancos de propiedad estatal, Bankia, que se llevará a cabo en octubre.

Avance de los test de estrés y situación del sector bancario español

Un primer reto para los bancos de la zona del euro este otoño serán las pruebas de esfuerzo coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) que anteceden a la revisión de la calidad de activos (AQR, por sus siglas en inglés) que será realizada por el BCE en noviembre.

El 8 de agosto de 2014, el BCE publicó un manual que detalla cómo va a incorporar los resultados de las pruebas de esfuerzo dentro de las proyecciones de los AQR. Se describe también el proceso técnico para desarrollar esas pruebas de esfuerzo que, según el BCE “es vital para asegurar que el ejercicio sea robusto y creíble”. La evaluación integral del BCE se diferencia de los ejercicios de los test de estrés en que comprende una exhaustiva revisión de la calidad de los activos.

La garantía de la calidad de las pruebas se centra en obtener resultados que sean “precisos, coherentes y creíbles”, según indica el propio BCE. Esto implica diversos procesos de gestión de información relativamente complejos. En particular, se realizarán varios controles de calidad en cooperación con las autoridades nacionales. Los bancos pueden ser obligados a proporcionar información adicional como parte de un enfoque de “cumplir o explicar”. El manual subraya que el impacto de la AQR en los cálculos de los test de estrés funciona a través de múltiples canales. Por ejemplo, los resultados de las carteras examinadas en el AQR se utilizará para determinar el punto de partida de las pruebas de esfuerzo. De forma importante, el BCE señaló que esto puede incluso dar lugar a un ajuste del balance de 2013 en algunas entidades financieras.

Además, cuando la evidencia de la AQR sea que un banco tiene provisiones insuficientes, esto se reflejará en los ajustes de simulación de pérdidas proyectadas del banco en 2014, 2015 y 2016, tanto para el escenario base como para los escenarios adversos de las pruebas de esfuerzo. Además, tendrá un impacto en las ganancias y pérdidas simuladas en esos escenarios. También se confirmó que los resultados finales de las pruebas de esfuerzo se publicarán en la segunda mitad de octubre.

Asimismo, el 20 de agosto de 2014, la EBA publicó las plantillas finales de los test de estrés, que muestra el tipo y el formato de los datos que se proporcionarán por parte de cada banco. El nivel de detalle de las plantillas es alta por lo que la EBA señaló que, “en su papel de coordinador

de las pruebas de esfuerzo, se va a publicar hasta 12.000 puntos de datos por banco”.

Entre la información requerida a los bancos por la EBA, las plantillas incluyen la composición del capital, los activos ponderados por riesgo (RWA, por

Por primera vez, la EBA revelará de forma ilustrativa y completa la composición de la ratio de capital Common Equity Tier 1 (CET1) para cada banco, definido según las recientes directivas de la UE a tal efecto (CRR / CRD4).

sus siglas en inglés), las pérdidas y ganancias y la exposición a la deuda soberana, el riesgo de crédito y la titulización. Es importante destacar que, por primera vez, la EBA revelará de forma ilustrativa y completa la composición de la ratio de capital *Common Equity Tier 1* (CET1) para cada banco, definido según las recientes directivas de la UE a tal efecto (CRR / CRD4). El marco temporal de la prueba de esfuerzo va desde 2013 a 2016.

¿Cómo se están preparando los bancos españoles para las pruebas de esfuerzo y los AQR? Como se ha señalado en anteriores ediciones de *Cuadernos de Información Económica*, el proceso de reestructuración y recapitalización ha sido particularmente intenso en España y ha contado con la supervisión de las autoridades de la UE, incluyendo ya exámenes de calidad de activos y pruebas de esfuerzo. Esto ha creado la expectativa de que los bancos españoles estarán preparados para afrontar estas evaluaciones en condiciones particularmente adecuadas. Sin embargo, esto no implica garantía alguna o que no se haya realizado o tenga que realizarse un esfuerzo considerable. La lista final de “entidades de crédito significativas” que estarán sujetos a la AQR y a los tests de estrés fue publicada por el BCE el 4 de septiembre e incluye quince instituciones españolas (véase el cuadro 1).

Una primera forma casi natural con que los bancos españoles afrontan el reto del escrutinio regulatorio es una combinación de desapalancamiento de activos y aumento de capital. Esto se ilustra en el gráfico 1. En particular, los activos del sector bancario español han caído recientemente,

Cuadro 1

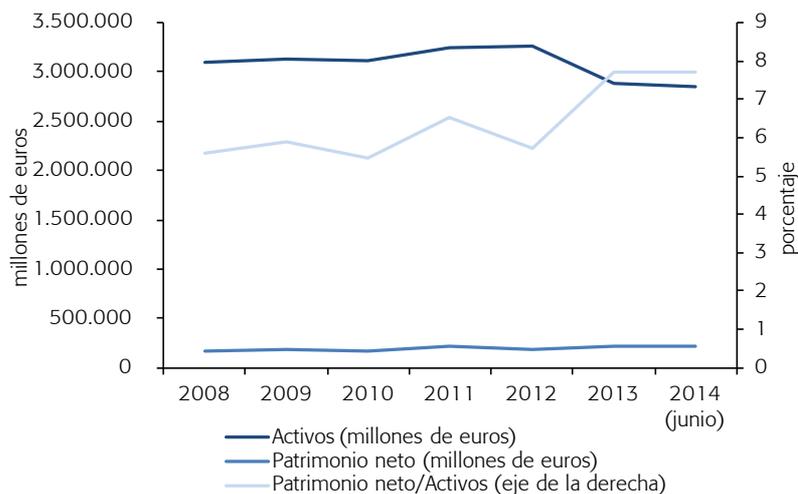
Lista de instituciones de crédito significativas españolas para la evaluación exhaustiva del BCE

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A Dimensión (activos totales EUR 500-1.000 bn)
Banco de Sabadell, S.A. Dimensión (activos totales EUR 150-300 bn)
Banco Financiero y de Ahorros, S.A. Dimensión (activos totales EUR 150-300 bn)
Banco Mare Nostrum, S.A. Dimensión (activos totales EUR 50-75 bn)
Banco Popular Español, S.A. Dimensión (activos totales EUR 100-125 bn)
Banco Santander, S.A. Dimensión (activos totales alrededor de EUR 1.000 bn)
Bankinter, S.A. Dimensión (activos totales EUR 50-75 bn)
Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja Dimensión (activos totales EUR 50 -75 bn)
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, S.A. Dimensión (activos totales EUR 300-500 bn)
Banco de Crédito Social Cooperativo Dimensión (activos totales EUR 30-50 bn)
Catalunya Banc Dimensión (activos totales EUR 50-75 bn)
Kutxabank, S.A. Dimensión (activos totales EUR 50-75 bn)
Liberbank, S.A. Dimensión (activos totales EUR 30-50 bn)
BanESCO Holding Hispania Dimensión (activos totales EUR 50-75 bn)
Unicaja Banco, S.A. Dimensión (activos totales EUR 75-100 bn)

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 1

Activos y patrimonio neto en el sector bancario español



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

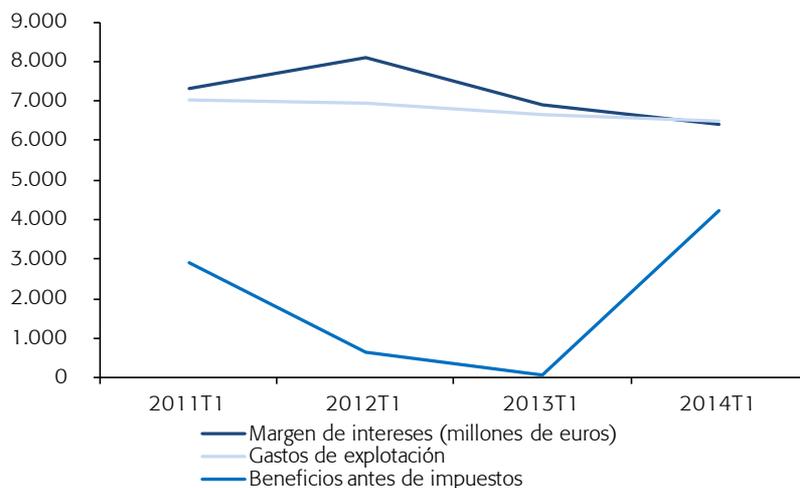
sobre todo desde la aplicación de los términos para el Memorando de Entendimiento firmado con las autoridades de la UE y que contiene las condiciones para la asistencia financiera al sector bancario español. Los activos totales se han reducido de 3,25 billones de euros en 2012 hasta 2,84 billones en junio de 2014. Esto representa una caída del 12,6% en dos años y medio. Sin embargo, los

fondos propios se han incrementado en un 17,1% en el mismo período, pasando de 186.800 millones de euros en 2012 hasta 218.701 millones de euros en junio de 2014. Considerando ambas tendencias –desapalancamiento y crecimiento de capital– se ha producido una mejora de la ratio de capital/activos desde el 5,7% en 2012 hasta el 7,7% en 2014.

Gráfico 2

Márgenes bancarios y beneficios de los bancos españoles

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

La presión para las entidades financieras no ha sido solo por la solvencia, sino también sobre los márgenes. Como muestra el gráfico 2, tomando el primer trimestre de 2014 como la referencia más reciente, el margen de intermediación ha caído un 21,1% desde el mismo trimestre de 2012 (de 8.100 a 6.400 millones de euros). Esto ha llevado a los bancos españoles a hacer un esfuerzo adicional en términos de mejora de la eficiencia, con una reducción de los gastos operativos de más de un 6% en el mismo período. Dado que la mayoría de las pérdidas relacionadas con los activos deteriorados ya se contabilizaron en 2012 y 2013 —y teniendo en cuenta las relativamente mejores condiciones de mercado en 2014— los bancos españoles han sido capaces de aumentar considerablemente sus beneficios. En particular los beneficios trimestrales antes de impuestos han crecido de 600 millones de euros en el primer trimestre de 2012 a 4.200 de millones en el primer trimestre de 2014.

Los datos sugieren que el sector bancario español ya ha pasado un punto de inflexión hacia la recuperación y está adecuadamente preparado para afrontar los retos regulatorios. Sin embargo, como se muestra en la siguiente sección, esto no implica una recuperación inmediata e intensa del crédito.

En conjunto, los datos sugieren que el sector bancario español ya ha pasado un punto de inflexión hacia la recuperación y está adecuadamente preparado para afrontar los retos regulatorios. Sin embargo, como se muestra en la siguiente sección, esto no implica una recuperación inmediata e intensa del crédito.

El TLTRO del BCE: ¿vuelve el crédito?

En esta sección se analiza el segundo objetivo de política mencionado al comienzo de este artículo: el relacionado con la promoción del crédito bancario como una herramienta para estimular el

crecimiento económico en Europa. Una primera decisión importante al respecto fue adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE el 5 de junio de 2014. Se anunciaron operaciones de financiación a largo plazo programadas al crédito (TLTRO). Como señaló el BCE, los TLTRO “están diseñados para mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria mediante el apoyo a los préstamos bancarios y a la economía real”.

El TLTRO funciona como una secuencia de programas vinculados. Los bancos inicialmente pueden pedir prestada una cantidad equivalente hasta un máximo de un 7% de una parte específica de sus préstamos en balance en dos operaciones en septiembre y diciembre de 2014. Las cantidades adicionales se pueden prestar en otros TLTRO, dependiendo de la evolución de su crédito en relación a los llamados “puntos de referencia” o *benchmark*. En particular, la dotación de endeudamiento adicional se limita a tres veces la diferencia entre la capacidad de financiación desde el 30 de abril de 2014 y el *benchmark* en el momento en que se haga la solicitud. Los *benchmark* se establecieron de la siguiente manera: para los bancos que exhiben una capacidad de financiación elegible positiva en el período de doce meses anterior a 30 de abril de 2014, los puntos de referencia se fijan siempre en cero. Para los bancos que mostraron una capacidad de financiación elegible negativa en el año anterior al 30 de abril de 2014, se aplican diferentes puntos de referencia. En primer lugar, la capacidad de financiación mensual media de cada banco en el año anterior a 30 de abril de 2014 se extrapola por 12 meses hasta el 30 de abril de 2015. En segundo lugar, para el año anterior a 30 de abril de 2015 y al del 30 de abril de 2016, la capacidad de financiación mensual de referencia se fija en cero.

La primera ronda de los TLTRO se produjo el 18 de septiembre de 2014. En total, los bancos de la zona del euro solicitaron 82.601 millones de euros. Se estima que los bancos españoles solicitaron alrededor de 15.000 millones de euros, lo que equivaldría a un 18% del total. Las cantidades solicitadas fueron algo menores de las estimadas

por la mayor parte de los analistas. La principal razón pudo ser, precisamente, la presión regulatoria anteriormente mencionada con las pruebas de esfuerzo y los AQR. Otro posible motivo es que el BCE va a lanzar un programa de compra de activos titulizados y muchas entidades pueden haber preferido esperar a conocer los detalles de ese programa antes de solicitar ahora más liquidez.

El segundo TLTRO se llevará a cabo el 11 de diciembre de 2014. Los TLTRO adicionales se llevarán a cabo en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2015 y en marzo y junio de 2016.

El TLTRO debería ayudar a los bancos españoles a consolidar el cambio hacia tasas de variación posi-

El TLTRO debería ayudar a los bancos españoles a consolidar el cambio hacia tasas de variación positivas del crédito y apoyar la recuperación de la financiación de la economía real, sobre todo en 2015.

tivas del crédito y apoyar la recuperación de la financiación de la economía real, sobre todo en 2015.

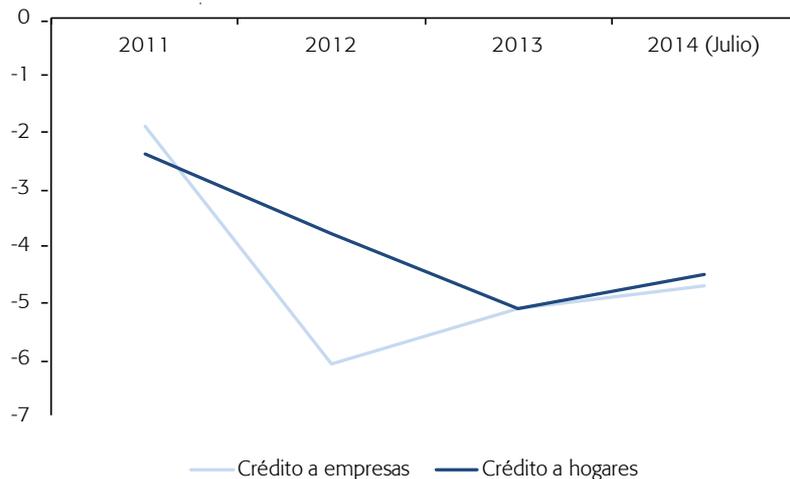
En cuanto a los resultados proyectados, una característica positiva de los TLTRO es que constituyen una forma sencilla y barata de acceder a la liquidez. Sin embargo, los riesgos siguen siendo altos y la demanda solvente es aún escasa, sobre todo en un país como España, con niveles altos y persistentes de desempleo. Hasta ahora, el único avance relativo en la financiación para el sector privado en el país ha sido la de lograr progresivamente las tasas de crecimiento anuales menos negativas (véase el gráfico 3), si bien el crecimiento del crédito todavía estaba en el terreno negativo en julio de 2014, último dato disponible.

Decisiones de política monetaria y el programa de compra de activos: oportunidades para los bancos españoles

El BCE adoptó decisiones adicionales relevantes el 4 de septiembre de 2014, también con consecuencias potenciales significativas para el crédito bancario. El Consejo de Gobierno decidió bajar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 10 puntos básicos, hasta el 0,05% y el tipo de la facilidad marginal

Gráfico 3

Financiación al sector privado en España. Tasa de crecimiento anual



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 2

Titulización en los mercados europeos. Saldo vivo (miles de millones de euros) a 2014T1

	ABS	CDO	CMBS	RMBS	SME
Francia	19,5	0,0	2,0	9,7	1,7
Alemania	36,3	1,8	9,5	14,8	3,0
Italia	47,7	1,7	10,1	81,5	27,7
Holanda	2,6	0,7	2,5	248,4	7,6
España	24,1	0,5	0,3	115,3	29,0
Reino Unido	34,1	12,5	57,6	231,9	5,9
Total Europeo	190,4	126,4	95,9	834,5	108,2

Fuente: The Association for Financial Markets in Europe (AFME) y elaboración propia.

de crédito en 10 puntos básicos, hasta el 0,30%. El tipo de interés de la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, hasta el -0.20%. Estas medidas hicieron el acceso a la liquidez incluso más barato y el tipo aún más negativo aplicado a la facilidad de depósitos puede contribuir a restablecer los mercados interbancarios en mayor medida.

Además, el Consejo de Gobierno decidió empezar a comprar activos del sector privado no financiero. En particular, la nota del BCE menciona la “compra de una amplia cartera de títulos respaldados por activos (ABS por sus siglas en inglés) simples y transparentes con activos subyacentes que consisten en deuda del sector privado no financiero de la zona del euro bajo el programa de compra de ABS (ABSPP). Esto refleja el papel del mercado de ABS en la facilitación de nuevos flujos de crédito a la economía y redundante en la intensificación de los trabajos preparatorios sobre esta materia, según lo decidido por el Consejo de Gobierno en junio. En paralelo, el Eurosistema también comprará una amplia cartera de bonos garantizados denominados en euros emitidos por las instituciones financieras domiciliadas en la zona del euro en un nuevo programa de adquisiciones de cédulas hipotecarias (CBPP3)”.

El programa de compra de activos comenzará en octubre de 2014 y los principales detalles están aún por revelar. En el lado positivo, las expectativas sobre el programa han mejorado con la

inclusión de los valores respaldados por hipotecas residenciales (RMBS) ya que es un mercado especialmente relevante por su tamaño. Como se muestra en el cuadro 2, España concentra 13,81% del saldo emitido en el mercado RMBS europeo aunque esto no significa que todas las emisiones estén en manos de entidades españolas. En cualquier caso, el tamaño del mercado de RMBS es suficientemente grande como para que el efecto del programa sea significativo. En cuanto a las dificultades, de lo que carece el programa –y el propio BCE lo reconoce– es de un mecanismo de reparto de riesgo entre el BCE y los gobiernos nacionales.

Valoración global

En general, parece que todos los objetivos de política que el BCE está tratando de lograr al mismo tiempo son compatibles, pero no deja de ser com-

La principal limitación son las condiciones de calidad de la demanda. Con el fin de resolver dicha limitación, sería necesario establecer un mecanismo de distribución de riesgos entre el BCE, los bancos y las autoridades fiscales en cada país de la zona del euro.

plicado que el mecanismo de transmisión pueda efectivamente estimular el crédito tanto como se pretende. La principal limitación son las condiciones

de calidad de la demanda. Con el fin de resolver dicha limitación, sería necesario establecer un mecanismo de distribución de riesgos entre el BCE, los bancos y las autoridades fiscales en cada país de la zona del euro.

En cualquier caso, puede esperarse también un efecto significativo de estas acciones de política monetaria. Diferentes estimaciones privadas apuntan a un endeudamiento de los bancos españoles de entre 30.000 y 50.000 miles de millones de

euros con el TLTRO (aunque la primera ronda ha dejado cantidades inferiores a las esperadas). Si un alto porcentaje de este endeudamiento es efectivamente transmitido a la economía real el efecto debe ser significativo en los próximos dos años, pero todavía es demasiado pronto para estimar los efectos a largo plazo. En cuanto al programa de compra de activos, también resulta prematuro establecer en qué medida el mecanismo tendrá un impacto considerable y este dependerá en gran medida de los detalles técnicos.

Distorsiones en las curvas de tipos de interés. El caso de la curva del Tesoro

David Cano y Miguel Arregui*

La Gran Recesión ha generado importantes distorsiones en la evolución de variables económicas. Adicionalmente, la reacción de las autoridades, especialmente las monetarias, ha alterado el comportamiento de las variables financieras, tanto los tipos de cambio como, sobre todo, los tipos de interés. La intención de este artículo es analizar alguno de los hechos más destacados, especialmente en las curvas de tipos de los tesoros nacionales, en particular, el español.

En las últimas décadas, la principal herramienta de los bancos centrales ha sido el tipo de interés aplicado a las entidades crediticias por la financiación prestada a muy corto plazo. En un entorno de déficit estructural de liquidez provocado por el coeficiente de caja, la base monetaria apenas variaba, por lo que, en la práctica, no ejercía su papel de herramienta de política monetaria. El sistema bancario se encargaba, mediante el multiplicador monetario y el tipo de interés a mayor plazo, de transmitir la política monetaria aumentando la oferta monetaria y alterando su coste. Pero los problemas de solvencia del sistema crediticio, tanto en EE.UU. como en la zona del euro y Reino Unido desde finales de 2008 han llevado a los bancos centrales, una vez agotado el margen de recorte en sus tipos de interés de intervención, a actuar sobre la base monetaria y a tratar de influir en los tipos de interés a más largo plazo.

Los tipos de interés a diez años, por debajo del crecimiento nominal. El caso de EE.UU. y de Alemania

Es abundante la literatura que avala la tesis de que el tipo de interés a largo plazo debe ser el resultado del crecimiento nominal del PIB, esto es, de la suma del crecimiento real más la inflación. A esta cifra se le deben añadir, en su caso, las

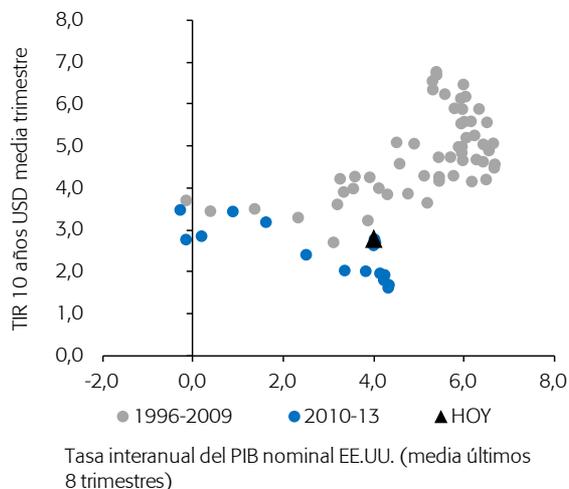
primas por riesgo, como puede ser la de liquidez pero, fundamentalmente la de crédito. Dado que el saldo vivo de las emisiones de los tesoros nacionales de los países desarrollados es muy elevado, en la determinación de su tipo de interés a 10 años se puede descartar la prima por liquidez. Y, hasta cierto punto, al menos en los Tesoros con elevada calidad crediticia, la de crédito. De esta forma, el tipo de interés a largo plazo debería coincidir con el crecimiento nominal del PIB. Y en gran

* A.F.I. - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

medida así ha sido hasta el inicio de la Gran Recesión, tal y como se puede observar en los gráficos 1 y 2 (para EE.UU. y Alemania, respectivamente).

Gráfico 1

Crecimiento del PIB nominal y tipo de interés a 10 años en EE.UU.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

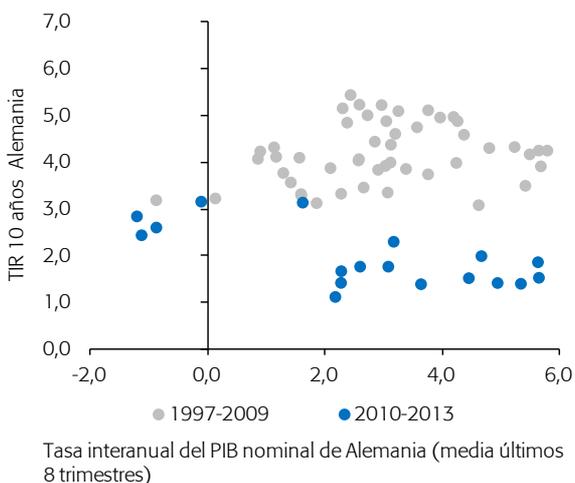
sido la compra directa de deuda (Reserva Federal, mediante el *Quantitative Easing*) o la inyección de liquidez a las entidades financieras destinada, en gran medida, a la adquisición de renta fija emitida por los Tesoros (BCE, con las LTRO a 3 años), han provocado una clara distorsión. Así se refleja en los dos gráficos: los puntos correspondientes a los últimos años están alejados de la recta de regresión, situándose claramente en niveles inferiores de TIR para un nivel de crecimiento nominal del PIB dado.

El activismo de los bancos centrales está condicionando el tramo largo de la curva de tipos de interés, ampliando de esta forma su ámbito de actuación, que hasta 2008 se había centrado en mayor medida en el tramo corto. Y es que la caída del multiplicador monetario y, con ella, las distorsiones en la transmisión de la política monetaria, está obligando a las autoridades monetarias a actuar sobre otras variables financieras (y no solo la curva de tipos, sino que sus actuaciones están afectando a las cotizaciones bursátiles), en lo que se ha convertido en el principal eje del debate sobre la actuación de los bancos centrales.

Sin embargo, desde 2008, el recurso a la política monetaria no convencional por parte de los bancos centrales, cuya principal herramienta ha

Gráfico 2

Crecimiento del PIB nominal y tipo de interés a 10 años en Alemania



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Tipos de interés negativos: ¿tiene sentido?

Pero no solo la actuación de los bancos centrales ha provocado una cesión de los tipos de interés nominales a largo plazo por debajo de lo que los fundamentales justifican, sino que se ha llegado a circunstancias extraordinarias como lo son los tipos de interés negativos. Una anomalía que obliga a revisar ciertas teorías y fundamentos económicos que suponían un mínimo en el 0,0%. Porque si en verano de 2012, es decir, en los momentos de más dudas sobre el mantenimiento de la zona del euro, podía justificarse unos tipos de interés negativos en las referencias de renta fija de Alemania por ser un claro activo refugio, en la situación actual, los tipos por debajo del 0% se observan en un buen número de emisores. Adicionalmente, coexisten con otro elemento diferencial: la facilidad marginal de depósito del BCE también está en negativo.

Cuadro 1

Tipos de interés de la deuda pública (datos a 28 de agosto de 2014)

(porcentaje)

	1A	2A	3A	4A
Alemania	-0,04	-0,04	-0,03	0,04
Irlanda	-0,12	-0,02	0,24	0,43
Austria	-0,02	-0,01	0,05	0,14
Bélgica	-0,01	0,00	0,05	0,15
Holanda	-0,03	-0,01	0,01	0,07
Finlandia	-0,13	-0,03	0,02	0,08
Dinamarca	-0,13	-0,01	0,00	0,00
Francia	-0,01	0,01	0,06	0,19
España	0,09	0,11	0,35	0,59
Italia	-0,02	0,44	0,00	1,03
Portugal	0,05	0,61	0,93	1,29

Fuente: Bloomberg.

Desde el pasado 6 de junio, el tipo de remuneración del BCE a esta ventanilla a través de la cual acepta fondos de las entidades financieras a un día es del -0,10% (en la última reunión lo ha vuelto a bajar al -0,20%), lo que sin duda ha distorsionado el tipo de interés a este plazo. Como se observa en el gráfico 3, el EONIA cotiza en la zona

del 0,0%, es decir, no ha caído a territorio negativo, como sí sucede con un buen número de referencias de deuda pública de emisores de la zona del euro (en el caso de Alemania, hasta el tramo a 3 años). El motivo de estos tipos de interés negativos, además de la abundante liquidez inyectada por el BCE, radica en las expectativas de reducida inflación en el corto plazo. Ya, no tanto, por el efecto refugio motivado por el riesgo de ruptura de la UME, ni por la incertidumbre económica, dado que las Bolsas han mostrado un claro comportamiento alcista en los últimos meses. Independientemente de las causas, se debe relajar aquel supuesto clásico de que los tipos de interés tienen una cota inferior que no se puede perder, el 0,0%.

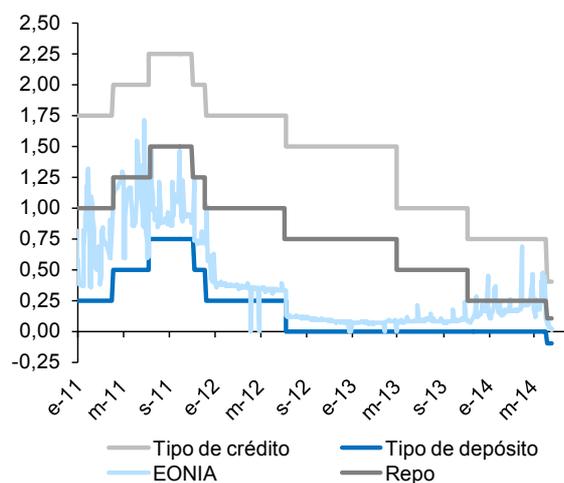
El caso español: cuando los tipos de interés y el saldo de deuda pública siguen caminos contrarios

Como es sabido, España, junto con el resto de países periféricos de la UME, experimentó un intenso proceso de elevación de los tipos de interés a partir de principios de 2010 (ver gráfico 4).

Gráfico 3

Tipos de interés de referencia del BCE y tipo EONIA

(porcentaje)

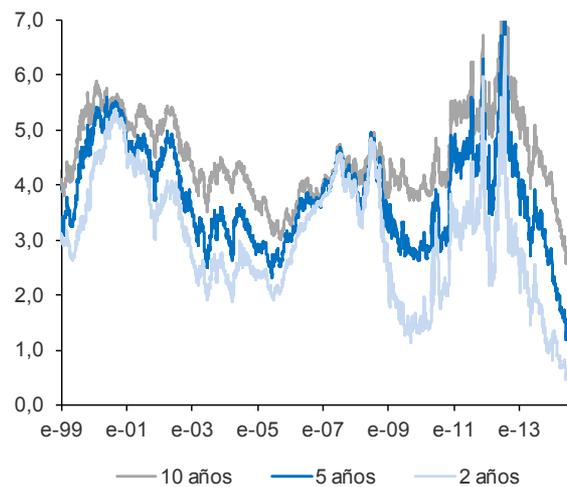


Fuente: BCE.

Gráfico 4

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de España a varios plazos

(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Si hasta entonces la Deuda Pública había servido de activo refugio ante las turbulencias en los mercados financieros derivadas de la Gran Recesión, el reconocimiento por parte de Grecia de una mayor deuda pública de la publicada hasta entonces activó la desconfianza de los inversores sobre las aquellas economías más vulnerables. Los posteriores rescates de Irlanda y Portugal intensificaron el repunte de los tipos de interés en un contexto de relajación de los niveles de rentabilidad de la deuda de países núcleo.

La tendencia alcista encontró un factor de impulso adicional en el reconocimiento de los problemas de solvencia de Bankia (mayo de 2012) y, adicionalmente, en las declaraciones por parte de algunas autoridades nacionales sobre la posibilidad de la salida de países de la eurozona. Todo ello, hasta la famosa intervención del presidente del BCE, Mario Draghi, el 23 de julio de 2012 (“todo lo que sea necesario”) y el anuncio, ya en septiembre de la OMT¹. Las señales del final de la recesión, las primeras evidencias de crecimiento del PIB y la mejora de las calificaciones crediticias han servido para permitir una relajación

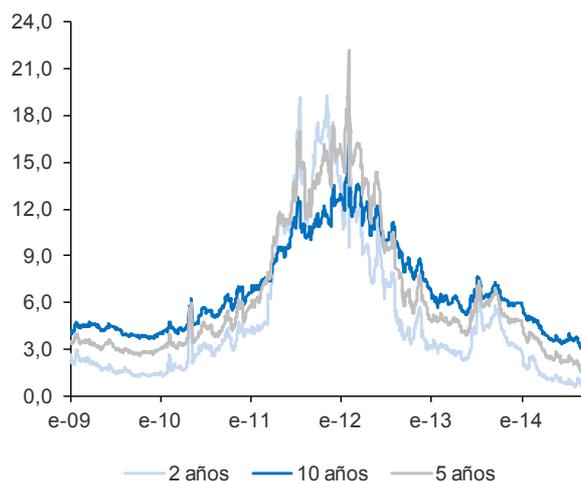
de los tipos de interés de los países periféricos que no puede describirse sino como extraordinaria recuperación, como no menos extraordinario fue el tensionamiento previo.

Y aquí encontramos una nueva evidencia que desafía algunas de las teorías básicas de la economía financiera: la relación entre el saldo vivo de la deuda y su tipo de interés. En el gráfico 6 se representan sendas variables para el caso del Tesoro español, constatándose cómo desde 2012 se ha roto la correlación positiva. Sin duda, las extraordinariamente laxas condiciones monetarias impuestas por el BCE, así como el aumento de la base monetaria, explican que a pesar de que la deuda pública se haya situado en el máximo histórico, el coste de financiación ha caído hasta un mínimo. La reducción del el temor a una ruptura de la UME y, más recientemente, las expectativas de crecimiento económico y, por tanto, la capacidad para estabilizar la ratio de deuda/PIB (todo ello reflejado en la prima por riesgo a 10 años con Alemania, ver gráfico 7), son las principales causas que explican ese ruptura de la tradicional correlación positiva entre el saldo de deuda viva y el coste de financiación.

Gráfico 5

Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Portugal a varios plazos

(porcentaje)

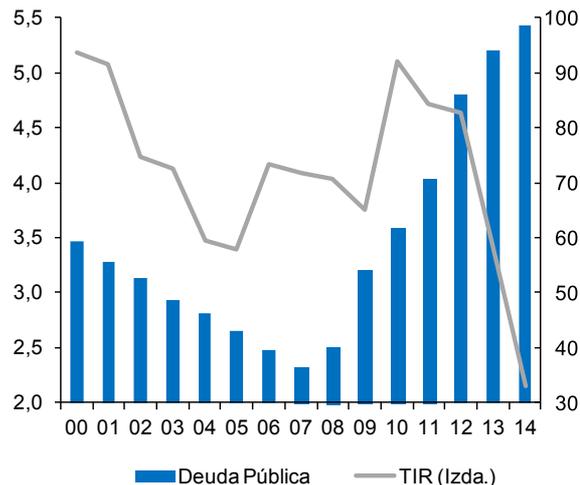


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6

Evolución de los tipos de interés (TIR; %) de la deuda pública de España

(ratio de deuda sobre el PIB; porcentaje)

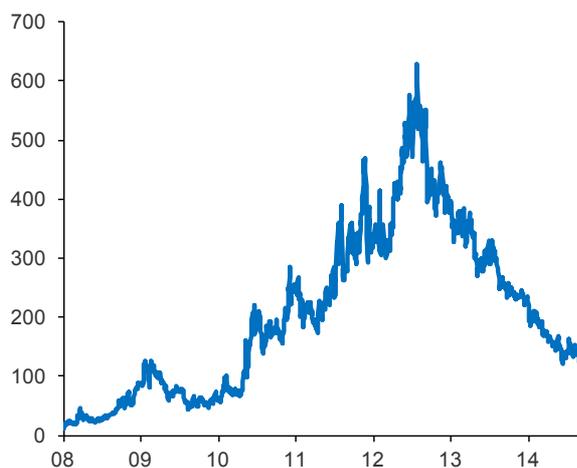


Fuentes: Tesoro, Banco de España y Afi.

¹ Herramienta de política monetaria todavía no utilizada.

Gráfico 7

Evolución de la prima por riesgo a 10 años de España
(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Relaciones entre movimientos de la curva y volatilidad: impacto en la gestión de carteras de deuda pública

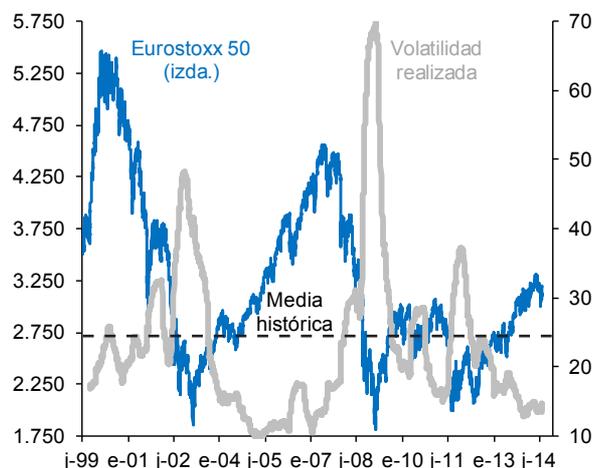
Existe evidencia sobre la relación negativa entre la evolución de las cotizaciones de los activos financieros y su volatilidad. Para medir esta se recurre a su estimador sin sesgo, es decir, a la cuasi desviación típica muestral de los rendimientos diarios. Sin que exista consenso sobre el tamaño de la ventana muestral móvil, lo más habitual es tomar 6 meses, que es el utilizamos para la realización del gráfico 8, que representa el Eurostoxx 50 y su volatilidad. Queda clara la simetría, de tal forma que revalorizaciones del índice están acompañadas de cesiones de la volatilidad, y viceversa.

Así, en entornos de caídas de las cotizaciones asistimos a una mayor volatilidad, que puede condicionar la actuación de aquellos gestores de carteras que están restringidos por algún parámetro de riesgo de mercado. Cada vez es más frecuente la existencia de limitaciones en el VaR (*Value at Risk*), indicador que, como es sabido, está muy vinculado al riesgo de mercado. De esta forma,

supongamos un gestor con un límite de VaR del 5,0% en su cartera. Si en una fase correctiva de las cotizaciones la volatilidad aumenta, se verá obligado a modificar la composición de su cartera, deshaciendo posiciones en aquellos activos con más volatilidad para sustituirlos por otros con menos (como la liquidez).

Gráfico 8

Evolución del Eurostoxx (nivel) y de la volatilidad
(ventana muestral 6m; porcentaje)



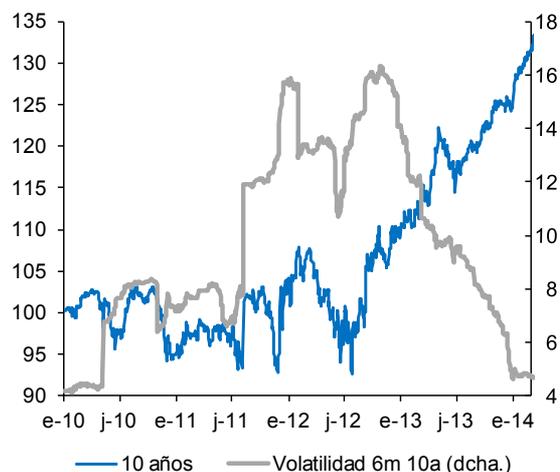
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Existen otras técnicas de control del riesgo adicionales que no solo tienen en cuenta la volatilidad del conjunto de la cartera, sino la de los activos que la componen, de tal forma que un repunte por encima de un determinado umbral obliga a deshacer la posición. Esta metodología de control del riesgo no es exclusiva de la renta variable, sino que también se aplica a carteras de deuda pública, obviamente, con límites de volatilidad inferiores. En el gráfico 9 se representa la evolución del índice Afi de deuda del Tesoro español a 10 años y su volatilidad. De nuevo aquí, caída de cotizaciones (alzas de los niveles de TIR) como las de finales de 2011 y 2012 provocaron un repunte del VaR de una cartera invertida en deuda pública española, hasta situarse en niveles muy superiores a las medias históricas y, desde luego, por encima de lo que se pueden permitir muchos gestores de carteras de renta fija.

Gráfico 9

Evolución del índice Afi de deuda del Tesoro español a 10 años (total return) y su volatilidad

(ventana muestral 6m; porcentaje)

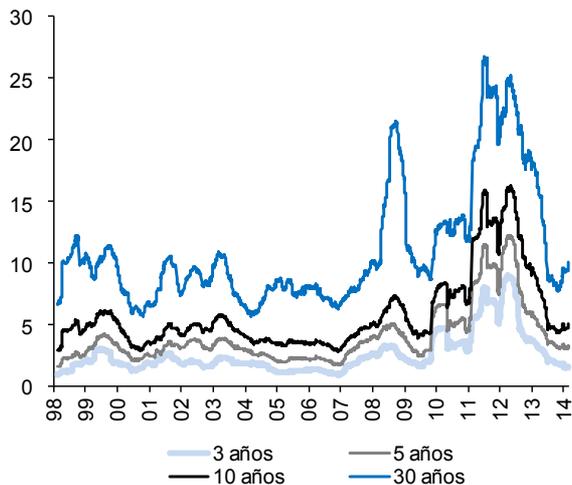


Fuente: www.afi.es y elaboración propia.

En el gráfico 10 se puede observar la evolución de la volatilidad de los distintos índices Afi de deuda del Tesoro español, constatándose que en todos ellos se produjo un intenso repunte del

Gráfico 10

Evolución de la volatilidad (ventana muestral 6m) de los índices Afi de deuda del Tesoro español a varios plazos (total return)



Fuente: www.afi.es y elaboración propia.

riesgo. En el cuadro 2 se compara la volatilidad media histórica de los distintos tramos de la curva de tipos del Tesoro, los máximos alcanzados en 2012, así como la media de otros activos financieros. Obsérvese cómo las volatilidades se multiplicaron por dos, lo que sin duda debió llevar a un buen número de agentes a vender de forma automática sus posiciones en Deuda Pública, independientemente de las perspectivas sobre un hipotético impago del Tesoro. El tramo a 10 años exhibió una volatilidad equivalente a la de la renta variable. Todas estas ventas forzadas generaron caídas de precios que, a su vez, provocaron aumento de la volatilidad, en un círculo vicioso que dificultó el proceso de reducción del déficit público, que, en la práctica, derivaron en una política monetaria restrictiva para un país que estaba en recesión.

Cuadro 2

Volatilidad de índices Afi de Deuda Pública española y de índices Afi de fondos de inversión (ventana muestral 6m). Media histórica, media entre junio y septiembre de 2012 y máximo histórico (*)

Categoría	Histórica	Jun-Oct.12	Máx.
Repos 1 día	0,1%	0,0%	0,0%
Letras	1,3%	2,5%	3,3%
3 años	3,1%	7,7%	8,9%
5 años	4,6%	10,6%	12,2%
10 años	6,5%	14,2%	16,3%
30 años	12,1%	22,7%	26,7%

Categoría	Histórica	Máx.
Renta fija High Yield	4,2%	11,4%
Renta fija convertible	5,0%	10,7%
Renta fija emergente	7,8%	14,5%
USD/EUR	9,7%	19,8%
Materias primas	12,3%	23,1%
Renta variable euro	15,8%	35,6%

Nota: (*) En el caso de los índices Afi de Deuda del Tesoro, esos máximos se registraron en el verano de 2012. En el caso de los índices Afi de fondos de inversión, a finales de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers.

Fuente: www.afi.es y elaboración propia.

Pendientes de las curvas

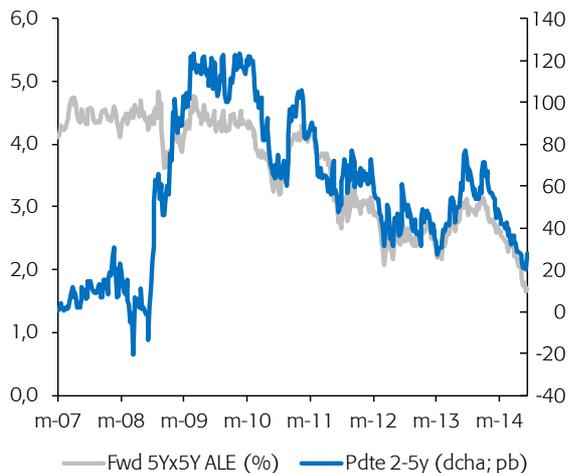
La política monetaria no convencional de los bancos centrales ha tenido efectos depresores sobre los tipos de interés de los tramos largos de las curvas soberanas. Las bajas expectativas de crecimiento económico e inflación y la abundancia de liquidez están siendo los principales motivos. El gráfico 11 ilustra la reducida expectativa de tipos de interés a 5 años dentro de 5 años en la curva alemana, fruto de la delicada posición cíclica de la eurozona en su conjunto.

Esos dos factores, bajas expectativas y tipos de interés a corto plazo en el 0%, han provocado un desplazamiento de los inversores a lo largo de la curva de rentabilidades hacia plazos más largos buscando rentabilidades mayores. El resultado: un importante aplanamiento de pendientes, tanto en la curva de emisores núcleo como periféricos.

Esta tendencia es susceptible de continuar, especialmente si los condicionantes macro y financieros persisten. Incluso podría ir a más si el BCE anuncia algún programa de estímulo monetario adicional (*Quantitative Easing* orientado a

Gráfico 11

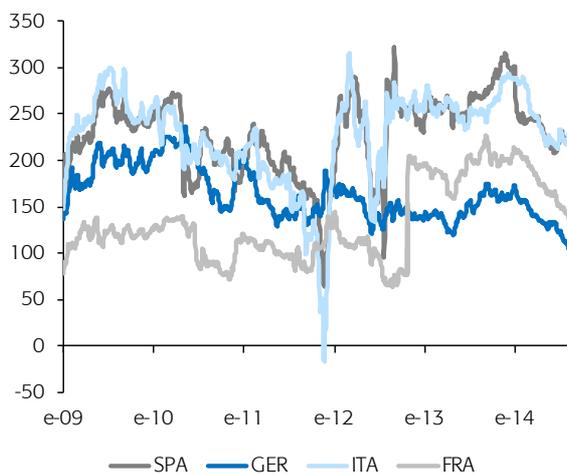
Forward 5y x 5y (tipos de interés descontados por el mercado a 5 años dentro de 5 años) y pendiente ALE 2-5 años



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Gráfico 12

Pendientes 2-10 de países de la eurozona
(puntos básicos)



Fuente: Reuters y elaboración propia.

deuda pública), especialmente en los países de la periferia. De hecho, las pendientes entre los tipos a 2 y 10 años de la deuda de España e Italia es hoy unos 50 puntos básicos superior a su media de largo plazo, mientras que en los países núcleo la pendiente se sitúan en línea con sus niveles medios históricos.

Conclusiones

Los niveles de rentabilidad de las curvas de tipos de interés se han situado en mínimos históricos. El intenso recorte de los tipos de intervención de los bancos centrales justifica el descenso, especialmente en su tramo corto, de los tipos de interés soberanos. Pero en los tramos largos la caída está condicionada, además, por el intenso aumento de la base monetaria. Los niveles de TIR alcanzados son inferiores a lo que se podría justificar a partir de los fundamentales, esto es, el crecimiento del PIB nominal o las expectativas sobre la futura evolución de los tipos de interés de intervención. La existencia de tipos negativos es otra evidencia de las extraordinarias condiciones en el mercado de renta fija, un mercado que, además, y de forma particular en la periferia de

la eurozona, experimentó un aumento intenso de volatilidad. Este se produjo de forma simultánea a la elevación de los tipos de interés (verano de 2012), constatándose que en este mercado, como en el de renta variable, las cotizaciones y la volatilidad están negativamente correlacionadas. Los cada vez más frecuentes sistemas de control de riesgo en la gestión de carteras pudo intensificar la venta de deuda pública de países como España por parte de inversores institucionales cuando la

volatilidad se situó claramente por encima de las medias históricas. En sentido contrario, la fuerte caída de la variabilidad del precio y los amplios esquemas de liquidez garantizados por el BCE (recientemente, las TLTRO) están favoreciendo las compras de deuda pública periférica y la consecuente relajación de tipos de interés, más ahora, que el PIB ha dejado de caer. Todo ello debe contribuir a una estabilización de la ratio de deuda/PIB de estos países, España incluida.

La titulización: el instrumento para la reactivación del crédito

Oscar Ibáñez-Velasco*

La ausencia de crédito a la economía real tanto en España como en Europa, pese a la mejora de la liquidez en los balances de los bancos europeos, ha puesto de manifiesto la necesidad de que las autoridades económicas tomen otro tipo de medidas a las ya propuestas. La conclusión ha sido unánime por todos los agentes económicos, incluidos el BCE o el Banco de Inglaterra: la reactivación del mercado de titulizaciones en Europa es esencial para conseguir la reactivación del crédito.

En España la reactivación del mercado de titulización parece ser una necesidad imperiosa para cerrar el ciclo recesivo en la economía. Sin embargo, no parece que sin un apoyo claro de las autoridades europeas pueda darse el caldo de cultivo imprescindible para que la titulización vuelva a ser un instrumento eficiente de financiación y/o de reducción del riesgo de las entidades financieras. En este artículo examinamos cuál es la situación de la titulización en España, su evolución pasada y la previsión sobre el producto en España y en Europa.

Después de siete años sin un mercado de titulización eficiente tras su estigmatización por la crisis *subprime* en Estados Unidos, y con la introducción de medidas normativas que han supuesto, en su mayor parte, barreras para su reactivación, las autoridades mundiales han puesto el énfasis en la recuperación de este mercado como canal necesario para la reactivación del crédito desde las entidades bancarias al sector privado. De esta forma, la titulización ha pasado de ser el causante (o al menos el distribuidor de sus efectos) de la crisis a ser su posible solución.

Este cambio de postura oficial se debe al reconocimiento de que la titulización, por sí misma, no es un instrumento nocivo para la economía, sino que solo la utilización de la misma de forma generalizada, con estructuras opacas y sin control puede ser un virus que contamine a la economía global del planeta. Mientras que su utilización de forma controlada, transparente y con estructuras simples y activos subyacentes de calidad tiene grandes beneficios para la economía: (i) permite estabilizar los precios a través del traslado de la liquidez al crédito y desde

* A.F.I. - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

ahí al consumo; (ii) es un estabilizador financiero gracias al reparto entre los distintos actores financieros de un riesgo conocido, que reduciría en situaciones de crisis la correlación entre la salud financiera de los agentes expuestos a los riesgos; y (iii) permite reducir los costes de los préstamos y la canalización de la liquidez de las entidades financieras hacia el sector privado.

La idiosincrasia de la titulización en España

La idiosincrasia de la economía española hace del mercado de titulización español un mercado tradicionalmente muy dependiente de la evolución del mercado inmobiliario. La titulización en España, de hecho, nació en 1992 con el objetivo de beneficiar el acceso al mercado de vivienda de los españoles, a través de la titulización de préstamos hipotecarios que permitiría abaratar el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda. Posteriormente, la legislación se desarrolló para que tuvieran cabida otros activos subyacentes en las titulizaciones, lo que amplió la tipología de posibles originadores de titulización a no solo

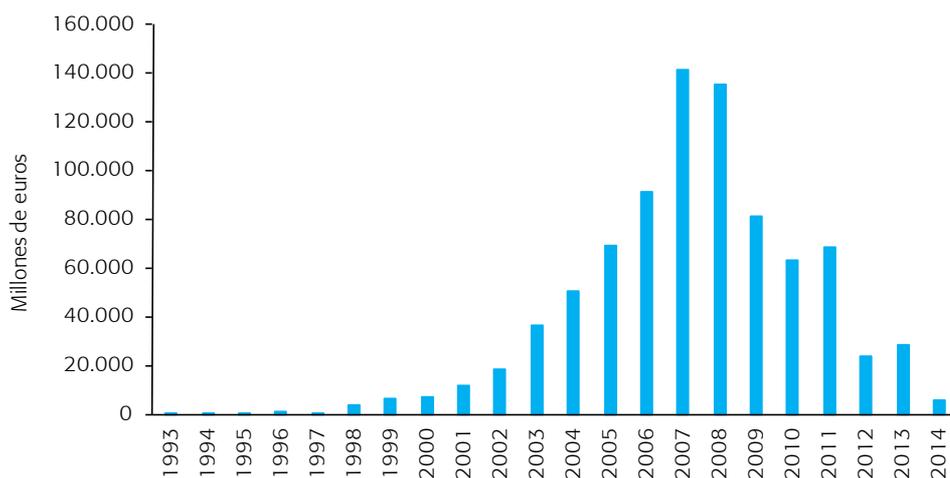
entidades bancarias sino a otro tipo de entidades que poseían activos generadores de flujos de caja futuros.

No fue, en cualquier caso, hasta la creación del euro, con la llegada de potenciales inversores europeos (fondos, bancos, aseguradoras,...) el momento en que las entidades españolas comenzaron a titular activamente, con un claro auge de emisiones a partir de los primeros años de la década del 2000.

El inicio de la titulización, por tanto, estuvo muy vinculada al mercado inmobiliario, con un claro carácter bancario¹ siendo la emisión de RMBS (*Residential Mortgage Backed Security*) el principal tipo de titulizaciones emitidas y colocadas en España. Esta característica se ha mantenido hasta la actualidad, donde la presencia de entidades no bancarias en la originación de titulizaciones ha sido testimonial y solo la titulización del déficit eléctrico español (con casi 25.000 millones emitidos) y ocasionalmente alguna emisión del sector público (ICO) han matizado el cariz bancario del producto.

Gráfico 1

Evolución de emisiones de bonos de titulización en España*

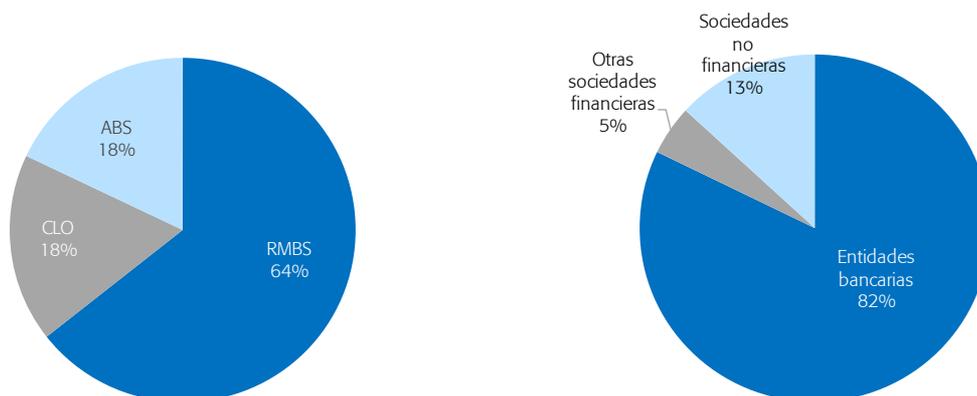


Nota: Incluye la titulización de cédulas hipotecarias multicedentes.

Fuentes: CNMV, AFI.

¹ Bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Gráficos 2 y 3

Saldo vivo de bonos de titulización en España por tipo de titulización (junio de 2014)

Fuentes: CNMV, AFI.

De esta forma, la titulización (y su evolución) en España no puede entenderse sin analizar la situación y el comportamiento de las entidades bancarias españolas y el efecto de la crisis sobre ellas y sus activos.

La titulización en España durante la crisis

En España, como sucedió en el resto de países europeos, el estallido de la crisis cerró el mercado primario de bonos de titulización, a excepción de algunas colocaciones privadas o de las colocaciones de los bonos de titulización del déficit de amortización eléctrico (FADE). Julio de 2007 es el mes donde se observa la última colocación pública de bonos de titulización españoles. A partir de entonces, ni los diversos programas de garantía de los bonos (FTPYME, FTGENCAT o FTVPO, entre otros) ni los esfuerzos de los diversos foros de titulización creados han dado con la tecla que permita reactivar el mercado de titulización aunque, sobre todo en los años que siguieron al comienzo de la crisis, se siguieron creando nuevos fondos de titulización (en 2008 el saldo superó los 60.000 millones) con el único objetivo de tener colateral para la obtención de financiación en las operaciones del Eurosistema o para favorecerse de otros

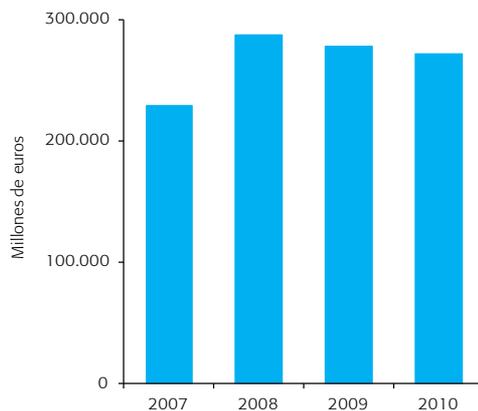
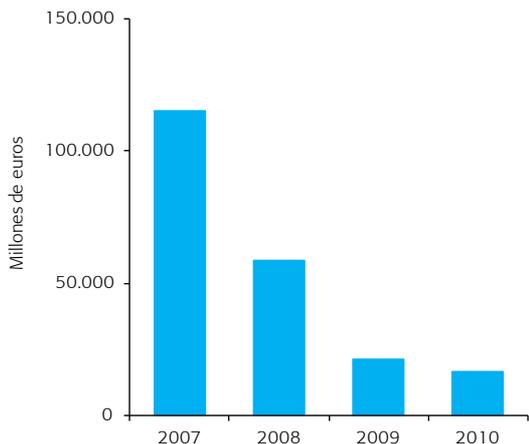
programas dirigidos a proporcionar liquidez a las entidades financieras. En España, el Fondo de adquisición de activos financieros (2008) compró cédulas hipotecarias y bonos de titulización con la máxima calificación crediticia mediante un sistema de subastas que se llevaron a cabo a finales del 2008 y principios del 2009, por un importe total de 19.341 millones de euros.

La reducción de emisiones, no obstante, se ha hecho año a año más patente y en 2010 el saldo emitido (y retenido) apenas superó los 16.000 millones de euros (sin incluir la titulización de cédulas hipotecarias multicedentes). Pese a todo, el saldo vivo disponible por las entidades españolas se mantuvo constante durante los primeros años de la crisis debido a la amortización *pass-through* de los bonos, lo que permitió mantener un nivel estable de activos de titulización que pudieran descontarse en el Banco Central Europeo (BCE).

Esta situación se ha mantenido durante los años siguientes. La ausencia de mercado primario de titulización y las altas exigencias del BCE para el descuento de los bonos de titulización (descuento del tramo senior, exigencia de cada vez mayores *ratings* y los elevados *haircuts* aplicados por el BCE), unidos al endurecimiento de los requisitos para titular por parte de las agencias de *rating*

Gráficos 4 y 5

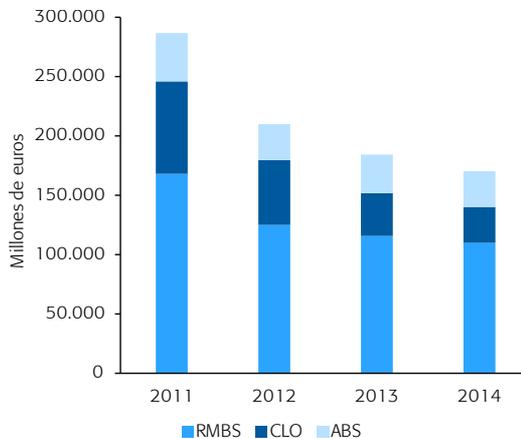
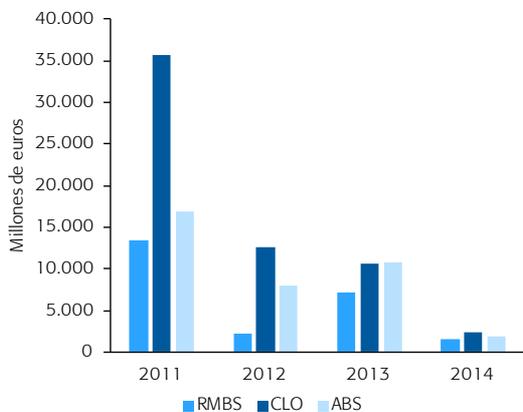
Emisiones de titulización en el comienzo de la crisis y saldo vivo



Fuentes: CNMV, AFI.

Gráficos 6 y 7

Emisiones de titulización en el comienzo de la crisis y saldo vivo



Fuentes: CNMV, AFI.

(menor porcentaje de tramo senior concedido, exigencias de mayores fondos de reserva y requisitos de *rating* para ser contrapartida del *swap* o para ser proveedor de las cuentas del Fondo), hicieron que los costes de originar fondos de titulización se incrementaran y dejaran de ser rentables para las entidades. La reducción del saldo vivo de la titulización ya se ha hecho patente y de los casi 300.000 millones de 2008 se ha pasado a

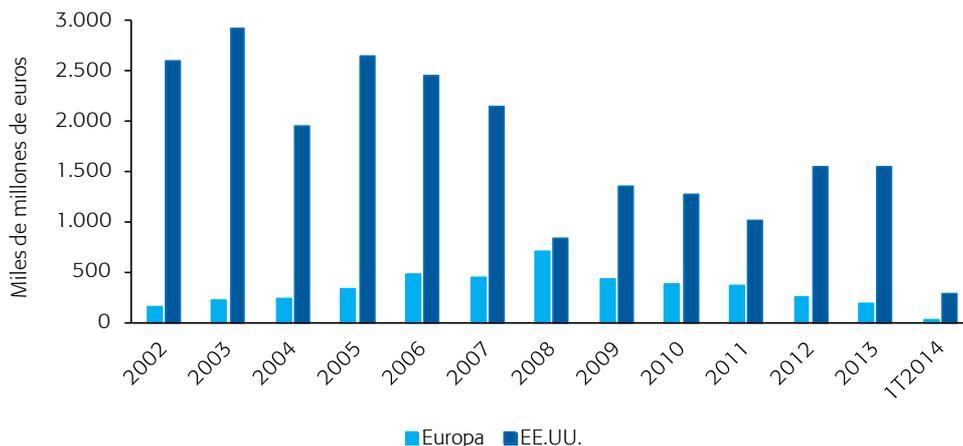
170.000 millones en junio de 2014 (incluyendo el saldo vivo del FADE).

La titulización en otras jurisdicciones

El cierre de mercado para la titulización no es un fenómeno único para España. En el resto del mundo también se ha producido con una inten-

Gráfico 8

Emisiones de titulización en EE.UU. y Europa



Fuentes: CNMV, AFI.

idad similar, si bien las características propias de cada mercado hacen que exista divergencia entre las distintas jurisdicciones tanto en la utilización de la titulización como en el tipo de colateral utilizado.

Así, por ejemplo, en el “país de las titulizaciones”, Estados Unidos, el estigma de las mismas se hizo notar en 2007 y 2008, sin embargo, su recuperación, si no total, sí ha sido significativa comparada con el caso de Europa.

En Europa, aunque la característica común es la ausencia de un mercado primario eficiente de titulización desde el comienzo de la crisis, cada país ha tenido su propio comportamiento dependiendo de la idiosincrasia de su propio mercado.

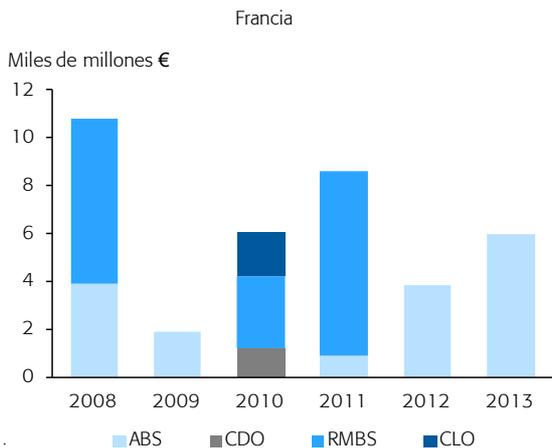
- El mercado de titulización tradicional francés estaba vinculado tanto a la emisión de RMBS como de ABS de consumo, sin embargo, la crisis ha cambiado el perfil de sus titulizaciones reduciendo la emisión de titulizaciones hipotecarias utilizando ese colateral para emisiones de *covered bonds*, situación similar a la sucedida en otras jurisdicciones europeas.
- En Alemania la crisis *subprime* terminó con las nuevas emisiones de RMBS. Al igual que

en el caso francés, se produjo un fuerte trasvase desde la emisión de titulizaciones hipotecarias hacia otros productos colateralizados de menor riesgo y coste.

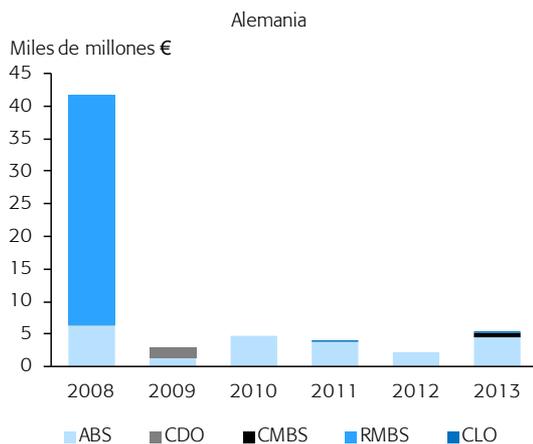
- En Holanda y Reino Unido, países con alta tradición en emisiones de titulizaciones RMBS, la crisis impactó de forma significativa en 2009. Sin embargo consiguieron recuperarse en parte en 2010 gracias a la titulización de carteras de préstamos de alta calidad. Sin embargo, el mercado está lejos de ser el que era antes de la crisis y los riesgos existentes todavía en el mercado de la vivienda de los países europeos pueden lastrar la recuperación.
- Los casos italiano y portugués siguen una pauta similar a la de España. Eran mercados muy dependientes del sector inmobiliario, con emisiones de RMBS principalmente. La llegada de la crisis paralizó la colocación de bonos de titulización en mercado, no así la creación de fondos, que siguieron creándose con el objetivo de retener como colateral para las operaciones del Eurosistema. No obstante, hay una clara diferencia entre los tres y está en el mercado de titulizaciones de deuda de empresa. Italia tiene, al igual

Gráfico 9

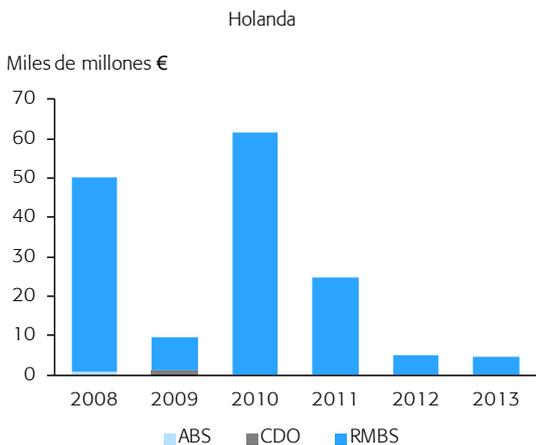
Emisiones de titulización en Europa por país



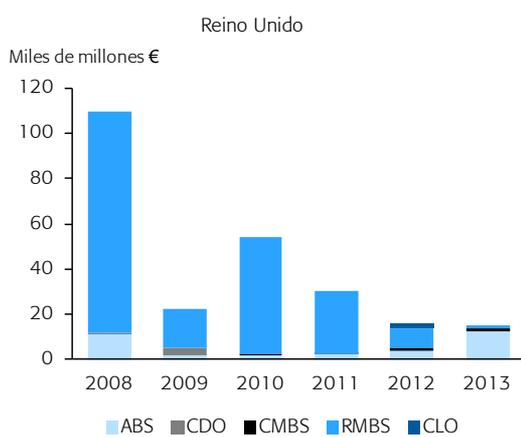
Fuente: AFME.



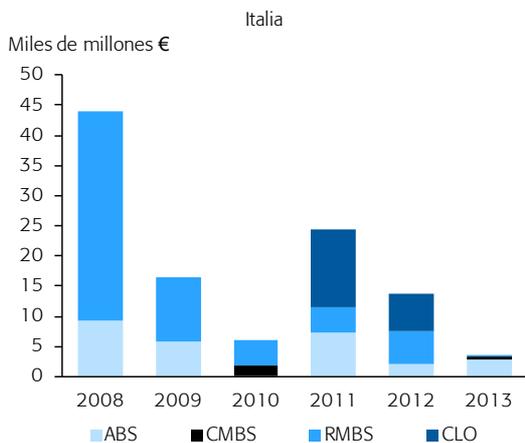
Fuente: AFME.



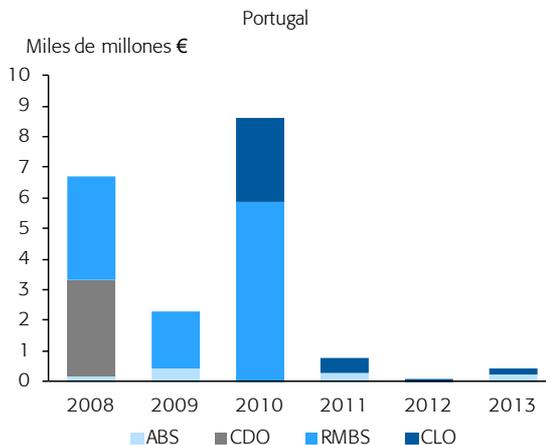
Fuente: AFME.



Fuente: AFME.



Fuente: AFME.



Fuente: AFME.

que Francia, una fuerte tradición de titulación mediante programas conduit de ABCP, mientras que en España estas estructuras son prácticamente inexistentes.

La reactivación del crédito y el futuro de la titulación

Tras meses de búsqueda de un mecanismo que permita la reactivación del crédito en Europa, parece que existe un consenso generalizado en que el instrumento que fue parte en la creación y distribución de la crisis, la titulación, pasa a ser la posible solución. Y es que, tras el anuncio del BCE sobre la puesta en marcha de un programa de compras de ABS, la titulación ha sido centro de todas las miradas del mundo financiero al empezar a ser considerada como la solución más eficiente para reactivar la concesión de crédito. El propio Banco de Inglaterra se ha unido al BCE para remarcar la importancia de la titulación como instrumento para terminar con la restricción del crédito en Europa.

¿Dónde puede estar la clave para la reactivación del mercado de titulación? La diferente idiosincrasia de la titulación en Europa hace difícil encontrar medidas generales y homogéneas para reactivar el mercado. No cabe duda de que el descenso en los *spread* de crédito de las titulaciones en los últimos meses muestra una clara tendencia hacia la reactivación del mercado, pero aún queda mucho por hacer. Los originadores aún no están dispuestos a emitir titulaciones a mercado, principalmente por dos razones: (i) por el *spread* exigido por los inversores, aún muy alto respecto a lo que pueden pagar los activos colaterales y /o lo que están dispuestos a pagar las entidades; y (ii) por la limitación de colateral debido al desapalancamiento de las entidades (principalmente las españolas), que prefieren usarlo como colateral de productos más eficientes en precio y con mayor facilidad de colocación, como los *covered bonds* (las cédulas hipotecarias en el caso español). En este caso se produce el dilema de la titulación: para poder titular se necesita colateral, pero las entidades no están

dispuestas a dar más préstamos sin un mecanismo eficiente de limitación de riesgo y de creación de financiación, como sería la titulación.

La reactivación de la titulación en Europa

El mercado necesita un detonante que vuelva a poner en marcha el circuito de la titulación en Europa en general y en España en particular, con el último fin de reactivar el crédito. Este detonante podría ser el programa de compras de ABS del BCE. Si bien, no parece factible que este programa tenga el éxito deseado si no se incluyen en él la compra de tramos *mezzanines* que permitan la transferencia del riesgo de los activos y, de esta forma, que las entidades puedan reducir sus exigencias de capital.

Asimismo, los diferentes agentes del mercado están pidiendo otra serie de medidas necesarias para reactivar el mercado de titulación europeo:

- Mejoras en el marco regulatorio, que hasta ahora ha sido muy restrictivo con las titulaciones. En este sentido, la inclusión final de las titulaciones como activo de alta liquidez para la ratio LCR de liquidez de las entidades financieras podría ser un paso adelante, aunque no decisivo. Cabe destacar que en Estados Unidos las titulaciones no serán consideradas como activos de alta calidad.
- Una definición homogénea interpaíses (en la medida de lo posible) de la información a facilitar a inversores o de las plantillas de los folletos de emisión permitiría al acceso al mercado de nuevos inversores e incluso la definición de una titulación *qualifying* que garantice a los inversores un estándar de calidad.
- Un mejor tratamiento por parte de las agencias de *rating*, que reduzca las exigencias de mejoras crediticias en los fondos de titulación de calidad o la eliminación del techo de *rating* derivado de la calificación soberana del país donde son originados los activos colaterales.

La inclusión de este tipo de medidas debe ser el paso previo para la reactivación del mercado de

la titulización en Europa y de este modo conseguir que el flujo del crédito retorne a la economía.

¿Debe reducirse el exceso de deuda en la eurozona?: principales alternativas

Mariam Camarero y Cecilio Tamarit*

Los actuales niveles de endeudamiento soberano en la eurozona implican un flujo futuro de superávits públicos primarios que puede ralentizar la posible recuperación de las economías más endeudadas y, con ello, aumentar la carga de la deuda a medio plazo, entrando en un círculo vicioso de difícil solución. El Pacto Fiscal obliga a todos los Estados miembros de la eurozona a reducir anualmente en un 5% su exceso de deuda sobre el 60% del PIB a lo largo de 20 años. Por todo lo anterior, resulta necesario alcanzar un mecanismo que permita aliviar la carga de la deuda.

En realidad, la pregunta que no todos se atreven a formular es si la eurozona necesita una reestructuración de la deuda soberana y, en su caso, cómo llevarla a cabo. Para abordar esta pregunta haremos un repaso de cuál es la situación actual en la zona euro, cuáles son las propuestas y cuáles las opciones posibles, haciendo un análisis de las implicaciones y riesgos asociados a cada una de ellas. Desde 2008 se han presentado diversas propuestas para reducir el exceso de endeudamiento que pueden clasificarse en dos grandes grupos: a) aquellas que suponen una forma de mutualización y b) las que buscan configurar un proceso ordenado de reestructuración de la deuda, bien de forma gradual o de forma instantánea.

Por qué es importante reducir el peso de la deuda en Europa

Nadie duda de la necesidad de estabilizar los desequilibrios macroeconómicos para poder salir de la crisis, así como de realizar las reformas estructurales (pendientes en muchos casos desde antes del comienzo de la unión monetaria) para aumentar el crecimiento potencial de la economía

europea. Sin embargo, el peso de la deuda es tan elevado que puede conducir a una situación de estancamiento económico, donde se conjuguen bajos salarios, alto desempleo y baja productividad. En efecto, el pago del servicio de la deuda, tanto por intereses como por su amortización, solo se podrá realizar generando superávits primarios a lo largo del tiempo y esto puede comprometer la inversión en capital físico y humano (reduciendo

* Unidad Mixta de Investigación sobre Integración Económica-Inteco. Universidad de Valencia-Universidad Jaume I.

el crecimiento potencial) y el gasto social, lo que puede acabar siendo políticamente inaceptable. De acuerdo con las previsiones realizadas por el BBVA sobre el número de años que serán necesarios para recuperar el nivel de empleo (y crecimiento) tras la crisis, mientras que Estados Unidos lo habría logrado en 2014 (es decir, habría tardado siete años), la media de la UEM tardaría diez años y España dieciocho. Las predicciones se obtienen bajo hipótesis nada pesimistas, pues se supone un crecimiento medio del PIB de un 2,5% anual y un aumento de la productividad del trabajo del 0,6% anual (media de los últimos diez años). La conclusión es que hasta 2025 no se habría recuperado en España el nivel de empleo de 2007.

Ahora que la crisis financiera se considera, en buena medida, cerrada, cabe preguntarse si la nueva gobernanza europea es suficiente para que los países de la zona euro retornen a su actividad económica normal y retomen el ritmo de crecimiento, o si han salido tan debilitados que continúan siendo vulnerables a una crisis de deuda. Las reformas en la gobernanza constituyen un marco a medio plazo para evitar desequilibrios y crisis futuras. Sin embargo, no son suficientes para facilitar un proceso de despalancamiento ante el problema de un endeudamiento excesivo. Con este fin, hasta ahora se han planteado un conjunto de posibles medidas: desde una política de ajuste fiscal o "austeridad", la generación de inflación, planes para impulsar el crecimiento de forma coordinada en la UE o medidas de represión financiera (impuestos sobre los depósitos, controles de capital, nacionalización de fondos de pensiones etcétera.).

La reestructuración de la deuda puede ser una medida adecuada no porque los países europeos vayan a quebrar, sino porque alcanzado un cierto nivel, frena el crecimiento.

El reconocimiento de que, al menos una parte de la acumulación de deuda durante los años de la crisis ha sido causada por problemas de diseño

institucional atribuibles a la existencia de una unión monetaria ha hecho que se generen propuestas diversas sobre la salida de la crisis, no solo para los países rescatados, sino para una mayoría de los miembros de la zona euro. La reestructuración de la deuda puede ser una medida adecuada no porque los países europeos vayan a quebrar, sino porque alcanzado un cierto nivel, frena el crecimiento. Reinhart y Rogoff, en 2010, situaron dicho umbral en el 90% del PIB para los países desarrollados: superar este nivel reduciría la tasa de crecimiento en un punto porcentual por año. Como estos elevados niveles de deuda suelen persistir muchos años (décadas) el impacto puede llegar a ser enorme (un PIB 15-20% más bajo). Aunque los resultados de Reinhart y Rogoff han sido polémicos, otros autores coinciden con ellos en que la horquilla estaría entre un 80 y un 100%. El ejemplo de Japón (cuya deuda es hoy en día el 200% del PIB) es paradigmático, pues lleva veinte años estancado. Algo similar ha ocurrido en Italia. Sin embargo, según De Grauwe (2013), los países de la zona euro con elevado endeudamiento cuentan con un problema adicional: al formar parte de una unión monetaria han perdido la capacidad de monetizar su deuda pública como vía de financiación del déficit público. De manera similar a los países emergentes, que suelen financiarse en una moneda que no es la propia (normalmente en dólares), el euro tampoco se encuentra bajo el control de las autoridades nacionales. La fragilidad inherente a la eurozona nos situaría en la categoría de países emergentes, para los cuales el umbral puede bajar hasta el 60% del PIB. Si este es el caso, para estabilizar a los países europeos se requeriría una reestructuración sustancial de la deuda.

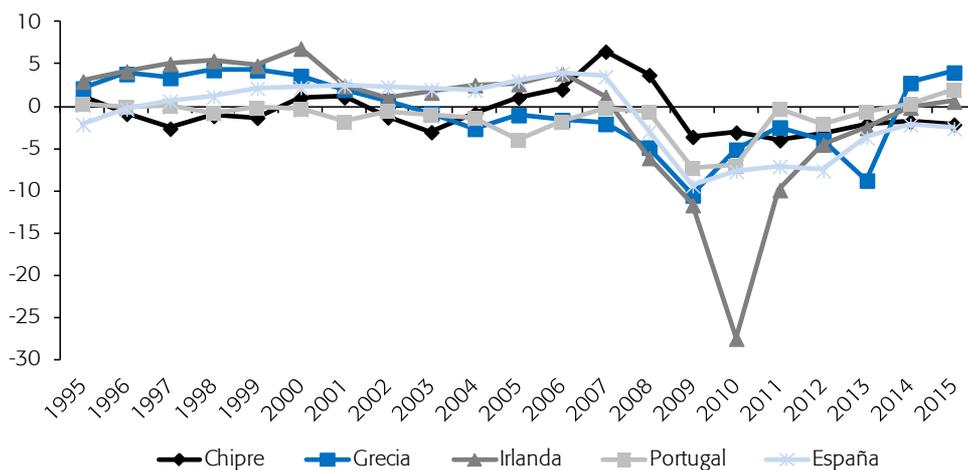
La eurozona ante la crisis de deuda soberana: de la improvisación al Plan Director

Tal y como ya describió Maudos (2014) en un número anterior de *Cuadernos de Información Económica*, un buen número de países de la zona euro se aproxima o ha llegado ya al umbral del

Gráfico 1a

Deuda pública

(% PIB)



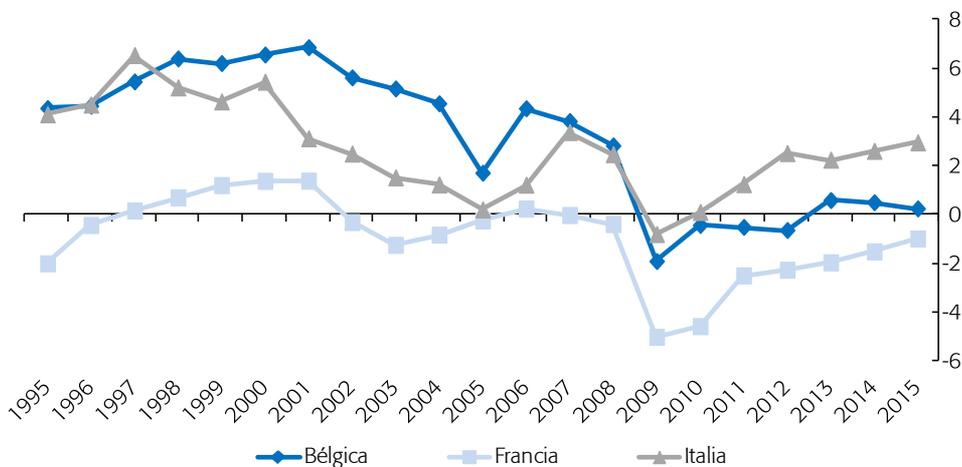
Nota: Incluye previsiones de la Comisión Europea para 2014 y 2015.

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 1b

Deuda pública

(% PIB)



Nota: Incluye previsiones de la Comisión Europea para 2014 y 2015.

Fuente: Comisión Europea.

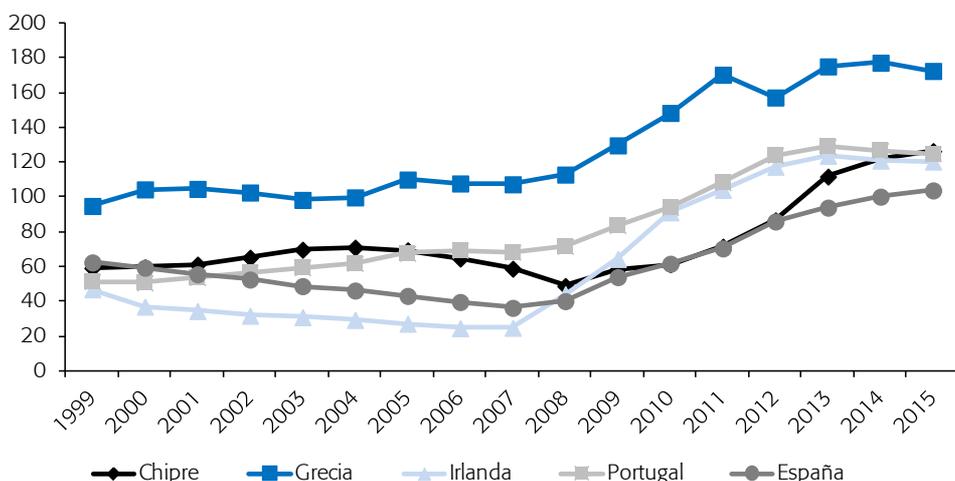
100% de deuda soberana respecto al PIB. Tal y como puede verse en los gráficos 1a y 1b hasta 2007 prevaleció una evolución plana o decreciente de la deuda, que se rompió en los años de la crisis financiera y la recesión. En 2013, Grecia, Irlanda, Portugal e Italia superaban el 120%,

Bélgica y Chipre sobrepasaban el 100% y España y Francia se acercaban ya a ese límite.

En los gráficos 2a y 2b se presenta la evolución del superávit primario (sin incluir los pagos por intereses de la deuda) entre 1995 y 2015 (siendo

Gráfico 2a

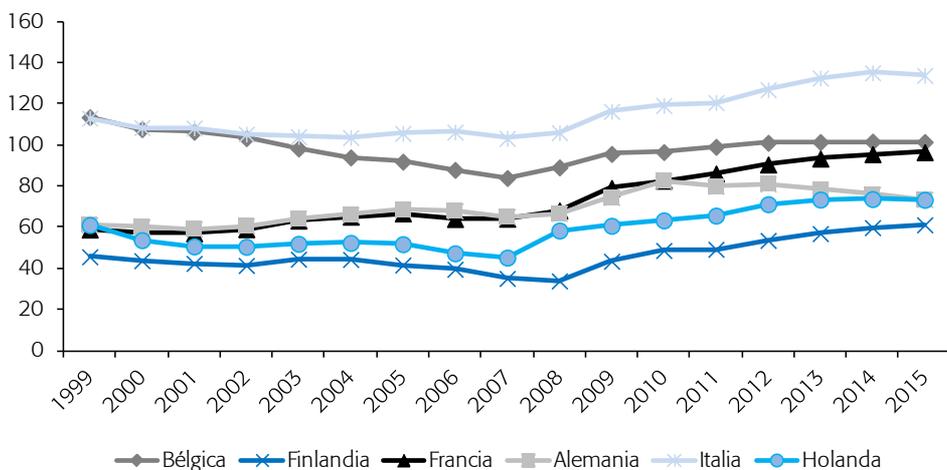
Déficit primario
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 2b

Déficit primario
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea.

2014 y 2015 previsiones) de los países más vulnerables de la zona euro. La mayoría se acerca al equilibrio en 2013 o, como en el caso belga, se generan superávits primarios. Sin embargo, tres países, a pesar de las medidas tomadas, tienen más problemas para reequilibrar las finanzas públicas: Chipre, Francia y España, siendo las pre-

visiones que no lo lograrán tampoco en los dos próximos años.

Dada esta situación, la aritmética de la deuda nos conduce a sendas de no sostenibilidad muy probables en estos países simplemente bajo la hipótesis de una reducción del apoyo del BCE

o estableciendo escenarios de crecimiento relativamente pesimistas pero probables. De hecho, estudios sobre solvencia de la deuda recientes¹ apuntan a que, sin los programas de consolidación fiscal sucesivos llevados a cabo en los países europeos desde la década de los 80 y continuados hasta la actualidad, la mayoría de los países de la zona euro no serían solventes en la actualidad, siendo claramente insostenible (aun incluyendo los ajustes) la situación de las finanzas públicas en el caso griego.

La crisis ha puesto de manifiesto la inexistencia de un entramado institucional lo suficientemente flexible y a la vez potente como para poder hacer frente eficientemente a un fuerte shock asimétrico con base en el sector financiero.

La crisis ha puesto de manifiesto la inexistencia de un entramado institucional lo suficientemente flexible y a la vez potente como para poder hacer frente eficientemente a un fuerte shock asimétrico con base en el sector financiero.

temente flexible y a la vez potente como para poder hacer frente eficientemente a un fuerte *shock* asimétrico con base en el sector financiero. El resultado ha sido la necesidad de improvisar soluciones ante la necesidad de asistir a un país con problemas. En efecto, la crisis de deuda griega ha planteado la necesidad de contar con un marco institucional específico para facilitar la resolución de este tipo de crisis. Sin embargo, no han faltado las críticas por incumplimiento de la cláusula de no rescate con el argumento de que los préstamos que se han concertado constituirían una subvención encubierta o una transmisión (mutualización) del riesgo hacia los prestamistas.

Las medidas finalmente aplicadas se han dado en tres ámbitos: a) creación de mecanismos de ayuda financiera (rescate), b) medidas extraordinarias de política monetaria, así como la modificación del sistema de supervisión financiera y bancaria y c) rediseño del sistema de gobernanza económica de la UME. Las dos primeras, tenían un carácter coyuntural y trataban de evitar el colapso

Cuadro 1

Resumen de los Programas de Asistencia Financiera a Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre

(cuantía en miles de millones de euros)

	Grecia		Irlanda	Portugal	Chipre
	1 ^{er} Programa	2 ^o Programa			
Fecha	Mayo 2010-junio 2013	Marzo 2012-fin 2014	diciembre 2010- fin 2013	Mayo 2011-mitad 2014	Mayo 2013-abril 2016
Cuantía	110	164,5	85	78	10
Naturaleza	FMI: SBA AE: Préstamo a Grecia	FMI: 28 como parte de EFF AE: FEEF	FMI: EFF AE: FEEF UE: MEEF Bilateral Irlanda	FMI: EFF AE: FEEF UE: MEEF	FMI: EFF AE: MEDE
Contribución	FMI: 30 Fondo común AE: 80	FMI: 19,8 FEEF: 144,7	FMI: 22,5 FEEF: 22,5 MEEF: 22,5 RU: 3,8 Suecia: 0,6 Dinamarca: 0,4 Irlanda: Tesoro y Fondo Pensiones 17,5	FMI: 26 FEEF: 26 MEEF: 26	FMI: 1 MEDE: 9

Nota: Las abreviaturas utilizadas son las siguientes: FMI (Fondo Monetario Internacional); AE (área del euro); SBA: Stand-By Facility; EFF: Extended Fund Facility; FEEM: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera; MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera; MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad; RU: Reino Unido.

Fuente: Sapir, Wolff, Sousa y Terzi (2014).

¹ Véase Camarero, Carrion-i-Silvestre y Tamarit (2014).

financiero del sistema. El cuadro 1 resume los programas de asistencia financiera adoptados. En cambio, el último ámbito de medidas busca establecer las bases para un funcionamiento más eficiente de la UME en el futuro.

Si bien se ha evitado un colapso financiero, era necesario también formular un esquema de gobernanza que permita mayor coordinación de las políticas económicas en el medio plazo con el fin de evitar crisis futuras. Para ello, desde 2012 se está diseñando un nuevo sistema de gobernanza económica europea que aborda diversos ámbitos: medidas de vigilancia económico-fiscal como la creación del Semestre Europeo, la aprobación del *six-pack*, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza y el *two-pack* y otras para la mejora de la gobernanza económica y financiera, como los avances hacia la unión bancaria y la regulación del sector financiero.

Estas reformas se han integrado en un plan de trabajo específico y sujeto a un calendario temporal para alcanzar una verdadera UEM². Dicho documento, diseñado por la Comisión Europea (2012) y bautizado como *Blueprint* o *Plan Director* plantea combinar mayor responsabilidad y disciplina con un aumento en la solidaridad y ayuda financiera. El plan de trabajo contiene medidas a tomar a corto, medio y largo plazo, una parte de las cuales ya están siendo llevadas a la práctica:

- A corto plazo (6 a 18 meses): adopción y comienzo de aplicación del *six-pack*, el *two-pack* y el mecanismo único de supervisión bancaria y propuesta de un mecanismo único de resolución, así como crear un instrumento de convergencia y competitividad.
- A medio plazo (18 meses a 5 años): mayor coordinación presupuestaria, así como en la fiscalidad y el empleo. Se plantea la posibilidad de un fondo europeo de amortización (FEA) para reducir la deuda (es decir, mayor mutualización) cuando esta supere el techo establecido por el PEC, así como la emisión común de deuda pública a corto plazo o

“euroletras” (de 1 a 2 años) por parte de los miembros de la zona euro, con el objetivo de mejorar la integración de los mercados financieros (reducir la fragmentación) y reducir la volatilidad.

- A largo plazo (más allá de 5 años): creación de un presupuesto federal con función estabilizadora, que iría unido a la emisión de deuda pública. Todo ello culminaría en una unión bancaria, fiscal y económica plena, dando pasos hacia una unión política.

Lo que cabría preguntarse es si estos cambios en la gobernanza son suficientes para prevenir situaciones de vulnerabilidad o si, por el contrario, el proceso ha sido demasiado lento y el deterioro es tal que se precisa, además, realizar una reestructuración de la deuda de toda la zona euro para poder volver a un crecimiento sano.

Las propuestas de reestructuración de deuda en la eurozona

Son múltiples y diversas las propuestas que se han formulado para la resolución del exceso de deuda soberana en la eurozona. Sin embargo, podemos distinguir dos grandes grupos: el primero estaría formado por aquellas que se basan en alguna fórmula de *mutualización completa* o *parcial* con el fin de evitar la reestructuración de la misma; un segundo grupo estaría formado por aquellas propuestas que combinan la *mutualización parcial* con *mecanismos de reestructuración* de la deuda, bien de *forma gradual* (a lo largo del tiempo) o a través de una *terapia de choque*. Estas propuestas han sido formuladas no solo por las instituciones europeas, sino también por parte de *think-tanks*, grupos de trabajo y diversos expertos del mundo académico.

Por lo que respecta al primer grupo de propuestas, cabría distinguir las siguientes:

- Desde el comienzo de la crisis en la UE en 2008, algunos economistas han propuesto

² Comisión Europea (2012) pág. 11.

impedir el impago o la reestructuración de la deuda mediante su mutualización a través de la emisión de «eurobonos». Estas obligaciones serían emitidas por una nueva institución centralizada, lo que implicaría transferencias entre países y, por tanto, una unión fiscal y lentas reformas institucionales. Si bien esto puede ser un objetivo a medio-largo plazo, los mecanismos abiertamente orientados a la mutualización de pasivos y riesgos no parecen viables en la fase actual del proceso de integración, por lo que puede ser más realista la implantación de soluciones intermedias. Nótese que esta solución solo aparece cuando se alcanza la tercera fase del Plan Director.

- La propuesta del Bono Azul fue realizada en mayo de 2010 en un documento de la Fundación Bruegel³. La idea era combinar la existencia de bonos rojos (nacionales) con azules (o eurobonos). Concretamente, la propuesta consistía en crear bonos azules como resultado del canje de bonos nacionales hasta el 60% del PIB de cada país (criterio del Tratado de Maastricht), mientras que el bono rojo sería el que cada socio emitiera por su cuenta y riesgo por encima de ese límite. Los bonos azules se plantearon como una medida de disciplina fiscal, pues generaban incentivos a los países más endeudados para llevar a cabo ajustes fiscales (y reducir su coste de financiación), al mismo tiempo que contribuían a facilitar la sostenibilidad de las finanzas públicas. La propuesta tiene varias limitaciones que dificultan su aceptación, especialmente en el caso de Alemania, ya que exige crear una nueva institución (Consejo de Estabilidad Fiscal) con responsabilidad solidaria y podría implicar transferencias fiscales, lo cual exigiría ratificación por los Parlamentos nacionales.
- En su Libro Verde sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad (COM(2011) 818 final) de 23 de noviembre de 2011, la Comisión Europea analiza la

sostenibilidad de diversos tipos de eurobono o “bono de estabilidad”. La propuesta de la CE recoge tres alternativas, las cuales se resumen a continuación:

- Sustitución de todos los bonos nacionales por los “bonos de estabilidad”, con distribución de los ingresos a los Estados miembros dependiendo de sus necesidades financieras.
- Sustitución parcial de los bonos nacionales a través de la creación de un mercado de bonos soberanos formado por dos segmentos. En el primero se encontrarían los “bonos azules”: los Estados miembros podrían tener el derecho a emitir un cierto porcentaje específico en deuda “común” (hasta el 60% del PIB). El resto serían bonos nacionales, los “bonos rojos”, respaldados únicamente por garantías nacionales.
- Sustitución parcial de bonos nacionales por otros con garantías varias pero no compartidas por el conjunto de Estados miembros.
- El Consejo de Expertos Económicos del Gobierno Alemán ha propuesto en 2011 la creación de un *European Redemption Fund* (ERF) como una solución intermedia frente a la mutualización que suponen los eurobonos. Consiste, por un lado, en crear un fondo para mutualizar la deuda que excediera el límite del 60% del PIB (2,85 billones de euros) y, por otro, llegar a un “gran pacto” que fijara las condiciones y límites para que la mutualización fuera viable (con responsabilidad conjunta y solidaria). Con ello se separa la deuda en dos partes, por encima y por debajo del umbral del 60%. La primera se transferiría a un fondo, denominado ERF, donde todos los países de la eurozona tendrían responsabilidad conjunta. Con el objetivo de garantizar dicha transferencia de deuda al ERF, los países deberían crear un depósito de reservas internacionales que perderían si no cumplen el pacto para la parte de deuda no transfe-

³ Delpla, J., y J. von Weizsäcker (2010), “The Blue Bond Proposal”, *Bruegel Policy Brief*, 3.

rida. Además, dicho pacto implicaría la inclusión de frenos fiscales a nivel constitucional y la eliminación de la deuda transferida en un plazo de 25 años. Se persigue con ello un equilibrio entre la aplicación de la disciplina fiscal y la solidaridad hacia los países con problemas. El objetivo sería conseguir llegar a un régimen de “no rescate financiero”, esto es, cumplir plenamente la cláusula de *no-bail out* tal y como se formuló en el momento de creación de la zona euro. Muchos de sus elementos son los que han inspirado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza y las reglas de supervisión contenidas en el *two-pack* y, posteriormente, en la primera fase del Plan Director. Por otra parte, la creación del FAD constituye la piedra angular de la segunda fase del Plan Director. Además de la formulación anterior, también consideraron otras posibles configuraciones para el FAD que implicasen menor volumen de financiación: situar el umbral de mutualización de deuda sólo para aquella cantidad que exceda el 75% del PIB o, alternativamente, que la deuda que cada país transfiriera fuera el 20% de su PIB, lo que implicaría participaciones proporcionales al tamaño del país y no al tamaño de su deuda⁴.

Frente a las propuestas anteriores, que recogen diversas fórmulas de mutualización, otras propuestas han comenzado a combinarlas con *reestructuraciones parciales* que se aplicarían de “forma gradual”, en la mayor parte de los casos, o a través de una “terapia de choque”. Dentro de este grupo y como continuación a las anteriores propuestas, encontramos las siguientes:

- El Consejo Económico y Social del Parlamento Europeo propuso en 2012 la crea-

ción de bonos de la Unión para estabilizar la deuda. La deuda nacional se convertiría progresivamente (hasta un importe equivalente al 60 % del PIB) en bonos de la Unión y quedaría en una *cuenta de deuda consolidada pero no negociable*. Al no ser negociables, estas obligaciones estarían al abrigo de maniobras especulativas. Además, no sería necesario hacer ninguna transferencia fiscal. Su vencimiento escalonado permitiría su renovación con un tipo de interés fijado por el Eurogrupo y la cuota de cada país sería pagada por su Tesoro. De este modo, se evitaría tener que recurrir a crear una nueva institución. Como resultado de esta conversión, la deuda nacional de la mayoría de estos Estados se reduciría a un nivel que cumpliría los parámetros correspondientes de Maastricht. La situación financiera de Grecia seguiría siendo sin duda un problema específico pero limitado y por tanto gestionable. Además, la conversión de una parte importante (hasta un 60 %) de la deuda pública de los Estados miembros en deuda de la Unión podría realizarse mediante una “cooperación reforzada”. De este modo, los países que así lo prefieran podrán mantener sus propias obligaciones⁵.

- En agosto de 2013, el economista de la Fundación Bruegel Ashoka Mody⁶ se ha mostrado claramente partidario de la reestructuración y propone un enfoque unificado aplicable tanto a la deuda heredada como a la deuda futura. Su propuesta consiste en una reestructuración de la deuda a realizar de forma automática y continua, de forma similar a como funcionan los bonos convertibles contingentes (“cocos”). Una vez llegada la deuda a un determinado umbral respecto al PIB (por ejemplo, el 60%), se produciría

⁴ Aunque esta propuesta intenta evitar una reestructuración en sentido estricto, más recientemente, Han Werner-Sinn, miembro del Consejo de Asesores de la Cancillería alemana ha llegado a proponer directamente la convocatoria de una conferencia europea para la reestructuración de la deuda pública y privada en los países más endeudados de la UE que incluya la posibilidad de quitas.

⁵ Los Estados miembros pueden establecer una “cooperación reforzada” entre ellos en el marco de las competencias no exclusivas de la UE. Dicha cooperación debe estar abierta si al menos nueve Estados miembros participan en ella.

⁶ Véase Mody (2013).

⁷ Buchheit *et al.* (2013).

una extensión del periodo de vencimiento. También se podría establecer un segundo umbral, más alto, de forma que al llegar al mismo la amortización y el pago de los intereses se vincularan a resultados económico-financieros del país. En caso de solicitar asistencia financiera se activaría también un mecanismo automático de reestructuración.

- En un documento publicado a finales de 2013, el Comité sobre Política Económica Internacional y Reforma (patrocinado por la Alfred P. Sloan Foundation y con sede en la Brookings Institution)⁷ hace una propuesta para mejorar los procedimientos de reestructuración de deuda soberana, con recomendaciones de carácter general y otras aplicadas de manera específica a la zona euro. Su propuesta consiste, básicamente, en reformar el MEDE para que tenga suficiente capacidad para financiar a los países que lo requieran. Se utilizaría el *umbral del 60%* junto con un *umbral superior* que determinaría la *condicionalidad de la financiación* (sugieren un 90%). Por ejemplo, países cuya deuda sea inferior al 60% podrían acudir al MEDE para solicitar financiación sin condicionalidad; entre el 60% y el 90% la obtención de recursos requeriría condiciones (consolidación fiscal, reformas estructurales, etcétera), mientras que los países cuya deuda exceda el 90% deberían realizar una reestructuración para poder recibir recursos financieros adicionales. Dentro de las reformas a realizar debería también extenderse las CACS a todos los instrumentos de deuda, con fórmulas de agregación, para evitar las minorías que bloqueen una reestructuración. Por otro lado, consideran que la unión bancaria y el mecanismo único de resolución y reestructuración ayudarían a limitar los riesgos futuros de crisis de deuda. Finalmente, proponen aplicar la solución del FAD para hacer frente a la deuda heredada.

- Una propuesta más original y que logra conjugar aspectos de la iniciativa alemana y la del Parlamento Europeo es el plan PADRE (*Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*), publicado en enero de 2014 por Pierre Pâris y Charles Wyplosz⁸. Frente a procesos lentos de reestructuración, ellos plantean hacerla de forma inmediata a través del BCE, evitando transferencias entre los Estados y problemas de riesgo moral. De acuerdo con esta propuesta, el escenario más conveniente sería reducir la deuda de la zona euro a la mitad, lo que supondría unos 4.6 billones de euros. Después de ello, con la excepción de Grecia, que aún superaría el 100% de su PIB, los demás países se situarían por debajo del 80% (España la reduciría en medio billón de euros, quedándose en un 41,6%). Alternativamente, también plantean escenarios menos ambiciosos, como reducir la deuda en un 25% o no implicar a todos los países de la eurozona, sino limitarse a los de peor situación. La deuda eliminada sería proporcional al porcentaje de capital del BCE de cada uno de los Estados⁹.

El plan consiste en transformar la deuda pública en deuda perpetua al 0% de interés. La agencia encargada (preferiblemente el BCE, aunque también podría ser realizado por el MEDE) obtendría fondos emitiendo sus propios títulos al tipo de interés de mercado y con ellos compraría la deuda de los Estados a su valor nominal, incurriendo en pérdidas. El BCE mantendría la deuda perpetua frente a los gobiernos en el activo de su balance y, en la misma proporción, en su pasivo la deuda emitida en los mercados internacionales a un plazo a determinar según la situación de los mercados.

Las pérdidas en que incurriría el BCE se compensarían con cargo tanto a sus beneficios como a los de los bancos centrales del euro-

⁷ Buchheit *et al.* (2013).

⁸ <http://www.voxeu.org/content/padre-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone>

⁹ En el caso de España, ese porcentaje es aproximadamente un 12% del total.

sistema, así como con los ingresos de “señoreaje” del BCE. Estas pérdidas se pasarían a los Estados miembros en proporción a su capital en el BCE, lo cual lo haría políticamente aceptable al evitarse transferencias entre los países miembros, pues todos pagarían su parte proporcional a perpetuidad. Además, tampoco habría pérdidas para los tenedores, que mantendrían íntegro su capital. En la práctica, el BCE aprovecharía su capacidad de emitir euros para comprar la deuda pública pero la esterilizaría por completo, por lo que no sería inflacionista. Sin embargo, en la medida en que ello supondría un impulso al PIB de la eurozona, el coste irá decreciendo y las pérdidas se acabarían absorbiendo a muy largo plazo.

El mayor peligro sería de riesgo moral, por lo que habría que crear incentivos (mecanismos sancionadores) para que los países no vuelvan a elevar su endeudamiento.

- Finalmente, tal y como se recogía en el Plan Director o *Blueprint* para la consecución plena de la UME elaborado en 2012, la Comisión Europea, en marzo de 2013 creó el “Grupo de Expertos sobre el Fondo de Amortización de la Deuda (FAD) y las euroletras”. Dicho grupo presentó su informe final un año después, en marzo de 2014¹⁰.

El que la Comisión centre el análisis en dos formas de mutualización parcial, siendo importantes para estabilizar los mercados de deuda soberana y, por tanto, para mejorar la integración financiera, resulta algo decepcio-

nante, pues estas dos fórmulas no parecen suficientes para solucionar el actual problema de sobreendeudamiento¹¹. El Comité no ha añadido en su Informe ninguna otra alternativa de reestructuración de deuda, centrándose en las dos propuestas más “conservadoras”:

- En lo que se refiere al Fondo/Pacto de Amortización de la Deuda (F/PAD), como se ha visto anteriormente, esta fue una propuesta realizada por el Consejo Alemán de Expertos Económicos en 2011¹². Se caracteriza por tener una vigencia temporal limitada (entre 10 y 25 años) durante la cual se produciría una importante transferencia de soberanía para realizar el saneamiento, al conceder facultades de control en materia fiscal y presupuestaria a una instancia europea. Los países irían devolviendo los importes prestados y los intereses de forma gradual y proporcional al crecimiento del PIB¹³. Según el Grupo de Expertos de la Comisión, el F/PAD supondría, por un lado, menor necesidad de recurrir al MEDE para ayuda financiera, así como reducir la necesidad de que el BCE llevara a cabo medidas de política monetaria no convencional.
- Por lo que se refiere a las *eurobills* o euroletras, frente a la idea inicial de los eurobonos, se trata de propuestas de mutualización de deuda a corto plazo, para evitar problemas de liquidez. Se basaría en la emisión común de deuda a corto plazo (con vencimiento inferior bien sea a 2 o a 1 año), respaldada por garantías conjun-

¹⁰ Véase la documentación completa en (http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2014-03-31-redemption_fund_and_eurobills_en.htm).

¹¹ Aunque en las conclusiones se deja entrever que una parte de los Expertos considera que es necesaria una reestructuración, en el informe se dice, de manera expresa, que ese tema no se aborda porque no se incluye en su mandato (véase Tumpel-Gugerell *et al.* (2014), pág. 54).

¹² En un documento de trabajo preparado por el propio *staff* del Consejo Alemán de Expertos Económicos se describe con ejemplos y cálculos cómo funcionaría el FAD. Véase Doluca, Hubner, Rumpf, y Weigert, (2012).

¹³ Según los cálculos realizados, España transferiría al FAD entre 341.000 millones de euros y 188.000 millones de euros, dependiendo de los escenarios. Todo ello teniendo en cuenta que se utilizaron datos de 2011. Esas cuantías serían mayores ahora mismo.

tas y solidarias o por garantías proporcionales al PIB del país. Su volumen máximo estaría limitado y fijado de antemano: en caso de vencimiento igual o inferior a dos años el volumen de emisión común sería de entre 0,8 y 1,9 billones de euros¹⁴, con un límite del 30% de la deuda total por país; si el vencimiento fuera igual o inferior a un año, supondrían entre 0,5 y 0,9 billones de euros¹⁵, con el límite del 10% de la deuda total por país. Este instrumento permitiría diversificar las tenencias de deuda soberana en los balances bancarios y reducir el alcance del círculo vicioso entre los riesgos bancarios y la deuda soberana. Sin embargo, el tamaño del mercado de euroletras sería determinante en su capacidad para lograr los efectos deseados.

Del análisis realizado por el Comité de Expertos se deriva que tanto la emisión de euroletras como la creación del F/PAD tendrían un elevado riesgo moral, aunque este variaría dependiendo del diseño concreto de cada uno de los instrumentos. En el caso de la emisión conjunta de euroletras el riesgo moral dependería de las características de la emisión. Si las emisiones fuesen a corto plazo, de un volumen reducido, con límite temporal en su vigencia y garantizadas a prorrata generarían menor riesgo moral. Algo semejante ocurre con el FAD: un fondo a prorrata de tamaño reducido y con un período de vigencia breve generaría menos riesgo moral, aunque ahorraría menos costes y, probablemente, no conseguiría reducir lo suficiente la deuda de los Estados. El hecho de que los dos sistemas planteen problemas de riesgo moral ha conducido a que el Consejo Alemán de Asesores Económicos (y los propios Expertos recabados por la Comisión) planteasen la necesidad de un pacto estableciendo condiciones previas, restricciones y salvaguardias. Por ejemplo, mecanismos transparentes y automáticos de recargos o sanciones por incumplimiento. También en ambos casos es necesario realizar cambios en el Tratado.

¹⁴ Un total de 101.910 millones de euros en el caso de España.

¹⁵ En este caso, 51.000 millones de euros en España.

Conclusiones: ¿qué opciones son factibles?

La historia nos demuestra que la deuda siempre se ha reducido mediante inflación, represión financiera y/o reestructuración. Los distintos rescates y las medidas aplicadas por el BCE, en especial el anuncio de las compras monetarias directas (OMT) han permitido una cierta mutualización del riesgo soberano, calmando a los mercados financieros. Sin embargo, el exceso de endeudamiento puede eliminar cualquier atisbo de recuperación. Si algo se ha aprendido de la historia de las múltiples crisis de deuda sufridas por países tanto avanzados como emergentes es que, si bien es costoso reestructurar en términos de reputación y acceso a los mercados internacionales, querer mantener volúmenes de deuda insostenibles solo llevan a la deflación, el desempleo y el estancamiento. Teniendo en cuenta la debilidad de la recuperación experimentada en la zona euro, no se puede descartar la posibilidad de que sea necesario tomar medidas adicionales (extraordinarias) para lograr sacar a los países de la UME fuera del círculo vicioso de la recesión.

Una vez que el BCE ha conjurado los problemas a corto plazo de la crisis de deuda, propuestas que impliquen avanzar en la mutualización más allá de los límites inherentes al MEDE pueden ser menos necesarias.

El Informe de Expertos de la Comisión Europea emitido en 2014 se ha centrado en dos formas de mutualización: las euroletras y la creación de un Fondo y un Pacto para la Amortización de la Deuda. Las dos iniciativas son interesantes, pero una vez que el BCE ha conjurado los problemas a corto plazo de la crisis de deuda, propuestas que impliquen avanzar en la mutualización más allá de los límites inherentes al MEDE pueden ser menos

necesarias. Por otra parte, el hecho de que los dos tipos de propuestas generan problemas de riesgo moral, hace que tengan que ser diseñadas para minimizarlo, lo que implica cambios institucionales (cediendo poder a órganos federales o estableciendo reglas estrictas) que pueden llevar tiempo, además de ser difícilmente asumibles por algunos países miembros desde un punto de vista político. Por otra parte, el hecho de que los cambios en la gobernanza de la UE y de la eurozona llevados a cabo desde 2010 sean aún recientes puede hacer aconsejable esperar antes de avanzar por la senda de la mutualización.

Frente a la mutualización completa, puede ser más realista buscar soluciones intermedias que implican un cierto grado de reestructuración de la deuda, bien de forma gradual en el tiempo (lo que reduce la carga del servicio de la deuda de forma progresiva) o bien a través de una terapia de choque (por ejemplo mediante un sistema de canje de deuda financiado con ingresos futuros por señoreaje). Un ejemplo del primer tipo sería la propuesta del Consejo de Expertos de Economía Alemanes, que establece un fondo de garantía conjunta que permite mutualizar un porcentaje de la deuda nacional de forma temporal (por ejemplo 25 años). Un prototipo del segundo caso, sería la reciente propuesta para el canje por deuda perpetua al 0% que sería realizado por el BCE preferentemente o por el MEDE con cargo a los ingresos futuros por señoreaje del eurosistema. Esta propuesta no implicaría mutualización sino solidaridad intergeneracional en cada país. En los dos casos haría falta un sistema ordenado de reestructuración de la deuda en línea con la propuesta presentada por el Comité sobre Política Económica Internacional y Reforma de la Brookings Institution que evite un sesgo a tomar prestado en exceso por parte de los deudores y a una tendencia por parte de las autoridades crediticias a no actuar hasta que es demasiado tarde.

En nuestra opinión las euroletras son claramente insuficientes, puesto que no proporcionan el alivio necesario a los países afectados por su escaso tamaño. Aunque el FAD podría alcanzar la dimensión necesaria para hacer posible transferir

un volumen de deuda elevado (si se opta por fijar el umbral en el 60%), la duración limitada que se le asigna (unos 25 años) impone que los países deban realizar un esfuerzo demasiado grande para devolver los fondos. Algunos requerirían superávits primarios durante un par de décadas, difícilmente exigibles a los países más endeudados sin consolidaciones adicionales o reformas en el tamaño sector público de mayor calado (en España, por ejemplo, implicaría superávit primarios por encima del 2% del PIB durante 25 años).

La iniciativa de Páris y Wyplosz (2014), que supone un reparto proporcional de los costes, un volumen suficiente de recursos y un canje de deuda sin necesidad de salir de los mercados de crédito y sin aumentos en la prima de riesgo parece la mejor opción. En el caso de España se produciría una reducción inmediata del *stock* de deuda al 41% del PIB, relajando de forma permanente la prima de riesgo y facilitando el acceso al crédito en mejores condiciones. También, de forma inmediata, desaparecería del presupuesto de los Estados miembros una parte del servicio de la deuda (la reestructurada), por lo que se produciría un reequilibrio de las cuentas públicas y se devolvería a la política fiscal su función para el manejo del ciclo económico. Y, como ellos mismos afirman, es políticamente aceptable. No obstante, la experiencia reciente en otros cambios de la gobernanza nos demuestra que lo más probable es que, si se establece finalmente un sistema de saneamiento de la deuda, este vaya en la línea de la propuesta del Consejo de Expertos Alemanes, pues ya viene recogida en el Plan Director de la Comisión Europea. Es evidente que el Eurogrupo va a tener que seguir tomando decisiones cruciales al respecto en los próximos años.

Referencias

- BUCHHEIT, L.C.; GELPERN, A.; GULATI, M.; PANIZZA, U.; WEDER DI MAURO, B., y ZETTELMEYER J. (2013), *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Committee on International Economic Policy Reform, Brookings Institution.
- CAMARERO, M.; CARRION-I-SILVESTRE, J.L., y TAMARIT, C. (2014), "The Relationship Between Debt Level And Fiscal Sustainability in Organization For Economic

- Cooperation and Development Countries". *Economic Inquiry*, pendiente de publicación. doi:10.1111/ecin.12126.
- COMISIÓN EUROPEA (2012), "Un plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica", Comunicación de la Comisión COM(2012) 777 final.
- DE GRAUWE, P. (2013), "The Governance of a Fragile Eurozone", *Australian Economic Review*, vol. 45(3), 255-268.
- DOLUCA, H.; HUBNER, M.; RUMPF, D., y WEIGERT, B. (2012), "The European Redemption Pact: An Illustrative Guide", German Council of Economic Experts. *Working Paper*, 2.
- MAUDOS, J. (2014), "Sostenibilidad de la deuda pública: España en el contexto europeo", *Cuadernos de Información Económica*, 239, 65-75.
- MODY, A. (2013), "Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro area" *Bruegel Working Paper* 2013/5.
- PÁRIS, P., y WYPLOSZ, C. (2014), "Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone", Geneva Report on the World Economy, *Special Report* n. 3, CEPR, Londres.
- REINHART, C.M., y ROGOFF, K.S. (2010), "Growth in a time of debt", *American Economic Review*, 100(2), 573-78.
- SAPIR, A.; WOLFF, G.B.; DE SOUSA, C., y TERZI, A. (2014), The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures, *Directorate General for Internal Policies*, (February).
- TUMPEL-GUGERELL, G.; BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; BENTO, V.; BISHOP, G.; HOOGDUIN, L.; MAZÁK, J., y DI MAURO, B.W. (2014), *Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills*, 1-86.

La Europa social en crisis. Modelo Social Europeo y políticas de austeridad

Ana Marta Guillén Rodríguez, Sergio González Begega y David Luque Balbona*

La crisis del Modelo Social Europeo (MSE) es un síntoma de los problemas enfrentados por el proyecto de integración en los últimos tiempos. El cuestionamiento del papel de Europa en el mundo, de su proyecto político de unión supra-nacional o de la capacidad de su economía para seguir siendo competitiva a nivel global se ha visto acompañado de un debate intenso sobre la idoneidad del Modelo Social Europeo. En la búsqueda de debilidades que puedan explicar las dificultades económicas de Europa se ha achacado a su dimensión social la condición de lastre competitivo. Lejos de la estimación que tenía al lanzarse la Estrategia de Lisboa, se ha convertido en el residuo de una apuesta de crecimiento que no es posible sostener.

En este artículo se explora críticamente la reducción del Modelo Social Europeo a un compañero de viaje incómodo en la carrera de la Unión Europea por la competitividad global. Se revisa el cuarteamiento de los consensos políticos en torno al MSE e identifica una serie de puntos de inflexión en el cambio de percepción sobre el mismo, tales como la fatiga de la Ampliación, el fracaso del proyecto de Constitución Europea y, por supuesto, la crisis económica y el contexto de austeridad. A estos habría que sumar la debilidad interna inicial del MSE, construido sobre una amplia diversidad de regímenes de bienestar y tradiciones nacionales de relaciones laborales.

La construcción europea ha tenido un basamento fundamentalmente económico. La articulación de un mercado de libre circulación de bienes y trabajadores, de una moneda única (aún no de un Tesoro común) o, más recientemente, de un sistema de regulación bancaria, constituyen hitos en el camino de convergencia normativa en materia económica de los Estados miembros. En paralelo a ese proceso económico, aunque de forma

más discontinua, el proyecto europeo ha impulsado también desarrollos en el área de los derechos civiles y sociales. El así llamado Modelo Social Europeo (MSE) se ha convertido en un elemento definidor de Europa, una característica particular que diferencia a la Unión Europea y a los socios que la integran de otros países y áreas de libre comercio. Europa no es única porque su proyecto de integración económica sea el más avanzado. Tam-

* Universidad de Oviedo.

poco lo es porque las instituciones que lo regulan, con origen en el conjunto de acuerdos políticos que dan lugar al Tratado de Roma, sean más antiguas, se encuentren más desarrolladas o vinculen más densamente a sus miembros. La Unión Europea es un proyecto de construcción supranacional excepcional porque a su dimensión económica se añade una dimensión de derechos ciudadanos en los que el componente social, de bienestar y laboral se presenta como un elemento central.

El desarrollo de la Unión Europea se asocia, por tanto, a los esfuerzos efectuados en materia de derechos sociales, laborales y de bienestar. La integración económica se ha visto acompañada por un empeño de aproximación de los mecanismos de seguridad colectiva que, con todas sus limitaciones, representa uno de los principales factores de seducción del proyecto europeo. El modelo de desarrollo económico europeo se apoya en una combinación de solidaridad colectiva, de equidad social y de eficiencia productiva, cuya lógica contrasta con la de otros modelos en los que el individualismo mercantilizador o el *dumping* social con fuerte déficit de derechos civiles y laborales se convierten en la principal ventaja competitiva para promover el crecimiento.

La apuesta europea por una economía de base social quedó expresada en los objetivos de crecimiento fijados en marzo de 2000 en el Consejo Europeo de Lisboa y ha sido recogida por el Tratado de Lisboa. Su objetivo es desarrollar una economía social de mercado, capaz de garantizar la competitividad de los sectores productivos europeos en el entorno globalizado. La cláusula social transversal contenida por el artículo 9 del Tratado de Lisboa ancla los objetivos de crecimiento económico de la Unión Europea en el MSE, explicitando la obligatoriedad de que las políticas públicas europeas se orienten hacia el favorecimiento del empleo, una protección social apropiada para los ciudadanos y la lucha contra la exclusión social.

En realidad fue a través de una ventana de oportunidad económica como el MSE se introdujo en la estrategia de crecimiento sostenible definida en Lisboa, conocida como Estrategia de Lisboa o

Agenda 2000, y después en el propio Tratado de Lisboa. Los contenidos de fortalecimiento del crecimiento económico a través de la promoción de la ciudadanía social y de la cohesión socioeconómica de territorios e individuos reforzaron el acervo comunitario de contenido social ya recogido en los Tratados de Maastricht y de Ámsterdam. La voluntad política de las instituciones europeas, intentando vincular más estrechamente las dinámicas de desarrollo económico y social, trataba de rescatar del naufragio de la Constitución Europea aquellos elementos imprescindibles para que el proyecto europeo no quedase reducido a su esqueleto económico, desde la convicción de que, si a este se le despoja de su envoltorio en forma de derechos sociales, laborales y ciudadanos, terminará por encallar. Esa fue la certeza política apenas contestada, al menos hasta la irrupción de la crisis económica en 2008.

La estructura del artículo es la siguiente. Las dos primeras secciones exploran el papel jugado por el MSE a lo largo de la última década, desde su incorporación entusiasta a la agenda de crecimiento económico de Lisboa hasta su puesta en cuestión bajo el contexto de crisis económica y austeridad. La tercera sección evalúa las dificultades de aprehensión conceptual del término MSE, los consensos políticos y civiles sobre los que este se apoya y sus problemas de fragmentación interna. El artículo se cierra con un apartado de discusión en el que se subraya la identidad entre dichos problemas de fragmentación y las dificultades generales del proceso de construcción política europeo.

La “ciudad en la colina”. El Modelo Social Europeo como factor de desarrollo económico

Hace solo una década, Jeremy Rifkin escribía que Europa, con su innovador proyecto de integración económica y política, se había convertido en el nuevo modelo hacia el que mirar, en la nueva “ciudad en la colina”. Rifkin evocaba de forma altamente provocadora la imagen del sermón del pastor puritano John Winthrop a los colo-

nos recién llegados a las costas de Massachussetts para defender la necesidad de emular el sueño europeo, con su arraigo de los valores democráticos, su promoción de los derechos ciudadanos o su defensa de unos estándares de bienestar altos, fundamentados en la existencia de un aparato estatal protector, solidario y capaz de producir un elevado grado de cohesión social. Frente al individualismo feroz, la brecha social y el crecimiento económico irreflexivo, Rifkin proponía a sus conciudadanos imitar a la Unión Europea “para tener futuro.” En esa imitación, el MSE representaba uno de los elementos del código genético europeo a importar.

La voz de Rifkin no estaba, en absoluto, sola. Desde Europa, Ulrich Beck y Edgar Grande, subrayaban la voluntad de cosmopolitismo de la excepcionalidad europea y señalaban que Europa se encontraba en disposición de convertir su solución particular, con el MSE en la proa, en un nuevo patrón para la articulación de las sociedades, la resolución de los conflictos y la regulación de los mercados a nivel global. La “revolución silenciosa” que, según Jean Monnet, habían desencadenado los europeos en la década de los cincuenta, se extendería al mundo, provocando un efecto dominó regional que cambiaría las ideas sobre la política y la economía en el siglo XXI.

Una vez alcanzado el objetivo de la Unión Económica y Monetaria, Europa identificaba en la inversión social uno de los instrumentos clave para hacer realidad el objetivo de crecimiento sostenible basado en la economía del conocimiento.

El entusiasmo académico se extendía también al plano político. La Estrategia de Lisboa incorporaba el desarrollo social al proceso de integración económica. Una vez alcanzado el objetivo de la Unión Económica y Monetaria, Europa identificaba en la inversión social uno de los instrumentos clave para hacer realidad el objetivo de crecimiento sostenible basado en la economía del conocimiento.

El desarrollo social se convertía así en la clave de bóveda que no solo permitiría hacer de Europa una unidad económica innovadora, competitiva y socialmente justa sino que le proporcionaría un patrón de desarrollo económico alternativo en el contexto de la globalización.

La articulación de una sinergia aparentemente virtuosa entre crecimiento económico e inversión en políticas sociales permitía, además, superar uno de los principales elementos de frustración de la construcción europea. De manera recurrente y a excepción de momentos de impulso puntual como el proporcionado por la Comisión Delors a finales de la década de los ochenta, la Europa social siempre había ido a remolque de los avances en el ámbito económico. La construcción social de Europa, discontinua y titubeante, era vista desde múltiples sectores euroescépticos y eurocríticos como un mero apuntalamiento legitimador del proceso de integración económica ante los ciudadanos, una carta de presentación hueca de un proyecto de contenidos esencialmente económicos y de mercado.

La Estrategia de Lisboa trataba de atajar la sospecha de que el MSE era un simple trampantojo, intentando resolver para ello uno de los principales problemas de diseño institucional del mecanismo de construcción europea: la apuesta por la convergencia económica como motor que arrastra al resto de dimensiones de la integración. El enfoque de *spillover* (o desbordamiento) desde el ámbito económico ha dominado la dinámica europea desde sus comienzos en la década de los cincuenta, cuando las demandas de eliminación de barreras comerciales en los sectores del carbón, el acero y la energía atómica rebasaron los aspectos meramente económicos y provocaron la creación de las primeras instituciones políticas comunitarias.

La construcción política, social y ciudadana de Europa ha sido explicada como un encadenamiento de reacciones de regulación a los estímulos de mercado. Más allá del mecanicismo de la secuencia, los avances en materia social no pueden ser entendidos en ausencia de horizontes eco-

nómicos como los del Mercado Único, primero, o la Unión Monetaria, después. De igual forma, la parálisis experimentada por el MSE tras la irrupción de la crisis económica puede ser explicada, al menos parcialmente, a partir de la ausencia de objetivos económicos claros.

¿Qué hacer cuándo lo económico deja de “tirar” claramente del resto? El Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 creyó encontrar la solución. Los futuros retos de la Unión Europea, como la Ampliación al Este o la Constitución, continuarían siendo, lógicamente, económicos pero también políticos y sociales. Para alcanzarlos sería necesario revisar el diseño de *spillover* y actuar políticamente de forma coordinada, imbricando crecimiento económico sostenible y MSE. La inversión social se convertía así en la solución distintiva de Europa al problema del crecimiento y cumplía una doble función: al exterior, proponía un modelo de desarrollo alternativo al paradigma neoliberal; y al interior, permitía seguir alimentando el proceso de integración.

modo. La crisis ha hecho que Europa haya dejado de confiar en la capacidad de seducción de su modelo de crecimiento y que este se haya ido diluyendo. Las dudas formuladas sobre el MSE reflejan, en realidad, el cuarteamiento general de las voluntades políticas y de las certezas sobre el conjunto del proyecto europeo.

La crisis ha hecho que Europa haya dejado de confiar en la capacidad de seducción de su modelo de crecimiento y que este se haya ido diluyendo.

Dentro de un ambiente general de debate sobre la capacidad de los países occidentales para seguir sosteniendo el liderazgo económico, político y de modelo de sociedad y no verse rebasadas, la cuestión del futuro de Europa cobra un interés particularmente relevante. Aspectos tales como el declive de la Unión Europea y su posible futura irrelevancia en un escenario global con nuevos actores mucho más dinámicos en lo económico, han puesto sobre la mesa la necesidad de abandonar algunas de las ideas más ambiciosas de Lisboa y acometer un programa de reformas que, por supuesto, afecta al MSE.

El gasto social europeo que, en países como Alemania o Francia llega casi a duplicar al estadounidense en porcentaje de esfuerzo sobre el PIB, según datos de la OCDE, ha dejado de constituir un modelo a imitar y se ha convertido en un factor de riesgo para la supervivencia de Europa. La insostenibilidad del MSE se ha convertido en un mantra que no solo ha justificado la introducción de duros programas de racionalización del gasto social sino que ha proporcionado argumentos para que figuras políticas de primer orden, como el presidente del Banco Central Europeo, hayan confirmado públicamente su defunción. En unas declaraciones al diario *Wall Street Journal* a finales de febrero de 2012, Mario Draghi señalaba literalmente que “el modelo social europeo esta[ba] muerto” y que no existía “escapatoria posible a la aplicación de políticas de austeridad muy duras en todos los países endeudados en exceso, aunque

Crisis y cuarteamiento de certezas. ¿El Modelo Social Europeo como lastre competitivo?

El sueño europeo ha dejado paso a su cuestionamiento. Las dudas sobre el MSE se entrecruzan con los desequilibrios provocados por la Ampliación, el fracaso del proyecto de Constitución o el recrudescimiento de las tensiones competitivas en el contexto de la crisis económica. El estancamiento de la dimensión política, social y ciudadana de la Unión Europea arranca antes de la crisis, justo después del momento de euforia que acompaña a la puesta en marcha del euro, pero solo se hace evidente dentro de ella. En este sentido, la crisis no constituye un punto de inflexión para el proyecto europeo o para su modelo social sino que más bien visibiliza una serie de imperfecciones de diseño que habían quedado ocultas con anterioridad.

En el ámbito de la política económica, el MSE se ha convertido en un compañero de viaje incó-

ello implique renunciar a un modelo social basado en la seguridad del empleo y en una redistribución social generosa”.

En menos de un lustro, el MSE se había transmutado de activo competitivo y bandera de un modelo de desarrollo económico en un lastre, para algunos incluso difícilmente reformable. El discurso de la insostenibilidad del MSE se resumía en tres cifras, detrás de las cuales probablemente se encuentren las dos grandes preguntas acerca del futuro de la especificidad de Europa en materia social: ¿Puede la Unión Europea mantener un 50% del gasto social global, con una participación del 25% en el PIB mundial y con una población que solamente alcanza el 7%? ¿Podrá, además, seguir haciéndolo si las presiones sobre el gasto social se ven incrementadas en los próximos años como resultado del envejecimiento de la población mientras que los otros dos indicadores, en un reverso de la misma moneda, se encuentran en retroceso?

¿Puede la Unión Europea mantener un 50% del gasto social global, con una participación del 25% en el PIB mundial y con una población que solamente alcanza el 7%?

La intensidad de las voces públicas que insisten en la reforma en profundidad del MSE o incluso en su abandono por parte de aquellos países que no puedan mantenerlo se han intensificado desde 2010. Las conclusiones del Informe Proyecto Europa 2030, elaborado por un grupo de expertos con amplia experiencia en la política europea, han señalado en un tono algo más ponderado, pero igualmente pesimista, las dificultades para mantener la excepcionalidad social europea en las próximas décadas. Entre los desafíos a resolver, la redefinición del MSE aparece como un aspecto transversal de las tensiones sobre el presupuesto público generadas por los rescates bancarios, el comportamiento demográfico o las transformaciones laboral-productivas relacionadas con la espiral de competencia global a la baja en costes, salarios y condiciones de

trabajo, la deslocalización industrial o el cambio tecnológico.

Dado lo brusco del cambio, del ánimo a la desmoralización, cabe preguntarse cómo ha operado esta transformación. ¿Ha sido la crisis demasiado profunda y sus consecuencias irrefrenables para quienes defendían un patrón de desarrollo socio-económico alternativo? O, por el contrario, ¿existían fracturas internas dentro del diseño institucional de la Unión Europea y del MSE que permiten explicar su baja capacidad de resistencia? Más allá de los déficits de competitividad de Europa, del envejecimiento de su población, de las fallas de solidaridad entre socios o de un sistema de gobernanza que, al envite de la crisis, se ha desnudado como fundamentalmente inter-gubernamental, los problemas se incubaron antes de la crisis. En realidad, las certezas y voluntades en torno a la Estrategia de Lisboa y al MSE nunca fueron tan estables porque el terreno sobre el que se apoyaban no era firme.

Una construcción endeble. El Modelo Social Europeo antes y durante la austeridad

El MSE constituye una realidad débil, fragmentaria, de difícil aprehensión conceptual y que plantea importantes retos explicativos. El análisis del MSE, entendido como un conjunto de prácticas de política social y bienestar, así como rasgos institucionales heterogéneos pero comunes en sus principios orientadores a los distintos socios de la Unión Europea, ha constituido un ámbito de discusión muy prolífico en las dos últimas décadas.

La utilización, por vez primera, de la etiqueta MSE se atribuye al Comisario Delors en el marco del debate político de la Cumbre del Consejo Europeo de Val Duchesse, en 1985, considerada comúnmente como el momento de arranque de la actual fase de construcción de la Europa social. Desde entonces, el término se ha utilizado como una palabra-contenedor para aludir, por un lado, a las políticas comunitarias de cohesión social y crecimiento económico sostenible en el contexto de la globalización; y por otro, a los dispositivos de

bienestar de los socios nacionales, cuya diversidad se ha visto sustancialmente incrementada con las dos últimas oleadas de Ampliación de la Unión Europea.

Además de las actuaciones públicas en el ámbito de las políticas sociales y de bienestar, que incluyen de forma genérica las pensiones y la seguridad social, la sanidad, la educación, los servicios sociales o la vivienda, se ha defendido la necesidad de incorporar al MSE las dinámicas de relaciones laborales, la regulación de las formas de trabajo y el impulso público del empleo. En este sentido, el MSE se presenta como un proceso político en constante transformación, cuyos cambios se explican no tanto por nuevas adquisiciones o abandonos de elementos sino por los constantes intercambios y alteraciones en la densidad de los mismos.

La identidad de los regímenes de bienestar y laborales europeos se encuentra en el anclaje de sus dispositivos institucionales sobre un sistema común de valores que entiende los derechos sociales como derechos básicos de ciudadanía.

Debido a su carácter mutable e incompleto, el MSE descansa sobre la indeterminación conceptual. Esta indefinición es resultado también de la propia heterogeneidad de realidades nacionales sobre la que este se apoya. La diversidad de tradiciones en materia de política social conforma un caleidoscopio diverso: desde las soluciones liberales y de mercado de base beveridgeana propias de los países anglosajones hasta las construcciones de fundamento bismarckiano de la Europa continental, pasando por el modelo universalista socialdemócrata de los Países Nórdicos. Lo mismo ocurre con los marcos de regulación laboral. Por eso, antes de en su aspecto exterior, multiplicado en su diversidad por la polinización de rasgos entre modelos, la identidad de los regímenes de bienestar y laborales europeos se encuentra en el anclaje de sus dispositivos institucionales sobre un sistema común de valores que entiende los derechos sociales como derechos básicos de ciudadanía.

El MSE es, por tanto, y difícilmente puede ser de otra forma, una construcción de mínimo común denominador, lo cual queda perfectamente expresado en la práctica y en la normativa comunitaria en materia de política social y de regulación del trabajo. Su definición se ha apoyado en la identificación de un conjunto de principios comunes de política social, laboral y de promoción del empleo, en torno a los cuales ha sido posible encontrar consenso.

Este consenso se apoya en el reconocimiento de tres elementos. El primero de ellos es la identificación del Estado como social y la exigencia a los poderes públicos de que, a través de sus políticas, efectúen un esfuerzo de desmercantilización de las necesidades sociales, de forma que su cobertura no dependa exclusivamente de la capacidad de adquisición individual de servicios de bienestar a través de mecanismos de mercado. El Estado provee de un conjunto de coberturas a los individuos, por encima de un mínimo vital más o menos generoso en los distintos regímenes de bienestar y se convierte, también con mayor o menor ambición, en garante de la cohesión social.

El segundo elemento sobre el que se ha desarrollado el MSE responde al reconocimiento de la obligación social del Estado hacia los individuos, como ciudadanos dotados de una serie de derechos sociales que se establecen a través de diversos mecanismos: desde principios constitucionales orientadores de las políticas públicas hasta desarrollos normativos específicos. La noción de ciudadanía social, desarrollada por Marshall, atribuye al individuo unas determinadas garantías públicas con respecto a su situación socioeconómica en función del ejercicio de sus derechos. El debate en torno a si el reconocimiento de esos derechos sociales debe vincularse a la situación de empleo del individuo o, simplemente, a su condición de ciudadano, se sitúa en el origen de la divergencia entre las lógicas de provisión de servicios de bienestar contributiva y universalista dentro del MSE.

El tercer y último elemento de soporte del MSE tiene que ver con el reconocimiento de la

desigualdad material, económica y social que está en la base del modelo de trabajo de la sociedad capitalista. El MSE obliga al Estado a determinar un cuadro general de derechos para los trabajadores, a regular las relaciones laborales en un sentido democrático, a comprometerse en la promoción del empleo como instrumento de reducción de la desigualdad y, al menos en su variante continental, a transferir a los agentes sociales capacidad de participación en el diseño de las políticas públicas de carácter socioeconómico. Más allá de la heterogeneidad de sistemas nacionales de relaciones laborales y de la debilidad de algunos de los elementos anteriores en los nuevos socios comunitarios o también, por ejemplo, en el Reino Unido, la regulación pública del trabajo constituye un elemento diferencial de Europa con respecto a otros espacios económicos en los que la relación de empleo se establece exclusivamente a partir de un acuerdo privado.

Desde un análisis apresurado cabría pensar que los consensos sobre los que se apoya este MSE de “mínimo común denominador” comienzan a cuartearse cuando irrumpe la crisis económica en 2008. Efectivamente, la crisis económica y las políticas de austeridad han incrementado el carácter fragmentario del MSE y han reducido su grado de ambición. La asimetría en la aplicación de los ajustes sobre el gasto social en los distintos países ha aumentado la brecha, ya existente, en el esfuerzo de financiación de los servicios de bienestar. La heterogeneidad del MSE se ha visto incrementada, así como la contradicción interna de las políticas sociales nacionales en las que se apoya.

La diversidad de coberturas, servicios y diseños institucionales de la Unión Europea se vio significativamente elevada tras la Ampliación.

Ahora bien, las dificultades de aproximación entre regímenes de bienestar comienzan mucho antes. Son identificables, de hecho, desde que el incremento de las tensiones de competitividad a escala global, a comienzos de los ochenta, abrió

los primeros senderos de reforma de los sistemas nacionales de bienestar. Además, la diversidad de coberturas, servicios y diseños institucionales de la Unión Europea se vio significativamente elevada tras la Ampliación. La incorporación de nuevos socios ajenos al consenso básico sobre el que descansa el MSE ha abierto un nuevo frente de fragmentación que sumar a la heterogeneidad preexistente. El abrupto desmantelamiento del sistema de servicios sociales comunista en estos países tuvo como resultado la articulación de un modelo de bienestar y laboral de bajos umbrales de garantías y cohesión social, con una fuerte presencia de elementos de mercado, que se convirtieron en un elemento adicional de estrés interno para el MSE. El efecto de estas tensiones sobre la apuesta social de Europa también se desbordó hacia otros ámbitos. El fracaso de la Constitución Europea tras los referendos de la primavera de 2005 tuvo mucho que ver con lo que los ciudadanos franceses y holandeses percibieron como una nueva cuña sobre sus derechos sociales tras la Ampliación de la Unión Europea al este.

La fragmentación y la timidez representan características genotípicas del MSE ya antes de la crisis. Pero no toda la culpa de esta Europa social *light* es de las instituciones comunitarias, de su bajo grado de ambición o de la incapacidad para promover un estándar común de derechos sociales y laborales coherente y fuerte. Quizá ni siquiera lo sea en su mayor parte, sino más bien de los socios nacionales. Las políticas sociales y laborales de los Estados de la Unión Europea se parecen bastante a las políticas monetarias de esos mismos Estados antes de la Unión Económica y Monetaria: coordinadas entre sí pero también mirando los unos a los otros y compitiendo. Los umbrales de derechos sociales y laborales en la Unión Europea se establecen a partir de las debilidades del eslabón más frágil, aquel que sucumbe a las presiones de los mercados y de la competitividad global mediante la reducción de coberturas sociales y derechos laborales más rápidamente. Hoy, los potenciales puntos de fractura del MSE se encuentran, obviamente, en el *dumping* social externo de las economías liberales de mercado anglosajonas y de las economías emergentes o

en el *dumping* social interno de los nuevos socios del Este. Pero además, y debido a la aplicación de políticas de austeridad, a la redefinición de derechos laborales y a la racionalización de los servicios de bienestar en la periferia Mediterránea de la Unión Europea, también en países como Grecia, Portugal o España.

Después de Lisboa, ¿qué espacio para el Modelo Social Europeo en una Europa fragmentada?

El proyecto comunitario se encuentra hoy lejos de la "edad de oro de la Europa social", que fue rebasada aproximadamente hace una década. Las estadísticas de Eurostat muestran el agravamiento del desempleo, la pobreza y la desigualdad socio-económica. Los retos financieros de la crisis han llevado a postergar los aspectos sociales, esta vez en una situación de urgencia, aunque la Comisión ha tratado de mantener vivo el espíritu de Lisboa dentro de la nueva estrategia Europa 2020, presentando un Paquete para el Crecimiento y la Cohesión, a comienzos de 2013, en el que se insta a los socios a reorientar sus esfuerzos de inversión hacia el fortalecimiento del capital humano y la cohesión social.

El principal problema del MSE, más incluso que el planteado por las restricciones presupuestarias asociadas a las exigencias de austeridad, se encuentra en la fragmentación de las realidades sociales y laborales sobre las que este se apoya.

Resulta difícil soslayar que el principal problema del MSE, más incluso que el planteado por las restricciones presupuestarias asociadas a las exigencias de austeridad, se encuentra en la fragmentación de las realidades sociales y laborales sobre las que este se apoya. La mayor parte de las afirmaciones sobre la coherencia del MSE son declaraciones políticas. Desde el ámbito académico, sin embargo, son muchas más las voces

que insisten en la existencia no de un MSE sino de varios modelos sociales en Europa, conviviendo cuando no compitiendo entre sí. La diversidad de los diseños institucionales de protección social, con un nivel de gasto social que, según datos de Eurostat para 2011, se sitúa en una horquilla del 15,1% (Letonia) al 34,2% (Dinamarca) o la presencia de distintas realidades de regulación social, sustentan estas afirmaciones sobre argumentos sólidos.

La disparidad nacional, además, ha crecido tras la adhesión de los países de la Europa del Este, erosionando los consensos del MSE y haciendo más difícil establecer sus rasgos comunes. Más incluso que en la densidad de las coberturas sociales, la principal brecha entre viejos y nuevos socios se encuentra en sus sistemas de derecho del trabajo y de relaciones laborales. Frente al reconocimiento del carácter colectivo y (todavía) coordinado de las relaciones laborales en los países de la Europa occidental, los nuevos países miembros ofrecen sistemas mucho más débilmente regulados y descentralizados.

Por otro lado, las políticas de austeridad han alimentado las desemejanzas incluso dentro de un bloque, el de los países de la zona del euro, que había efectuado importantes esfuerzos de homogeneización de sus políticas sociales, laborales y de empleo a lo largo de la última década. Los memorandos de entendimiento firmados por países como Irlanda, Portugal, Grecia o España han acercado a estos países a una especie de limbo intermedio en el *dumping* social Este-Oeste que fractura a la Unión Europea. Las instituciones comunitarias son solo parcialmente responsables de este incremento de las diferencias porque la marginalidad de su presupuesto, que con alrededor de 140.000 millones de euros para 2014 constituye únicamente el 1% del PIB de los 28 Estados miembros, le impide emprender actuaciones de cohesión efectivas. A pesar de la amputación de las declaraciones políticas y de algunas voluntades, la Unión Europea sigue siendo un instrumento de reglamentación del mercado antes que una entidad de redistribución.

Coda. *Eppur si muove*

Pese a todo, el MSE es uno de los elementos de identidad de la Unión Europea. Aún como simple desiderátum político, cuenta con la capacidad de movilización ciudadana de la que carecen otras dimensiones del proyecto europeo. Los problemas de construcción de la Europa social se encuentran en la médula de las dificultades para hacer avanzar la integración europea una vez rebasados los objetivos económicos establecidos en la década de los noventa. La evolución reciente del proyecto comunitario desmiente el determinismo optimista de los padres fundadores porque la Europa social no puede construirse “de arriba hacia abajo”, sin compromiso por parte de los actores nacionales y a espaldas de los ciudadanos. La crisis económica de 2008 ha traído consigo la politización del proceso europeo, desnudando las debilidades de la agenda económica y social establecida en Lisboa. También ha demostrado que la integración no es un proceso irreversible ni se completará en modo de piloto automático y por sí sola. En ausencia de un *demos* europeo no es posible seguir avanzando en la construcción de Europa. El MSE, aún en su tímida y fragmentada versión actual se ofrece como uno de los instrumentos clave para desarrollar esa ciudadanía europea y fortalecer los vínculos de solidaridad social entre Estados miembros.

Referencias

- BARBIER, J.C. (2013), *The Road to Social Europe. A contemporary approach to political culture and diversity in Europe*, Abingdon, Routledge.
- BECK, U., y GRANDE, E. (2007), *Pour un empire européen*, Paris, Flammarion.
- COMISIÓN EUROPEA (2010), *Proyecto Europa 2030. Retos y oportunidades. Informe al Consejo Europeo del Grupo de Reflexión sobre el futuro de la UE en 2030*, mayo de 2010, Bruselas, Comisión Europea.
- EUROPEAN COMMISSION (2013), *Towards Social Investment for Growth and Cohesion - including implementing the European Social Fund 2014-2020*. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: COM(2013) 83.
- MARSHALL, T.H., y BOTTOMORE, T. (1950) [2007], *Ciudadanía y clase social*, Madrid, Alianza Editorial.
- MORENO, L. (2012), *La Europa Asocial*, Barcelona, Península.
- RIFKIN, J. (2004), *The European Dream. How Europe's vision of the future is quietly eclipsing the American dream*, New York, Penguin.
- VANDEBROUCKE, F. (2013), “A European Social Union: Why we need it, what it means”, *Rivista Italiana di Politiche Pubbliche*, 2/13: 221-247.

Las previsiones económicas en España

María Dolores Gadea*

Funcas elabora desde 1999 un panel de previsiones sobre diversas macromagnitudes de la economía española a partir de las encuestas realizadas a un conjunto de instituciones y servicios de estudios. Se resumen en este artículo los resultados de una investigación cuyo objeto era analizar la precisión de estas predicciones, comparándolas con los datos en tiempo real o actual e identificar las posibles interacciones y comportamientos estratégicos entre los centros encuestados.

Las principales conclusiones muestran una elevada homogeneidad entre las previsiones, un aumento de la dispersión tras la llegada de la Gran Recesión y la pérdida de precisión a medida que aumenta el horizonte de predicción y, por tanto, la incertidumbre. Es posible, además, identificar fuertes interacciones entre los centros encuestados y estimar el grado de influencia entre ellos. Finalmente, la comparación de los errores de predicción del panel con los obtenidos por otros organismos internacionales o con modelos econométricos permite subrayar la utilidad del Panel de Previsiones de la Economía Española.

La predicción sigue siendo un gran reto en economía al igual que ocurre en otras ciencias tanto sociales como naturales. Entre todas las variables económicas relevantes, la predicción sobre el ciclo económico es posiblemente la que más atención despierta por sus enormes repercusiones, no solo sobre la actividad económica, sino también sobre la política y la sociedad en general. Los últimos acontecimientos han puesto además de manifiesto que el ciclo económico está muy lejos de ser controlado, si bien el largo periodo de relativa calma del que disfrutó la economía mundial desde mediados de los ochenta, conocido como la Gran Moderación, pudo conducir a esa conclusión. La

reciente crisis financiera que desencadenó una profunda crisis económica en el mundo desarrollado, la Gran Recesión, ha puesto en entredicho a la profesión académica por haber sido incapaz de predecirla.

La principal crítica a la profesión se basa en no haber anticipado una crisis de tal magnitud, a pesar de que durante la etapa expansiva anterior se estaban acumulando desequilibrios que parecían insostenibles. A partir de aquí surgieron trabajos empíricos que tratan de mostrar la capacidad predictiva de una serie de variables sobre la crisis económica y trabajos teóricos que reformulan los

* Universidad de Zaragoza.

modelos para incorporar dichos indicadores, que incluso se usan en procedimientos de supervisión macroeconómica realizados por instituciones internacionales.

Pero no todo era tan evidente antes de que estallara la crisis a finales de 2007. Tal y como hemos mostrado en Gadea y Pérez-Quiros (2013), variables como el crédito, que habían acumulado fuertes desequilibrios antes de producirse la Gran Recesión no tenían ninguna capacidad predictiva, poniendo de relieve la diferencia entre manejar información *ex ante* y *ex post* en predicción¹. En la misma línea, Harding y Pagan (2010), tras una exhaustiva revisión de los principales modelos usados para predecir los puntos de giro del ciclo económico, llegan a una conclusión similar: la gran dificultad para anticipar recesiones, y cómo muchos indicadores que funcionan *a posteriori* no tenían ninguna información predictiva en los momentos previos a producirse una recesión².

¿Significa lo anterior que debemos renunciar a predecir en economía? La respuesta obviamente es no, dadas las implicaciones que tiene para la toma de decisiones, aunque sí debemos ser conscientes de las limitaciones y la extrema dificultad de esta tarea. Las predicciones sobre el futuro de la actividad económica están presentes en numerosos aspectos de orden económico e incluso de otra índole. Medidas de política económica, procesos de negociación colectiva, estrategias empresariales, decisiones de consumo, inversiones mobiliarias o inmobiliarias, por citar algunas de las más frecuentes. La relevancia de las previsiones se puso de manifiesto en el *Memorando de Entendimiento* suscrito por España y la Comisión Europea en 2012 que previó el establecimiento de una entidad independiente que supervisase la política fiscal. Ello ha dado lugar a la Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal que “velará por el estricto cumplimiento de los princi-

pios de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera mediante la evaluación continua del ciclo presupuestario, del endeudamiento público, y el análisis de las previsiones económicas”. De este modo, a partir de 2014 las previsiones económicas oficiales realizadas por el gobierno han de someterse a un informe de la citada Autoridad, que no estará exento de dificultades.

Asimismo, el Banco de España –en línea con la actuación de organismos oficiales y bancos centrales en el ámbito de publicación de previsiones macroeconómicas– ha decidido actualizar de forma trimestral, a partir del *Boletín Económico* de abril de 2014, sus proyecciones sobre la economía española. Hasta entonces esta información sobre la situación cíclica de la economía solamente se publicaba a comienzos de cada año (*Informe de Proyecciones de la Economía Española*), siendo este informe el documento base de la información que el Banco de España remite al Ministerio de Economía y Competitividad, según lo establecido en la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

En este sentido, es relevante evaluar la precisión de las predicciones que vienen realizando los centros encuestados por Funcas, e identificar las posibles interacciones y comportamientos estratégicos que puedan darse entre ellos. El *Panel de Previsiones de la Economía Española* de Funcas (PPEE) es una contribución a la predicción de las principales macromagnitudes de la economía española. No está basado en la elaboración de modelos econométricos más o menos sofisticados, sino en las opiniones de un grupo de especialistas de diferentes instituciones. Se ha venido realizando desde 1999, por lo que recoge tanto la segunda etapa del último ciclo expansivo, que comenzó en 1994, como la actual etapa recesiva. Contiene, por tanto, casi un ciclo completo de la economía española y coincide con la etapa de pertenencia de España a la Unión Económica y Monetaria. Se dispone, en consecuencia, de información suficiente para analizar su evolución.

¹ Un resumen de este trabajo puede consultarse en <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=33021>

² Una interesante revisión de los errores de predicción de la crisis financiera global y su posterior recuperación se encuentra en OCDE (2014).

En Gadea (2014) se realiza una investigación para valorar la calidad de las predicciones del PPEE desde varios puntos de vista. Aunque en el PPEE se presentan previsiones sobre diversas macromagnitudes, dada su relevancia para determinar el ciclo económico, tomaremos la tasa de crecimiento real del PIB como variable de referencia. La descripción de los datos y la metodología se explican con detalle en citado trabajo cuyos principales resultados resumimos a continuación.

Comparando predicciones

La estructura inicial de los datos contempla predicciones en tres horizontes diferentes que denominamos “ $t-1$ ”, “ t ” y “ $t+1$ ” que se van presentando a lo largo de seis informes cada año. Manteniendo esta estructura de datos, el cuadro 1 muestra los resultados de calcular el error cuadrático medio total (ECMP), la medida que hemos considerado de referencia, para todas las instituciones implicadas en todos los horizontes de predicción.

En este cuadro se presentan las 29 instituciones ordenadas de menor a mayor ECMP y pueden compararse, por tanto, las diferencias entre ellas. Es preciso matizar no obstante algunas cuestiones. En primer lugar, en esta comparación y las siguientes se ha incluido la institución llamada “consenso”, que es realmente una media de las predicciones de todas las instituciones encuestadas en cada momento y otras instituciones nacionales e internacionales que no forman parte del panel y con diferentes momentos de predicción, por lo que no serían estrictamente comparables, y se incluyen únicamente a título ilustrativo. En segundo lugar, hay que llamar la atención sobre las grandes diferencias de tamaño muestral entre las instituciones, como consecuencia de su diferente permanencia en el panel, lo que dificulta la comparación entre ellas.

El cuadro 1 muestra que las dos instituciones con menor ECMP serían IMF (Universidad CJC) y ESADE, aunque ambas tienen un número muy reducido de predicciones. Si las descartamos, las cinco primeras serían por este orden IEE, Repsol,

Cuadro 1

Error cuadrático medio total

	Número de observaciones	ECMP
IMF (Universidad CJC)	18	0,0485
ESADE	27	0,4020
IEE	142	0,7503
Repsol	72	0,8750
Cemex	61	1,0405
CEOE	30	1,1074
OCDE	179	1,1542
Funcas	181	1,2120
Intermoney	164	1,2266
CE	170	1,2504
CEEM-URJC	51	1,2821
AFI	169	1,3219
Santander	181	1,3661
CEPREDE-UAM	180	1,3773
Bankia (Caja Madrid)	178	1,4262
CONSENSO	181	1,4375
IFL-UC3M	181	1,4802
FMI	171	1,5114
ICO	117	1,5819
ICAE-UCM	167	1,5833
BBVA	155	1,5910
La Caixa	169	1,6035
Solchaga Recio y asociados	45	1,6828
Catalunya Caixa	156	1,9282
Gobierno	167	2,0141
CSC	76	2,2657
Argentaria	9	2,4452
Banco de España	69	3,1953
BBV	7	4,7442

Nota: Instituciones ordenadas de acuerdo con el menor ECMP.

Fuente: Elaboración propia.

Cemex, CEOE y Funcas, siendo esta última la única que ha mantenido sus predicciones todo el tiempo de vida del PPEE, con un total de 181 observaciones. Entre aquellas con mayor ECMP se encuentran BBVA, La Caixa, Solchaga Recio y Asociados, Catalunya Caixa y CSC.

Cuadro 2

Error cuadrático medio total

(muestra reducida)

	Número de observaciones	ECMP
ICO	64	0,5563
AFI	64	0,5636
OCDE	64	0,5713
Catalunya Caixa	64	0,5769
CONSENSO	64	0,5823
FMI	64	0,5869
IFL-UC3M	64	0,5881
CEPREDE-UAM	64	0,5903
ICAE-UCM	64	0,5952
Intermoney	64	0,5964
Funcas	64	0,5982
IEE	64	0,6004
Gobierno	64	0,6087
Santander	64	0,6251
Bankia (Caja Madrid)	64	0,6373
BBVA	64	0,6484
La Caixa	64	0,6617
CE	64	0,7724

Notas: Instituciones ordenadas de acuerdo con el menor ECMP. Se han eliminado instituciones con menos de 100 observaciones y solo se consideran periodos-horizontes de predicción en los cuales hay observaciones de todas las instituciones.

Fuente: Elaboración propia.

Al objeto de tener una comparación más homogénea, se ha repetido el cálculo del ECMP eliminando aquellas instituciones con menos de 100 observaciones. Ello restringe el total de la muestra a 18 instituciones. Por otra parte, el cálculo del error de predicción solo se ha realizado para aquellos pares de periodo-horizonte de predicción en los cuales hubiera previsiones de todas las instituciones. Este proceso reduce notablemente el número de observaciones pero hace la comparación entre instituciones más homogénea. Los resultados se presentan en el cuadro 2 y requieren algún comentario.

En primer lugar, la marcada reducción de la dispersión de los resultados. Mientras que al considerar toda la muestra el ECMP se mueve en un amplio intervalo desde 0,05 hasta 4,74, datos que

corresponden a instituciones con escasa observaciones, con la muestra reducida el intervalo se reduce al [0,56, 0,77]. Sin embargo, al limitar el número de observaciones a aquellos pares de datos periodo-horizonte con participación de todas las instituciones pueden aparecer también algunas observaciones atípicas. A continuación, y usando la muestra completa se realiza un análisis más detallado de las predicciones por instituciones: su distribución por horizontes, periodos y años.

Los resultados por horizontes de predicción se presentan en el cuadro 3, donde las instituciones aparecen por orden alfabético. Como era de esperar, los errores son notablemente mayores en el periodo “ $t+1$ ” como corresponde a la mayor incertidumbre, mientras que no hay grandes diferencias entre el periodo “ $t-1$ ” y el “ t ”.

Cuadro 3

Error cuadrático medio por horizontes de predicción

	<i>ECMP en t-1</i>	<i>EMCP en t</i>	<i>EMCP en t+1</i>
AFI	0,5637	0,3356	2,6116
Argentaria	--	1,2652	3,6252
BBV	--	2,3786	7,1098
BBVA	0,5711	0,3410	3,2490
Bankia (Caja Madrid)	0,6716	0,3538	2,8004
Catalunya Caixa	0,4751	0,2795	4,1580
Cemex	1,5788	0,1878	1,6780
CEEM-URJC	0,7270	0,0912	2,6951
CEPREDE-UAM	0,3380	0,4660	2,7043
CEOE	2,6648	0,0367	1,5552
CSC	0,1631	0,2345	5,1380
ESADE	0,0016	0,0387	2,2492
Funcas	0,7063	0,3823	2,2439
ICO	0,4378	0,4721	3,1495
ICAE-UCM	0,3368	0,4204	3,2448
IEE	0,5786	0,3553	1,2140
IMF (Universidad CJC)	0,0004	0,0540	0,0272
IFL-UC3M	0,4873	0,4841	2,8734
Intermoney	0,8396	0,3415	2,2666
La Caixa	0,4923	0,4091	3,2424
Repsol	1,1193	0,0876	1,5646
Santander	0,5734	0,3162	2,7332
Solchaga Recio y asociados	1,3448	0,1183	3,3826
CONSENSO	0,5553	0,3691	2,8588
Gobierno	0,4240	0,4270	4,2373
Banco de España	1,3745	0,3278	6,7912
CE	0,5464	0,4945	2,2879
FMI	0,7678	0,4529	2,8674
OCDE	0,3107	0,6362	2,0097
Media	0,6908	0,4192	2,9851

Nota: Instituciones ordenadas por orden alfabético.

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados por periodos se presentan en el cuadro 4. Se observa que el primer periodo es el que tiene menor ECMP en la casi totalidad de los centros de análisis. Recordemos que en este periodo se realizan predicciones para el horizonte “ $t-1$ ” y

“ t ”. En el segundo periodo, al introducir predicciones con horizonte “ $t+1$ ” el error se triplica y se va reduciendo progresivamente a medida que avanzan los periodos y aumenta la información sobre el futuro, como es lógico.

Cuadro 4

Error cuadrático medio por periodos

	Periodo 1	Periodo 2	Periodo 3	Periodo 4	Periodo 5	Periodo 6
AFI	0,5637	2,3416	1,9568	1,2436	1,1026	0,7234
Argentaria	--	3,4607	2,2779	2,2780	1,7642	--
BBV	--	5,2867	4,4729	4,4730	--	--
BBVA	0,5711	1,8494	2,5137	2,5152	1,2121	0,8847
Bankia (Caja Madrid)	0,6716	2,4820	1,9061	1,5531	1,2172	0,7271
Catalunya Caixa	0,4751	4,5686	2,7446	1,8142	1,2205	0,7460
Cemex	1,5788	0,4731	1,4177	1,4177	0,9014	0,4545
CEEM-URJC	0,7270	1,9324	1,9547	1,4210	1,0895	0,5683
CEPREDE-UAM	0,3380	2,1693	1,8807	1,5977	1,3546	0,9234
CEOE	2,6648	1,8687	0,2194	0,2194	1,1646	0,5076
CSC	0,1631	4,9103	3,2806	2,7937	1,4689	0,9777
ESADE	0,0016	0,0182	0,0182	0,0930	1,3538	0,9275
Funcas	0,7063	1,9047	1,6100	1,4375	1,0077	0,6057
ICO	0,4378	2,5253	2,3011	2,0946	1,5826	0,5502
ICAE-UCM	0,3368	3,9515	1,9331	1,3759	1,1747	0,7280
IEE	0,5786	1,2660	0,6570	0,6883	0,6514	0,6605
IMF (Universidad CJC)	0,0004	0,0329	0,1454	0,0791	0,0299	0,0036
IFL-UC3M	0,4873	2,3463	2,1423	1,7490	1,2587	0,8975
Intermoney	0,8396	1,2633	2,0398	1,4925	0,9489	0,7758
La Caixa	0,4923	2,6771	2,1435	1,9483	1,3360	1,0238
Repsol	1,1193	0,9440	1,1169	1,0465	0,7585	0,2646
Santander	0,5734	2,1848	1,7492	1,5343	1,3524	0,8027
Solchaga Recio y asociados	1,3448	3,0568	2,1735	1,9977	1,1304	0,3940
CONSENSO	0,5553	2,1789	1,8636	1,5753	1,1904	1,2614
Gobierno	0,4240	1,8358	3,0479	2,9464	1,6894	2,1412
Banco de España	1,3745	1,6605	4,5929	4,5929	4,5929	2,3582
CE	0,5464	0,8431	2,0405	2,0405	1,1316	0,9004
FMI	0,7678	1,4927	2,2327	2,1530	1,5043	0,9181
OCDE	0,3107	1,6078	1,1254	1,5769	1,5835	0,7212
Media	0,6908	2,1770	1,9848	1,7844	1,3133	0,8314

Nota: Instituciones ordenadas por orden alfabético.

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, el cuadro 5 presenta la evolución del ECMP por años. Se observa un incremento espectacular del error de predicción cuando la Gran Recesión llega a la economía española a finales de 2007 y de menor intensidad cuando se produce la recaída en torno a 2011 y 2012,

que define la forma de *double-dip* que tiene la crisis en España. Estos resultados se complementan con el cuadro 6 donde se presenta, para la muestra reducida, la institución encuestada con menor ECMP en cada uno de los años que comprende el estudio.

Cuadro 5

Error cuadrático medio por años

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AFI	1,7221	0,9222	0,5409	0,4505	0,3509	0,1966	0,2433	0,2234	1,3325	6,6242	0,1205	0,0682	1,9191	1,5642	0,0922	--
Argentina	2,4452	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBV	4,7442	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBVA	--	0,9741	0,5712	0,5389	0,3839	0,4320	0,3345	0,2636	1,1094	6,4511	0,1548	0,0724	2,6998	1,9917	0,0106	--
Bankia (Caja Madrid)	2,5278	0,9949	0,4951	0,4412	0,3273	0,3064	0,3442	0,3156	1,0888	6,8271	0,2789	0,0640	2,2288	2,0015	0,0252	--
Catalunya Caixa	1,4716	0,7833	0,4392	0,6230	0,4353	0,2839	0,1860	0,1274	1,6714	7,1324	0,1270	0,0211	2,4561	1,0813	0,0440	--
Cemex	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,2172	0,2307	2,0387	3,0334	0,0451	--
CEEM-URJC	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,2870	0,1034	2,2530	1,4622	0,0077	--
CEPREDE-UAM	3,2654	1,0048	0,6088	0,4110	0,4432	0,2351	0,2443	0,1663	0,8409	8,0184	0,1361	0,0615	1,8612	0,3093	0,0144	--
CEOE	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,6263	2,0927	0,0240	--
CSC	--	--	--	0,2121	0,2334	0,1821	0,2420	0,2400	1,3422	7,4845	--	--	--	--	--	--
ESADE	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0650	1,7935	0,0378	0,0479	--
Funcas	2,2582	0,8917	0,5046	0,4439	0,3221	0,2070	0,3599	0,2544	1,2559	5,4327	0,2464	0,0988	2,1312	1,9998	0,0382	--
ICO	1,5999	0,8135	0,4722	0,3268	0,2263	0,1476	0,2183	0,1842	1,4435	10,5156	--	--	--	--	--	--
ICAE-UCM	2,4569	0,9320	0,4981	0,3693	0,3376	0,1756	0,1865	0,2026	1,2982	7,7146	0,2436	0,1174	0,4181	0,4452	0,0252	--
IEE	1,7425	0,7686	0,5914	0,3039	0,1679	0,3920	0,3339	0,2912	1,1433	2,0419	0,3033	0,1878	0,5596	1,7939	0,0338	--
IMF (Universidad CIC)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0153	0,0277	--
IFL-UC3M	3,2279	1,0583	0,6163	0,4607	0,3069	0,1943	0,2988	0,1587	1,4347	7,5968	0,5814	0,0597	2,2929	0,8456	0,0702	--
Intermoney	1,7221	0,8102	0,5338	0,4465	0,6139	0,4518	0,2516	0,1697	1,3195	4,9310	0,1507	0,0980	2,6941	2,9073	0,1407	--
La Caixa	2,2926	0,7458	0,4989	0,4385	0,3268	--	0,2898	0,3557	1,1316	9,0605	0,1433	0,0686	2,2559	1,2433	0,0088	--
Repsol	--	--	--	--	--	0,3215	--	--	--	--	0,4726	0,0867	2,0401	1,8708	0,0214	--
Santander	1,6732	0,6907	0,5164	0,4198	0,3960	0,2870	0,4270	0,3417	1,3598	7,3441	0,1408	0,0430	2,4232	1,4971	0,0144	--
Solchaga Recio y asociados	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,0451	2,7439	1,6658	0,0657	--
CONSENSO	2,3779	0,8556	0,4989	0,3889	0,3219	0,2320	0,2822	0,2301	1,2809	8,2413	0,1114	0,0525	2,2566	1,4238	0,0248	--
Gobierno	1,4121	0,8366	0,4549	0,1475	0,1321	0,1991	0,3235	0,2197	1,5514	10,9422	0,4037	0,1817	4,7360	1,1530	0,0576	--
Banco de España	--	--	--	--	--	--	--	--	--	14,3883	0,8870	0,1605	2,8660	2,2990	0,2362	--
CE	2,1533	0,9274	0,5203	0,3952	0,4076	0,2141	0,6030	0,3607	1,5420	11,7535	0,3649	0,0283	2,5081	1,2275	0,0279	--
FMI	2,2054	1,1075	0,5504	0,3620	0,3083	0,3112	0,4344	0,3130	1,3886	7,5663	0,1947	0,0363	2,6733	2,1919	0,0554	--
OCDE	2,3692	0,6898	0,5100	0,4340	0,4315	0,1969	0,3135	0,2651	0,8722	6,0816	1,2433	0,0154	2,7221	0,7204	0,0633	--

Nota: Instituciones ordenadas por orden alfabético.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 6

Mejor predicción por año

	<i>Instituciones</i>
1999	Catalunya Caixa
2000	Santander
2001	Catalunya Caixa
2002	IEE
2003	IEE
2004	ICO
2005	Catalunya Caixa
2006	Catalunya Caixa
2007	CEPREDE-UAM
2008	IEE
2009	CONSENSO
2010	Catalunya Caixa
2011	ICAE-UCM
2012	IMF (Universidad CJC)
2013	CEEM-URJC
2014	AFI

Nota: Se consideran únicamente centros encuestados del panel con más de 100 observaciones.

Fuente: Elaboración propia.

En síntesis las diferencias entre las predicciones realizadas por los centros de análisis se reducen notablemente si trabajamos con una muestra reducida, eliminando aquellas instituciones con menor permanencia en la muestra. Todas ellas comparten unos rasgos comunes: el aumento de los errores de predicción a medida que el horizonte y, por tanto la incertidumbre, aumenta; y el fracaso que todas registraron al no anticipar la llegada de la Gran Recesión a España.

Interacciones entre instituciones

Una vez analizada la precisión de las predicciones de los centros encuestados, se estudian las posibles interacciones entre ellas. Las diferentes metodologías usadas en este caso exigen un formato de serie temporal, lo cual se consigue a partir del esquema periodo-horizonte de los datos originales, de acuerdo con el procedimiento descrito en Gadea (2014).

Para analizar las relaciones entre las diferentes predicciones se ha construido la matriz de correlaciones. En la mayoría de los casos hay una correlación positiva y muy elevada. Teniendo en cuenta todos los posibles pares formados con las 29 instituciones consideradas, el índice de correlación supera 0,9 en el 76% de las ocasiones. Este porcentaje se eleva hasta el 80% si consideramos únicamente los centros encuestados en el panel y al 90%, si eliminamos las instituciones con esca-

Cuadro 7

Correlación media con el resto de instituciones

	<i>Índice de correlación</i>
BBV	0,12
Argentaria	0,20
ICO	0,64
CSC	0,65
Banco de España	0,74
CEOE	0,77
Cemex	0,77
Solchaga Recio y asociados	0,78
ESADE	0,79
CEEM-URJC	0,79
IMF (Universidad CJC)	0,80
CE	0,81
FMI	0,81
Gobierno	0,83
OCDE	0,84
Repsol	0,86
IFL-UC3M	0,86
Intermoney	0,86
BBVA	0,87
Santander	0,87
AFI	0,87
Catalunya Caixa	0,87
ICAE-UCM	0,90
Funcas	0,92
CEPREDE-UAM	0,92
IEE	0,93
La Caixa	0,94
CONSENSO	0,94
Bankia (Caja Madrid)	0,94

Nota: Instituciones ordenadas de menor a mayor correlación media.

Fuente: Elaboración propia.

sas observaciones (cuadro 7 donde se presenta la correlación media de cada institución).

La cifra se sitúa por debajo del 0,5 únicamente en el caso de BBVA y Argentaria, dos instituciones con escasas observaciones antes de su fusión y, si descontamos los organismos nacionales e internacionales, comprobamos que las correlaciones más altas se encuentran entre las instituciones encuestadas con mayor tamaño muestral, con la única excepción de ICO.

Dadas las características de la metodología utilizada, se ha trabajado exclusivamente con la muestra reducida, es decir, aquella formada por instituciones con al menos 100 observaciones en la muestra. Se ha construido un índice sintético de influencia (cuadro 8) calculado como la media de los con-

trastes de causalidad de cada institución i sobre las j -ésimas restantes (influencia ejercida) o de las j -ésimas sobre el centro i (influencia recibida).

Del cuadro 8 se deduce que Funcas sería la institución que ejerce una mayor influencia sobre el resto, tanto sobre las instituciones del panel como sobre el total, siendo a la vez una de las más independientes en relación con el resto. Este resultado puede tener una interpretación basada en la propia reputación de las predicciones elaboradas por dicha institución reforzada por su papel como promotora de la encuesta. Entre las que ejercen menos influencia destacan BBVA, La Caixa e ICO, que a la vez son las más influenciadas.

Encuestas *versus* modelos econométricos

La última pregunta que nos planteamos es hasta qué punto las predicciones realizadas por el panel de Funcas pueden competir con otros métodos econométricos sencillos como puede ser un modelo autoregresivo simple. Para responder esta pregunta se estimó un modelo AR(1) con datos de contabilidad trimestral tanto actuales como en tiempo real³. La predicción es muy precisa cuando se realiza un periodo hacia delante (1 trimestre), pero ya no lo es tanto cuando se realiza a 4 periodos (1 año). Esta impresión se confirma cuando se analiza la evolución del ECMP entre 1 y 8 periodos. Tanto con datos actuales como en tiempo real, el error aumenta de forma muy significativa a medida que avanzamos en el horizonte. Aunque no ha sido posible hacer una comparación exacta de estos resultados con las previsiones del PPEE debido a la estructura de los datos, la síntesis de resultados permite tener una idea bastante precisa, y afirmar que si bien con un horizonte de predicción el modelo AR(1) podría superar al panel, cuando el horizonte aumenta no hay competencia. Basta con citar un ejemplo: la predicción que se realiza sobre “ $t+1$ ” tiene un ECMP de 2.86 y recoge estimaciones entre 4 y 9 periodos adelante; la media para el equivalente

Cuadro 8

Índice de influencias

	Influencia ejercida		Influencia recibida	
	Total	Panel	Total	Panel
AFI	20,61	13,28	2,32	1,69
BBVA	5,10	1,53	13,87	17,19
Bankia (Caja Madrid)	10,32	6,44	4,89	6,47
Catalunya Caixa	17,51	10,19	2,70	3,12
CEPREDE-UAM	11,53	5,37	6,94	9,22
Funcas	29,88	24,03	2,73	1,82
ICO	7,03	2,81	8,95	10,05
ICAE-UCM	25,59	14,56	5,52	5,84
IEE	16,53	6,71	1,95	2,41
IFL-UC3M	14,70	4,91	9,73	12,88
Intermoney	10,32	5,93	1,62	2,04
La Caixa	6,18	1,56	12,50	16,12
Santander	13,85	5,74	9,18	8,42
CONSENSO	11,53	5,87	--	--
Gobierno	3,98	3,12	46,65	49,39
CE	4,66	2,08	21,76	25,74
FMI	8,61	2,28	16,62	20,25
OCDE	2,28	0,96	38,16	41,39

Nota: Solo se considera la muestra reducida, formada por instituciones con más de 100 observaciones.

Fuente: Elaboración propia.

³ Véanse gráficos 14 y 15 de Gadea (2014).

con el modelo AR(1) sería de 3,89. Repitiendo el mismo cálculo para las predicciones sobre “ t ” el resultado es de 0,37 frente a 1,67. Evidentemente, este ejercicio sería más completo si se realizase la comparación con otros modelos econométricos más complejos que incorporen indicadores de coyuntura⁴. No obstante, la comparación de los resultados del panel con otros organismos nacionales e internacionales permite hacernos una idea. Por ejemplo, a partir del cuadro 3, donde se calcula el ECMP por horizontes, es posible comparar la media de las instituciones encuestadas con la media de dichos organismos. Los resultados son 0,56 del panel frente a 0,68 de los organismos en “ $t-1$ ”; 0,37 frente a 0,47 en “ t ” y 2,86 frente a 3,64 en “ $t+1$ ”. La conclusión, por tanto, no puede ser más clara y subraya la utilidad y superioridad de las predicciones del PPEE.

Conclusiones

Los principales resultados obtenidos pueden sintetizarse de la siguiente forma. En primer lugar, no hay una gran variabilidad entre instituciones si se eliminan centros encuestados con escasas observaciones. Se aprecia, por tanto, una elevada homogeneidad entre las distintas previsiones. No obstante, es posible establecer una ordenación.

- Las 5 instituciones con menor error cuadrático medio de predicción serían por este orden IEE, Repsol, Cemex, CEOE y Funcas, siendo esta última la única que ha mantenido sus predicciones todo el tiempo de vida del PPEE con un total de 181 observaciones.
- Entre aquellas con mayor error cuadrático medio se encuentran BBVA, La Caixa, Solchaga Recio y Asociados, Catalunya Caixa y CSC.

En segundo lugar, los errores de predicción son más elevados en aquellos periodos u hori-

zontes que incorporan una mayor incertidumbre. Así, el ECMP aumenta de forma muy significativa en el momento de predecir la recesión y su posterior recaída. En tercer lugar, la dispersión entre las predicciones de los centros encuestados durante el periodo de expansión y el inicio de la crisis es reducida, mientras que una vez iniciada la recesión se produce un significativo aumento de la variabilidad. En cuarto lugar, es posible establecer interacciones y relaciones de influencia entre los centros encuestados. En particular, destaca la elevada influencia ejercida por Funcas, así como su independencia respecto a otras instituciones. Finalmente, debe destacarse el buen comportamiento de las previsiones del panel en comparación con otros organismos nacionales e internacionales y con modelos econométricos.

A pesar de las grandes dificultades para realizar predicciones en economía, en especial en momentos de incertidumbre sobre el ciclo económico, no podemos renunciar a hacerlas. Su utilidad en la toma de decisiones de los agentes económicos y los requerimientos que desde diferentes instancias europeas tiene la economía española obligan a ello. En este contexto, el panel de previsiones de Funcas ofrece una herramienta útil, ágil y fiable que puede servir de complemento a otro tipo de proyectos macroeconómicos de predicción con modelos econométricos.

Referencias

- GADEA, M.D., y PÉREZ-QUIROS, G. (2013), “The failure to predict the Great Recession. A view through the role of credit”, *Journal of the European Economic Association* (en prensa).
- HARDING, A., y PAGAN, D. (2010), “Econometric Analysis and Prediction of Recurrent Event”, *CREATES Research Papers* 2011-33.
- OECD (2014), “OECD Forecasts during and after the Financial Crisis: A post mortem”, *Policy Note* 23.

⁴ En el trabajo de referencia se incluye una comparación con un modelo “Markov-Switching” que estima la probabilidad de entrar en recesión, llegando a la misma conclusión.

Anexo 1

Acrónimos

AFI: Analistas Financieros Internacionales.

Bankia (antes Caja Madrid): Servicio de Estudios de Bankia.

BBVA: Servicio de Estudios del BBVA.

La Caixa: Servicio de Estudios de La Caixa.

Catalunya Caixa (antes Caixa de Catalunya): Servicio de Estudios de Catalunya Caixa.

CEEM-URJC: Centro de Estudios Economía de Madrid (Universidad Rey Juan Carlos).

Cemex: Servicio de Estudios de Cemex.

CEOE: Servicio de Estudios de CEOE.

CEPREDE-UAM: Centro de Predicción Económica (Universidad Autónoma de Madrid).

CSC: Servicio de Estudios del Consejo Superior de Cámaras de Comercio.

ICAE-UCM: Instituto Complutense de Análisis Económico (Universidad Complutense de Madrid).

ICO: Servicio de Estudios del Instituto de Crédito Oficial.

IEE: Instituto de Estudios Económicos.

IFL-UC3M: Instituto Flores de Lemus (Universidad Carlos III de Madrid).

IMF (Universidad CJC): Instituto de Macroeconomía y Finanzas (Universidad Camilo José Cela).

Repsol: Servicio de Estudios de Repsol.

Santander: Servicio de Estudios del Banco de Santander.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción				Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2007	3,5	3,5	5,6	4,5	2,4	1,4	3,6	10,0	6,7	8,0	4,3	-0,8
2008	0,9	-0,6	5,9	-4,7	-5,8	-9,1	-1,6	-2,1	-1,0	-5,2	-0,6	1,5
2009	-3,8	-3,7	3,7	-18,0	-16,6	-20,4	-12,2	-21,3	-10,0	-17,2	-6,7	2,9
2010	-0,2	0,2	1,5	-5,5	-9,9	-11,4	-8,4	5,5	11,7	9,3	-0,6	0,4
2011	0,1	-1,2	-0,5	-5,4	-10,8	-12,5	-9,2	5,8	7,6	-0,1	-2,1	2,1
2012	-1,6	-2,8	-4,8	-7,0	-9,7	-8,7	-10,6	-2,6	2,1	-5,7	-4,1	2,5
2013	-1,2	-2,1	-2,3	-5,1	-9,6	-8,0	-10,9	1,7	4,9	0,4	-2,7	1,5
2014	1,3	2,1	0,2	0,8	-4,0	-4,3	-3,8	7,2	4,4	5,5	1,5	-0,2
2015	2,2	2,6	-0,7	3,0	-0,1	-1,0	0,5	6,6	5,4	5,3	2,1	0,1
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	1,7	-0,2	-1,2	-8,6	-7,2	-9,8	9,3	7,4	8,6	0,7	-0,2
II	1,2	2,3	1,1	1,2	-3,4	-4,2	-2,7	7,3	1,7	3,9	1,9	-0,7
III	1,6	2,2	0,1	1,4	-2,3	-3,4	-1,4	6,0	4,2	4,7	1,6	0,0
IV	1,8	2,1	-0,1	1,9	-1,6	-2,4	-1,1	6,2	4,5	5,0	1,9	0,0
2015 I	2,0	2,2	0,2	2,5	-0,4	-1,6	0,6	5,8	5,1	5,8	2,1	-0,1
II	2,0	2,3	-1,1	2,9	-0,6	-1,4	0,0	7,0	5,6	5,7	2,0	0,1
III	2,2	2,7	-1,4	3,2	0,0	-0,8	0,5	7,1	5,0	4,5	2,0	0,3
IV	2,5	3,0	-0,5	3,3	0,5	-0,3	1,1	6,5	5,7	5,3	2,2	0,3
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
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	2,0	18,8	-2,8	-12,3	-4,0	-18,6	9,9	-4,1	3,7	4,2	-2,7
II	2,3	3,0	0,5	2,2	3,6	-1,5	7,9	0,6	5,3	5,9	2,3	-0,1
III	1,9	1,6	-1,6	3,4	0,7	-2,5	3,2	6,8	13,0	11,8	1,5	0,4
IV	1,7	1,8	-15,3	4,8	2,5	-1,4	5,7	7,6	4,4	-1,0	0,0	1,7
2015 I	2,1	2,5	20,4	-0,6	-8,0	-1,0	-13,0	8,5	-1,8	7,1	4,8	-2,7
II	2,4	3,4	-4,5	3,9	2,6	-0,8	5,2	5,3	7,2	5,5	2,2	0,2
III	2,7	3,2	-2,8	4,9	3,1	0,0	5,5	6,9	10,6	6,8	2,5	0,3
IV	2,8	2,9	-12,3	5,0	4,8	0,5	8,0	5,2	7,4	1,9	1,1	1,6
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2007	1.053,2	57,4	18,3	30,7	21,9	12,2	9,7	8,8	26,9	33,6	106,7	-6,7
2008	1.087,8	57,2	19,5	28,7	20,2	10,8	9,4	8,4	26,5	32,3	105,8	-5,8
2009	1.046,9	56,6	21,4	23,6	16,8	8,5	8,3	6,8	23,9	25,8	101,9	-1,9
2010	1.045,6	57,9	21,5	22,2	14,9	7,3	7,7	7,3	27,4	29,5	102,2	-2,2
2011	1.046,3	58,6	21,2	20,7	12,9	6,0	6,9	7,8	30,8	31,9	101,1	-1,1
2012	1.029,3	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	1.030,5	60,0	20,0	17,5	9,4	4,0	5,4	8,0	34,9	33,0	98,1	1,9
2015	1.057,0	60,3	19,4	17,6	9,2	3,8	5,4	8,4	35,9	34,0	98,1	1,9

* 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

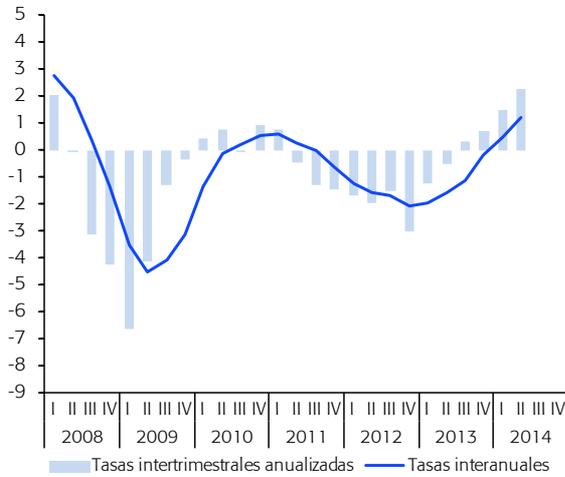


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

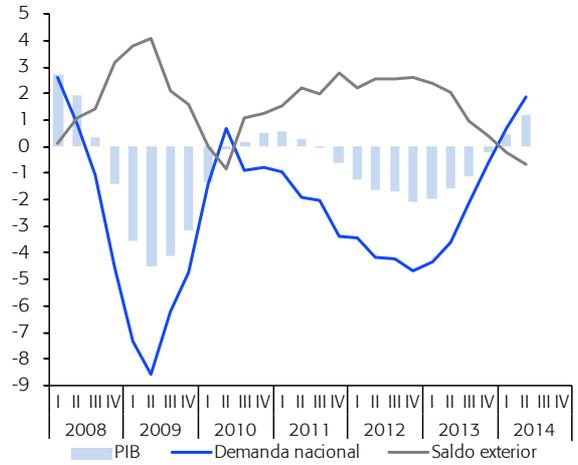


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

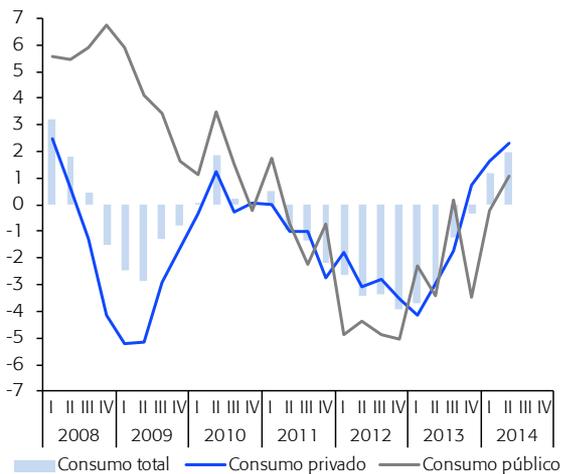
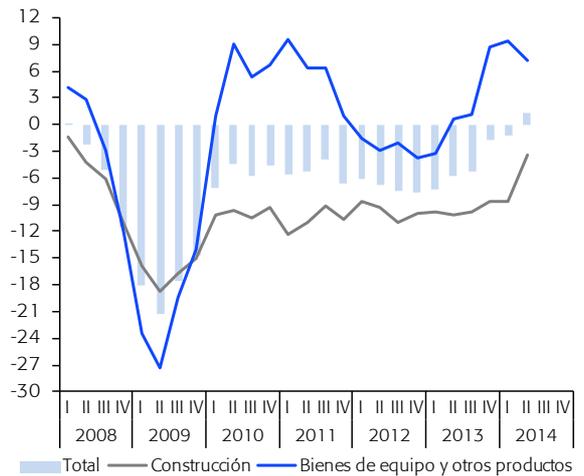


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales														
2007	3,8	7,0	0,5	1,8	5,0	4,3	3,4	11,9	2,8	8,0	4,5	2,2	1,0	
2008	1,0	-2,7	-2,1	-0,2	2,3	0,4	1,5	2,8	2,1	2,3	5,1	2,0	-0,3	
2009	-3,7	-3,3	-11,4	-8,2	-0,8	-2,6	0,9	-4,0	0,0	-2,6	2,3	0,2	-5,4	
2010	-0,2	1,9	7,1	-16,5	1,2	1,8	6,2	-3,5	-1,2	-0,3	2,4	0,3	-0,6	
2011	0,6	5,6	2,7	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1	
2012	-1,3	-10,9	-0,5	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9	
2013	-1,2	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	1,1	0,9	1,1	-3,2	1,6	3,0	0,2	-1,9	1,7	2,2	0,3	1,9	2,8	
2015	2,1	0,8	2,1	0,9	2,3	3,7	1,2	0,6	2,4	2,7	0,5	2,4	3,2	
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	7,4	0,5	-8,1	0,9	1,8	0,0	-2,1	1,0	1,1	0,2	1,9	2,9	
II	1,0	-0,5	1,1	-3,1	1,5	2,6	-0,1	-2,3	1,8	2,6	0,4	1,7	3,0	
III	1,5	-0,4	1,3	-1,3	1,9	3,6	0,3	-1,8	2,0	2,5	0,3	1,9	2,5	
IV	1,8	-2,6	1,6	0,0	2,1	4,1	0,4	-1,4	2,1	2,7	0,3	1,9	2,6	
2015 I	1,9	-4,8	1,9	0,5	2,3	4,1	0,8	-0,9	2,3	3,0	0,6	2,0	2,7	
II	1,9	1,7	1,7	0,5	2,1	3,5	1,1	0,3	2,2	2,5	0,5	2,4	3,1	
III	2,1	3,5	2,2	1,0	2,2	3,4	1,4	1,4	2,4	2,6	0,3	2,6	3,5	
IV	2,4	3,0	2,5	1,5	2,5	3,9	1,3	1,6	2,6	2,8	0,6	2,7	3,5	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas														
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	-0,4	16,1	-2,3	-8,8	0,4	3,1	-0,6	11,4	-7,1	-3,6	-2,5	11,8	23,6	
II	2,3	-21,6	4,5	3,7	2,6	6,8	5,8	-1,9	7,8	1,8	-3,3	-4,5	2,0	
III	3,0	-5,0	3,2	2,2	3,3	6,6	-11,2	-16,9	6,0	8,2	4,0	-0,6	-8,3	
IV	2,2	4,0	1,0	3,5	2,3	-0,2	8,8	4,1	2,3	4,8	3,4	1,7	-4,0	
2015 I	0,2	6,1	-0,9	-7,0	1,0	3,1	1,0	13,5	-6,4	-2,4	-1,6	12,2	24,0	
II	2,3	2,0	3,3	3,6	2,0	4,6	7,1	3,2	7,4	-0,3	-3,4	-3,2	3,6	
III	3,8	2,0	5,3	4,1	3,4	6,1	-10,0	-13,4	6,9	8,8	3,0	0,4	-7,1	
IV	3,4	2,0	2,2	5,8	3,5	1,8	8,2	5,0	3,2	5,6	4,5	2,0	-4,0	
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes												
2007	946,0	2,7	17,3	13,9	66,1	23,0	4,2	5,3	6,9	7,2	16,1	3,4	11,3	
2008	997,0	2,5	16,9	13,6	67,0	23,1	4,1	5,4	6,9	7,4	16,7	3,4	9,1	
2009	972,2	2,4	15,5	13,0	69,2	23,5	4,2	5,9	6,4	7,4	18,1	3,6	7,7	
2010	954,8	2,6	16,6	10,7	70,2	24,2	4,3	4,6	7,4	7,4	18,6	3,7	9,5	
2011	959,8	2,5	17,1	9,5	70,9	24,5	4,2	4,2	7,9	7,8	18,5	3,7	9,0	
2012	944,2	2,5	17,4	8,6	71,6	25,3	4,2	4,4	8,2	7,7	18,1	3,8	9,0	
2013	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	938,1	2,4	17,5	7,5	72,5	26,3	3,8	3,8	8,4	7,9	18,3	3,9	9,9	
2015	960,4	2,4	17,6	7,4	72,6	26,7	3,7	3,8	8,5	7,9	18,1	3,9	10,1	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

Gráfico 2.1 - VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

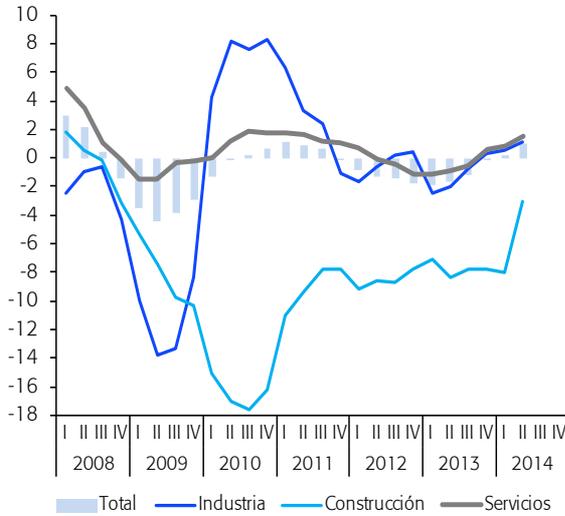


Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

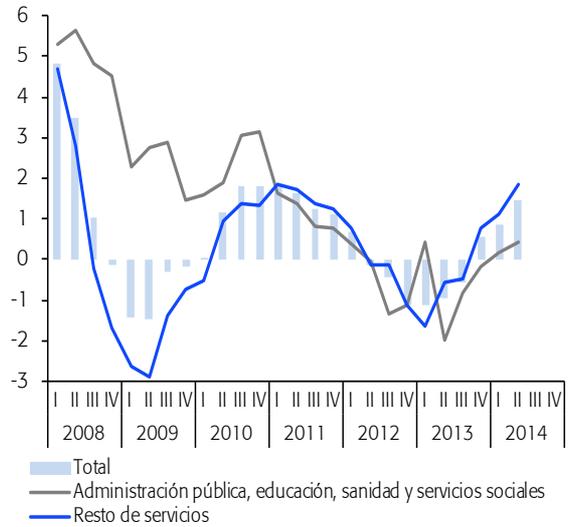


Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales

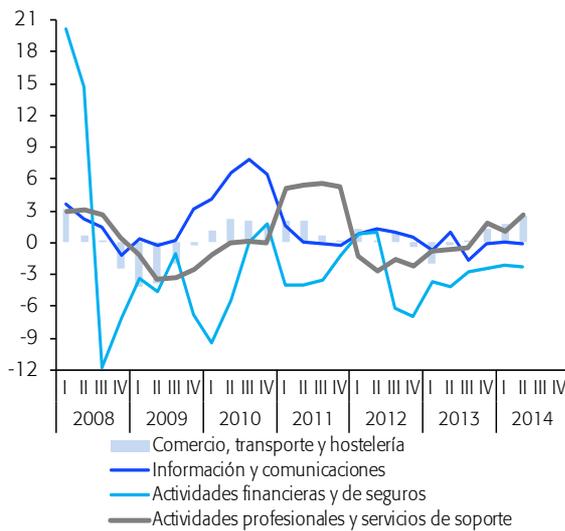
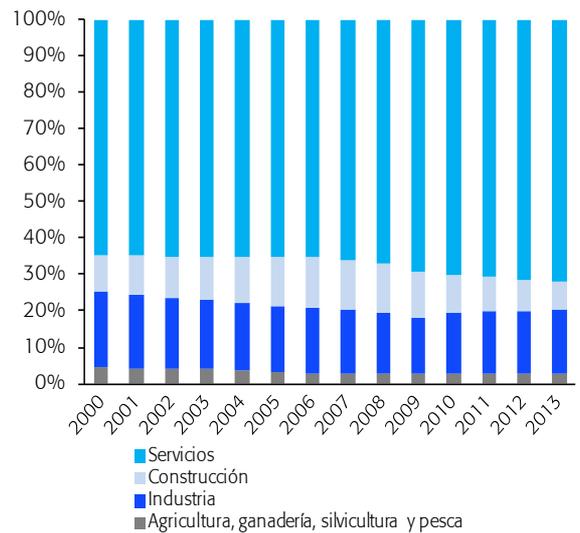


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2007	126,4	123,1	102,7	128,2	124,7	94,3	107,8	91,1	118,3	139,9	118,3	95,7
2008	127,6	122,8	103,9	137,0	131,9	97,4	104,1	89,7	116,0	147,4	127,0	98,2
2009	122,7	115,2	106,5	142,7	133,9	98,9	91,3	78,0	117,1	150,4	128,5	99,9
2010	122,4	112,5	108,8	143,3	131,7	97,1	95,5	74,9	127,4	151,9	119,2	93,3
2011	122,5	110,0	111,4	145,2	130,4	96,1	96,7	73,4	131,7	154,6	117,4	90,5
2012	120,5	104,8	115,0	145,5	126,5	93,3	95,7	69,0	138,6	158,1	114,1	88,5
2013	119,0	101,2	117,6	146,5	124,5	91,3	94,8	65,4	145,1	160,2	110,5	85,5
2014	120,5	101,9	118,3	146,8	124,1	91,4	96,4	--	--	--	--	--
2015	123,2	103,4	119,1	147,5	123,8	90,8	98,8	--	--	--	--	--
2012 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	145,5	123,1	90,4	95,8	64,6	148,2	159,6	107,7	84,8
II	120,3	101,8	118,1	147,0	124,4	91,5	96,4	65,6	147,0	163,3	111,1	86,4
Tasas de crecimiento interanuales												
2007	3,5	3,0	0,5	4,7	4,2	0,9	0,3	-2,5	-0,8	7,2	1,5	-2,0
2008	0,9	-0,2	1,1	6,9	5,7	3,3	-3,4	-1,5	-1,9	5,3	7,4	2,7
2009	-3,8	-6,2	2,5	4,2	1,6	1,5	-12,3	-13,1	0,9	2,1	1,1	1,7
2010	-0,2	-2,3	2,2	0,4	-1,7	-1,8	4,6	-3,9	8,8	0,9	-7,3	-6,6
2011	0,1	-2,2	2,3	1,3	-1,0	-1,0	1,3	-2,0	3,4	1,8	-1,5	-3,0
2012	-1,6	-4,8	3,3	0,2	-3,0	-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	1,3	0,7	0,6	0,2	-0,4	0,2	1,6	--	--	--	--	--
2015	2,2	1,5	0,7	0,5	-0,2	-0,6	2,5	--	--	--	--	--
2012 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	-0,4	0,8	-0,1	-0,9	-0,3	1,5	-2,5	4,1	1,1	-2,9	-1,8
II	1,2	0,8	0,4	0,3	0,0	0,3	1,4	-0,2	1,7	1,4	-0,2	0,2

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

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

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

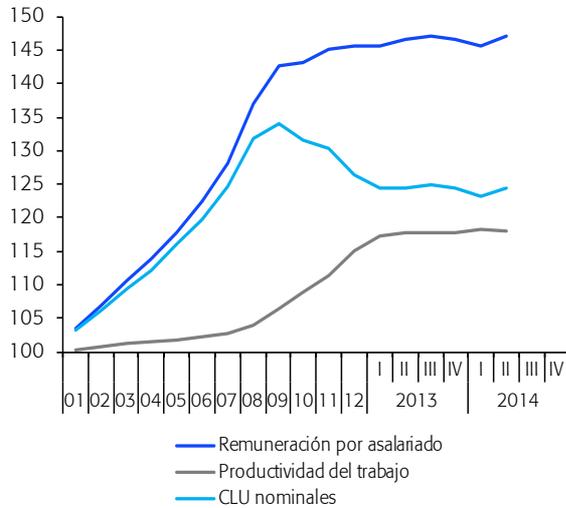
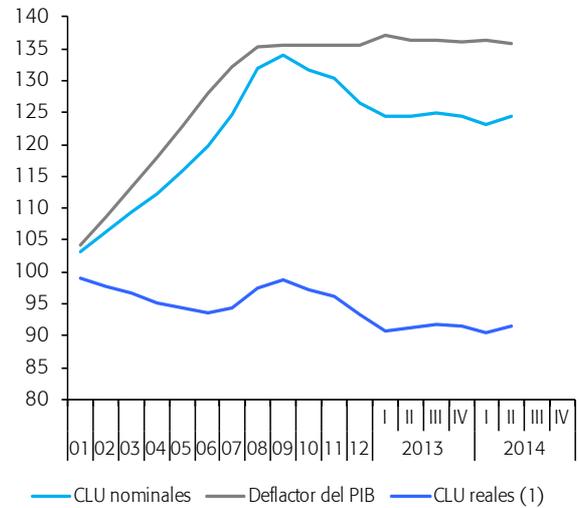


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

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

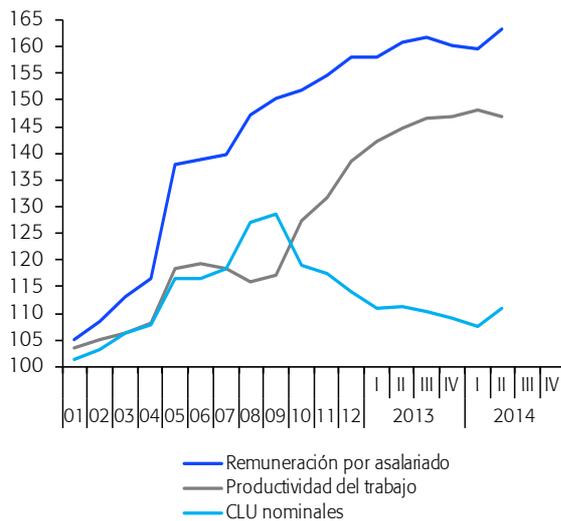
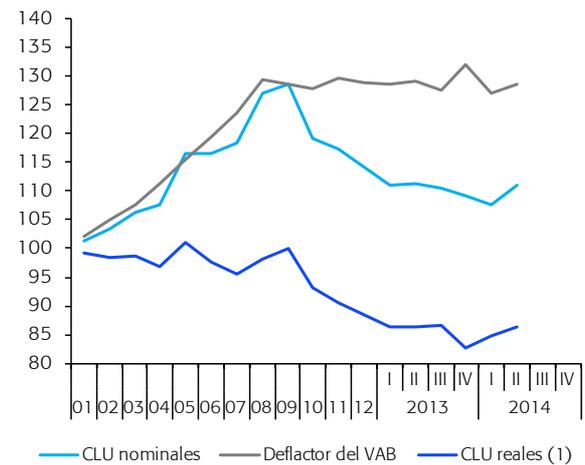


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados 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 transacciones corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres											Porcentaje del PIB		
2007	1.053,2	504,1	441,2	107,8	-27,4	1.025,7	-7,0	1.018,7	797,7	221,0	47,9	41,9	10,2
2008	1.087,8	537,6	458,1	92,0	-31,8	1.056,0	-9,2	1.046,8	834,4	212,4	49,4	42,1	8,5
2009	1.046,9	524,7	445,1	77,1	-23,1	1.023,8	-7,3	1.016,6	816,4	200,2	50,1	42,5	7,4
2010	1.045,6	514,8	436,9	93,9	-17,2	1.028,4	-5,9	1.022,5	829,6	192,9	49,2	41,8	9,0
2011	1.046,3	511,0	445,1	90,3	-23,7	1.022,6	-7,0	1.015,7	835,0	180,6	48,8	42,5	8,6
2012	1.029,3	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	1.030,5	471,4	455,8	103,3	-18,0	1.012,5	-4,8	1.007,7	824,5	183,2	45,8	44,2	10,0
2015	1.057,0	481,6	466,7	108,8	-18,0	1.039,0	-4,8	1.034,2	843,6	190,6	45,6	44,2	10,3
2012 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	1.022,5	465,4	457,4	99,7	-13,2	1.009,3	-6,6	1.002,7	814,8	187,8	45,5	44,7	9,7
II	1.024,3	467,4	456,7	100,2	-15,5	1.008,9	-6,2	1.002,7	818,8	183,9	45,6	44,6	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	0,7	1,2	-0,5	4,2	57,0	0,1	-5,0	0,1	1,6	-6,0	0,2	-0,6	0,3
2015	2,6	2,1	2,4	5,3	0,3	2,6	0,0	2,6	2,3	4,0	-0,2	-0,1	0,3
2012 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	-0,4	-2,1	0,3	4,9	-2,5	-0,3	68,0	-0,6	0,2	-3,8	-0,8	0,3	0,5
II	0,0	-0,2	-0,2	2,6	19,8	-0,2	35,5	-0,4	1,2	-6,7	-0,1	-0,1	0,2

(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

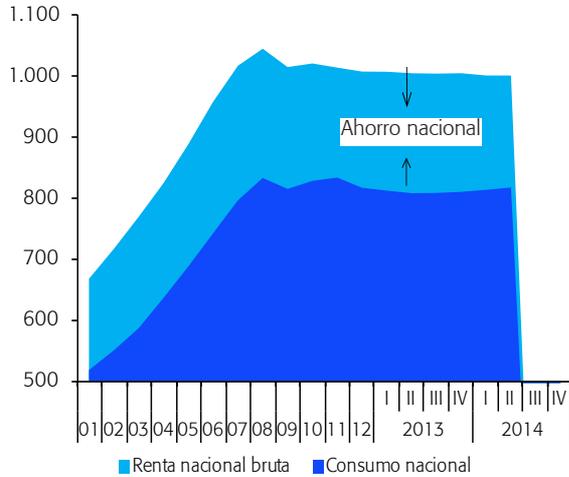


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

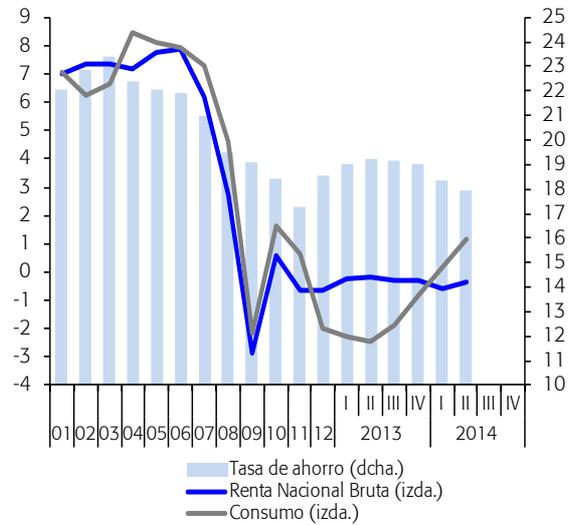


Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional

Variación interanual en %

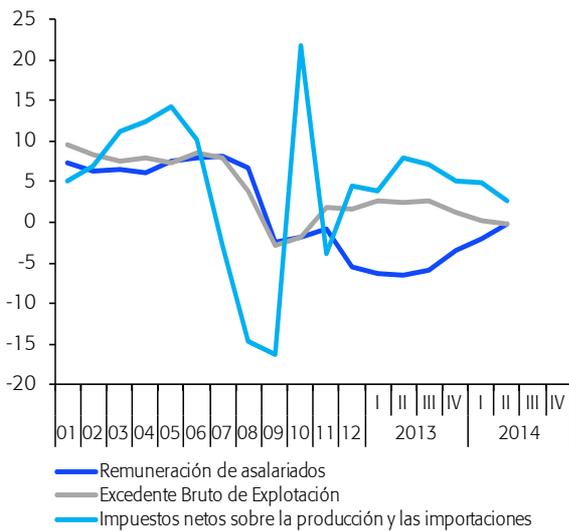
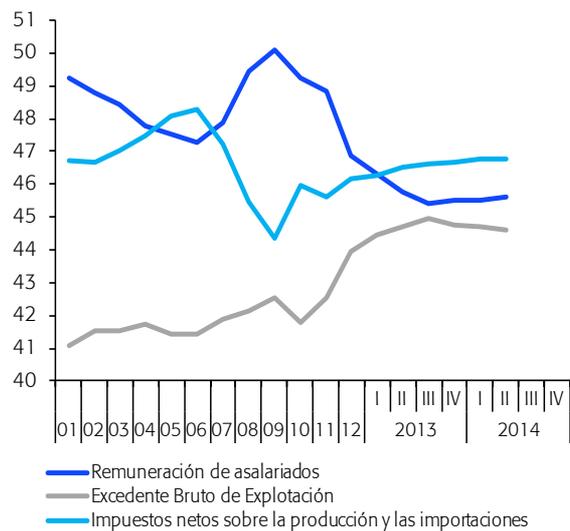


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo

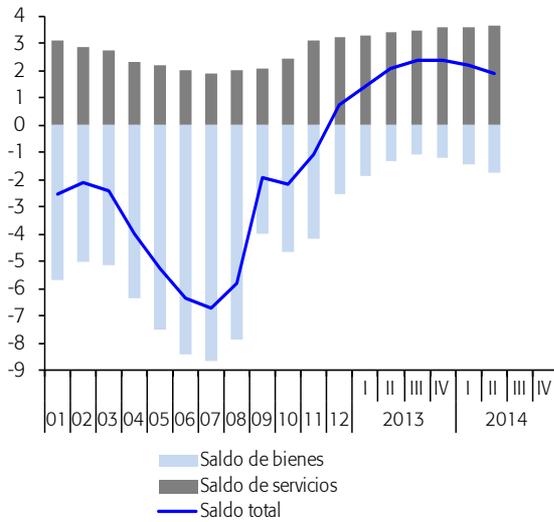
Previsiones en azul

	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
MM euros, suma móvil 4 trimestres												
2007	-70,8	-90,8	30,4	-10,4	-27,4	-7,0	-105,2	4,3	-100,9	221,0	326,2	-105,2
2008	-63,3	-85,4	30,6	-8,5	-31,8	-9,2	-104,3	4,4	-99,9	212,4	316,7	-104,3
2009	-19,7	-41,6	28,3	-6,4	-23,1	-7,3	-50,0	4,3	-45,7	200,2	250,2	-50,0
2010	-22,6	-48,2	29,3	-3,7	-17,2	-5,9	-45,7	6,0	-39,7	192,9	238,6	-45,7
2011	-11,0	-43,7	33,0	-0,3	-23,7	-7,0	-41,6	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	19,5	-20,2	36,7	3,0	-18,0	-4,8	-3,3	7,5	4,2	183,2	186,5	-3,3
2015	19,7	-23,6	38,4	4,9	-18,0	-4,8	-3,2	7,4	4,2	190,6	193,8	-3,2
2012 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	22,3	-14,7	35,6	1,4	-13,2	-6,6	2,5	7,9	10,4	187,8	185,3	2,5
II	19,6	-18,0	35,9	1,7	-15,5	-6,2	-2,1	7,2	5,1	183,9	185,9	-2,0
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres												
2007	-6,7	-8,6	2,9	-1,0	-2,6	-0,7	-10,0	0,4	-9,6	21,0	31,0	-10,0
2008	-5,8	-7,8	2,8	-0,8	-2,9	-0,8	-9,6	0,4	-9,2	19,5	29,1	-9,6
2009	-1,9	-4,0	2,7	-0,6	-2,2	-0,7	-4,8	0,4	-4,4	19,1	23,9	-4,8
2010	-2,2	-4,6	2,8	-0,4	-1,6	-0,6	-4,4	0,6	-3,8	18,4	22,8	-4,4
2011	-1,1	-4,2	3,2	0,0	-2,3	-0,7	-4,0	0,4	-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	1,9	-2,0	3,6	0,3	-1,7	-0,5	-0,3	0,7	0,4	17,8	18,1	-0,3
2015	1,9	-2,2	3,6	0,5	-1,7	-0,5	-0,3	0,7	0,4	18,0	18,3	-0,3
2012 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	2,2	-1,4	3,5	0,1	-1,3	-0,6	0,2	0,8	1,0	18,4	18,1	0,2
II	1,9	-1,8	3,5	0,2	-1,5	-0,6	-0,2	0,7	0,5	18,0	18,2	-0,2

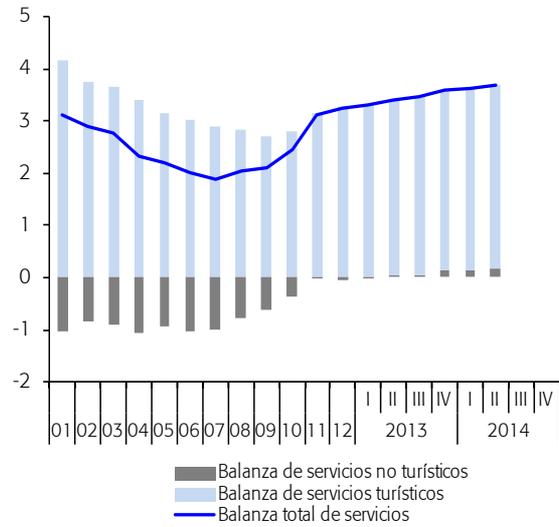
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

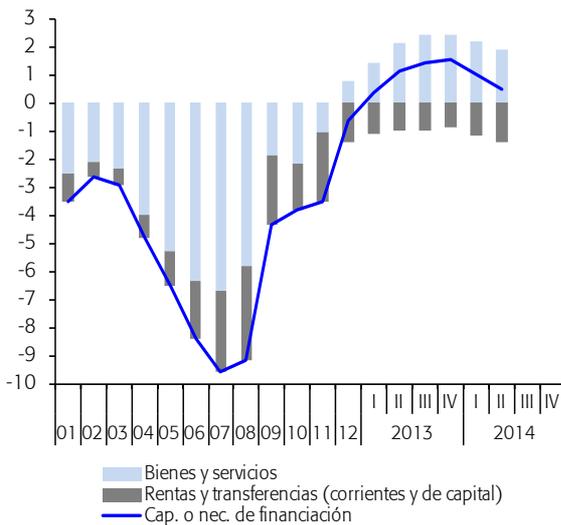
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

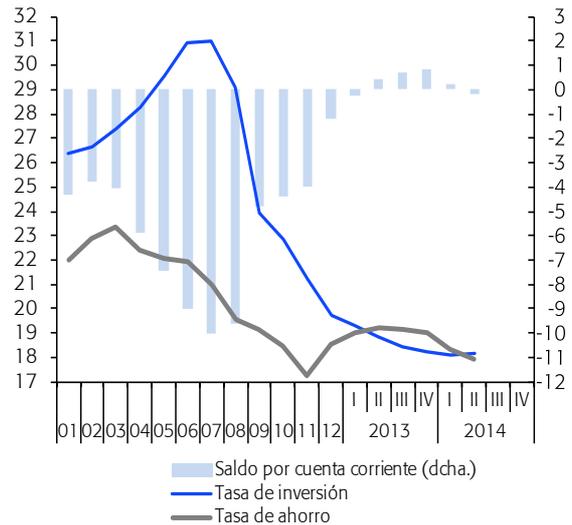
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares

Previsiones en azul

	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
2007	671,2	503,9	262,7	197,3	206,3	86,5	604,7	70,0	10,4	3,5	101,5	-28,0	-2,7
2008	717,1	537,6	264,2	217,0	216,9	84,6	622,4	99,2	13,8	5,4	91,1	13,5	1,2
2009	721,0	524,5	248,0	233,8	209,2	76,1	592,8	128,3	17,8	5,6	67,7	66,2	6,3
2010	702,6	514,8	236,0	238,5	207,2	79,4	605,1	97,3	13,9	7,1	60,7	43,7	4,2
2011	702,3	510,8	239,3	240,4	206,5	81,7	612,8	88,8	12,6	3,4	53,1	39,1	3,7
2012	682,5	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	685,6	471,5	250,4	247,2	197,8	85,8	618,2	66,0	9,6	0,8	43,8	22,9	2,2
2015	709,6	481,6	263,5	249,1	201,5	83,3	637,9	70,2	9,9	0,7	44,2	26,6	2,5
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
	Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres									Diferencia sobre año anterior	Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres		Diferencia sobre año anterior
2007	6,6	8,2	7,2	8,1	8,8	16,6	6,8	12,3	0,6	-49,8	4,2	-	0,0
2008	6,8	6,7	0,6	9,9	5,2	-2,1	2,9	41,7	3,4	55,7	-10,2	-	3,9
2009	0,5	-2,4	-6,1	7,7	-3,6	-10,1	-4,8	29,4	4,0	4,8	-25,7	-	5,1
2010	-2,5	-1,9	-4,8	2,0	-1,0	4,4	2,1	-24,1	-3,9	25,2	-10,3	-	-2,1
2011	0,0	-0,8	1,4	0,8	-0,4	2,8	1,3	-8,7	-1,2	-51,9	-12,5	-	-0,4
2012	-2,8	-5,5	-0,4	1,9	-2,7	1,1	-0,4	-20,6	-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	1,2	1,2	2,7	-0,6	0,1	3,1	2,0	-5,9	-0,7	-15,0	-4,4	-	-0,2
2015	3,5	2,1	5,2	0,8	1,9	-2,9	3,2	6,3	0,3	-10,0	1,0	-	0,3
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

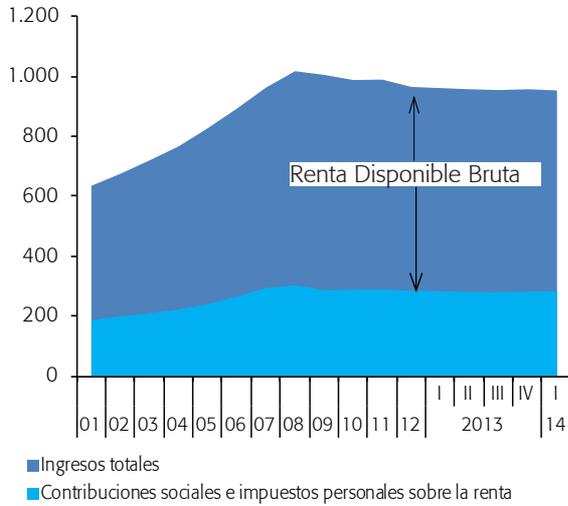
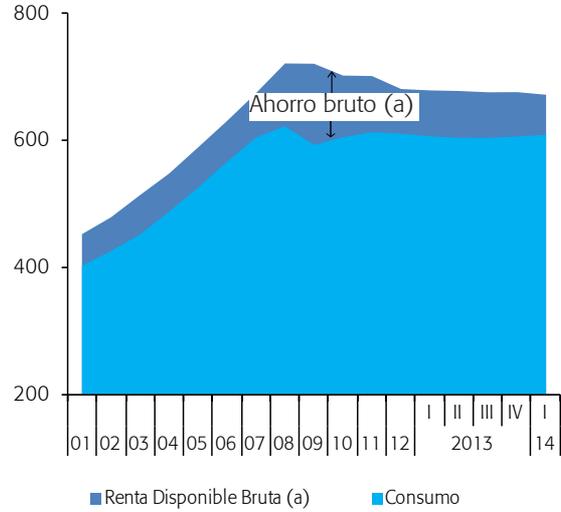


Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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

Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro

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

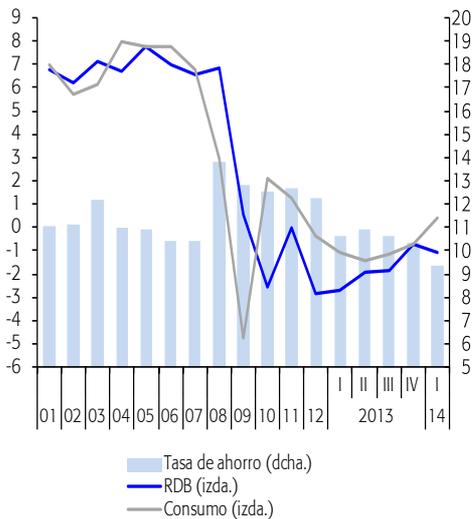
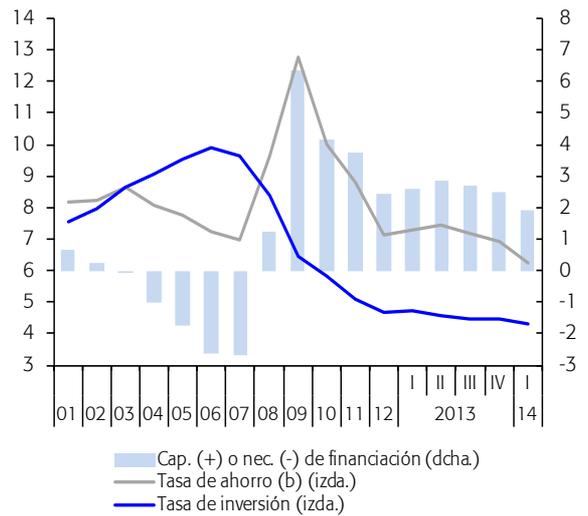


Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(b) Incluye transferencias netas de capital.

Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5-6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
2007	490,3	318,2	172,0	-62,9	-9,9	41,7	57,5	10,0	181,1	-113,6	-10,8	35,1	36,9
2008	522,1	339,0	183,1	-71,2	-10,6	25,4	75,9	12,2	171,8	-83,7	-7,7	35,1	32,9
2009	505,5	323,6	181,9	-49,4	-10,3	19,8	102,4	12,7	124,6	-9,5	-0,9	36,0	24,6
2010	512,0	317,1	194,9	-45,3	-10,1	16,0	123,5	11,2	127,2	7,5	0,7	38,1	24,8
2011	517,2	316,9	200,3	-51,3	-10,1	15,8	123,2	11,0	130,5	3,7	0,3	38,7	25,2
2012	510,1	303,4	206,7	-47,2	-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	501,9	294,7	207,1	-30,7	-9,5	19,8	147,1	8,3	121,3	34,2	3,3	41,3	24,2
2015	513,0	305,6	207,4	-29,9	-9,8	20,4	147,3	8,3	128,6	27,0	2,6	40,4	25,1
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
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres												Diferencia sobre año anterior	
2007	6,6	7,5	4,9	22,0	11,7	23,1	-17,5	13,3	9,0	--	-1,9	-0,6	0,8
2008	6,5	6,5	6,4	13,1	7,0	-38,9	31,9	22,0	-5,1	--	3,1	0,0	-4,0
2009	-3,2	-4,5	-0,7	-30,6	-2,5	-22,2	34,9	4,1	-27,5	--	6,8	0,9	-8,3
2010	1,3	-2,0	7,2	-8,4	-1,8	-19,2	20,6	-12,2	2,1	--	1,6	2,1	0,2
2011	1,0	-0,1	2,8	13,4	-0,7	-1,3	-0,3	-1,5	2,6	--	-0,4	0,7	0,4
2012	-1,4	-4,3	3,2	-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	-0,3	1,9	-3,3	-4,0	-2,1	5,4	-4,3	2,0	2,8	--	-1,0	-1,3	0,7
2015	2,2	3,7	0,1	-2,7	3,0	3,1	0,1	0,0	6,0	--	-0,8	-0,8	0,9
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

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

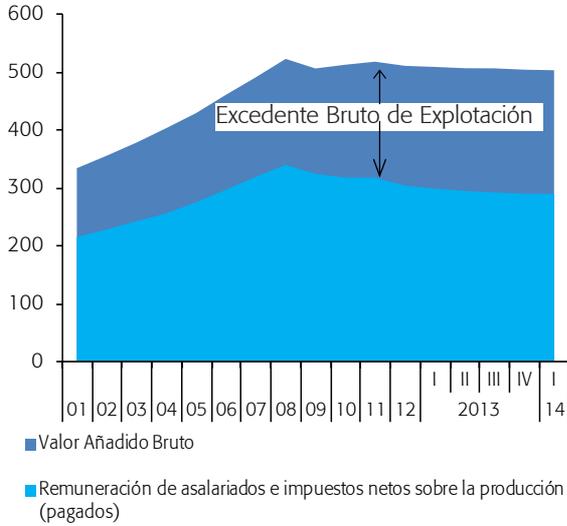


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y ahorro

Tasa de variación anual, suma móvil 4 trimestres

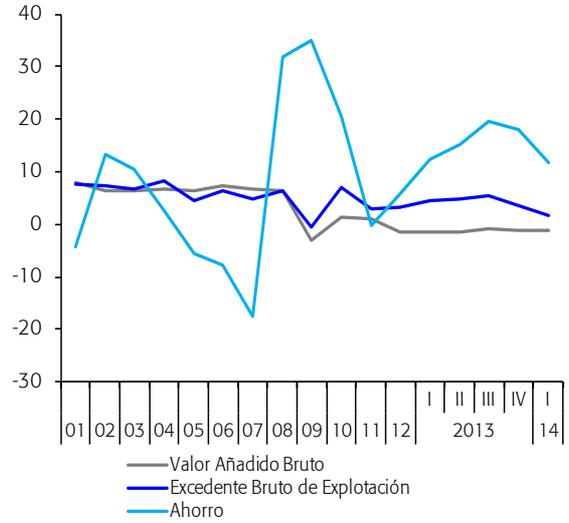
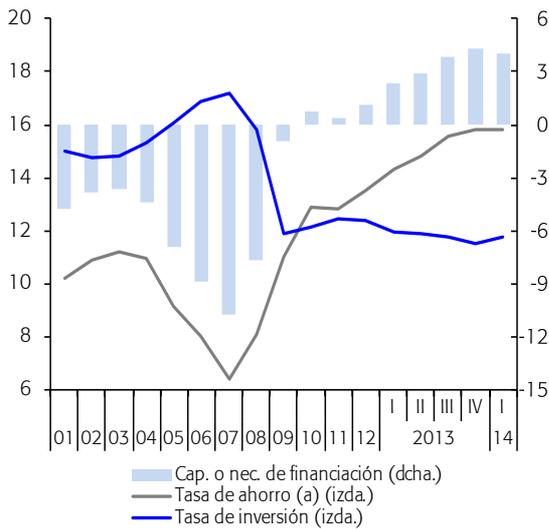


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

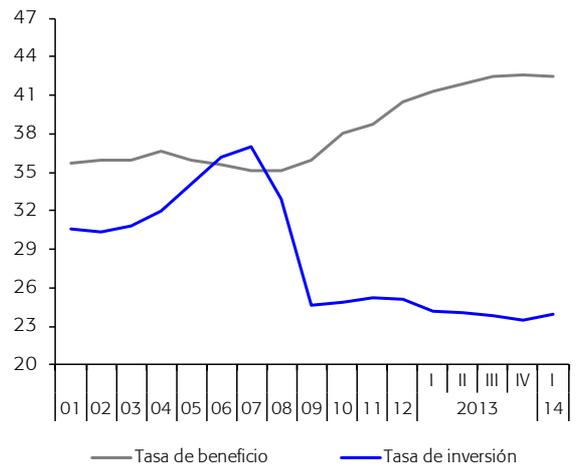
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(a) Incluye transferencias netas de capital.

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

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



Cuadro 8

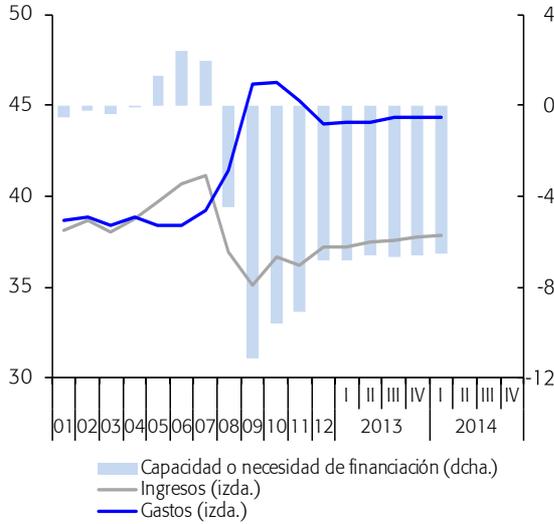
Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
2007	125,1	122,0	136,9	136,8	107,8	6,6	122,7	18,9	264,7	193,1	71,7	50,9	20,7	20,7
2008	136,9	106,6	115,8	143,1	118,5	6,1	136,3	22,7	218,8	212,0	6,8	55,9	-49,1	-49,1
2009	144,5	92,4	100,8	140,1	125,7	8,1	153,7	22,4	168,0	223,6	-55,6	60,7	-116,4	-116,4
2010	145,7	109,6	99,8	140,3	125,7	10,9	161,6	20,7	176,4	224,5	-48,1	52,5	-100,5	-100,5
2011	144,0	104,5	101,2	139,5	123,6	16,2	163,2	20,2	166,0	222,2	-56,2	43,8	-100,0	-94,9
2012	135,9	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	137,7	117,3	108,8	132,0	116,8	23,7	168,6	19,7	167,1	206,3	-39,2	17,6	-56,8	-56,8
2015	137,7	123,2	107,1	134,6	116,4	22,4	170,4	19,0	174,4	205,6	-31,3	17,4	-48,6	-48,6
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
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2007	11,9	11,6	13,0	13,0	10,2	0,6	11,6	1,8	25,1	18,3	6,8	4,9	1,9	1,9
2008	12,6	9,8	10,6	13,2	10,9	0,6	12,5	2,1	20,1	19,5	0,6	5,1	-4,5	-4,5
2009	13,8	8,8	9,6	13,4	12,0	0,8	14,7	2,1	16,0	21,4	-5,3	5,8	-11,1	-11,1
2010	13,9	10,5	9,5	13,4	12,0	1,0	15,5	2,0	16,9	21,5	-4,6	5,0	-9,6	-9,6
2011	13,8	10,0	9,7	13,3	11,8	1,6	15,6	1,9	15,9	21,2	-5,4	4,2	-9,6	-9,1
2012	13,2	10,5	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	13,4	11,4	10,6	12,8	11,3	2,3	16,4	1,9	16,2	20,0	-3,8	1,7	-5,5	-5,5
2015	13,0	11,7	10,1	12,7	11,0	2,1	16,1	1,8	16,5	19,5	-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

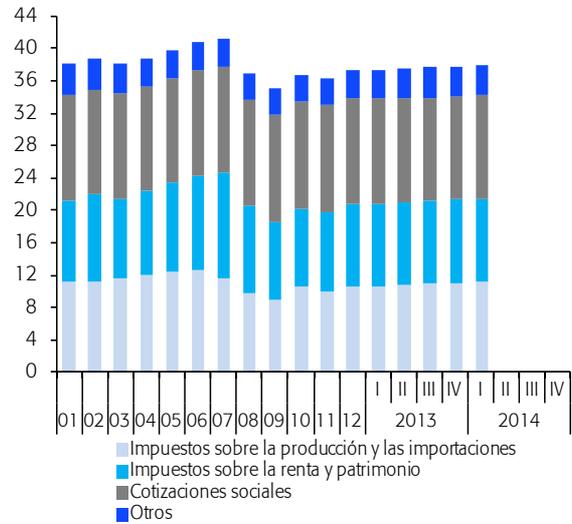


Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

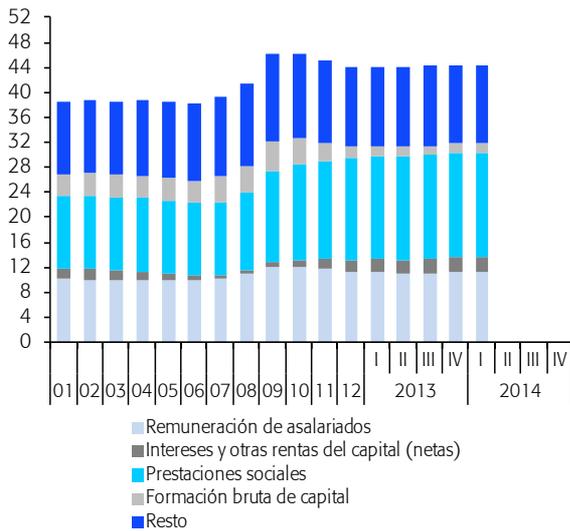
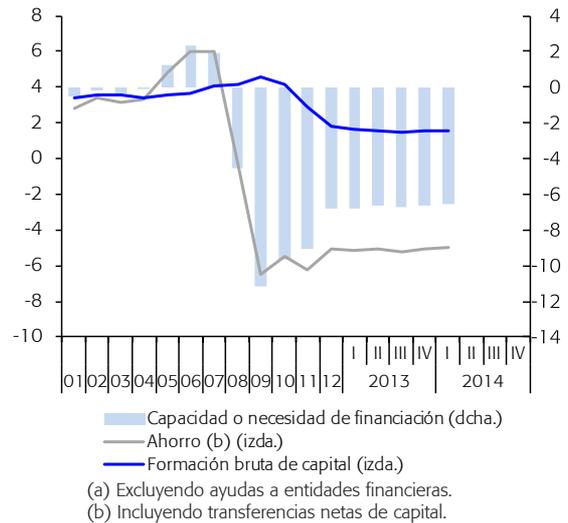


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2007	12,9	-2,5	-3,3	13,7	20,7	317,4	61,0	29,4	17,2	382,3
2008	-32,2	-19,1	-5,4	7,6	-49,1	367,1	72,6	31,8	17,2	437,0
2009	-97,0	-21,6	-5,9	8,1	-116,4	485,5	91,0	34,7	17,2	565,1
2010	-51,8	-39,7	-7,1	-1,9	-100,5	549,7	120,8	35,4	17,2	644,7
2011	-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	-34,1	-12,4	3,1	-13,4	-56,8	--	--	--	--	1.031,0
2015	-31,7	-9,5	2,1	-9,5	-48,6	--	--	--	--	1.095,9
2012 III	-51,2	-41,4	-2,5	-3,8	-98,8	697,5	171,3	45,2	17,2	824,3
IV	-82,5	-19,0	2,4	-10,2	-109,3	762,1	188,4	44,0	17,2	891,0
2013 I	-78,4	-19,9	2	-11,5	-107,5	799,1	193,5	45,0	17,2	930,4
II	-76,3	-18,8	2,5	-11,3	-103,9	820,8	197,2	44,5	17,2	950,4
III	-75,9	-17,5	2,8	-11,7	-102,3	833,6	199,7	43,1	17,2	961,3
IV	-49,2	-15,6	4,3	-11,9	-72,4	838,1	209,8	42,1	17,2	966,2
2014 I	-47,5	-16,9	4,2	-11,0	-71,2	866,1	225,0	41,9	17,2	995,9
II	--	--	--	--	--	885,2	228,2	42,0	17,2	1.012,6
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2007	1,2	-0,2	-0,3	1,3	2,0	30,1	5,8	2,8	1,6	36,3
2008	-3,0	-1,8	-0,5	0,7	-4,5	33,7	6,7	2,9	1,6	40,2
2009	-9,3	-2,1	-0,6	0,8	-11,1	46,4	8,7	3,3	1,6	54,0
2010	-5,0	-3,8	-0,7	-0,2	-9,6	52,6	11,6	3,4	1,6	61,7
2011	-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	-3,3	-1,2	0,3	-1,3	-5,5	--	--	--	--	100,1
2015	-3,0	-0,9	0,2	-0,9	-4,6	--	--	--	--	103,7
2012 III	-4,9	-4,0	-0,2	-0,4	-9,6	67,4	16,6	4,4	1,7	79,7
IV	-8,0	-1,8	0,2	-1,0	-10,6	74,0	18,3	4,3	1,7	86,6
2013 I	-7,6	-1,9	0,2	-1,1	-10,5	77,9	18,8	4,4	1,7	90,6
II	-7,4	-1,8	0,2	-1,1	-10,1	80,2	19,3	4,3	1,7	92,8
III	-7,4	-1,7	0,3	-1,1	-10,0	81,5	19,5	4,2	1,7	93,9
IV	-4,8	-1,5	0,4	-1,2	-7,1	81,9	20,5	4,1	1,7	94,4
2014 I	-4,6	-1,7	0,4	-1,1	-7,0	84,7	22,0	4,1	1,7	97,4
II	--	--	--	--	--	86,4	22,3	4,1	1,7	98,9

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

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

Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trim.

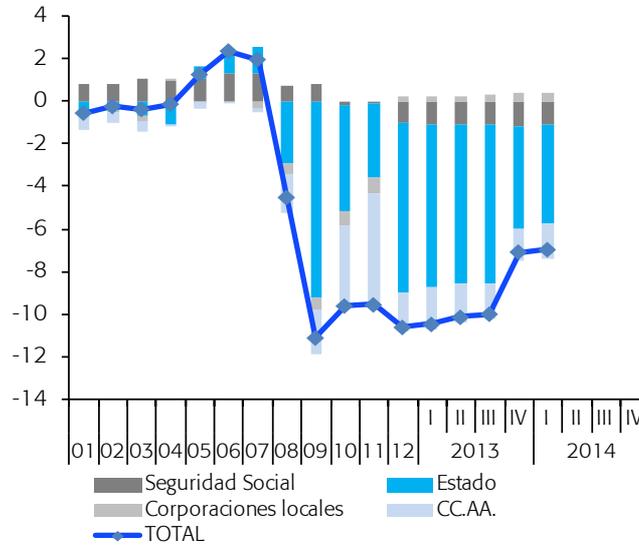
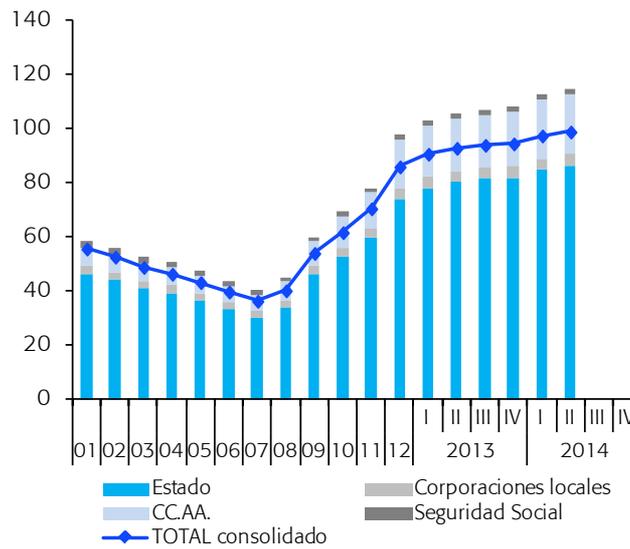


Gráfico 9.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

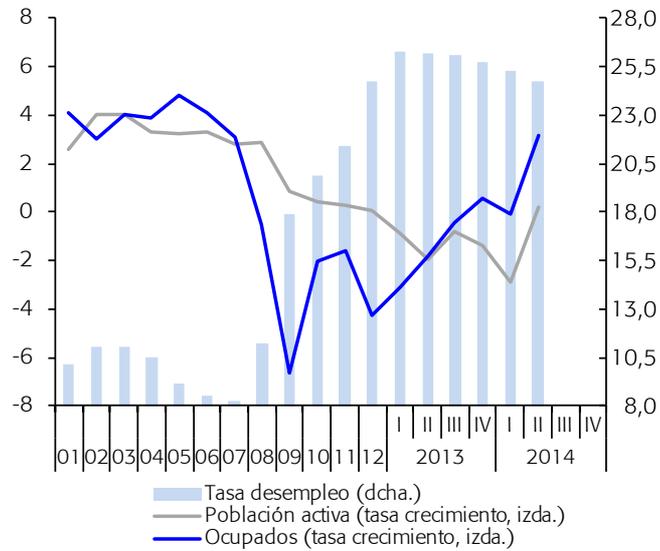
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)			
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3
Millones								Porcentaje					
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	30,3	22,9	--	17,3	--	5,6	--	75,1	56,7	24,5	--	--	--
2015	30,3	22,6	--	17,5	--	5,1	--	75,2	58,2	22,5	--	--	--
2012 III	30,9	23,5	23,5	17,7	17,5	5,8	5,9	75,4	56,3	25,3	53,3	23,6	35,8
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	55,5	26,2	55,7	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	55,5	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	55,4	24,4	37,7
IV	30,4	23,1	23,1	17,1	17,1	5,9	5,9	75,3	55,8	25,8	55,2	24,2	36,6
2014 I	30,3	22,9	22,9	17,0	17,1	5,9	5,8	75,1	56,0	25,2	54,2	23,7	36,2
II	30,3	23,0	22,9	17,4	17,3	5,6	5,7	75,1	56,5	24,7	52,7	23,3	34,6
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	-1,1	-1,4	--	0,8	--	-7,6	--	-0,2	1,1	-1,6	--	--	--
2015	0,0	-1,0	--	1,5	--	-8,8	--	0,1	1,5	-1,9	--	--	--
2012 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	-1,7	-4,5	-4,6	13,9	7,3	0,3	-2,2	3,2	6,7	3,5	2,0
2013 I	-0,8	-0,5	-0,9	-4,1	-3,1	10,8	5,5	0,2	-1,9	2,7	5,2	2,9	2,2
II	-1,0	-1,2	-2,0	-3,4	-1,8	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	-0,4	2,0	-1,9	-0,1	-0,7	0,9	2,1	0,8	1,9
IV	-1,3	-1,2	-1,4	-1,2	0,6	-1,4	-6,7	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
2014 I	-1,3	-1,8	-2,9	-0,5	-0,1	-5,5	-10,6	-0,3	0,6	-1,0	-1,5	-0,7	-1,5
II	-1,0	-1,0	0,2	1,1	3,1	-7,0	-8,1	-0,1	1,1	-1,5	-2,8	-1,4	-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.

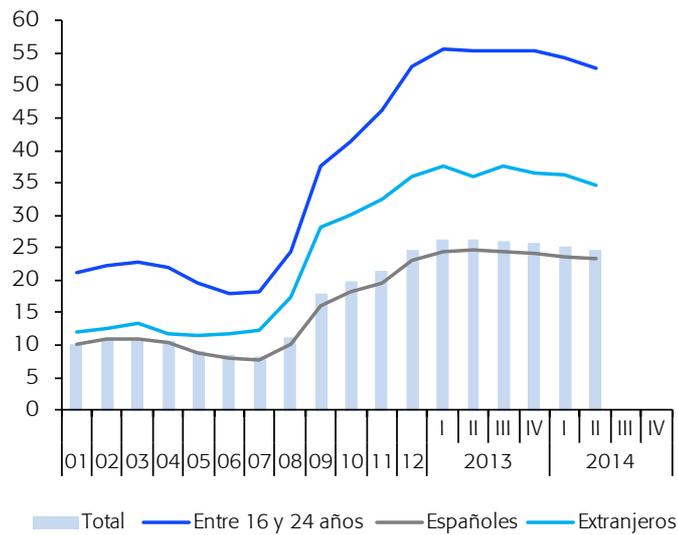
Fuentes: INE (EPA) y Funcas (Previsiones).

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

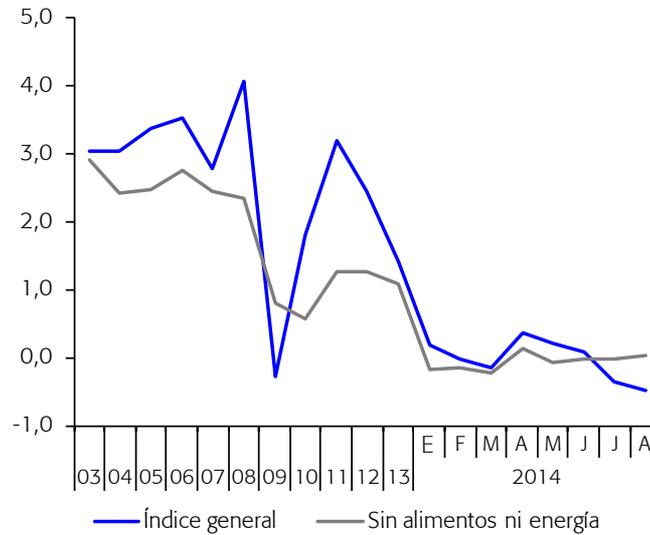
Previsiones en azul

	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		
Índices, 2011 = 100											
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	103,9	102,4	103,1	101,1	103,1	106,6	104,3	109,1	105,9		
2015	104,4	102,7	103,6	101,3	103,5	107,9	105,3	109,7	107,1		
Tasas de crecimiento interanual											
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	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,2	0,4	-1,5	0,2	-0,2		
2015	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	1,2	1,0	0,5	1,1		
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	0,3	0,2	-3,8	2,6	-1,0	
	Jul	-0,3	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-5,2	0,3	-1,6	
	Ago	-0,5	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,2	-5,4	-0,9	-1,8	
	Sep	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-1,6	-0,9	-0,6	
	Oct	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	
	Nov	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,4	-0,2	
	Dic	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	
	2015	Ene	0,1	0,3	0,2	0,1	0,4	0,0	-0,7	-0,1	-0,2
		Feb	0,1	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-1,0	0,0	-0,1
		Mar	0,3	0,3	0,3	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
		Abr	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,8	0,5	0,2	0,7
May		0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,9	1,4	0,1	1,1	
Jun		0,5	0,3	0,5	0,3	0,4	1,3	1,5	0,2	1,3	
Jul		0,7	0,4	0,6	0,3	0,4	1,5	1,7	0,8	1,6	
Ago		0,7	0,4	0,6	0,3	0,5	1,7	1,7	1,0	1,7	
Sep		0,7	0,4	0,6	0,3	0,4	1,8	1,6	0,6	1,7	
Oct		0,8	0,4	0,7	0,3	0,5	1,8	1,6	1,0	1,7	
Nov		0,8	0,4	0,7	0,3	0,5	1,9	1,6	1,0	1,8	
Dic		0,8	0,4	0,7	0,3	0,5	1,9	1,6	1,0	1,8	

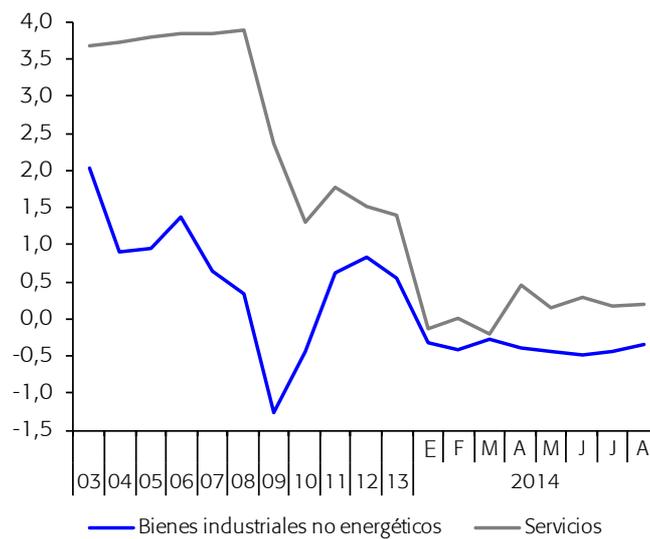
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

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							
2008	135,4	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,5	134,8	145,6	142,5	--
2009	135,5	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,5	--
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	152,1	155,4	--
2014 (b)	136,1	110,4	105,8	64,2	71,0	53,7	142,9	139,9	152,0	150,4	--
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	152,6	--
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	136,2	109,8	105,7	63,6	71,0	50,8	139,8	135,2	154,0	145,6	--
II (b)	135,9	110,7	105,8	64,7	71,0	--	145,9	144,5	150,2	153,8	--
2014 May	--	110,7	105,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	111,7	105,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	111,8	106,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales											
2008	2,4	6,5	4,5	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,1	4,6	3,6
2009	0,1	-3,4	-2,3	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,6	2,3
2010	0,1	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,6	1,5
2011	0,0	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,1
2012	0,0	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,3
2013	0,6	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,5	0,6
2014 (c)	-0,5	-1,0	-1,1	-0,4	-3,3	-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	-1,8	0,0	-1,1	0,6
II	0,7	0,5	1,1	-12,0	-6,4	-17,4	-0,4	-0,6	0,2	-0,3	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)	-0,4	0,0	-1,0	0,8	-2,9	--	0,0	0,1	-0,3	0,8	0,5
2014 May	--	-0,4	-0,9	--	--	--	--	--	--	--	0,5
Jun	--	0,5	-0,8	--	--	--	--	--	--	--	0,5
Jul	--	-0,4	-0,6	--	--	--	--	--	--	--	0,6

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

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

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

Índice (2007=100)

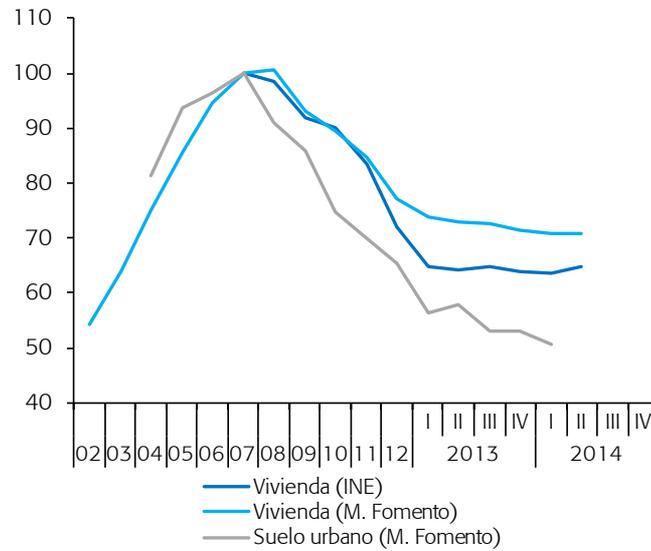
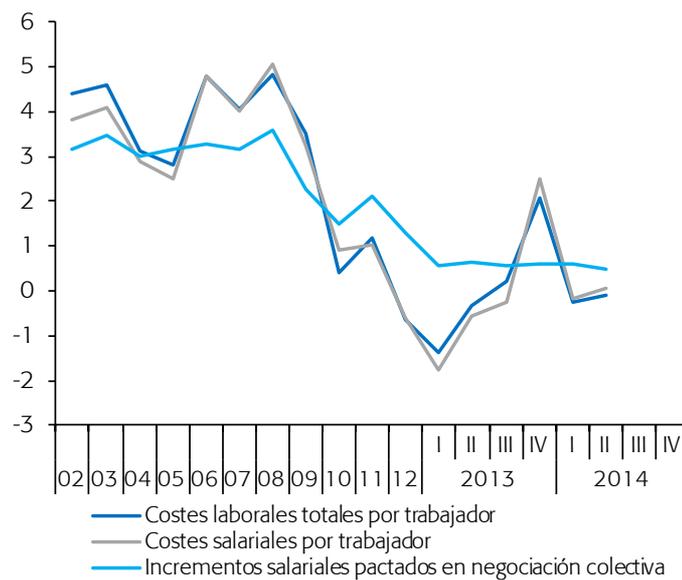


Gráfico 12.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

Desequilibrios: comparación internacional

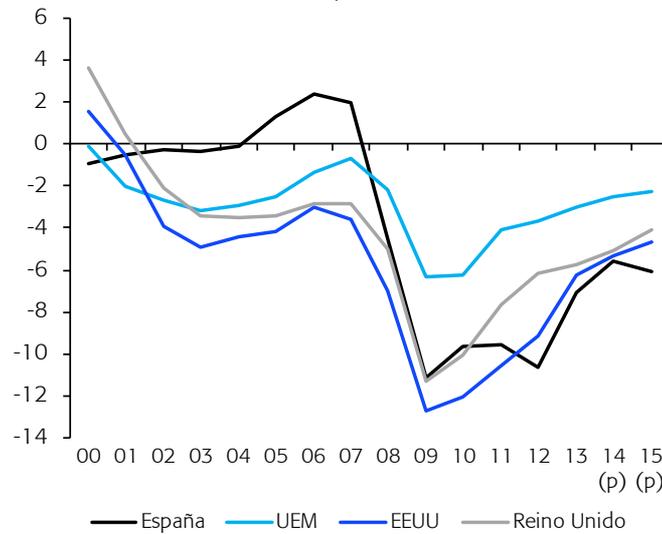
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
Miles de millones de moneda nacional												
2005	11,6	-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
Porcentaje del PIB												
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.

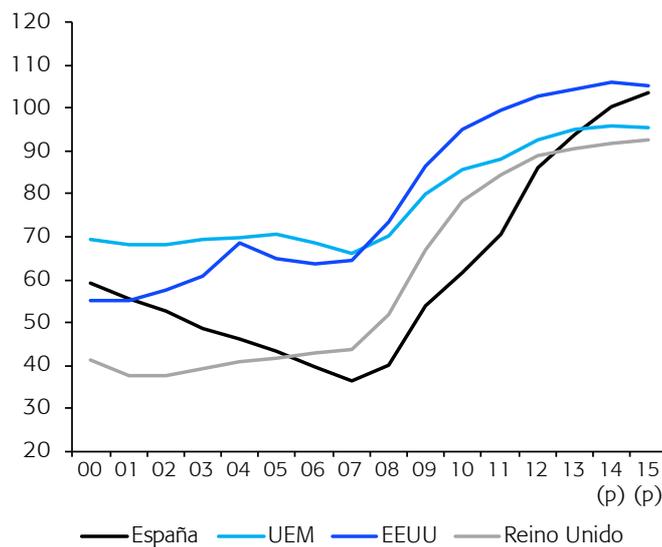
Porcentaje del PIB



(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									Altas exteriores de nacidos en la UE-27 (%)
	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	
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	79,98	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			2,05

Fuentes:

ID INE

ID INE

CGPJ

ID INE

ID INE

ID INE

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

	Fecundidad					Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (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

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 ^{er} y 2 ^o ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Universidad (1 ^{er} y 2 ^o 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	1.102.848•	27,1•	5.541.303♦	996,9♦	929.971♦	914,7♦	2.345.870♦	623,3♦
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	1.247.659•	251.794♦	197.008♦	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-julio.

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

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.

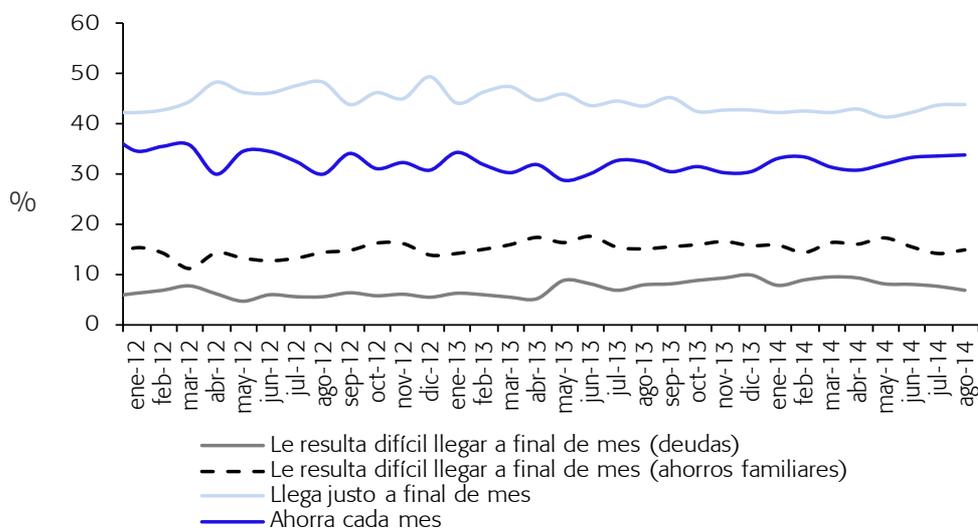
ENS: Encuesta Nacional de Salud.

2. FLASH SOCIAL

Los datos de las encuestas mensuales de confianza del consumidor publicados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) indican la consolidación de la tendencia positiva que ya apuntábamos en este apartado del número anterior de *Cuadernos de Información Económica*. Los resultados más recientes de estas encuestas apuntan cierta mejora de la percepción de la situación económica doméstica (gráfico 1). En los meses de verano ha continuado descendiendo levemente la proporción de quienes afirman tener dificultades para llegar a fin de mes (sobre todo, la de quienes tienen que contraer deudas), mientras que se ha reforzado, también levemente, la de quienes reconocen tener alguna capacidad de ahorro (que representan aproximadamente un tercio). No obstante, el grueso de encuestados (44%) declararon en agosto de 2014 llegar "justos" a final de mes.

Gráfico 1

Percepción de la situación económica del propio hogar (enero 2012-agosto 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: Centro de Investigaciones Sociológicas, Indicador de Confianza de los Consumidores (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2014

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,5	Junio 2014
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,9	Junio 2014
Dudosos (% var. mensual medio)	-2,0	Junio 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	483.061	Agosto 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	162.546	Agosto 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	37.585	Agosto 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 Agosto	2014 15 septiembre	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	0,18	0,10	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,1	1,1	0,54	0,46	0,38	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	2,14	2,33	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	2,04	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": En la primera quincena de septiembre se ha registrado un descenso considerable de los tipos de interés interbancarios, con el euribor a tres meses cayendo hasta el 0,10% y la referencia a un año hasta el 0,38%, según las medias de datos diarios. Esto ha sucedido en un contexto en el que el Banco Central Europeo ha sorprendido con una nueva rebaja de tipos de referencia y ha anunciado nuevas medidas de política monetaria expansiva no convencional, como las compras de activos titulizados. Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano español a 10 años se ha elevado en quincena hasta el 2,33%, tras los descensos de los últimos meses.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Junio	2014 Julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	24,5	84,7	82,9	77,4	68,4	(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	73,4	87,6	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,6	1,7	1,9	1,9	0,7	(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	7,1	3,7	(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	0,1	0,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	593,8	751,1	846,3	957,6	966,6	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	0,9	-0,8	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	4,5	19,4	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.029,6	824,7	1.011,98	1.116,05	1.105,3(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.989,3	7.583,2	8.715,6	10.923,5	10.841,3(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	28,6	21,2	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 Junio	2014 Julio	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,4	-15,1	-23,5	-9,2	65,1	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	73,9	80,7	-4,9	-1,3	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	0,9	-8,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	7,8	54,1	-22,8	88,6	-45,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de septiembre de 2014.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se observa un aumento del 68,4% en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro, y también un incremento del 87,6% en las operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado. El IBEX-35 ha interrumpido su senda alcista, en un contexto de mayor volatilidad en los mercados a escala internacional y ha caído hasta los 10.841 puntos, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid se ha reducido hasta los 1.105 puntos. Por otro lado, se observa un incremento del 8,3% de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y una reducción del 45,8% de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2004-2010	2011	2012	2013 IV T.	2014 I T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,7	-3,4	-0,2	1,5	1,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	0,6	3,1	1,3	3,4	2,6	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	328,6	332,7	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 IV T.	2014 I T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	79,3	83,7	81,5	77,2	76,0	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	5,0	-0,1	2,9	4,2	1,6	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	9,9	-0,5	-0,7	-1,3	-1,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el primer trimestre de 2014, se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 1,1% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se ha reducido ligeramente, pasando del 3,4% en el último trimestre de 2013 al 2,6% en el primer trimestre de 2014. Sin embargo, se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 76,0% del PIB, frente al 77,2% del trimestre precedente. Finalmente, se registra un ligero incremento del *stock* de activos financieros en el balance de las familias del 1,6%, 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 Mayo	2014 Junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	12,8	-10,4	-9,5	-0,8	0,5	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	1,0	0,9	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	1,2	-1,2	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	-0,8	-6,2	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-0,8	-9,0	-5,9	-6,9	-6,6	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 Mayo	2014 Junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	34,9	20,0	17,8	-1,2	-2,0	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	-10,4	19,0	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,3	-12,1	19,6	-0,1	-3,9	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, referido a junio de 2014, muestra un incremento del crédito así como de los depósitos al sector privado del 0,5% y del 0,9%, respectivamente. Asimismo, los valores distintos de acciones y participaciones así como de las acciones y participaciones presentan una ligera reducción del 1,2% y del 6,2%, respectivamente. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 2% con respecto al 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	483.061(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	162.546(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	37.585(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a agosto de 2014.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En agosto de 2014, la apelación neta al Eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 33,64% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona, lo que supone un incremento de 1.852 millones de euros respecto al mes precedente.

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 140. La política monetaria tras la Gran Recesión
 N.º extraordinario. Nuevos negocios bancarios

PANORAMA SOCIAL

N.º 18. Las nuevas tecnologías y su impacto social
 N.º 19. Comida y alimentación: hábitos, derechos y valores

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 240. La consolidación fiscal en el horizonte 2017
 N.º 241. La demanda nacional impulsa la recuperación económica

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 3, N.º 3 (2014). Spain's Debt Dynamics and Impact on the Banking Sector
 Vol. 3, N.º 4 (2014). The Role of Domestic Demand in Spain's Recovery

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 68. Entre desequilibrios y reformas. Economía política, sociedad y cultura entre dos siglos
 N.º 69. Reforma del Mercado de Servicios Profesionales en España

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

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

