

## Tareas pendientes: deuda, competitividad, empleo

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La economía española  
en 2014 y perspectivas  
para 2015

Sector bancario: el reto  
de la rentabilidad

El mapa de la deuda:  
¿quién debe a quién?

España en la inversión  
directa internacional

Competitividad y  
reasignación de recursos

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

La deflación en Japón

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

La exclusión financiera

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

## CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director)

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

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

© 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)

Amado Franco Lahoz

Manuel Menéndez Menéndez

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

# Cuadernos de Información Económica

244

enero/febrero 2015



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 La economía española en 2014 y perspectivas para 2015  
*Ángel Laborda y María Jesús Fernández*
- 15 El sector bancario español en 2015: reactivar el negocio e impulsar la rentabilidad  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 23 El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?  
*Ángel Berges y Sara Baliña*
- 33 España en la inversión directa internacional  
*Rafael Myro*
- 43 La reasignación de recursos, factor clave para la competitividad  
*Aránzazu Crespo*
- 53 Imposición efectiva por impuesto de sociedades en España: comparativa europea  
*José Félix Sanz, Desiderio Romero y Begoña Barruso*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 61 La deflación en Japón  
*Lucía Cuadro-Sáez e Irene Pablos*

---

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- Página 73 Concepto y evolución de la exclusión financiera: una revisión  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 84 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 111 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 115 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

La recuperación de la economía española ganará fuerza en 2015 como resultado de los avances alcanzados en los diversos procesos de ajuste y del impacto favorable de varios *shocks* de origen interno y externo. Como puede verse en el artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, la previsión de crecimiento se sitúa en el 2,4%, estimándose la creación de empleo en 330.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Sin embargo algunos de los factores que impulsarán el crecimiento en el próximo año son de carácter transitorio y todavía persisten importantes limitaciones, como el elevado nivel de endeudamiento, que obstaculizan una recuperación más vigorosa de la demanda interna. Las tareas pendientes comienzan, precisamente, por la necesidad de continuar el proceso de desapalancamiento del sector privado y frenar el crecimiento de la deuda pública. España sigue teniendo, además, un nivel de deuda externa bruta similar al que soportaba al inicio de la crisis (1,5 billones de euros), lo que la hace muy vulnerable a posibles cambios en las percepciones de los mercados financieros. En este sentido, la incertidumbre sobre la estabilidad política interna no es un riesgo menor, por cuanto podría conducir a una pérdida de confianza en las expectativas y la solvencia del país. Precisamente, la reducción de la deuda externa exige perseverar en la segunda de las tareas pendientes: la mejora de la competitividad de la economía española, lo que requiere mantener una senda de moderación de los costes del capital y del trabajo, y aumentar la productividad mediante la innovación y la reasignación

eficiente de los factores productivos hacia aquellos sectores y empresas con mayor margen de crecimiento. Por último, la economía española debe ser capaz de intensificar el proceso de creación de empleo iniciado en 2014, como condición imprescindible para comenzar a dejar atrás la más grave secuela de la Gran Recesión.

Especial trascendencia ha tenido en el desarrollo de la actual crisis económica el papel desempeñado por el sistema bancario. La recuperación de tasas de crecimiento sostenibles necesita de los mecanismos de financiación adecuados para llevar adelante los proyectos de inversión que van a generar rentas en el futuro. En los últimos años, el crédito a las actividades productivas había perdido peso frente a la financiación al sector público. El artículo de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ sobre el sector bancario español en 2015 detecta, sin embargo, una progresiva mejora del ambiente crediticio, en parte por la propia reestructuración y recapitalización del sector y también por la mejoría de las condiciones de la demanda. La reducción de la morosidad y la menor rentabilidad de la deuda pública deberían llevar a una mayor concesión de préstamos a las pequeñas y medianas empresas, que tienen una fuerte dependencia del crédito bancario. A todo ello habrá de contribuir, sin duda, el nuevo programa de adquisición de deuda, pública y privada, acordado por el Banco Central Europeo, que se cifra en 60.000 millones de euros al mes hasta septiembre de 2016. Con todo, el principal reto de la banca europea es la rentabilidad.

La fuerte presión sobre los márgenes bancarios sigue siendo muy significativa, por lo que deberá continuarse por la senda de aumentar la eficiencia, reduciendo costes y buscando nuevas fuentes de ingresos.

Aunque la competitividad del sector exterior —a la que nos hemos referido— es muy importante para mantener una orientación creciente de las exportaciones de bienes y servicios, y aportar así registros positivos al crecimiento del PIB y al equilibrio de la balanza de pagos, la recuperación de la economía española solo puede afianzarse desde el relanzamiento de la demanda interna. Sin embargo, el elevado endeudamiento acumulado por empresas y hogares primero y por el sector público después representa un serio obstáculo para el aumento de la demanda interna. Como ponen de manifiesto ÁNGEL BERGES y SARA BALIÑA, a pesar de que España ha sido el país que más ha reducido su deuda privada desde las cotas máximas alcanzadas en 2010, el desapalancamiento continúa siendo un reto de cara al futuro inmediato, sin que quepa relajar los esfuerzos realizados hasta el presente en el saneamiento y ajuste de las cuentas de las empresas y de las Administraciones. El proceso de desendeudamiento privado no es incompatible con una mayor fluidez del crédito hacia nuevas actividades y proyectos en empresas y sectores con capacidad de crecimiento.

Entre los principales países de la Unión Europea, España ha venido siendo la tercera economía en intensidad inversora en el exterior, además de la segunda en intensidad receptora. El artículo de RAFAEL MYRO pone de relieve cómo la actividad en España de las filiales de empresas multinacionales extranjeras ha tenido un impacto positivo, propiciando el crecimiento del PIB, el aumento del empleo y de las exportaciones y mejorando la eficiencia de las empresas nacionales. Por ello, la consolidación del proceso de recuperación económica iniciado en 2014 requiere también avanzar hacia una economía más flexible, con mercados más competitivos, con menos trabas para los negocios productivos y una decidida apuesta por la innovación y el capital humano; porque todos esos factores, además de contribuir a la expansión del potencial de crecimiento, se han demostrado decisivos para la atracción de capital extranjero.

También relacionado con la competitividad del sector exterior, el artículo de ARÁNZAZU CRESPO aborda

un tema que ha sido objeto de atención en anteriores números de *Cuadernos de Información Económica*: la relación entre costes laborales unitarios y competitividad de una economía. Especialmente relevante resulta para el caso de la economía española, no solo como factor explicativo de la denominada “paradoja” de las exportaciones españolas durante los años previos a la crisis, sino como factor a tener en cuenta cuando se implementan políticas orientadas a la mejora de la competitividad de nuestra economía. A partir de información relevante a nivel de empresa, se demuestra que una reasignación de recursos entre empresas atendiendo a las ganancias potenciales de productividad impulsaría la productividad total de los factores y, por tanto, sería un factor clave para la competitividad, más relevante incluso que los cambios en los costes laborales.

El artículo de JOSÉ FÉLIX SANZ, DESIDERIO ROMERO y BEGOÑA BARRUSO desvela la imposición efectiva del impuesto de sociedades español, cuya configuración ha sido poco atractiva en términos comparativos con otros países europeos, penalizando especialmente la inversión en determinados activos fijos, como la maquinaria o las tecnologías de información y comunicación, e introduciendo una carga fiscal por unidad de inversión que ha estado entre las más elevadas de la Unión Europea. La reciente reforma aprobada en 2014 se habría movido en la dirección oportuna, aunque quizá de modo insuficiente para corregir los importantes sesgos del impuesto.

La sección de economía internacional contiene un artículo de LUCÍA CUADRO-SÁEZ e IRENE PABLOS en el que se realiza un completo análisis de la situación de deflación y estancamiento de la economía japonesa durante las dos últimas décadas. El trabajo tiene especial interés para la Unión Europea, sumida en una fase de bajo crecimiento que algunos analistas estiman podría conducir a una etapa de estancamiento prolongado. Las autoras advierten de la tardía reacción de las autoridades monetarias japonesas al minusvalorar la caída de las expectativas de inflación a corto plazo. En un contexto de inflación muy baja, o incluso negativa, con tipos de interés cercanos a cero, sería aconsejable una actuación temprana, decidida y efectiva no solo de la política monetaria, sino también de la política fiscal.

Por último, en la sección de estudios de la Fundación, SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ llevan a cabo una revisión del concepto y evolución de la exclusión financiera y sus principales determinantes, con particular atención al caso de España. Las mejoras alcanzadas gracias a las acciones adoptadas para promocionar la inclusión financiera se vieron interrumpidas por la crisis

económica, si bien la exclusión ha aumentado más por las dificultades de acceso al crédito que por motivos relacionados con el funcionamiento del sistema financiero. El margen de mejora sigue siendo significativo, principalmente por la utilización de las nuevas tecnologías y la intensificación de los programas de educación financiera de los usuarios.



## La economía española en 2014 y perspectivas para 2015

Ángel Laborda y María Jesús Fernández\*

**La economía española consolidó su recuperación en 2014, apoyada sobre la mejora de las condiciones financieras y el sorprendente fortalecimiento de la demanda nacional. Entre los acontecimientos más destacables cabe mencionar la estabilización del mercado inmobiliario, la mejora del mercado de trabajo, el importante esfuerzo de desendeudamiento privado y el probable cumplimiento del objetivo de déficit público. La tendencia favorable se mantendrá en 2015 gracias al impacto de diversos *shocks* positivos, internos y externos. No obstante, estos son de carácter transitorio y aún persisten factores restrictivos del crecimiento, al tiempo que existe el riesgo de un aumento de la incertidumbre sobre la estabilidad política interna, pues no hay que olvidar que España sigue siendo muy vulnerable ante cambios en las percepciones de los mercados financieros.**

### La economía mundial en 2014 y riesgos para 2015

La economía mundial en 2014 estuvo marcada por el contraste entre el dinamismo de Estados Unidos y Reino Unido, por un lado, y el débil desempeño del resto de áreas económicas –zona del euro, Japón y países emergentes– por el otro (gráficos 1.1 y 1.2). A esto hay que añadir la caída del precio del petróleo, que se redujo casi a la mitad desde los máximos anuales de junio hasta diciembre, reconfigurando las perspectivas económicas de las diferentes regiones para 2015.

La economía norteamericana, tras sufrir una recaída en el primer trimestre debido a las adversas

condiciones meteorológicas del invierno, creció en los trimestres centrales del año a tasas anualizadas cercanas al 5%, y su tasa de paro se situó por debajo del 6%. En consecuencia, la Reserva Federal puso fin al programa de compra de activos conocido como *Quantitative Easing*, y se espera que comience a elevar los tipos de interés en la segunda mitad de 2015.

Japón volvió a la recesión pese a sus políticas monetaria y fiscal fuertemente expansivas, mientras que los países emergentes, al igual que el año anterior, crecieron por debajo de lo esperado, y, en muchos casos, sufrieron una notable depreciación de sus divisas. Brasil entró en recesión, y Rusia ralentizó su crecimiento como consecuencia, en

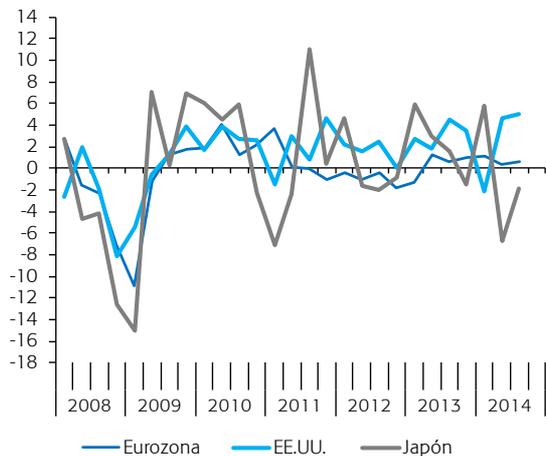
\* Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

Gráfico 1

## Economía mundial

### 1.1 - PIB

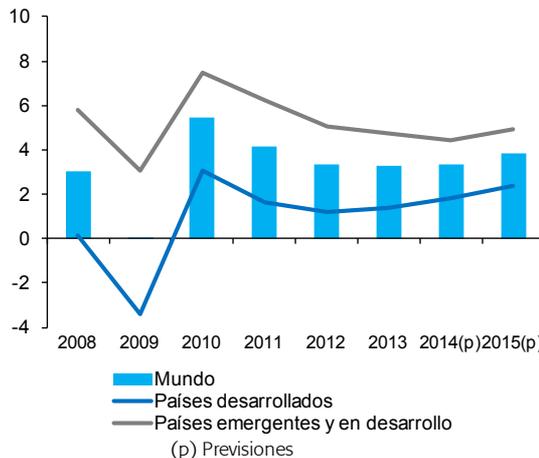
Variación trimestral anualizada en %



Fuente: Eurostat.

### 1.2 - PIB

Variación anual en %



Fuente: FMI.

parte, de las sanciones internacionales, al tiempo que sus perspectivas para 2015 se deterioraban drásticamente por la caída del precio del petróleo. En el caso de China, que avanzó en el conjunto del año por debajo del 7,5%, se asume que su ritmo potencial de crecimiento se ha reducido de forma permanente, lo que se traslada a unas menores perspectivas de crecimiento para otras economías emergentes, especialmente las exportadoras de materias primas.

La eurozona presentó un primer trimestre aceptable, pero su avance fue nulo o muy reducido en los trimestres posteriores. La tasa de paro descendió tres décimas en el primer semestre, hasta el 11,5%, estabilizándose en esta cifra hasta el final del año, y la inflación se mantuvo en niveles muy reducidos durante todo el año, hasta registrar incluso una tasa negativa en diciembre. Todo ello despertó el temor a la deflación, impulsando al Banco Central Europeo (BCE) a poner en marcha un conjunto de medidas extraordinarias dirigidas a reducir los tipos de interés y elevar la liquidez del sistema, a lo que se añade el nuevo programa de adquisición de deuda, pública y privada, hasta septiembre de 2016. Estas medidas, en un momento en que Estados Unidos comenzaba a retirar su política de expansión cuantitativa, condujeron

a una depreciación del euro, que entre marzo y diciembre perdió algo más del 10% de su valor frente al dólar.

En 2015 Estados Unidos seguirá creciendo a un ritmo dinámico, mientras que las previsiones para la economía europea, aunque se ven favorecidas por la caída del precio del petróleo, son de un avance moderado, por debajo del 1,5%. Grecia vuelve a ser un factor de inestabilidad, y se contempla de nuevo la posibilidad de una reestructuración de su deuda. En principio, el impacto de dicha eventualidad sobre la economía de la eurozona sería contenido, y el contagio hacia otras economías periféricas, en concreto hacia la española, sería limitado, aunque esto puede depender de cómo evolucionen las circunstancias económicas y políticas, tanto internas como externas.

En cuanto a las economías emergentes, el abaratamiento de las materias primas y la ralentización de la economía china seguirán frenando su crecimiento. La retirada de liquidez y la subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal norteamericana también pueden afectar negativamente a algunos de estos países, que corren el riesgo de sufrir crisis cambiarias y de balanza de pagos. El impacto de la caída de la cotización del

crudo será muy negativo para la economía rusa e incluso, sumado al efecto de las sanciones internacionales, podría poner en peligro su solvencia, lo que constituye otra fuente potencial de inestabilidad para la economía mundial.

## La economía española en 2014

A lo largo de 2014 se consolidó la recuperación de la economía española iniciada a mediados del año anterior, aunque a ritmos todavía moderados, en un contexto en el que las condiciones financieras siguieron mejorando de forma continuada, debido a los avances en el saneamiento del sistema financiero, a la mejor disposición de los demandantes de crédito y a las medidas extraordinarias de política monetaria anunciadas por el BCE. Esto se reflejó en la trayectoria descendente que mantuvo durante todo el año la rentabilidad de la deuda pública española y la consiguiente caída de la prima de riesgo desde 200 puntos básicos en enero a 114 en diciembre (gráfico 6.1). Al mismo tiempo, en 2014 el flujo de crédito nuevo a los hogares y a las pequeñas y medianas empresas comenzó a crecer, aunque dentro de un contexto general de desendeudamiento.

La recuperación se ha sustentado sobre la demanda nacional, que tras seis años de intenso ajuste vuelve a estar en condiciones de crecer, aunque aún persisten factores que limitan su avance. La información relativa a los últimos meses de 2014 aún es incompleta, pero se puede estimar que la tasa de crecimiento del PIB correspondiente al conjunto del ejercicio fue del 1,4%, frente al -1,2% registrado el año anterior (gráfico 2.1). Dicho resultado ha sido mejor de lo previsto: a finales de 2013 Funcas pronosticaba un crecimiento del 1%, y la previsión de consenso se situaba incluso algo por debajo de esta cifra. En términos nominales el crecimiento del PIB en 2014 fue del 1%, debido al descenso de los precios.

La mayor sorpresa ha procedido de la composición de dicho crecimiento. Se esperaba una aportación negativa de la demanda interna y positiva del sector exterior, y el resultado final ha sido el contrario: se estima que la aportación de la pri-

mera ha sido de 2,1 puntos porcentuales (pp) y la del segundo de -0,7 pp. (gráfico 2.2). El ascenso de la demanda interna ha estado impulsado por el consumo –cuyo crecimiento se ha concentrado en buena medida en bienes duraderos, especialmente automóviles– y la inversión en bienes de equipo. Es muy destacable la fortaleza de esta última, que viene presentando tasas de crecimiento positivas de forma ininterrumpida desde el primer trimestre de 2013. También el consumo público ha crecido, tanto en términos reales como nominales, después de tres años de caídas, lo que indica un relajamiento del esfuerzo de ajuste presupuestario (gráfico 2.3).

---

*Uno de los rasgos más destacables de la evolución de la economía española en 2014 ha sido el inicio de la recuperación de la inversión en construcción de viviendas, lo que significa que el ajuste de este componente de la demanda interna ya ha concluido.*

---

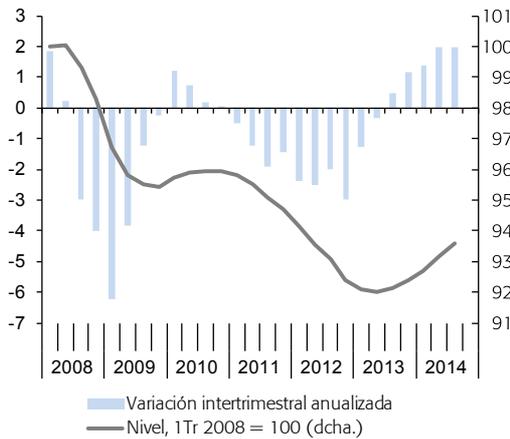
Otro rasgo destacable de la evolución de la economía española en 2014 ha sido el inicio de la recuperación de la inversión en construcción de viviendas, que creció en el tercer trimestre y probablemente también en el cuarto, aunque la tasa media anual aún fue negativa (gráfico 2.4). Esto indica que uno de los principales ajustes que ha estado realizando la economía española desde el inicio de la crisis, consistente en el redimensionamiento de este componente de la demanda tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, ya ha concluido: desde el máximo alcanzado en 2006, su peso en el PIB ha caído a la tercera parte, y ha pasado de representar un 12,1% en dicho año a un 4% en 2014. Esto supone uno de los rasgos más destacables de la evolución económica reciente, ya que significa que este sector comienza a realizar una aportación positiva al crecimiento en lugar de lastrarlo, marcando el comienzo de un nuevo ciclo. El inicio de la recuperación de la construcción residencial es, por otra parte, el reflejo de la estabilización del sector inmobiliario a lo largo de 2014, tanto en lo relativo al número de viviendas vendidas como a los precios de las mismas.

Gráfico 2

## Economía española: PIB y sus componentes

### 2.1 - PIB

Variación en % y nivel

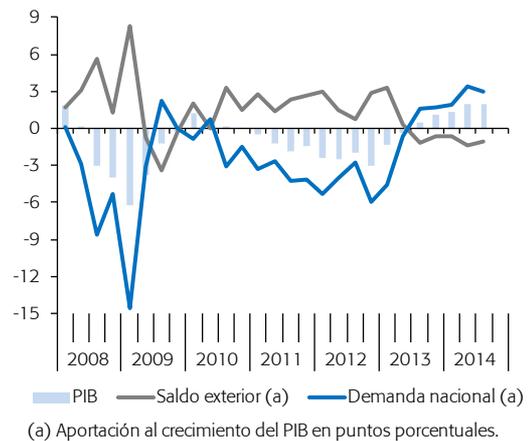


Fuente: INE (CNTR).

### 2.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

### 2.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

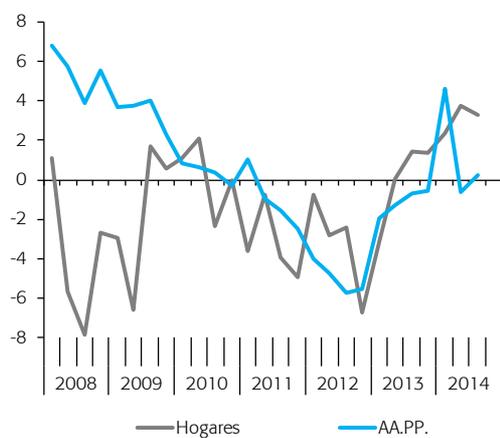
Variación trimestral anualizada en % y aportación en pp



Fuente: INE (CNTR).

### 2.3 - Consumo

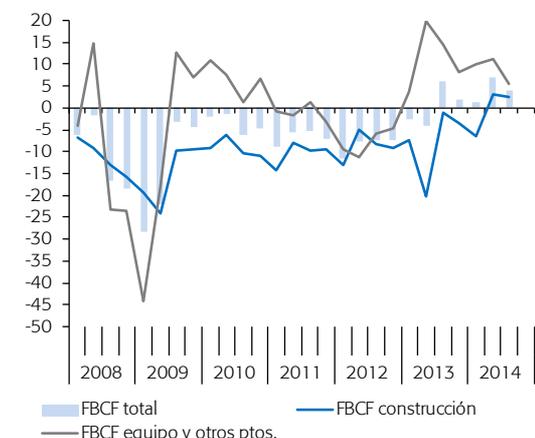
Variación trimestral anualizada en %



Fuente: INE (CNTR).

### 2.4 - Formación Bruta de Capital Fijo

Variación trimestral anualizada en %



Fuente: INE (CNTR).

Se estima que las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 4,2%, una tasa destacable teniendo en cuenta el débil contexto exterior, especialmente en la UE, principal mercado de destino de las mismas. Las importaciones avanzaron a un ritmo superior, un 7,3%, impulsadas por el crecimiento de los componentes de la demanda más propensos a importar, es decir, el consumo de bienes duraderos y la inversión en equipo. Esto ha dado lugar a que la aportación del sector exterior fuese negativa en 2014 por primera vez en siete años.

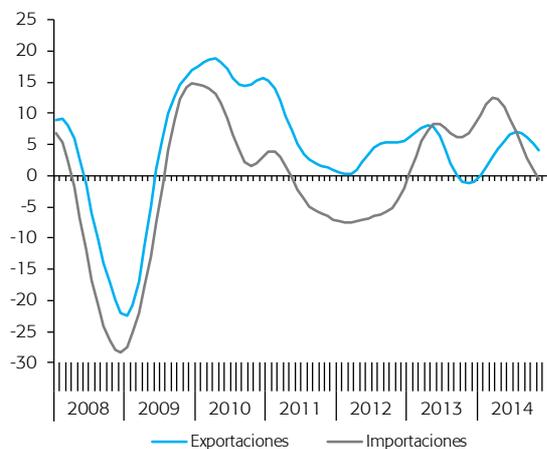
Todos los grandes sectores registraron un crecimiento de su Valor Añadido Bruto en términos anuales excepto la construcción, aunque este último ha presentado tasas de crecimiento intertrimestrales positivas desde el segundo trimestre del año. En el caso de los servicios destaca el empuje del sector turístico, con crecimientos significativos tanto en la entrada de turistas como en el gasto turístico, si bien el número de pernoctaciones en hoteles por parte de residentes en el extranjero avanzó muy moderadamente, lo que se explica por el mayor recurso a otro tipo de alojamientos.

## Gráfico 3

## Sector exterior

## 3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

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



Fuentes: Ministerio de Economía y Fincas.

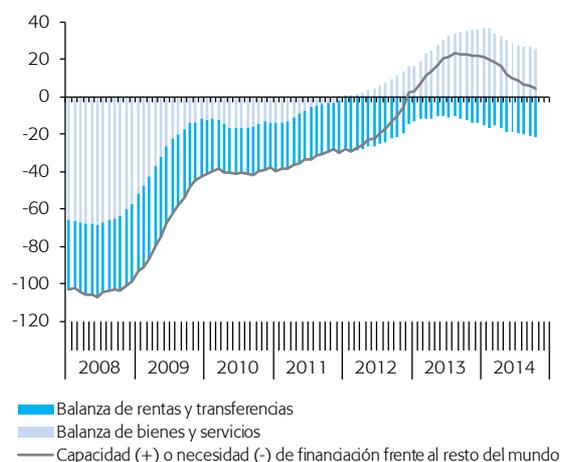
De hecho, el crecimiento en el número de pernoctaciones en 2014 se explicó sobre todo por el aumento de las realizadas por residentes en España.

Aunque aún no se dispone de los datos de Contabilidad Nacional relativos al cuarto trimestre, se puede estimar que el empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, creció un 0,9% en 2014, lo que equivale a un aumento de unos 140.000 empleos en media anual, si bien, comparando el último trimestre de 2014 con el mismo periodo del año anterior, el incremento en el número de empleos fue de algo más de 300.000. El número de afiliados a la Seguridad Social, con datos completos en este caso para todo el ejercicio, creció, en términos desestacionalizados, todos los meses del año, dando lugar a un incremento medio anual del 1,6% (gráfico 4.2).

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en 2014 continuó la tendencia al descenso de la población activa que ya se observó el año anterior, como consecuencia de la disminución de la población en edad de trabajar, lo que se explica, a su vez, por los flujos migratorios netos negativos. La reducción en el número de desempleados ha sido

## 3.2 - Balanza de pagos

Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

de 440.000 en media anual, debido en mayor medida a la caída de la población activa que al aumento de los ocupados, que se incrementaron en 205.000 –aunque comparando el cuarto trimestre de 2014 con el mismo periodo del año anterior el incremento ha sido de 433.000–. Por otra parte, si al inicio de la recuperación el empleo

*Con datos de la EPA, la reducción en el número de desempleados ha sido de 440.000 en media anual, con un aumento de los ocupados en 205.000, aunque comparando el cuarto trimestre de 2014 con el mismo periodo del año anterior el incremento ha sido de 433.000.*

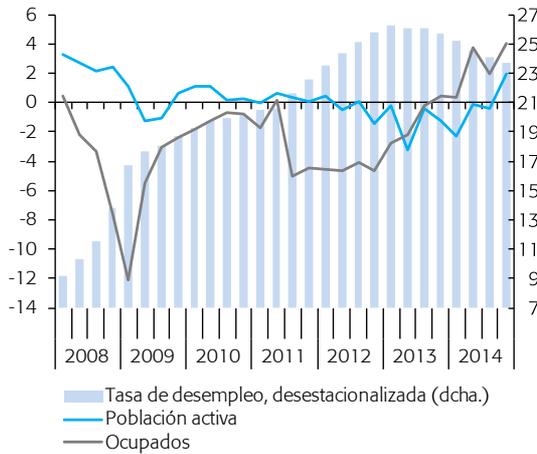
creado era temporal y a tiempo parcial, a partir del segundo trimestre de 2014 se ha producido un desplazamiento hacia la contratación indefinida y a tiempo completo. Finalmente, la tasa de paro media anual se situó en el 24,4%, frente al 26,1% en 2013 (gráfico 4.1).

La remuneración por asalariado, según la Contabilidad Nacional, creció en 2014 en torno a un

Gráfico 4

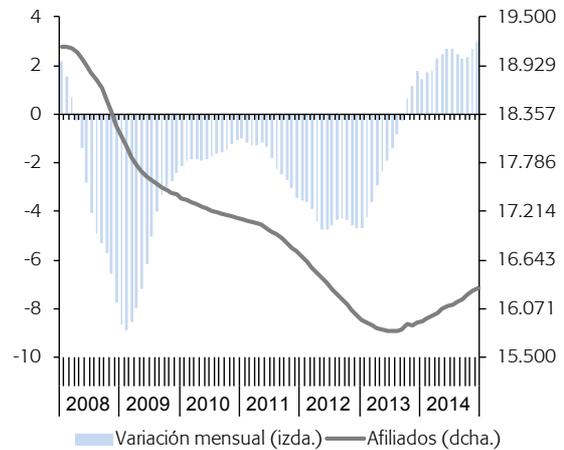
### Mercado de trabajo

4.1 - Empleo y desempleo (EPA)  
 Var. trimestral anualiz. en %, series CVE, y porcentaje de la poblac. activa



Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

4.2 - Afiliados a la Seguridad Social  
 Miles, cifras desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

0,1%, lo que unido al incremento de la productividad, que se ralentizó notablemente hasta un 0,5%, supuso un descenso de los costes laborales unitarios (CLU) del 0,4%. Desde 2009 estos se han reducido un 6,4% según las nuevas cifras de Contabilidad Nacional (SEC-2010, base 2010). Ello ha permitido recuperar en torno al 80% de la competitividad en costes perdida en la década anterior frente a la UE, lo que sin duda constituye uno de los factores que explican el buen comportamiento de las exportaciones (gráfico 5.1).

Esta reducción en costes, la elevada capacidad productiva sin utilizar y los descensos del precio del petróleo y, en los meses centrales del año, de los precios de los alimentos no elaborados –la cual no fue más que la corrección de las fuertes subidas registradas en los mismos meses del año anterior– dieron lugar a una caída de la inflación hasta tasas negativas a partir del mes de julio. La tasa interanual de diciembre fue del -1,0%, y la tasa media anual se situó en el -0,2% (gráfico 5.2). No obstante, no cabe hablar de la existencia de un proceso deflacionista, ya que este es inconsistente con un contexto de crecimiento de la economía, del consumo y de la inversión, y además las tasas

negativas de inflación son resultado casi en su totalidad de un factor externo, que es la bajada del precio del petróleo, lo cual impulsa el gasto interno en vez de frenarlo.

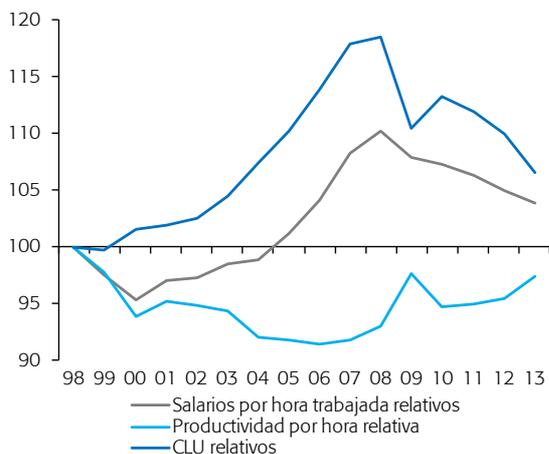
*Aunque la inflación media anual se situó en el -0,2% en 2014, no cabe hablar de la existencia de un proceso deflacionista: primero, porque las tasas negativas de inflación son casi en su totalidad resultado de un factor externo, la bajada del precio del petróleo, y segundo, porque la deflación es inconsistente con un contexto de crecimiento del consumo y de la inversión como el que experimenta la economía española.*

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente sufrió un deterioro en 2014 como consecuencia del fuerte ascenso de las importaciones, superior al de las exportaciones. Entre enero y octubre registró un déficit de 5,4 miles de millones de euros, frente a un superávit de 11,2 miles de millones en el mismo periodo del año anterior. El resultado final para el conjunto del año puede haber estado cerca del equilibrio, frente al superá-

Gráfico 5

**Precios y costes**

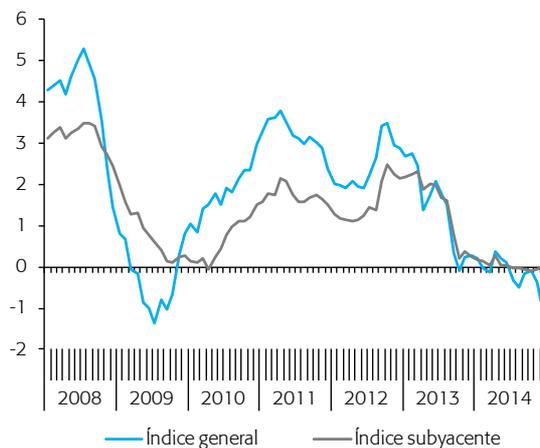
5.1 - CLU relativos España/eurozona en la industria  
Índices 1998=100



Fuentes: Eurostat y Funcas.

5.2 - Índice de precios al consumo

Variación interanual en %



Fuente: INE (IPC).

vit del 1,4% del PIB registrado en 2013 (gráficos 3.1 y 3.2).

La cuenta financiera de la balanza de pagos –excluyendo el Banco de España– sufrió un vuelco, y entre enero y octubre contabilizó un déficit de 6,2 miles de millones de euros, en contraste con el superávit de 44,7 miles de millones registrado

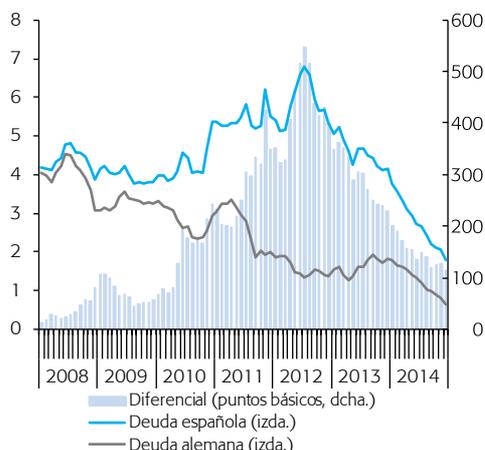
el año anterior (gráfico 6.2). Esto fue el resultado del fuerte incremento de los flujos de inversión española en cartera en el exterior y del cambio de signo en la cuenta de otras inversiones, que pasó de presentar entradas netas a salidas netas.

Desde el punto de vista del equilibrio entre ahorro e inversión, la reducción del saldo exceden-

Gráfico 6

**Indicadores financieros**

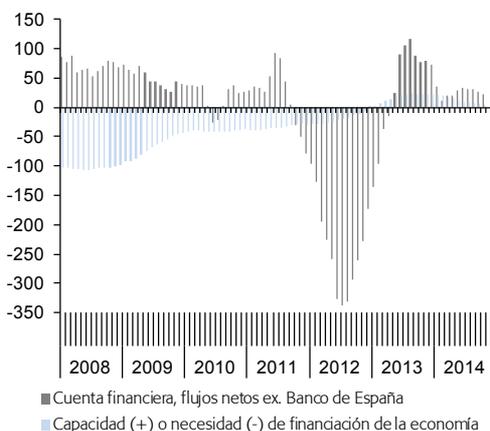
6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años  
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros. Suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

tario de la balanza por cuenta corriente procedió tanto de la reducción de la tasa de ahorro como del incremento de la tasa de inversión. Por sectores, con datos hasta el tercer trimestre, el descenso de la tasa de ahorro se concentró en el sector privado, mientras que la tasa de las Administraciones Públicas (AA.PP.) fue menos negativa que en el año anterior.

El déficit de las AA.PP. hasta septiembre, excluyendo las ayudas al sistema financiero, ascendió al 3,6% del PIB anual, frente a un 4,2% en el mismo periodo del año anterior, lo que apunta a que el resultado final para el conjunto del ejercicio se sitúe en línea con el objetivo del 5,5% (gráfico 7.2). La mejoría procedió enteramente del aumento de los ingresos, ya que el gasto, excluyendo las ayudas a las entidades financieras, fue prácticamente idéntico al del mismo periodo del año anterior, a pesar de que los pagos por intereses de la deuda fueron notablemente inferiores a los presupuestados. Con datos hasta octubre, la Administración Central y los fondos de la Seguridad Social redujeron su déficit, mientras que las comunidades autónomas elevaron el suyo en tres décimas porcentuales hasta el 1,33% del PIB,

superando su objetivo para todo el año establecido en el 1%. En el caso de la Seguridad Social, la mejora de su saldo procedió de la caída –bastante superior a la presupuestada– de las prestaciones por desempleo, mientras que el Sistema de la Seguridad Social –fundamentalmente el sistema de pensiones– empeoró su saldo negativo.

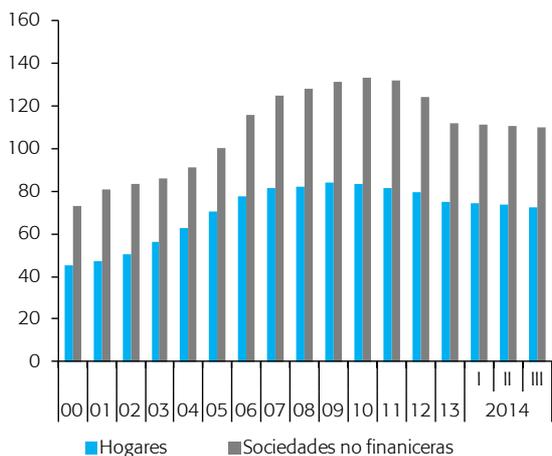
Los hogares y las sociedades no financieras han generado un excedente financiero (capacidad de financiación) desde el inicio de la crisis, aunque este tiende a descender. En el caso de los primeros, con datos hasta el tercer trimestre de 2014, dicho excedente se redujo hasta un 1,3% del PIB, desde un 2,8% en el mismo periodo de 2013, como consecuencia del descenso del ahorro derivado del aumento del consumo, que creció más que la renta disponible. En cuanto a las sociedades no financieras, su capacidad de financiación en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2014 sufrió un fuerte recorte hasta el 1,7% del PIB frente a un 4,5% en el mismo periodo del año anterior.

El excedente financiero de hogares y empresas ha sido destinado en gran medida –en el caso de las empresas no financieras, en su totalidad– a la

Gráfico 7

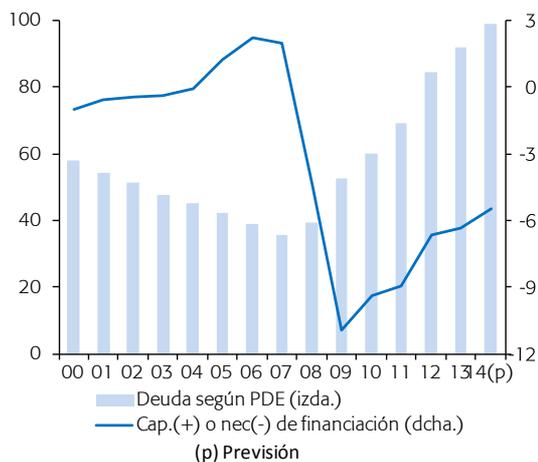
**Endeudamiento y déficit**

7.1 - Tasa de endeudamiento sector privado  
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

7.2 - Saldo (excluyendo ayudas a las entidades financieras) y deuda de las AA.PP.  
Porcentaje del PIB



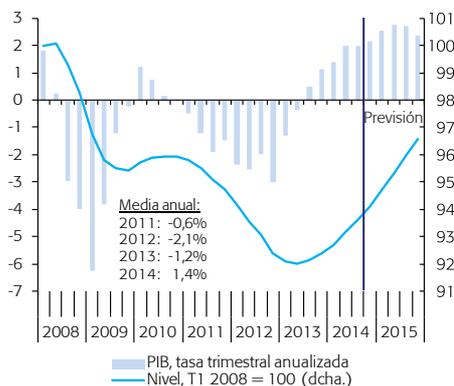
Fuentes: Banco de España y Funcas.

Gráfico 8

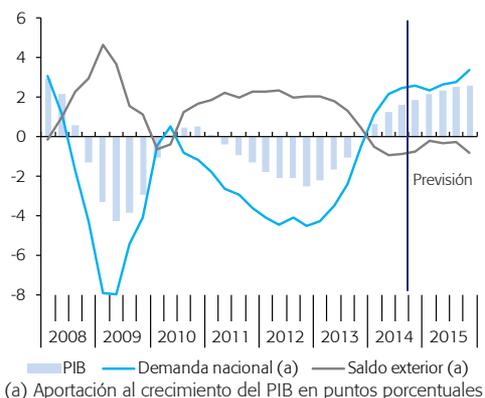
### Previsiones Funcas para 2014-2015

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

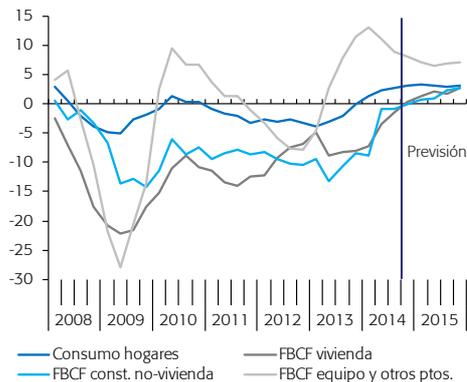
8.1 - PIB



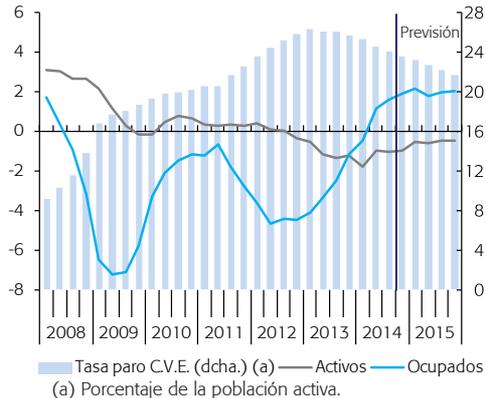
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



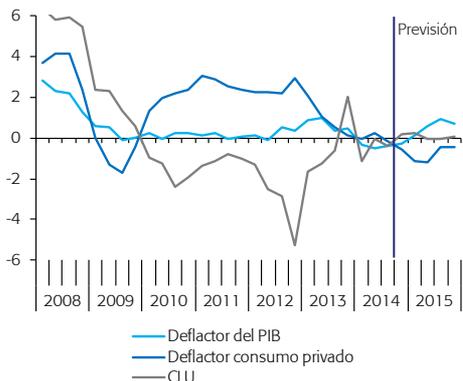
8.3 - Agregados de la demanda nacional



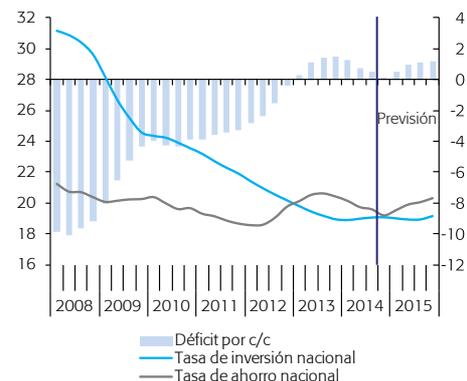
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



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



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

reducción del endeudamiento. Este ha descendido de forma notable desde los máximos alcanzados

en 2010 lo que permite un mayor margen para el aumento del gasto (gráfico 7.1). En el caso de

los hogares, en el tercer trimestre de 2014 -último periodo para el que existen datos- la deuda representaba el 72,4% del PIB, 12 puntos porcentuales menos que el máximo alcanzado en 2010, mientras que en términos nominales el descenso del volumen de la misma ha sido del 16,5%. Con respecto a las sociedades no financieras, el descenso de la ratio de endeudamiento desde el máximo ha sido de 24,4 puntos porcentuales del PIB, hasta un 109,7%, mientras que la reducción nominal del volumen de deuda ha sido del 18%.

En suma, el avance en los procesos de ajuste que ha llevado a cabo la economía española desde el inicio de la crisis -reducción del endeudamiento, recuperación de competitividad en costes, redimensionamiento del sector de la construcción residencial y saneamiento y reestructuración del sector financiero-, unido a la mejora de las condiciones financieras y a los efectos de las reformas llevadas a cabo, han hecho posible la consolidación del proceso de recuperación de la economía española a lo largo de 2014. La contrapartida del mismo ha sido el deterioro de la balanza por cuenta corriente, que, de continuar, podría suponer la vuelta de la misma a una situación de déficit, lo que significa que la deuda frente al exterior volvería a crecer. Esto aumentaría la vulnerabilidad de la economía española ante posibles nuevos episodios de tensiones en los mercados financieros. Asimismo, el servicio de dicha deuda -una parte importante de la cual es pública- puede suponer un freno importante al crecimiento cuando los tipos de interés vuelvan a elevarse. No obstante, la caída del precio del petróleo está mejorando de nuevo el sado comercial y, de mantenerse, continuará haciéndolo durante 2015, de forma que es previsible que a corto plazo se mantenga el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente.

## Perspectivas para la economía española en 2015

A lo largo de 2015 la recuperación de la economía española ganará firmeza, apoyada sobre varios impulsos de carácter, en mayor o menor medida, transitorio, aunque dilatados en el

tiempo: la acusada caída de los tipos de interés como consecuencia de las nuevas medidas del BCE, que además, se ve reforzada con el nuevo programa de adquisición de deuda, por importe de 60.000 millones de euros al mes hasta septiembre de 2016; el abaratamiento del petróleo, que por el lado de la demanda supone una ganancia de renta disponible en términos reales para los consumidores, mientras que por el lado de la oferta constituye una reducción de los costes de producción; la rebaja del IRPF, unida a una evolución más expansiva del gasto público; y finalmente la depreciación del euro frente al dólar, aunque el impacto de este último factor sobre las exportaciones y sobre el PIB será modesto.

La estimación de crecimiento del PIB para 2015 se sitúa en el 2,4%, dos décimas porcentuales más que en las anteriores previsiones (gráficos 8.1 a 8.6 y cuadro 1). Junto a los riesgos ya mencionados para el conjunto de la economía mundial, otro riesgo para el cumplimiento de este escenario de previsiones procede de la incertidumbre sobre la estabilidad política interna que pueda conducir a una pérdida de confianza en las expectativas y la solvencia de España. No hay que olvidar que el elevado nivel de endeudamiento externo de la economía española hace a esta muy vulnerable a los cambios en las percepciones de los mercados financieros internacionales.

El consumo de los hogares acelerará su crecimiento en 2015 hasta el 3%. El aumento de la capacidad de gasto derivado de la rebaja de impuestos (0,4% de la renta disponible) y de la bajada de los precios energéticos (en torno a un punto porcentual de dicha renta bajo el supuesto de que el barril del tipo *brent* se mantenga alrededor de 55 dólares) permitirá compatibilizar una aceleración del gasto con una recuperación de la tasa de ahorro. El consumo público podría registrar en 2015 un resultado semejante al esperado para 2014, es decir, un crecimiento del 0,6%.

La formación bruta de capital fijo en bienes de equipo aumentará el próximo año a un ritmo algo más moderado que el actual, un 6,9%, debido al agotamiento natural tras un prolongado periodo de fuerte crecimiento que se inició en el primer

## Cuadro 1

## Previsiones económicas para España, 2014-2015

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2012	2013	2014	2015	2014	2015
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>								
<b>PIB, pm</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-1,9	-2,9	-2,3	2,3	3,0	0,3	0,5
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,8	-3,7	-2,9	0,6	0,6	0,4	1,3
Formación bruta de capital fijo	6,5	-7,4	-8,0	-3,4	3,2	4,3	2,4	1,4
Construcción	5,4	-10,3	-9,3	-9,2	-2,9	1,8	1,1	1,9
Construcción residencial	7,4	-11,9	-9,0	-7,6	-3,1	1,9	1,3	3,0
Construcción no residencial	3,8	-8,4	-9,6	-10,5	-2,8	1,7	1,0	1,2
Equipo y otros productos	8,6	-2,8	-6,2	4,2	10,1	6,9	3,0	0,3
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	1,2	4,3	4,2	4,6	-0,2	-0,7
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	-6,3	-0,5	7,3	6,3	1,8	0,9
<b>Demanda nacional (b)</b>	<b>4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	2,2	1,4	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	1.055,2	1.049,2	1.059,6	1.091,3	--	--
- % variación	7,4	-0,5	-1,9	-0,6	1,0	3,0	0,3	0,4
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>								
Deflactor del PIB	3,5	0,6	0,2	0,7	-0,4	0,6	0,1	0,2
<b>Deflactor del consumo de los hogares</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,4</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,1	-4,4	-3,3	0,9	2,0	0,2	0,5
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,1	2,4	2,1	0,5	0,4	0,0	-0,3
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,0	-5,6	-2,3	1,3	2,7	0,1	0,6
Excedente bruto de explotación	6,9	0,3	1,1	0,1	0,0	3,3	0,5	0,9
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,4	-0,6	1,7	0,1	0,5	-0,1	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,2	-3,0	-0,4	-0,4	0,1	-0,1	0,3
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>12,5</b>	<b>20,2</b>	<b>24,8</b>	<b>26,1</b>	<b>24,4</b>	<b>22,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>								
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,9	19,8	20,4	19,1	20,3	1,4	2,3
- del cual, ahorro privado	18,6	23,1	23,4	24,5	22,5	22,8	0,9	1,8
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	20,2	19,0	19,0	19,1	0,9	0,8
- de la cual, inversión privada	23,0	19,4	17,8	16,8	17,1	17,2	0,3	0,2
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	0,1	2,1	0,6	1,7	0,2	1,3
- Sector privado	-2,8	5,7	10,4	8,9	6,1	6,2	0,2	1,2
- <b>Sector público (déficit AA.PP.)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>-10,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
- <b>Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin.</b>	<b>--</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
Deuda pública bruta	52,2	66,3	84,4	92,1	98,0	101,6	-2,0	-2,1
<b>4. Otras variables</b>								
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,8	11,2	9,5	10,4	8,8	9,4	-0,8	-0,5
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	81,5	125,0	122,3	115,4	110,5	104,7	-1,1	-1,0
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,4	126,8	124,0	111,9	107,0	101,4	-13,2	-10,7
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,2	158,1	162,0	153,0	159,0	156,9	2,2	4,4
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	1,1	0,5	0,5	0,3	0,0	-0,2
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	5,9	4,6	2,7	1,8	0,0	-0,5

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

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

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

trimestre de 2013. La inversión en construcción crecerá en términos anuales en 2015 por primera vez después de siete años de ajuste, tanto en el componente de viviendas como en el de otras construcciones. En el caso de estas últimas, el crecimiento será impulsado por el aumento de la inversión pública derivado del ciclo electoral.

Las exportaciones mantendrán un ritmo de crecimiento similar al de 2014, mientras que las importaciones moderarán el suyo, pese al mayor crecimiento previsto de la demanda nacional. Esto se explica porque en el crecimiento de esta última van a tener menos peso los componentes de la misma con más propensión a importar, es decir, el consumo de bienes duraderos y la inversión en bienes de equipo, mientras que aumentará el peso del consumo de bienes no duraderos y de la inversión en construcción, componentes menos propensos a importar. La aportación del sector exterior al crecimiento volverá a ser negativa en 2015, aunque en menor medida que en 2014 (-0,4 pp).

En consonancia con el mayor crecimiento previsto de la actividad, las previsiones para la evolución del empleo también se han revisado al alza hasta un 2,0% en 2015, lo que supone la creación de 330.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en media anual. La tasa de paro descenderá hasta el 22,5%. En 2015, al contrario que en 2014, la reducción de la tasa de paro procederá en mayor medida de la creación de empleo que del descenso de la población activa.

---

*La recuperación de la economía española ganará firmeza en 2015, situándose la estimación de crecimiento del PIB en el 2,4%, lo que dará lugar a la creación de unos 330.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en media anual, y a la reducción de la tasa de paro hasta el 22,5%.*

---

La productividad crecerá a un ritmo semejante al de 2014, y los CLU registrarán un leve ascenso, aunque inferior al deflactor del PIB.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente y la capacidad de financiación frente al resto del mundo serán superavitarios en una cuantía notablemente superior a la registrada en 2014. A ello ayudará la bajada del precio de la energía importada.

El déficit de las AA.PP. descenderá hasta un 4,6% del PIB (el objetivo oficial es el 4,2%), como consecuencia íntegramente del efecto favorable del ciclo y del aumento del denominador de la ratio por el incremento del PIB nominal. La persistencia de un déficit elevado, aunque a la baja, hará que la deuda pública siga al alza, superando el 100% del PIB en 2015.

Por último, el superávit del sector privado no financiero se ampliará con respecto al de 2014, lo que permitirá continuar el proceso de desendeudamiento hasta situar la deuda bruta no consolidada de este sector en torno al 169% del PIB, unos 48 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en 2010 y unos 13 puntos por encima de la media previsible de la zona del euro.

En suma, en 2015 la recuperación ganará fuerza como consecuencia, por una parte, de los mencionados avances habidos en los diversos procesos de ajuste en los que se encuentra inmersa la economía, y que ya han situado a la demanda

---

*Los shocks positivos que impulsarán la recuperación de la economía española en 2015 son, en buena medida, de carácter transitorio, y persisten todavía importantes factores restrictivos al crecimiento, como el alto nivel de endeudamiento, así como riesgos asociados a la coyuntura económica internacional y a la incertidumbre sobre la estabilidad política interna.*

---

interna en condiciones de volver a crecer; y por otra, por el impacto favorable de varios factores o *shocks* de origen interno y externo. Pero dichos *shocks* son en gran medida de carácter transitorio, y de cara a los años siguientes seguirán existiendo

importantes limitaciones al crecimiento, por lo que no cabe esperar que este siga acelerándose. Entre esas limitaciones, cabe señalar el elevado nivel de endeudamiento público, que obligará a mantener un sesgo restrictivo sobre la política fiscal en los

próximos años, así como el endeudamiento privado, que, pese al intenso proceso de desapalancamiento llevado ya a cabo, todavía va a limitar la capacidad de crecimiento de la demanda interna durante algún tiempo.



# El sector bancario español en 2015: reactivar el negocio e impulsar la rentabilidad

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

**La mejora de la transparencia y la solvencia bancarias ha propiciado una confianza renovada en la industria bancaria española. 2014 fue un año de transición para los bancos españoles. Tras el programa de asistencia financiera de la UE, los informes posteriores de las entidades supervisoras han mostrado que los esfuerzos de reestructuración y recapitalización han aumentado la resistencia del sector. Los bancos han reducido sus activos en 280.000 de millones de euros desde 2008. Se ha disminuido la dependencia de la financiación del BCE, en parte debido a la mayor financiación de los depósitos de la clientela. Además, las iniciativas para impulsar la transparencia y la valoración global llevada a cabo por el BCE han revelado que los bancos españoles han mejorado sus ratios de capital regulatorio (CET1) hasta el 11,6% –excediendo los requerimientos regulatorios. Después de años de transformación, estos avances –junto con las mejores expectativas económicas– resultarán en un incremento del crédito al sector privado en 2015 y han puesto a los bancos españoles en mejor posición competitiva para abordar los desafíos de rentabilidad comunes a la mayoría de sus homólogos europeos.**

## Los desafíos posteriores al programa de asistencia

2014 fue un periodo de transición para el sector bancario español. La mayoría de las medidas impuestas a los bancos españoles que recibieron ayuda dentro del programa de asistencia financiera de la UE se completaron, como se planificó, a mediados de 2013. No obstante, había tareas

de largo plazo que continuarían bajo vigilancia de la UE. Estos retos de largo plazo se desarrollaron como se esperaba durante 2014, como se ha detallado en los diversos informes posintervención publicados por el Banco Central Europeo (BCE), la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (los principales contenidos de estos informes han sido discutidos en ediciones previas de *Cuadernos de Información Económica*).

\* Bangor Business School y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

Se observaron dos avances específicos en los compromisos a largo plazo durante 2014:

- Privatización de algunos bancos nacionalizados.
- Progreso en la venta de activos deteriorados transferidos por los bancos que recibieron ayuda a la sociedad de gestión de activos Sareb.

---

*El proceso de privatización de los bancos nacionalizados y la venta de los activos deteriorados transferidos a la Sareb serán los dos factores clave para determinar el coste final para los contribuyentes derivado de las ayudas estatales a los bancos españoles, un cálculo que solo será posible en el largo plazo.*

---

El proceso de privatización ha avanzado lentamente, puesto que requiere un tratamiento caso por caso, así como las condiciones de mercado adecuadas. No obstante, hubo dos grandes avances durante 2014: i) la privatización parcial de participaciones del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en Bankia; y, ii) la adquisición de Catalunya Banc por BBVA.

La privatización de Bankia debería continuar durante 2015 aunque algunos riesgos legales han aparecido. La investigación judicial sobre su salida a bolsa y posterior rescate puede implicar, presuntamente, una compensación a los participantes en aquella salida a bolsa, aunque se ha afirmado que estos riesgos están bajo control. Independientemente del resultado del proceso legal, Bankia ha confirmado su intención de completar la reestructuración acordada con las autoridades de la UE en 2015 dos años antes de lo programado. El banco también pretende retomar el pago de dividendos.

En cuanto a Sareb, cabe destacar los avances alcanzados hacia finales de 2014, como la venta de carteras valoradas en 847 millones de euros. La compañía de gestión de activos vendió la cartera "Agatha", que incluía 38 préstamos vigentes

con un valor a la par de 149 millones de euros y 10 promociones de alquiler de viviendas valoradas en 65 millones. También se ha completado la venta de la cartera "Olivia", compuesta por siete préstamos vigentes con un valor a la par de 140 millones de euros. La venta del proyecto "Kaplan" estuvo también cerca de completarse, e incluía créditos vigentes y morosos vinculados a promotores de pequeño y mediano tamaño, con un valor a la par de 234 millones. Además de esas transacciones, se cerró también la venta de otra cartera de crédito con un valor a la par de 133 millones de euros. Finalmente, se produjo también la venta de cuatro edificios de oficinas, con un valor de 81 millones de euros.

En general, los dos desafíos de largo plazo (privatización y gestión de activos) serán claves para determinar el coste final para los contribuyentes de la ayuda estatal a los bancos en España, un cálculo que solo será posible en el largo plazo.

Merece la pena mencionar también que las reformas venideras en 2015 incluyen iniciativas regulatorias, como por ejemplo completar la reforma del sector de las cajas de ahorros. El borrador de la circular del Banco de España sobre cajas de ahorros y fundaciones bancarias está ahora en proceso de consulta y debe ser aprobado en un futuro próximo. Además, la trasposición de la Directiva Europea de Recuperación y Resolución Bancaria y la Directiva de Garantía de Depósitos serán otros de los principales hitos en 2015, como pasos significativos en la construcción de la unión bancaria.

## **El desapalancamiento de la deuda privada se acelera**

La deuda del sector privado se incrementó sustancialmente en los años anteriores a la crisis, de modo que los esfuerzos de desapalancamiento se han identificado como uno de los principales pero necesarios sacrificios en el proceso de recuperación de la economía española. Cuando un país afronta el reto de reducir su deuda, siempre hay un debate sobre si sería necesaria una reestructu-

ración. Actualmente, este debate está todavía vivo en algunos países y emergen diferentes opiniones sobre cómo proceder. No obstante, los datos parecen sugerir que los hogares españoles y las empresas se están desapalancando rápidamente a lo largo de los últimos dos años. La información del Banco de España sobre el balance financiero del sector privado muestra que la deuda privada total se incrementó desde el 197,2% del PIB en 2006 hasta el 216,9% en 2010; permaneció por encima del 200% del PIB hasta 2012, pero ha caído al 182,1% en el segundo trimestre de 2014. Esto implica una reducción de la deuda de 429.684 millones de euros desde 2010 hasta el segundo trimestre de 2014. Esta transición sugiere que la reestructuración de la deuda privada no es necesaria en España en cuanto a que el desapalancamiento parece factible y pueden evitarse los problemas de reputación y financieros relativos a una reestructuración.

El desapalancamiento del sector privado se refleja también en la industria bancaria. Los activos totales de los bancos españoles han disminuido desde los 3,22 billones de euros en 2008 a los 2,94 billones en octubre de 2014 (una caída del 9,5%). La reducción de los activos bancarios es común a la mayoría de los sectores bancarios de la UE y es una consecuencia natural del equilibrio necesario entre la demanda y la oferta en un ambiente poscrisis. Este cambio ha sido significativo en España, en cuanto a que la reestructuración ha sido más pronunciada que en otros países de la UE cuyos sectores financieros aún necesitan cambios estructurales.

## Ambiente crediticio: mejora progresiva

Un resultado natural de los cambios en el sector bancario después de una crisis severa es la mejora en las condiciones de crédito. 2014 parece también un punto de inflexión para el crédito por dos razones: i) los factores de oferta han mejorado, en cuanto que los bancos han completado la mayor parte de la reestructuración programada y los esfuerzos de recapitalización (como se ha cer-

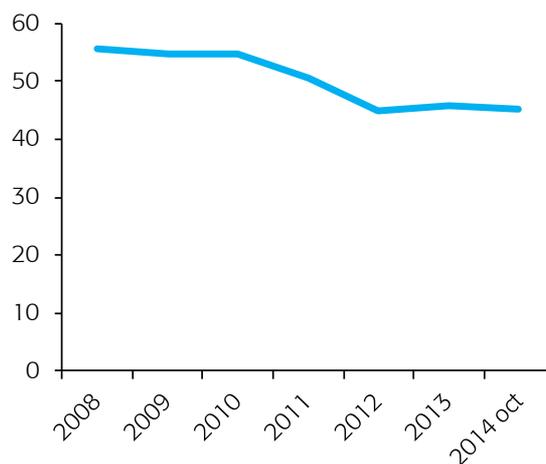
tificado en la reciente valoración global del BCE); y, ii) las condiciones de la demanda están también mejorando, habida cuenta que las proyecciones para 2015 apuntan a un crecimiento del PIB del 2% o incluso mayor.

El crédito como proporción del total de activos bancarios ha estado cayendo en los últimos años en favor de otros activos como la deuda pública. En particular, el crédito ha disminuido desde el 55,7% en 2008 al 44,9% en 2012. La ratio, sin embargo, se ha estabilizado alrededor del 45% en los dos últimos años (gráfico 1).

Gráfico 1

### Crédito sobre total de activos en el sector bancario español (2008-2014)

(porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Los datos de flujo de fondos del Banco de España revelan que las tasas de crecimiento anual

*Las expectativas para 2015 apuntan una moderada pero progresiva recuperación del crédito, al tiempo que se detecta ya en 2014 un crecimiento de la proporción de crédito concedido a las pequeñas y medianas empresas.*

estuvieron todavía en territorio negativo en 2014, aunque se están recuperando progresivamente y

las expectativas apuntan a que el crecimiento del crédito será positivo (aunque moderado) en España en 2015 y apoyará el crecimiento económico.

Es importante señalar que hay un cambio en la composición del crédito a las empresas que ya es perceptible en 2014, con una mayor proporción de crédito concedido a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Como informa el Banco de España, en la edición de noviembre del *Informe de Estabilidad Financiera* (reporta a junio de 2014), el volumen de crédito recibido por las pymes de las entidades de depósito españolas era de 290.000 millones de euros (21% del crédito total al sector privado residente), mientras que el volumen extendido a las grandes empresas fue 236.000 millones (18%). Dentro de las pymes, el 42,9% del crédito concedido corresponde a empresas medianas, el 27,4% a pequeñas empresas y el 29,7% restante a microempresas.

Las mejoras en la calidad de la cartera de crédito también tendrán un impacto positivo sobre la recuperación del crédito. La ratio de morosidad de los bancos españoles se incrementó hasta cerca del 14% en 2013 y el último

dato a 2014 muestra que ha caído por debajo del 13%, mientras las expectativas son que continuará cayendo a medida que las condiciones económicas mejoren.

Otro indicador que sugiere una recuperación del crédito en 2015 es la participación de los bancos españoles en las operaciones programadas de refinanciación a largo plazo (TLTRO) del BCE. Tras los dos primeros TLTROS en septiembre y diciembre de 2014, las estimaciones sugieren que los bancos españoles han solicitado 37.500 millones de euros, alrededor del 17% de los fondos totales demandados por los bancos de la eurozona. Si finalmente esta liquidez se canaliza o no hacia nuevo crédito en 2015 dependerá de la confirmación de la mejora de las perspectivas económicas, pero en general parece ser un signo positivo.

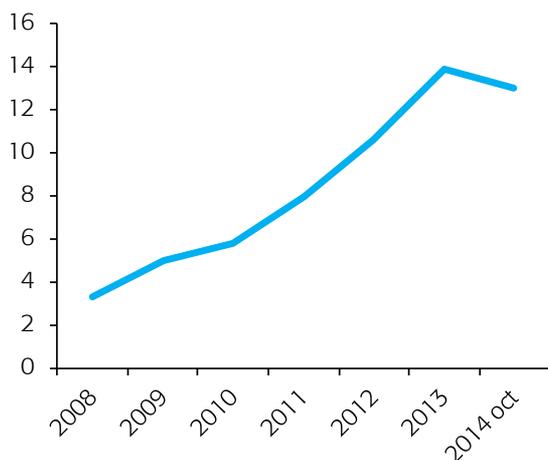
## Mejora de las fuentes de financiación

Hay también evidencia de un mejor acceso a la financiación por parte de los propios bancos. Un indicador de la mejora de la liquidez y de la

Gráfico 2

### Ratio de morosidad en el sector bancario español (2008-2014)

(porcentaje)

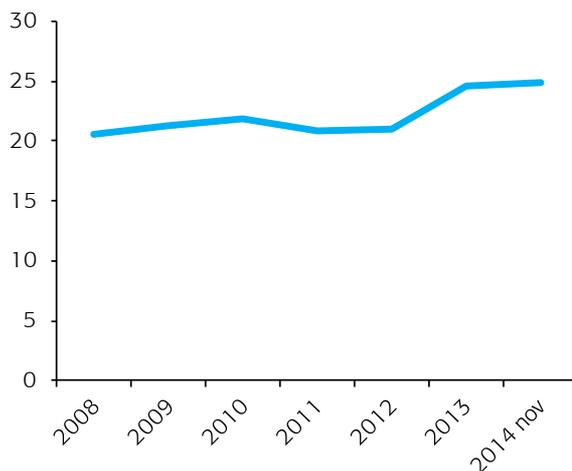


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 3

### Depósitos sobre total de activos en el sector bancario español (2008-2014)

(porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

financiación basada en el cliente es el crecimiento de los depósitos en el pasivo del balance de los bancos. Los depósitos sobre pasivos totales han permanecido alrededor del 20-21% durante 2008-2012. No obstante, la ratio se ha incrementado al 24,5% en 2013 y al 24,8% en noviembre de 2014 (gráfico 3).

En cualquier caso, quizás la mejoría más obvia en las condiciones de financiación de los bancos españoles es la significativamente menor dependencia de la financiación del BCE. Los préstamos del BCE a los bancos españoles descendieron desde 250.000 millones de euros en junio de

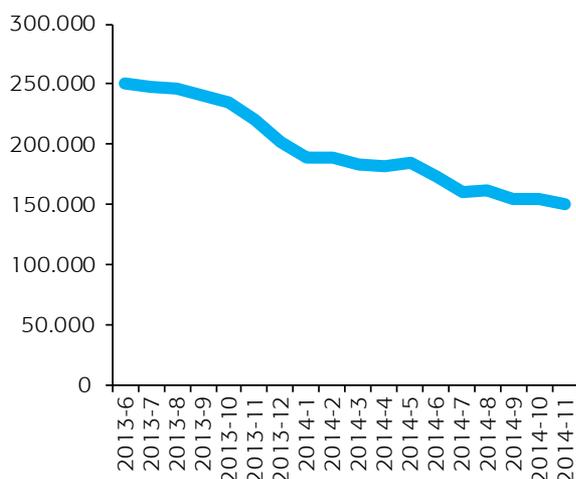
*La mejoría en las condiciones de financiación de los bancos españoles se pone de manifiesto por el crecimiento de los depósitos en el pasivo de su balance y por la significativamente menor dependencia de la financiación del Banco Central Europeo.*

2013 a 150.000 de millones en noviembre de 2014 (gráfico 4).

Gráfico 4

### Préstamo neto del Eurosistema a los bancos españoles (2013-2014)

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Más transparencia y solvencia

A comienzos de 2014, muchos analistas consideraron que los bancos españoles permanecían rezagados respecto a sus homólogos europeos en términos de solvencia, incluso tras los esfuerzos de recapitalización derivados del programa de asistencia de la UE. Sin embargo, la valoración global llevada a cabo por el BCE en octubre reveló que el impacto global de la combinación de la revisión de la calidad de los activos (AQR) y las pruebas de esfuerzo bajo el escenario adverso resultó solo en una corrección promedio del 1,6% en la ratio de capital *Core Equity Tier 1* (CET1) de los bancos españoles, comparado con una corrección del 3,5% para la media de los bancos europeos examinados en el ejercicio. Esto sitúa a los bancos españoles mucho más cerca de las mejores prácticas en Europa en términos de solvencia.

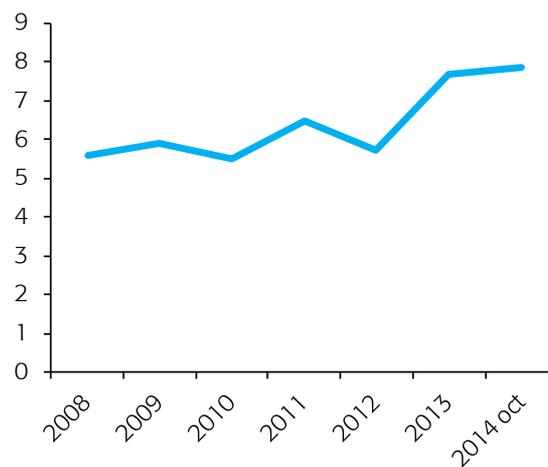
Como muestra el gráfico 5, la ratio total de capitalización (fondos propios/activos totales) de las instituciones financieras españolas ha crecido sustancialmente desde 2012 (5,6%) a octubre de 2014 (7,8%).

Como se apunta en el *Informe de Estabilidad Financiera* (edición de noviembre) del Banco de España, la ratio CET1 de los bancos españoles en

Gráfico 5

### Fondos propios sobre activos totales (2008-2014)

(porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

junio de 2014 fue del 11,6%, lo que excedía claramente los requerimientos regulatorios.

El 7 de enero de 2015 se produjo un anuncio relevante, cuantitativo y cualitativo, sobre la solvencia bancaria en España. El Banco Santander anunció la venta de acciones por importe de 7.500 millones de euros, un incremento de capital considerable que ha implicado alguna reducción en el valor de las acciones a corto plazo pero que afianzará la solvencia del banco a largo plazo.

## Rentabilidad: consolidar la recuperación y encontrar nuevas fuentes de ingresos

Incluso tras las mejoras en la reestructuración y la recapitalización, la rentabilidad continúa siendo un reto para los bancos españoles así como para sus homólogos europeos. Un primer logro importante –y casi una consecuencia natural de los esfuerzos realizados– es el retorno a los beneficios positivos.

Esto ocurrió en 2014, incluso con una presión sobre los márgenes bancarios todavía significativa (gráfico 6). Algunos beneficios vinieron de opera-

ciones extraordinarias (por ejemplo venta de activos) pero los bancos hicieron también esfuerzos para afrontar las presiones sobre sus márgenes en un entorno de reducidos tipos de interés. Por ejemplo, el margen de intereses sobre el total de activos de los bancos españoles fue del 1% en 2011 y también el 1% en el tercer trimestre de 2014. No obstante, los ingresos financieros eran el 2,8% en 2008 y solo el 2% en el tercer trimestre de 2014. Esto implica que los bancos han conseguido reducir los costes financieros desde el 1,8% al 1% en el mismo periodo.

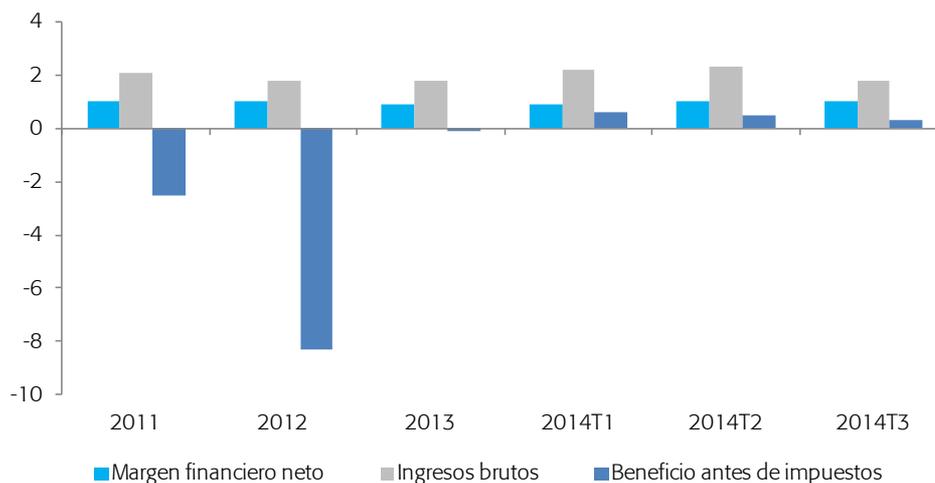
*La rentabilidad continúa siendo un reto para la banca europea. En todo caso, los bancos españoles no solo muestran unos mayores ingresos financieros y operativos, sino también una mayor rentabilidad sobre fondos propios y activos, procedente en gran medida de mejoras de la eficiencia.*

La rentabilidad de los bancos españoles es de nuevo una ventaja competitiva. El último dato publicado por el Banco Central Europeo (actualizado en noviembre de 2014) corresponde a junio de 2014. El cuadro 1 compara los bancos

Gráfico 6

### Evolución de la rentabilidad de los bancos españoles (2011-2014)

(porcentaje sobre los activos totales)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 1

**Eficiencia comparativa e indicadores de rentabilidad de los mayores sectores bancarios de la UE (junio 2014)**

(porcentaje sobre los activos totales)

	<i>Alemania</i>	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Holanda</i>	<i>Reino Unido</i>
<b>Ingresos (% del total de activos)</b>						
Intereses y rendimientos asimilados	2,23	3,28	2,3	2,77	3,89	1,71
Margen financiero neto	0,8	1,78	1,06	1,49	1,28	1,01
Ingresos operativos totales	1,58	2,95	2,14	3	1,74	1,93
<b>Estructura de gastos (% de activos totales)</b>						
(Gastos de explotación totales)	-1,16	-1,38	-1,47	-1,78	-1,14	-1,25
<b>Rentabilidad (% del total de activos)</b>						
Margen bruto	0,42	1,57	0,67	1,21	0,6	0,68
(Provisiones)	NC	-0,09	0	-0,06	0	-0,17
(Pérdidas por deterioro de activos)	-0,08	-0,85	-0,4	-0,8	-0,25	NC
(de los cuales pérdidas por deterioro de activos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias)	-0,08	-0,8	-0,38	-0,79	-0,26	NC
<b>Resumen de indicadores de eficiencia y rentabilidad</b>						
Ratio coste sobre ingresos [%]	-73,26	-46,85	-68,76	-59,49	-65,38	-64,77
Rentabilidad sobre fondos propios [%]	4,77	7,39	4,85	2,41	5,89	6,76
Rentabilidad sobre activos [%]	0,21	0,52	0,26	0,17	0,29	0,39

Fuentes: BCE y bancos centrales nacionales.

españoles con cinco de los mayores sectores bancarios europeos. Los competidores españoles no solo muestran unos mayores ingresos financieros y operativos sino también una mayor rentabilidad sobre fondos propios (7,39%) y sobre activos (0,52%). Estas diferencias se explican, en gran medida, por mejoras de la eficiencia. La ratio coste sobre beneficio permanece por debajo del 50%, mientras que en muchos de los países analizados está por encima del 60%.

## Conclusiones

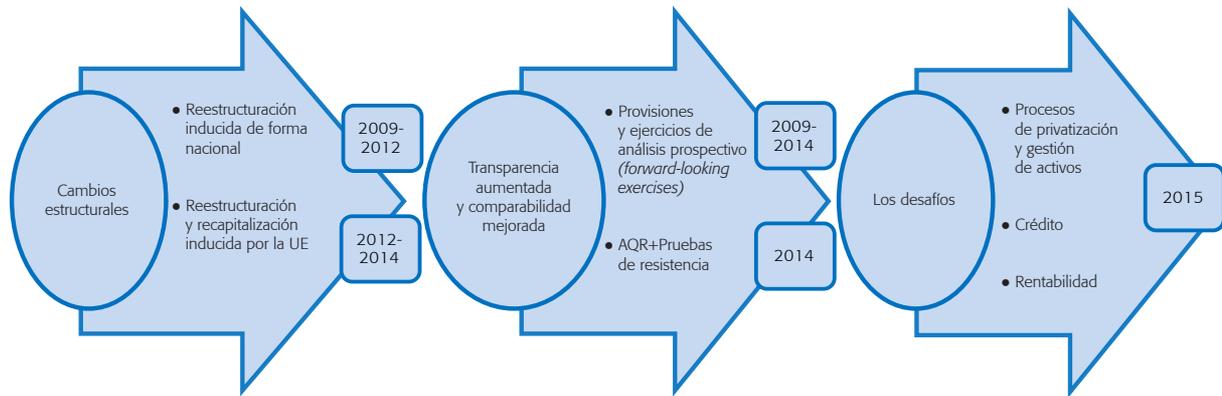
El gráfico 7 resume los diferentes factores que han llevado al sector bancario español a afrontar

nuevos desafíos en 2015. Los cambios estructurales de los últimos años han situado a los bancos españoles en una mejor posición competitiva tanto en términos de equilibrio entre la oferta y la demanda como en los relativos a otros sectores de la UE.

La mayor transparencia y las mejoras en la solvencia han traído confianza renovada a la industria bancaria española. En 2015, los avances en los compromisos a largo plazo del proceso de resolución de la crisis bancaria (privatizaciones y gestión de activos problemáticos) se desarrollarán en paralelo a la recuperación del crédito y a la búsqueda de nuevas fuentes de rentabilidad.

Gráfico 7

### El rediseño del sector bancario español



Fuente: Elaboración propia.

# El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?

Ángel Berges y Sara Baliña\*

**La dinámica del endeudamiento es uno de los elementos clave para comprender la duración y profundidad de la crisis de la economía española, así como la efectividad de las medidas encaminadas a la superación de la misma. Adicionalmente, la fuerte dependencia del resto del mundo en términos de deuda externa pone en tela de juicio la sostenibilidad del patrón de crecimiento reciente. Transcurridos más de siete años desde el inicio de la crisis, España no ha rebajado en absoluto su volumen de endeudamiento agregado, si bien se ha producido un profundo cambio en su composición: la reducción de la deuda de empresas y familias se ha visto ampliamente superada por el crecimiento de la deuda pública. A su vez, buena parte del endeudamiento está intermediado por el canal bancario, lo que añade un factor de mayor vulnerabilidad y una deriva poco deseable, al perder peso el crédito a las actividades productivas de las empresas frente a la financiación al sector público. El presente artículo realiza un análisis del endeudamiento de la economía española, la dinámica que ha seguido, los cambios en la titularidad de las deudas y los instrumentos en que se materializa, ofreciendo una visión completa de “quién debe a quién, cuánto y cómo”.**

## La dinámica del endeudamiento en el mundo

La dinámica del endeudamiento ha pasado a ser uno de los elementos clave para entender la duración y profundidad de la crisis, así como la efectividad de las medidas encaminadas a la superación de la misma. El reciente informe *Deleveraging?, What deleveraging?*, publicado por Geneva Reports on the World Economy, aporta una visión interna-

cional comparada de esa dinámica de endeudamiento.

Lo cierto es que la deuda mundial ha continuado creciendo desde el inicio de la crisis y lo ha hecho, fundamentalmente, por la posición de los países emergentes. Dentro del bloque desarrollado, las divergencias son relevantes, tanto en lo que respecta a la evolución del volumen agregado de deuda como al comportamiento por sectores

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

institucionales. De acuerdo con el mencionado *Informe Geneva* de 2014, la deuda agregada de las economías desarrolladas, excluyendo la contraída por el sector financiero, ha pasado de cotas del 230% del PIB en 2007 al 272% en 2013, presentando EE.UU., Reino Unido y la eurozona ratios y evoluciones similares. El aumento de la ratio agregada en los últimos seis años convive con la caída o estabilización del endeudamiento privado y el repunte de la deuda pública.

La eurozona merece mención aparte. Como en la mayoría de los análisis, la radiografía agregada de endeudamiento no es representativa del patrón por economías que integran la zona. Mientras que la deuda de hogares y empresas no financieras se sitúa por debajo del 150% del PIB en Alemania, Francia o Italia, supera el 200% en España o Portugal, sobrepasando el 300% en Irlanda. Ello explica que el deterioro relativo de las cuentas públicas de los países periféricos de la eurozona haya sido, también, más significativo. Ello traducido en términos de deuda externa pone en tela de juicio la sostenibilidad del patrón de crecimiento reciente. Sin una autoridad monetaria con el margen de maniobra del que dispone la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra para financiar la deuda del sector público, la eurozona se muestra especialmente vulnerable a un episodio de estrés financiero como el observado en 2011-2012, con la irrupción de la crisis de deuda soberana que afectó a los países de la periferia.

La comparación entre las tasas de inversión en activos fijos y las tasas de ahorro de los países del euro es útil para entender la magnitud de la deuda contraída en los años de expansión y las dificultades existentes para que su amortización se acelere a corto plazo. El recurso a la deuda fue la base para sortear la expansión del gasto doméstico, lo que se tradujo en tasas de inversión superiores al 25% del PIB, y la internacionalización del sector empresarial en las economías periféricas. Ello tuvo lugar sin que se produjese una recaída intensa del

ahorro agregado. Ahora bien, con la irrupción de la crisis y el cierre de los mercados de financiación, el ajuste de las necesidades de financiación exterior se sustentó en el desplome de las tasas de inversión. La reducción de las tasas de ahorro, en un contexto de rentas mermadas y déficit públicos abultados, es la clave para entender la lentitud del proceso de *desapalancamiento* en los países periféricos. En economías como Italia o Francia, la corrección en los niveles de inversión vino acompañada de una reducción similar del ahorro, por lo que no han asistido a mejoras en su posición exterior. El contrapunto lo establecen países como Alemania, que con ratios de deuda sostenibles ha visto crecer incluso su tasa de ahorro agregada.

## España: caminos opuestos en deuda privada y pública

España inició la crisis con un elevado endeudamiento agregado, aunque concentrado en deuda privada, mientras que la deuda pública española apenas representaba un 41% del PIB<sup>1</sup>. El endeudamiento total de la economía, excluido el sector financiero, se situaba en algo más del 250% del PIB, al aportar empresas y familias más de un 210% sobre el PIB, es decir más del 80% de la deuda total viva en España.

El sector financiero fue determinante a la hora de canalizar el ahorro externo a los sectores institucionales cuyas decisiones de inversión superaban su capacidad de autofinanciación. Muestra de ello es la expansión del crédito bancario concedido al sector privado residente: su peso en la economía logró alcanzar el 170% del PIB a principios de la crisis cuando al inicio de la década de 2000 era inferior al 85%.

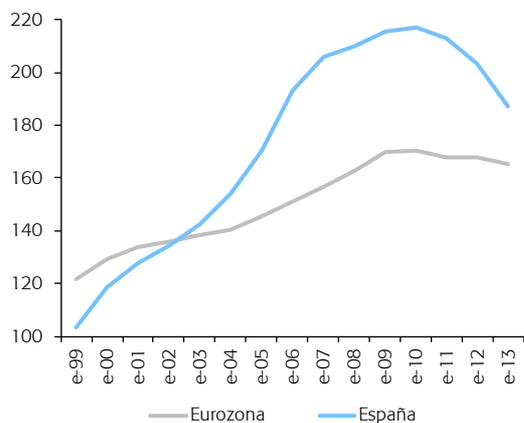
El ciclo recesivo reciente ha traído aparejado un repunte del volumen de deuda total de España, que a junio de 2014 superaba ya el 322% del PIB pero con un elemento diferencial respecto al

<sup>1</sup> Ratio calculada a partir del valor de los pasivos materializados en préstamos y valores representativos de deuda del conjunto de administraciones públicas atendiendo a la información proporcionada por las *Cuentas Financieras de la Economía Española*. Por este motivo, la ratio no coincide con la ratio de deuda pública según el criterio del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE).

Gráfico 1

**Ratio de deuda privada de hogares y empresas no financieras de la eurozona y España**

(porcentaje del PIB)

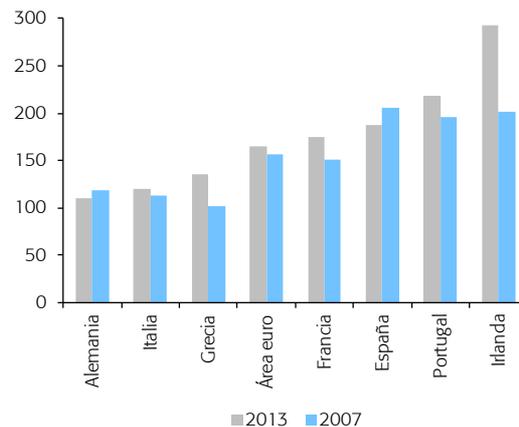


Fuentes: Eurostar, AFI.

Gráfico 2

**Ratio de deuda privada de hogares y empresas no financieras**

(porcentaje del PIB)

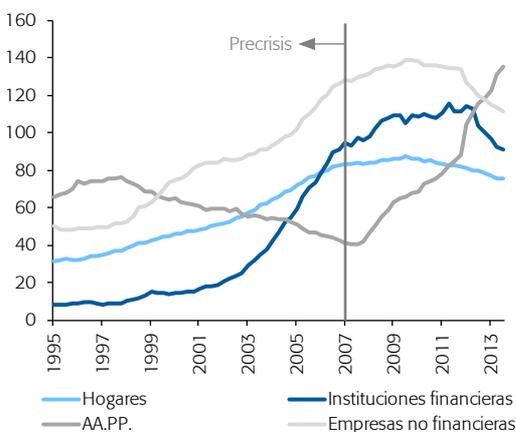


Fuentes: Eurostar, AFI.

Gráfico 3

**Ratios de deuda de España por sector institucional**

(porcentaje del PIB)

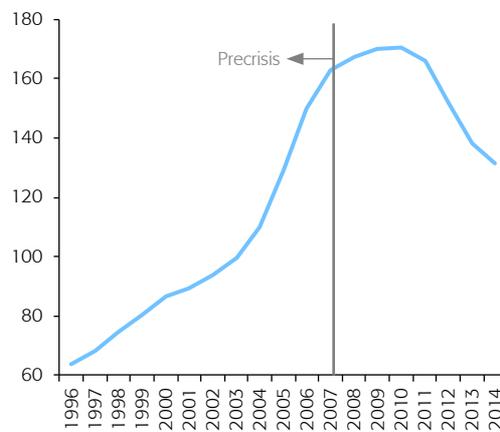


Fuentes: Banco de España, AFI.

Gráfico 4

**Crédito bancario al sector privado residente de España**

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de España, AFI.

período de expansión económica: las Administraciones Públicas (AA.PP.) han elevado considerablemente su endeudamiento, al tiempo que lo reducían los dos principales sectores privados, esto es hogares y sociedades no financieras.

España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado, y lo ha hecho desde las cotas máximas registradas a mediados de 2010

en unos 40 puntos de PIB. Por el contrario, en el conjunto de la eurozona, la deuda de hogares y empresas ha ascendido casi 9 puntos de PIB entre 2007 y 2013, en claro contraste con la dinámica observada en países como EE.UU., que sí ha respondido a un proceso típico de "recesión de balances", con una corrección de la producción, el empleo, los precios inmobiliarios y la deuda más temprano y rápido que el seguido por la eurozona.

*Desde las cotas máximas de deuda registradas en 2010 hasta mediados de 2014, España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado: la deuda empresarial ha caído en 27 puntos de PIB y la de los hogares en 12 puntos.*

En España, y dentro del sector privado, el saneamiento ha sido más intenso en el sector empresarial, fruto de la intensidad de la restricción crediticia en algunos segmentos, como el de construcción y promoción; la premura por reducir la dependencia de la financiación ajena, en un contexto de costes de financiación elevados, y las menores necesidades de nuevos recursos teniendo en cuenta la reducción del volumen de negocio. Como resultado, la deuda empresarial cedió en 27 puntos de PIB desde los máximos de 2010 hasta mediados de 2014. El hecho de que el grueso de la deuda de los hogares se materialice en préstamos hipotecarios a largo plazo y esté en manos de hogares con restricciones significativas de renta explica la mayor lentitud en el proceso de *desapalancamiento* familiar. Aun así, la deuda de los hogares ha caído en 12 puntos de PIB en el mismo período, lo que en términos de renta disponible supone una mejora sustancial, ya que en 2008 la deuda de los hogares superaba en 1,3 veces su renta frente a 1,13 veces en 2014.

## **El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?**

Al analizar el endeudamiento conviene distinguir entre el bruto y el neto (de activos financieros). Si estuviésemos analizando la posición financiera de una empresa o familia, el análisis relevante debería hacerse sobre deuda neta, en la medida en que los activos financieros pueden ser utilizados para reducir deuda bruta. En términos agregados sectoriales, sin embargo, el parámetro relevante es la deuda bruta, pues el neto de pasivos y activos financieros dentro de un agregado sectorial emerge de agentes económicos diferentes cuyas posiciones financieras netas no pueden

ser objeto de compensación; de hecho, probablemente existe una correlación inversa entre tenencia de activos y de pasivos, de tal manera que los agentes más endeudados sean precisamente los que cuentan con menos activos financieros.

Con ese razonamiento, hemos construido un mapa de la deuda, que nos permita identificar “quién debe a quién”, en términos agregados por sectores institucionales, y comparando la situación actual (referida a junio de 2014) con la existente antes de la crisis (considerando como tal el cierre de 2008), a efectos de inferir los cambios producidos en la naturaleza de los deudores y de los acreedores. El gráfico 5 resume el mapa de la deuda en esos dos periodos, con especial atención a dos particularidades: el papel del sistema financiero en dicha deuda, y el volumen de la misma que tiene contrapartida externa, es decir los acreedores son agentes económicos del resto de mundo.

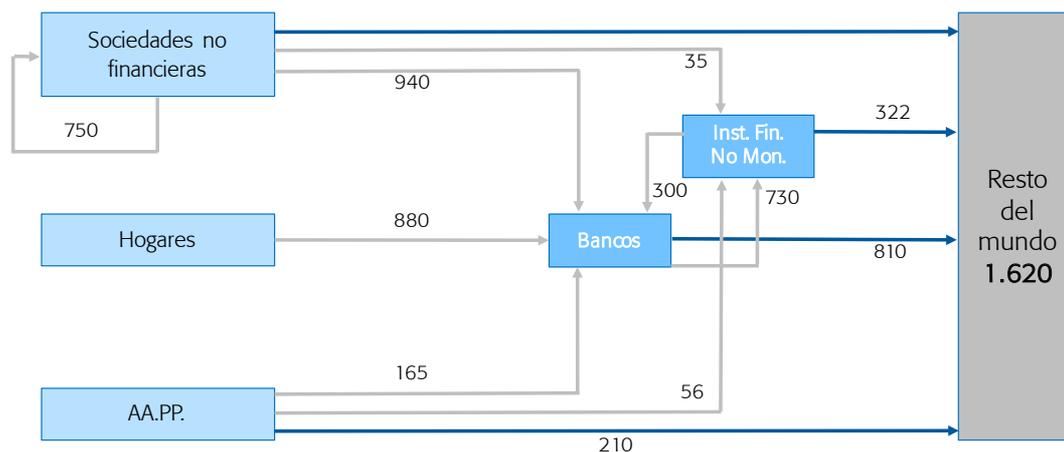
Como deudores hemos considerado los tres grandes sectores institucionales: hogares, sociedades no financieras, y el conjunto de las administraciones públicas. En el caso de las AA.PP. hemos excluido la deuda que tiene como contrapartida a otras AA.PP. Dicha exclusión, cuya finalidad es puramente contable, tiene también una justificación financiera desde la constitución del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), que en esencia supone un cierto grado de consolidación de deudas en el conjunto de las AA.PP.

En cuanto al sistema financiero, a efectos de su papel como contrapartida principal al endeudamiento, lo hemos desagregado entre bancos (instituciones financieras monetarias) e instituciones financieras no monetarias (IFNM). Esta segunda categoría encierra a instituciones que han tenido una participación muy activa como tenedores y/o canalizadores hacia el exterior, de una buena parte de la deuda de los sectores institucionales. En dicho epígrafe se encuentran fondos de inversión, fondos de titulización, o la propia Sareb, la sociedad creada para gestionar los activos inmobiliarios procedentes de la reestructuración bancaria.

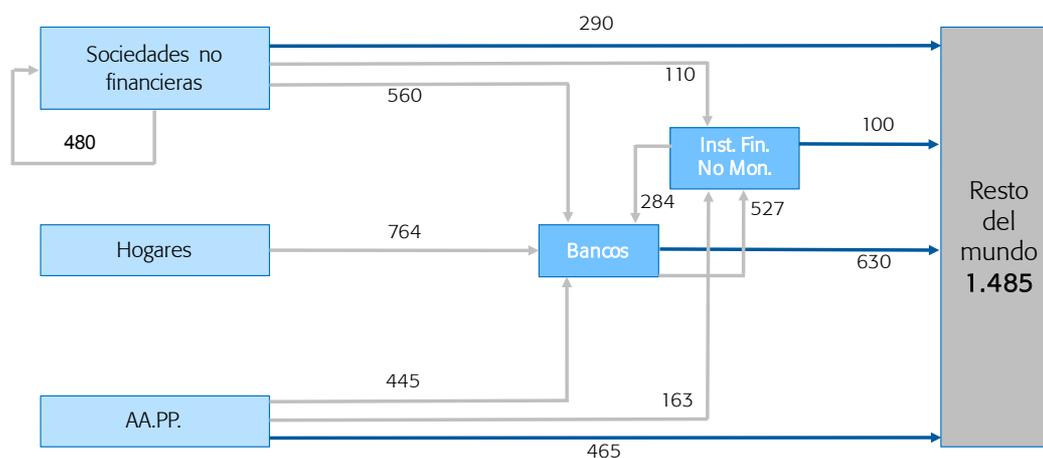
Gráfico 5

## Mapa de la deuda: ¿quién debe a quién?

A. 2008 (diciembre), miles de millones euros



B. 2014 (junio), miles de millones euros



Nota: Las CFEF estiman los activos y pasivos financieros a valores de mercado, que no coinciden con los valores nominales, sobre todo en el caso de bonos emitidos.

Fuente: Elaboración propia sobre datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEF).

Las sociedades no financieras llegan a 2008 con un volumen acumulado de deuda total de unos dos billones de euros, de los que unos 750.000 eran deuda interempresarial, en su mayoría de carácter comercial (crédito de proveedores), aunque también puede haber en dicho epígrafe operaciones de préstamo entre empresas. Del resto, unos 278.000 millones eran deuda directamente contraída frente al resto del mundo, mientras que el grueso de la deuda (casi un billón) tenía como contrapartida a entidades financieras, mayoritariamente bancos.

El sesgo bancario en la financiación era todavía mayor en el caso de los hogares, cuya deuda frente a los bancos se elevaba a 880.000 millones.

Las AA.PP., por su parte, registraban un endeudamiento de unos 430.000 millones, de los que casi un 50% (210.000 millones) tenían como contrapartida directa al resto del mundo, unos 165.000 millones a bancos, y unos 56.000 millones a instituciones financieras no monetarias, básicamente fondos de inversión.

Es importante destacar también el importante peso de financiación "cruzada" que tenía lugar en 2008 entre este tipo de instituciones (IFNM) y los bancos. Las IFNM debían a los bancos unos 300.000 millones, fundamentalmente por los bonos de titulización emitidos por IFNM y adquiridos por los bancos, mientras que en sentido contrario los bancos debían a las IFNM unos 730.000 millones, fundamentalmente por depósitos bancarios en los que numerosas categorías de fondos invertían. También computarían en dicho epígrafe los préstamos subordinados concedidos por los bancos a los fondos de titulización por ellos promovidos, y que actuaban como elementos de mejora del riesgo de crédito de dichos fondos, lo que facilitó su colocación entre inversores, sobre todo extranjeros. Esa importante colocación externa de los fondos tiene su concreción en los 322.000 millones de deuda que las IFNM mantenían frente al resto de mundo.

Pero sin duda el principal canalizador de deuda hacia el exterior fue el sistema bancario propiamente dicho, que mantenía una deuda externa de 810.000 millones, cantidad en la que se incluían tanto las emisiones (sobre todo bajo la modalidad de cédulas hipotecarias) colocadas en el exterior, como los depósitos interbancarios tomados de bancos extranjeros, o la propia apelación al Banco Central Europeo (BCE).

Junto a esa deuda externa canalizada a través del sistema financiero (Bancos e IFNM), cabe considerar la captada directamente por las AA.PP. (210.000 millones) y por las sociedades no financieras (278.000 millones), elevando a un total de 1,62 billones de euros la deuda bruta total contraída frente al exterior.

El contraste de ese desglose de la deuda en 2008 con la que tiene lugar a mediados de 2014 es muy relevante para analizar la dinámica de la deuda durante la crisis. Comenzando por hogares, su deuda con bancos (la única significativa, al margen de la que puedan tener con comercios por compras aplazadas) se ha reducido en casi 120.000 millones (un 12% sobre el PIB), hasta los 764.000 millones.

En el caso de las sociedades no financieras, lo más relevante es el importante descenso en la deuda interempresarial, que se ha reducido en unos 270.000 millones. Sin duda alguna el descenso de actividad entre empresas, así como un endurecimiento de las condiciones de pago en dicha actividad, está detrás de ese importante descenso, que en términos relativos es incluso superior al que se ha producido en la deuda frente a los bancos.

Esta se ha reducido en casi 380.000 millones, si bien parte de dicha reducción se compensa con el fuerte incremento (75.000 millones) de la deuda frente a IFNM. Dicho incremento es atribuible en su práctica totalidad al trasvase que los bancos en reestructuración llevaron a cabo a Sareb, de todos sus préstamos frente al sector inmobiliario. En una consideración conjunta del sistema financiero (Bancos e IFNM), la deuda frente al mismo de las sociedades no financieras se habría reducido en unos 300.000 millones, es decir un 30% del PIB, que sumados a los 120.000 de reducción en la deuda de los hogares, alcanzan un 42% del PIB de desapalancamiento por parte de los sectores privados de la economía. A modo de complemento, cabe constatar que la deuda de las sociedades no financieras frente a acreedores externos ha registrado un pequeño incremento, poco significativo en comparación con la deuda frente al sistema financiero.

El mencionado desapalancamiento privado se ve más que compensado por el fuerte aumento en la deuda de las AA.PP., que han incrementado

---

*La deuda total de las Administraciones Públicas ha aumentado en 642.000 millones desde 2008 hasta mediados de 2014, duplicándose la deuda frente al resto del mundo y con un incremento incluso más pronunciado en la contraída con bancos y otras instituciones financieras como los fondos de inversión.*

---

en más de 600.000 millones su deuda total, incremento que tiene lugar con las tres principa-

les contrapartidas. En primer lugar, la deuda de las AA.PP. directamente frente al resto del mundo se duplica, alcanzando los 465.000 millones a junio de 2014. El incremento es incluso más pronunciado en los bancos, y sobre todo en la IFNM. Esta últimas triplican su posición acreedora frente a las AA.PP., hasta los 165.000 millones, en un contexto de renovado atractivo inversor de las familias a través de fondos de inversión.

Los bancos, finalmente, incrementan su posición acreedora frente a las AA.PP. hasta los 445.000 millones, fundamentalmente por las masivas compras de deuda pública llevadas a cabo desde que en 2012 el BCE pusiera en marcha su programa de operaciones financieras a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés), con un claro objetivo de facilitar la adquisición de deuda pública por los bancos con una financiación estable, y a tipos de interés reducidos.

La deuda “cruzada” entre bancos e IFNM, por su parte, se ha contraído sensiblemente, especialmente en la dirección de deuda de los bancos hacia las IFNM, que se ha reducido en 200.000 millones, exactamente la misma magnitud en que se ha reducido la deuda de las IFNM frente al resto del mundo. Dicha reducción reflejaría, en agregado, un fuerte retroceso en el papel de las IFNM como canalizadoras del ahorro externo hacia nuestro país, papel que en los años previos a la crisis jugaron de forma especialmente importante los fondos de titulización hipotecaria, y que padecieron desde los primeros momentos de la crisis una fuerte pérdida de confianza.

En la consideración conjunta del sistema financiero (bancos e IFNM), la deuda frente al exterior se ha reducido en nada menos que 400.000 millones desde 2008 hasta mediados de 2014, aunque sigue siendo el principal deudor frente al resto del mundo, con algo más de 700.000 millones. Apenas ha variado la deuda externa directamente debida por las sociedades no financieras (cerca de 300.000 millones), y sin embargo se ha incrementado de forma muy intensa, como hemos comentado anteriormente, la deuda de las AA.PP. frente al resto del mundo.

Todos esos movimientos encierran una posición agregada en la que la deuda bruta de España frente al exterior se ha reducido muy poco, en unos 140.000 millones, pero con una clara recomposición, reduciéndose fuertemente la contraída por el sistema financiero, e incrementándose la correspondiente a las AA.PP.

La cifra final arroja un saldo de deuda externa bruta cercana a 1,5 billones de euros, de la cual el sistema financiero sigue siendo el principal deudor

---

*La deuda bruta de España frente al exterior apenas se ha reducido en el periodo de crisis, situándose próxima a 1,5 billones de euros, de la cual el sistema financiero soporta el 50%, seguido por las Administraciones Públicas con algo más del 30% y por las sociedades no financieras con algo menos del 20%.*

---

con un 50%, seguido por las AA.PP. con algo más del 30%, y finalmente las sociedades no financieras, que soportan de forma directa algo menos del 20% de esa deuda externa bruta.

## El sistema bancario como principal acreedor

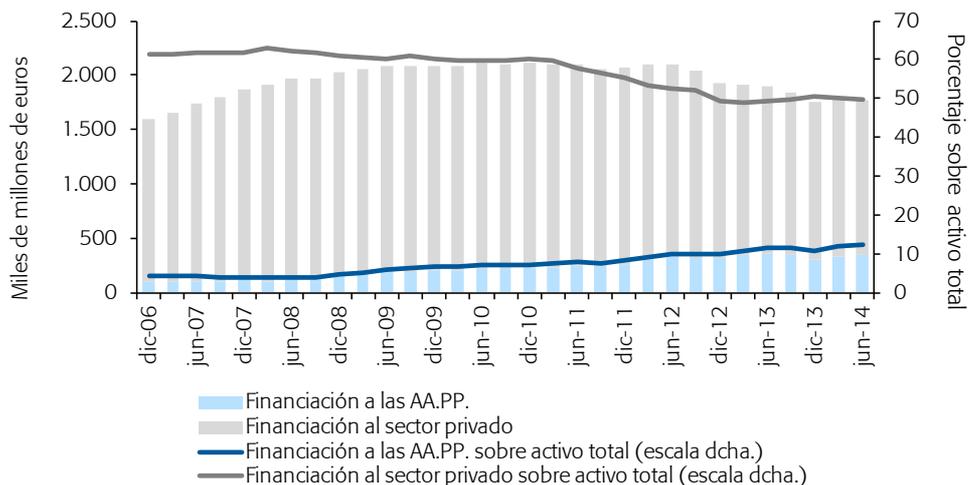
La elevada bancarización de nuestro sistema financiero convierte a las entidades de crédito en la principal contrapartida de la deuda, tanto en el caso de la privada como de la pública.

La deuda correspondiente a las familias está soportada en su práctica totalidad –salvo la correspondiente a aplazamientos de pago en operaciones comerciales– en préstamos bancarios, bien en su modalidad hipotecaria –financiación a la vivienda– o en la de financiación al consumo.

En el caso de las empresas no financieras, su deuda viva presenta una muy reducida materialización en valores, siendo también la financiación bancaria la predominante en dicho sector institucional, en el que también tiene un peso impor-

Gráfico 6

Activo de las entidades de depósito



Fuentes: Banco de España, AFI.

tante (en torno al 20%) la financiación comercial, mediante crédito de proveedores.

La deuda pública, a su vez, se halla mayoritariamente soportada en emisiones de valores –obligaciones, bonos y letras–, y en mucha menor medida en préstamos bancarios. Ahora bien, ello no implica que los bancos españoles no estén presentes en la financiación de la deuda pública; de hecho son los principales financiadores del Tesoro, en tanto en cuanto son los más activos inversores en las emisiones de valores del Tesoro. Esa compra de deuda pública (valores) por la banca española ha cobrado un extraordinario protagonismo en los tres últimos años, en el marco de las anteriormente mencionadas inyecciones de liquidez (LTRO) por el BCE, convirtiendo a la banca española en el principal comprador de la deuda pública española.

Al margen de implicaciones sobre riesgo de mercado, y la vulnerabilidad a eventuales repuntes de tipos en el mercado secundario, lo que parece claro es que el negocio bancario en nuestro país está adquiriendo una deriva poco deseable, en la que el crédito a las actividades productivas pierde peso de forma alarmante frente a la financiación del sector público, como puede deducirse del gráfico 6,

que recoge la financiación agregada del sistema bancario español al sector privado y al sector público, tanto en euros como en porcentaje sobre el activo total.

El sistema bancario español ha modificado de forma muy relevante su exposición a los sectores privado y público. La financiación a los primeros (empresas y hogares) ha perdido más de un 10% de peso sobre los activos bancarios consolidados (es decir más de 300.000 millones), al tiempo que ganaba un peso prácticamente similar la financiación al sector público.

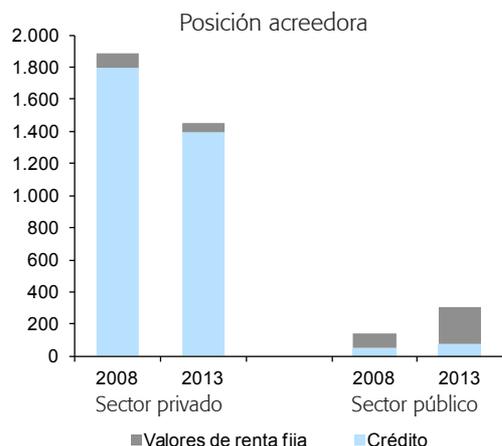
Esa deriva, especialmente intensa en los dos últimos años, tiene su traslación en la naturaleza del negocio bancario, cuya concreción más obvia es en la descomposición de sus ingresos financieros, entre los procedentes de la inversión crediticia y los procedentes de las tenencias de deuda pública (y otros valores de renta fija), como puede apreciarse en el gráfico 7.

El sistema bancario español tenía al inicio de la crisis una posición acreedora total de unos 1,9 billones frente al sector privado (empresas y hogares) y de unos 140.000 millones frente al sector público, es decir una proporción de 93/7, proporción

Gráfico 7

**Generación de ingresos financieros del sistema bancario español**

(Miles de millones de euros)

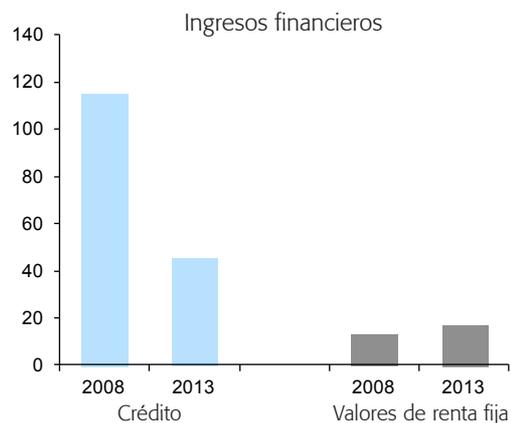


Fuentes: Banco de España, AFI.

que en términos generales tenía lugar también en cuanto a la aportación a ingresos financieros generados. Un 90% de los mismos provenían del crédito concedido, y un 10% de los valores de renta fija, fundamentalmente deuda pública. La ponderación relativa de unos y otros ha sufrido un vuelco extraordinario desde entonces hasta ahora, en que la posición acreedora se descompone en un 80/20 entre sector privado y

*La posición acreedora del sistema bancario español ha sufrido un cambio importante a favor de la deuda pública, hasta el punto de que en la actualidad obtiene más rentabilidad de sus tenencias de deuda pública que de su inversión crediticia frente al sector privado.*

público. Y en cuanto a aportación a ingresos financieros, el trasvase ha sido incluso mucho más intenso, de tal manera que los valores representan más del 25% del total, poniendo de manifiesto que actualmente el sistema bancario obtiene más rentabilidad de sus tenencias de deuda pública que de su inversión crediticia frente al sector privado. No obstante, esta última se halla fuertemente



Fuentes: Banco de España, AFI.

presionada a la baja por la presencia de crédito en situación no normal, consecuencia de las elevadas tasas de morosidad alcanzadas, y que han actuado a su vez como elemento alimentador de una mayor aversión al riesgo por parte de las entidades financieras, en cuanto a su propensión a prestar a los sectores privados, especialmente en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas.

En la medida en que la morosidad lleva ya casi un año entero en una senda de reducción, esa aversión al riesgo debería también corregirse, y dar paso a una mayor actividad de concesión de crédito al sector privado, especialmente a las pequeñas y medianas empresas, cuya única fuente de financiación ajena sigue siendo el crédito bancario.

**Reflexiones finales**

El cambio registrado en las posiciones acreedoras del sistema bancario, con un peso decreciente hacia hogares y empresas y creciente hacia el sector público, no es sino la contrapartida de la mencionada evolución del endeudamiento en unos y otros en el conjunto de la economía española: intenso desapalancamiento en los sectores privados, más que compensado por el creciente

endeudamiento del sector público, con resultado neto de claro incremento en endeudamiento agregado de la economía.

Al mismo tiempo, se ha producido un importante cambio en los pesos relativos de la deuda materializada en valores y la materializada en préstamos bancarios. El hecho de que haya crecido fuertemente el endeudamiento en el único sector –el público– capaz de captar mayoritariamente su deuda mediante valores, y se haya reducido la deuda en sectores –hogares y empresas, sobre todo pequeñas y medianas– que solo se financian mediante préstamos

bancarios, implica que en el endeudamiento agregado de la economía pierdan peso estos últimos, a favor de los valores de renta fija.

Sin menoscabo de ese cambio en los instrumentos de deuda, en absoluto puede afirmarse que en el endeudamiento agregado de la economía española se esté produciendo un proceso de “desbancarización”, pues el peso de estos en el conjunto de los activos y pasivos no está apenas reduciéndose; simplemente los bancos están sustituyendo concesión de crédito por inversión en deuda pública, de la que son el principal agente por participación en la misma.

# España en la inversión directa internacional

Rafael Myro\*

**Este artículo analiza la posición de España en la inversión exterior directa (IED), su evolución, características, determinantes y efectos en la economía española, tanto en la vertiente de la inversión recibida del exterior, como de la emitida al exterior. España ha participado de forma muy notoria en el proceso de expansión de la IED mundial como destacado receptor de inversiones exteriores desde 1990, mientras que debió esperar al cambio de siglo para acelerar su presencia como país inversor en el contexto internacional. En la actualidad, el *stock* de capital de las multinacionales españolas en el exterior y de las multinacionales extranjeras en España se sitúa en ambos casos en torno al 2,8% del total mundial, porcentaje superior a los que el país posee en la producción y el comercio mundiales, que son el 1,6% y el 1,8% respectivamente. El análisis que aquí se realiza resume el contenido de un voluminoso estudio realizado por un amplio conjunto de especialistas, patrocinado por el ICEX, que ha sido publicado recientemente (Myro, 2014), y cuyo objetivo es mostrar la trayectoria seguida por España en la inversión directa internacional, valorar su importancia para la economía española, detectar el potencial de expansión que existe y orientar las políticas de promoción de la IED.**

La inversión recibida del exterior refleja la creación y desarrollo de filiales en España de empresas multinacionales (EMN) propiedad de no residentes, mientras que la inversión emitida al exterior da cuenta de la actividad inversora en el resto del mundo de las empresas ubicadas en España, la mayor parte de ellas multinacionales propiedad de residentes. Pero también las filiales extranjeras invierten desde España, de forma que entre ambas vertientes de la inversión existe una fuerte e interesante relación.

El análisis se basa en la variable Posición de Inversión Exterior Directa (PIED), que es una medida del *stock* de IED, suma de los fondos propios de las filiales participadas por las EMN y de la financiación recibida por ellas del propio grupo empresarial al que pertenecen. A cambio de una menor actualidad de los datos, este análisis es más preciso y fiable que el basado en los flujos anuales de IED, los cuales muestran una gran volatilidad y son muy sensibles tanto a la coyuntura económica como a las restricciones financieras. Por lo demás,

\* Universidad Complutense de Madrid.

hay dos fuentes principales que ofrecen información de la PIED, la Balanza de Pagos, que permite comparaciones internacionales (las elaboran organismos como la UNCTAD y la OCDE) y el Registro de Inversiones Exteriores, que suministra una información más completa y fiable pero referida solo a las empresas ubicadas en el territorio español. La comparación entre ambas fuentes revela evoluciones parecidas, pero los valores que ofrece la Balanza de Pagos son siempre mayores, sin que sea fácil explicar las razones de ello, sobre todo en el caso de la inversión recibida, en el que la discrepancia es mayor.

## Una breve perspectiva de la IED mundial

La intensa expansión de la IED es sin duda uno de los fenómenos más sobresalientes de la evolución de la economía mundial en las tres últimas décadas, pues alcanza tasas anuales medias de incremento que superan con creces las del producto y el comercio mundiales desde el decenio de 1980. Tan acelerada evolución apenas se ha resentido con cada recesión y crisis, hasta llegar a

la actual, de la que ha recibido un notable impacto (gráfico 1), el cual no ha logrado, sin embargo, detener su avance, de forma que las cifras correspondientes a 2012 superaban ya las de 2007.

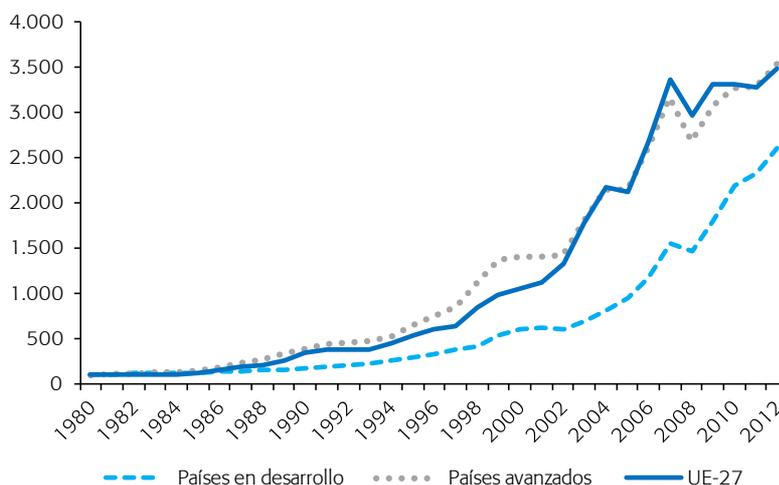
Dentro de esta trayectoria de firme crecimiento debe destacarse la década de 2000, en la que los *stocks* de IED se multiplicaron por un dígito algo mayor de tres, concentrando de hecho una parte sustancial del incremento de los tres decenios contemplados, si bien el inicio de esta fase de aceleración en las cifras no coincide estrictamente con el comienzo de la década señalada, sino que se localiza al final de la anterior, la de 1990.

La IED ha tenido siempre como protagonistas primordiales a los países avanzados, la Unión Europea en particular, un área receptora y emisora de flujos fundamental. Pero desde mediada la década de 2000, y de modo especial desde 2007, coincidiendo con el inicio de la actual crisis económica, los países en desarrollo comenzaron a ganar posiciones relativas de un modo consistente, habiendo alcanzado en 2012 la tercera parte del total de la inversión directa mundial, diez puntos porcentuales más que en 2005.

Gráfico 1

### Evolución de los *stocks* de IED recibida, 1980-2012

(Base 100 en 1980)



Nota: Valor en dólares USA a precios y tipos de cambios corrientes.

Fuentes: UNCTAD, UNCTADSTAT.

En realidad, el cambio de posición relativa de ambos grupos de países ha sido aún más profundo, pues EMN nacidas en los países en desarrollo, con China al frente, han irrumpido en la escena

---

*Las empresas multinacionales nacidas en los países en desarrollo, con China al frente, han irrumpido en la escena internacional como importantes inversores, aumentando su participación a nivel mundial desde un 7% en 1990 a casi un 20% en la actualidad.*

---

internacional como importantes inversores. Este hecho ha alterado también la composición de la IED emitida. La proporción correspondiente a los países en desarrollo en el total de esta, apenas perceptible a la altura de 1990 (7%), y aún a la de 2005 (12%), alcanza hoy casi un 20%. Las nuevas multinacionales, como se ha designado a las EMN procedentes de estos países, poseen características diferentes a las tradicionales, planteando nuevos retos al análisis de las EMN, siempre complejo (Guillén y García-Canal, 2011)

Las fusiones y adquisiciones de empresas han desempeñado un papel notable en todo este proceso de expansión de la IED, con un valor equivalente a más de las tres cuartas partes de los flujos totales. Pero en los años previos a la crisis, comenzaron a ceder terreno a las inversiones *greenfield*, a pesar de un predominio de grandes operaciones (megafusiones), para reducirse drásticamente en los años posteriores. La Unión Europea se ha mostrado siempre como un agente muy activo, en contratase con los EE.UU.

Los factores explicativos de la formidable expansión de la IED brevemente descrita son múltiples y difíciles de individualizar, pero entre ellos ocupa sin duda un lugar central el ascenso de la globalización y sus efectos. En lo que se refiere a las inversiones de tipo *horizontal*, que buscan el acceso a nuevos mercados, para replicar en

ellos las producciones de la casa matriz, y que, aunque con un peso decreciente en el total de los flujos, probablemente suponen todavía hoy una proporción mayoritaria del total, la apertura al exterior de los mercados nacionales ha intensificado la competencia internacional, favoreciendo las estrategias empresariales de acumulación de intangibles, así como de incremento de la productividad y la dimensión de las compañías, haciendo cada vez más rentables las implantaciones en el exterior frente a la alternativa de concentración de la producción en el país de origen y la internacionalización a través de la exportación, a pesar de la disminución de los costes asociados a esta. Por otra parte, las peculiaridades de los diversos mercados nacionales se han revelado como una importante fuente de aprendizaje, innovación y diversificación del producto. Finalmente, la gradual configuración de un mercado de ámbito mundial, ha impulsado estrategias complejas de internacionalización, que combinan inversión y exportación, comenzando por la multiplicación de plataformas de exportación.

Las inversiones de tipo *vertical*, que buscan reducir el coste de la producción, han debido crecer aún de forma más intensa, como refleja el aumento del comercio intrafirma y el creciente papel de los países en desarrollo como receptores de fondos, beneficiándose de las posibilidades de fragmentación de la producción que ha ofrecido el crecimiento y la mayor estabilidad política de las economías emergentes, el desarrollo de las TIC y los menores costes de transporte de los productos<sup>1</sup>. La consecuencia ha sido una configuración o integración de la producción de muchas compañías sobre bases internacionales, en las que se mezclan inversiones *horizontales* y *verticales*, y en las que también tiene cabida la búsqueda de recursos naturales de mayor calidad y/o menor precio.

Los trabajos de un amplio conjunto de excelentes investigadores, entre los que destacan John H. Dunning, James R. Markusen y Elhanan Helpman,

<sup>1</sup> La creciente integración financiera internacional, la abundancia de liquidez y el marco de notable expansión de la economía internacional que caracterizó el período 2002-2007 son factores que han estimulado la expansión de la IED, al tiempo que se han visto favorecidos por ella.

permiten profundizar en los diferentes aspectos de esta apretada síntesis explicativa. A este respecto, Helpman (2011) ofrece un panorama de la teoría actual de la IED muy pedagógico que encuentra un buen complemento desde la perspectiva ofrecida por Dunning en Caves (2007).

## España en la expansión de la IED

España ha participado de forma muy notoria en el proceso de expansión de la IED descrito, más pronto como destacado receptor de inversiones exteriores, que como emisor sobresaliente, situación en la que alcanza relieve ya mediada la década de 2000. Como refleja el cuadro 1, las inversiones procedentes del exterior iniciaron su rápido ascenso en torno a 1990, cuando ya anotaron el 3,2 % del total mundial, un porcentaje que perderían enseguida, dada la notable expansión de los flujos internacionales, pero que recuperarían en 2007. En cambio, la inversión de las empresas españolas en el exterior es un proceso que avanza a ritmo muy lento desde sus orígenes, que se remontan a la década de 1960, para acelerarse de forma espectacular durante el decenio de 2000, hasta lograr el 3 % de la inversión mundial en 2007.

Así pues, durante la década de 2000, España avanza a pasos agigantados por la senda seguida por los países más desarrollados, pasando de ser un receptor neto de inversiones, posición que continúa afirmando aun al comienzo de la década de 1990, a convertirse también en un importante

inversor en el exterior, con un volumen de *stock* de capital de las EMN extranjeras en el territorio nacional que iguala el que poseen en el exterior las EMN con origen en España, hoy en torno al 2,8% del total, un porcentaje sensiblemente superior al que posee en la producción mundial, del 1,6%, y en el comercio mundial, 1,8%. De la misma manera, de ser un país vendedor neto de empresas a no residentes, España se convierte en un sobresaliente comprador entre los años 2004 y 2006, con un 38% de las adquisiciones transfronterizas europeas.

*En términos relativos respecto al PIB España es ya la tercera economía europea en intensidad inversora en el exterior, solo por detrás de Reino Unido y Francia, además de la segunda en intensidad receptora.*

La pronunciada trayectoria ascendente de la inversión de las empresas españolas en el exterior, que involucra ya a 2.500 empresas con 4.500 filiales, se observa con más claridad en el gráfico 2, que muestra su evolución temporal medida con respecto al PIB, un indicador de la intensidad inversora. España, que mostraba en 1990 un valor inferior de este indicador al de las otras cuatro economías de gran dimensión de la UE, supera pronto a Italia y más tarde a Alemania, ya al comienzo de la actual crisis. Hoy es ya pues la tercera economía europea en intensidad inversora, además de la segunda en intensidad receptora. Puede aspirar a seguir la trayectoria del Reino Unido y Francia,

Cuadro 1

### Cuota de España en el *stock* de IED mundial, 1980-2012

(en porcentaje)

	Extranjera en España						Española en el exterior					
	1980	1985	1990	2000	2007	2013	1980	1985	1990	2000	2007	2013
España/Mundo	0,7	0,9	3,2	2,1	3,2	2,8*	0,4	0,6	0,7	1,6	3,0	2,7*
España/UE-27			8,7	6,7	7,8	8,5**			1,9	3,7	6,7	6,3**
España/UE-15	2,3	3,8	8,7	7,0	8,5	9,0**	0,9	1,5	1,9	3,7	6,7	6,2**

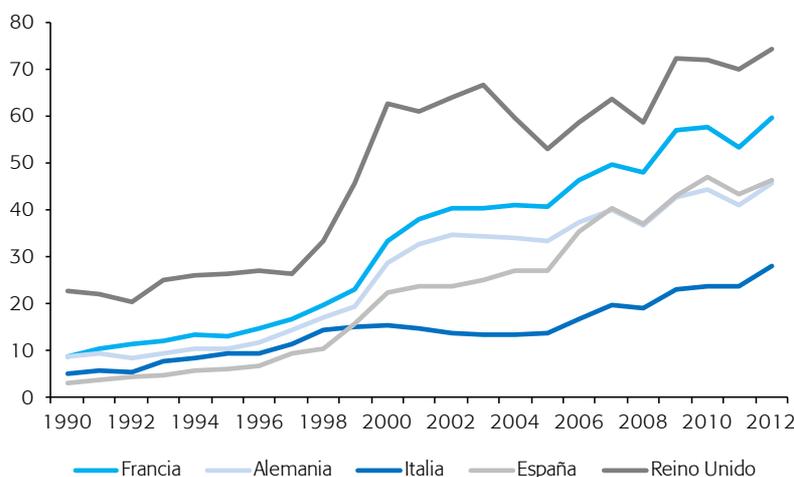
Notas: \* 2012. \*\* OCDE.

Fuentes: UNCTAD, *World Investment Report* y UNCTADSTAT, y OCDE.

Gráfico 2

**Intensidad de la IED emitida por los principales países de la Unión Europea, 1990-2012**

(en porcentaje del PIB)



Nota: Datos para Francia, OCDE.

Fuentes: UNCTAD, *World Investment Report* y OCDE.

que son emisores netos de IED, al tiempo que destacan como grandes receptores. Alemania es emisora neta, pero porque su intensidad receptora es bastante reducida.

La crisis actual ha hecho a España retroceder posiciones relativas en la IED mundial, pero sin que se haya resentido el volumen de ambos tipos de *stocks* financieros, el de las inversiones recibidas y el de las enviadas al exterior, que, por el contrario, han seguido creciendo, y más que en otros países europeos. Esta aparente paradoja se explica porque, como ya se ha señalado, todos los países avanzados se han visto negativamente afectados en sus cuotas en la inversión mundial por el ascenso de los países en desarrollo, no solo como receptores, sino también como activos emisores de inversiones exteriores, a través de un amplio elenco de nuevas multinacionales.

## Factores determinantes y orientación sectorial de la IED

Las filiales de EMN extranjeras en España superan hoy la cifra de 9.000, contando participaciones

directas e indirectas (más de 4.000 son participadas directamente) y poseen un elevado tamaño medio, en comparación con el que adquieren en las principales economías europeas. Los estudios empíricos disponibles muestran que el acceso al gran mercado español en rápida expansión ha sido el principal determinante de su constitución, especialmente en los sectores de servicios, y en las actividades menos atendidas por el capital doméstico, y muy dependientes de las importaciones, las manufacturas de intensidad tecnológica media-alta (automóviles, metalurgia, química) y alta (manufacturas TIC y farmacia). Las filiales extranjeras también adquieren importancia en sectores como alimentos, bebidas y tabaco y de productos de minerales no metálicos, en donde complementan un tejido productivo muy extenso creado por el capital nacional. La integración en la Unión Europea también ha desempeñado un notorio papel en la atracción de IED, pues ha incrementado significativamente el atractivo de España como país de establecimiento de EMN, al garantizar políticas más abiertas y competitivas, en mayor sintonía con las de sus socios comunitarios. La estabilidad macroeconómica y el crecimiento sin desequilibrios aparecen también como grandes atractivos.

De aquí se infiere que la recuperación económica y un crecimiento más equilibrado, asentado

---

*El acceso al mercado español ha sido el principal determinante de la entrada de empresas multinacionales en el sector servicios, y en las actividades manufactureras menos atendidas por el capital doméstico y muy dependientes de las importaciones principalmente automoción, metalurgia, química, TIC y farmacia.*

---

en una economía más flexible y con funcionamiento más competitivo de los mercados, con menos trabas para los negocios y una decidida apuesta por la innovación y el capital humano, son piezas claves del estímulo de la IED recibida.

La inversión de España en el exterior ha sido protagonizada por las empresas de mayor productividad y de mayor dimensión, que han podido afrontar los costes de su emplazamiento en los mercados de destino y sustituir con ventaja parte de las exportaciones que dirigían a ellos, al tiempo que estimulaban otras. Las empresas que invierten en el exterior muestran una productividad un 18% superior a las que no lo hacen, independientemente del tamaño que posean y de los sectores de actividad en los que se encuadren.

Con su expansión exterior, estas empresas han buscado también afirmar sus economías de escala de empresa y rentabilizar sus activos intangibles, predominantemente en mercados cercanos geográficamente y culturalmente y con gran potencial de crecimiento, como los de los países al norte de España, y los de Iberoamérica. Es un proceso que ha avanzado de la mano de la expansión de las exportaciones, existiendo una robusta relación estadística entre sus exportaciones y sus inversiones en el exterior.

Estas empresas alcanzan ya hoy un elevado número, 2.500, con más de 4.550 filiales en el exterior, destacando entre ellas las que poseen 200 o más empleados, con una media de 5,7

filiales en el mundo. Sus inversiones han seguido un patrón sectorial análogo al de las empresas de los países comunitarios de mayor dimensión, primando las actividades de servicios, sobre todo las de intermediarios financieros y telecomunicaciones, y las de energía. En las manufacturas, el peso de las inversiones realizadas por las filiales de EMN extranjeras es abrumador, del 70% del total, y sobresalen las inversiones en productos de minerales no metálicos, metalurgia, química, alimentación, bebidas y tabaco, y vehículos y sus piezas.

## Origen y destino de las inversiones

Europa posee una considerable importancia en las dos vertientes de la IED española, más en las inversiones recibidas que en las realizadas en el exterior. Entre los inversores en España también despunta EEUU. El período más reciente ha visto afirmarse el peso de Italia, cuyas empresas detentan el primer lugar por volumen de *stock* de inversiones en 2011, y una creciente penetración de economías en desarrollo, particularmente México y Emiratos Árabes Unidos, Brasil, Israel y Argentina, a las que se une Portugal.

Como en el caso de las recibidas, en las inversiones realizadas en el exterior se aprecia también una concentración en Europa, pero es también muy destacada la importancia de Iberoamérica, explicable por los lazos culturales e idiomáticos de España con esa zona, que resulta paralela a la que otros países tienen, por razones semejantes, en otras áreas (Reino Unido en Norteamérica, Asia y África). En todo caso, España disminuyó con celeridad la entidad de América Latina en la localización de sus inversiones exteriores en los primeros años de este siglo, continuando la trayectoria de progresiva y amplia diversificación propia de los países más avanzados y el notable estímulo recibido de la integración en la Unión Europea. No obstante, tiene pendiente una mayor penetración en los países asiáticos, en los que los socios comunitarios (con apenas relieve en América Latina) gozan de una superior implantación.

## Rentabilidad obtenida

La rentabilidad implícita de las inversiones, tanto de las realizadas por EMN extranjeras en el territorio nacional, como de las acometidas por empresas ubicadas en España en otros países, se encuentra en línea con las alemanas y por encima de las francesas e italianas, siendo todas ellas inferiores a las británicas. Durante los años de crisis, la rentabilidad se ha aminorado, aunque manteniéndose en niveles muy aceptables en el caso de la inversión de España en el exterior. La apreciable rentabilidad obtenida es un resultado sumamente relevante, porque indica la presencia de estímulos y atractivos esenciales de cara a la continuidad de ambos tipos de inversiones y, sobre todo, porque sanciona y consolida las estrategias practicadas por las EMN extranjeras y nacionales, con promesas de continuidad que deberían facilitar el ascenso de la actividad inversora en los años venideros.

Más concretamente, los resultados económicos cosechados por las EMN extranjeras que se obtienen del Registro de Inversiones Exteriores han

*La apreciable rentabilidad de la inversión exterior directa indica la presencia de estímulos y atractivos esenciales, al tiempo que consolida las estrategias practicadas por las empresas multinacionales extranjeras y nacionales, que deberían favorecer el ascenso de la actividad inversora en el futuro.*

sido notables, no muy distintos de los de sus competidoras nacionales, máxime en la etapa expansiva de 2003 a 2007, un año este último con cifras del 14,2 por 100 en relación a los fondos propios de las empresas. La crisis ha reducido estas cifras sensiblemente (véase el cuadro 2).

Cuadro 2

### Rentabilidad del capital extranjero en España por sectores, 2003-2012

(porcentajes)

PIED											Media simple		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2004-07	2008-12	2004-12	
Agricultura, ganadería y pesca	5,9	21,9	5,4	6,2	1,6	1,4	1,1	-0,4	-2,1	9,8	0,3	4,6	
Industrias extractivas	0,6	1,0	9,9	9,4	16,2	1,9	0,6	3,5	7,3	5,2	5,9	5,6	
Manufacturas	6,5	8,4	7,7	9,8	5,5	2,2	6,0	10,2	2,2	8,1	5,2	6,5	
Energía, agua y residuos	0,9	3,7	2,2	25,3	25,7	37,3	5,3	1,3	2,5	8,0	14,5	11,6	
Construcción	6,3	14,2	53,4	17,1	4,5	5,1	-1,1	-0,8	-1,7	22,8	1,2	10,8	
Servicios	7,5	7,0	8,8	7,7	6,0	2,3	2,7	0,8	-2,6	7,7	1,8	4,5	
<b>Total</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>0,3</b>	<b>8,2</b>	<b>4,3</b>	<b>6,1</b>	
Fondos propios										2004-07	2008-11	2004-11	
Agricultura, ganadería y pesca	6,8	24,5	6,0	7,1	1,9	1,5	1,4	1,2		11,1	1,5	6,3	
Industrias extractivas	0,8	1,2	12,5	11,1	21,0	4,4	1,5	9,3		6,4	9,0	7,7	
Manufacturas	9,8	12,8	11,5	14,8	7,9	3,2	8,6	13,8		12,2	8,4	10,3	
Energía, agua y residuos	1,7	6,3	4,8	54,8	45,4	54,1	10,3	2,5		16,9	28,1	22,5	
Construcción	8,0	18,0	68,0	18,5	5,2	5,7	-1,3	-0,6		28,1	2,3	15,2	
Servicios	10,8	9,9	12,8	11,5	9,2	3,6	3,9	0,9		11,3	4,4	7,8	
<b>Total</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>13,1</b>	<b>14,2</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>		<b>12,1</b>	<b>8,0</b>	<b>10,0</b>	

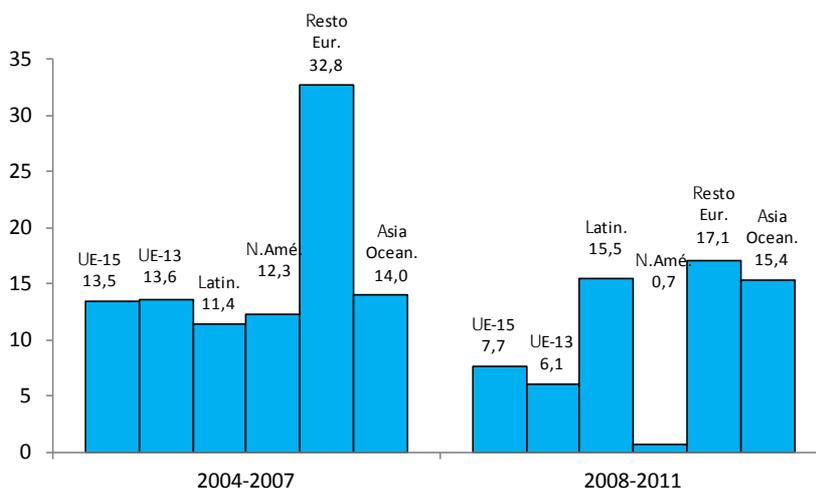
Notas: Rentabilidad: Resultados ordinarios/Stock (o Recursos propios) del año previo en porcentaje.

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores.

Gráfico 3

### Rentabilidad del stock de IED en el exterior por áreas, 2004-2011

(porcentaje)



Nota: Rentabilidad: resultados después de impuestos/stock de IED del año previo en porcentaje.

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores.

En lo que se refiere a la rentabilidad de las inversiones españolas en el exterior, creció con enorme pujanza entre los años 2003 y 2007, alcanzando en el último de ellos una cifra ciertamente muy elevada (17,1 por 100), empujada por la expansión del PIB mundial. La situación cambió radicalmente en 2008 y 2009 con motivo de la crisis, al reducirse las cifras prácticamente a la mitad. Pero su singular impacto acaba aquí, pues en los años siguientes, en este plano agregado, la rentabilidad no se aleja mucho del promedio de la fase expansiva, beneficiándose del mayor crecimiento de las economías en desarrollo, como muestra el gráfico 3.

Por lo demás, la rentabilidad obtenida por las empresas españolas en el exterior supera la que se obtiene en el plano nacional por firmas nacionales y extranjeras, lo que debe interpretarse como un respaldo de la estrategia seguida por las empresas españolas en sus inversiones exteriores, que ha redundado en su fortalecimiento competitivo. Es también la expresión de que el acceso a los mercados en rápida expansión ha sido un determinante principal, como concluyen los estudios disponibles sobre los determinantes de esta inversión.

### Efectos sobre la economía española

Los estudios disponibles revelan que el impacto de la actividad de las filiales de EMN extranjeras sobre la economía española ha sido positivo, propiciando el crecimiento del PIB, el aumento del empleo y de las exportaciones y aumentos en la eficiencia de las empresas nacionales. En la investigación que sirve de base a estas páginas, se ofrece una valoración de los efectos de sus inversiones en España entre los años 2006 y 2013, mediante un modelo de equilibrio general computable,

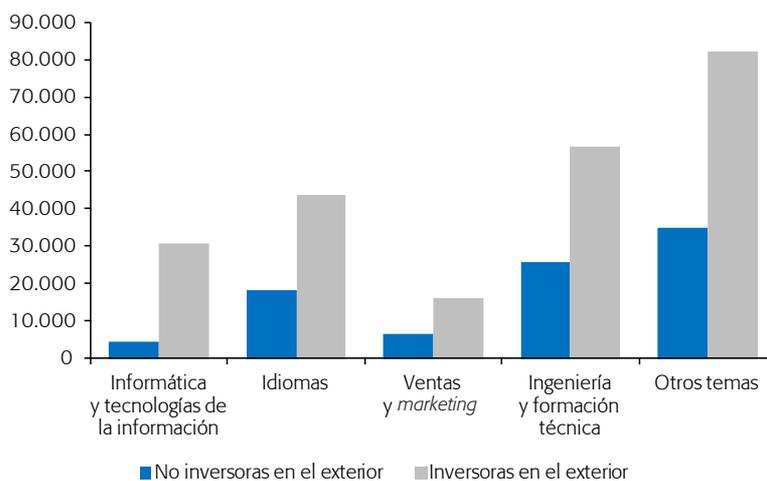
*Entre 2006 y 2013 la inversión exterior directa en España contribuyó a aumentar el empleo un 5,25%, a recortar la tasa de paro en 3,15 puntos porcentuales y a incrementar los salarios reales en un 1,89%, explicando además el 30% de las exportaciones españolas.*

concluyéndose que habrían ayudado a elevar el empleo en un 5,25%, a recortar la tasa de paro en 3,15 puntos porcentuales y a incrementar los

Gráfico 4

**Gastos medios de formación de las grandes empresas españolas**

(euros por empleado)



Fuente: Fundación SEPI, Encuesta sobre Estrategias Empresariales.

salarios reales en un 1,89%, brindando con ello un aumento del bienestar de los españoles de un 2,79%. Por otro lado, y con diferente metodología, se estima la contribución de las filiales extranjeras a las exportaciones, que resulta ser apreciable (un 30% del total), sobre todo en aquellos sectores manufactureros en los que su presencia es mayor.

También ha sido muy favorable el impacto de las inversiones realizadas por las empresas ubicadas en España en otros países. En efecto, a pesar de tratarse fundamentalmente de inversiones horizontales, potenciales sustitutivas de las efectuadas en el mercado interior, la repercusión sobre el empleo nacional parece haber sido positiva, según se desprende de la estimación contenida en nuestra reciente investigación. También parecen haberlo sido los efectos sobre la cualificación laboral, el esfuerzo tecnológico y las exportaciones de las empresas involucradas. Aunque sobre estos tres aspectos no se han podido realizar análisis de causalidad, se dispone de suficiente evidencia de que poseen un relieve considerablemente mayor en las empresas que cuentan con filiales en el exterior de España. Entre las de mayor dimensión, el empleo dedicado a I+D multiplica por seis al de las empresas sin filiales en el resto del mundo.

Esta mayor dotación de capital humano e investigador debe encontrarse detrás de la superior productividad que exhiben las empresas que invierten en el exterior, que sobresalen así mismo por sus gastos en formación. El gráfico 4 muestra las diferencias en este aspecto en las empresas industriales de más de 200 trabajadores. En nuestra investigación, se estima que el hecho de invertir en el exterior lleva a la empresa a aumentar sus gastos en formación por trabajador en 15.000 euros anuales. Por otra parte, caben pocas dudas de que sobre esta intensidad en capital humano se asienta una mayor calidad de la gestión empresarial, una fuerza competitiva clave (Huerta y Salas, 2014).

## Consideraciones finales

Los positivos efectos de la IED sobre la economía española hacen aconsejable y rentable reforzar la política de promoción de la inversión exterior seguida hasta ahora, que merece una alta calificación, con mayores recursos y con la adopción de las buenas prácticas que exhiben las oficinas de promoción más innovadoras de algunos de los países avanzados.

En la atracción de inversiones exteriores, España ha alcanzado ya un elevado ratio de intensidad inversora, es decir de *stock* de inversión recibida en relación al PIB. Aumentarlo constituye un gran reto que debe abordarse con ambición. La experiencia del Reino Unido, con una gran penetración de EMN extranjeras, no solo en los servicios financieros, sino también en la industria manufacturera, muestra que es factible lograrlo. Por otra parte, todavía son comparativamente escasas las filiales de EMN asiáticas y tienden a crecer las de Latinoamérica. Con respecto a las inversiones españolas realizadas en otros países poseen aún un elevado potencial, debiendo aspirarse a detentar los mismos porcentajes de intensidad inversora con respecto al PIB de Francia y el Reino Unido, y existiendo un amplio espacio de expansión en Asia, África y Latinoamérica. Las empresas industriales que poseen entre 200 y 500 trabajadores son un colectivo privilegiado para el trabajo de

promoción, porque no han avanzado los últimos años en su implantación exterior.

## Referencias

- CAVES, R.E. (2007), *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press.
- GUILLÉN, M.F., y GARCÍA-CANAL, E. (2011), *Las nuevas multinacionales, las empresas españolas en el mundo*, Ariel, Madrid.
- HELPMAN, E. (2011), *Understanding global trade*, Harvard University Press.
- HUERTA, E., y SALAS, V. (2014), "Tamaño de las empresas y productividad de la economía española. Un análisis exploratorio", *Mediterráneo Económico*, nº 25: 167-194.
- MYRO, R. (dir.) (2014), *España en la inversión directa Internacional*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

## La reasignación de recursos, factor clave para la competitividad

Aránzazu Crespo\*

**La reciente crisis económica ha vuelto a abrir un debate un tanto olvidado durante los buenos tiempos: la competitividad de una economía. A tal efecto, el principal indicador utilizado para evaluar la competitividad de un país es la evolución de sus costes laborales unitarios agregados. En España, dichos costes agregados crecieron más deprisa que en los demás países europeos durante la etapa de expansión, pero de manera sorprendente la cuota de mercado de sus exportaciones disminuyó menos que en el resto. Este artículo analiza los factores que determinan los costes laborales unitarios agregados en Francia, Alemania, Italia y España, utilizando datos a nivel de empresa y pone de manifiesto que el elemento más importante no ha sido la evolución de los costes laborales unitarios a nivel de empresa, sino un factor clave para la competitividad de un país: la reasignación de recursos entre las empresas de la economía. Los resultados muestran la importancia de una eficiente asignación de recursos entre empresas y sectores para impulsar la productividad.**

La última crisis mundial y el aumento de la deuda tanto pública como privada en Europa han vuelto a abrir un debate olvidado en los buenos tiempos, la competitividad de una economía. Actualmente la medida pertinente para evaluar la competitividad en la Unión Europea es la evolución diferencial de los costes laborales unitarios (CLU), que miden el coste laboral por unidad de producto, ya sea en unidades reales o nominales. Un aumento en los costes laborales mayor que el aumento de la productividad del trabajo puede ser una amenaza para la competitividad—coste de una economía si otros gastos no se ajustan en compensación.

Sin embargo, el uso de indicadores basados en precios y costes, como los costes laborales uni-

tarios, puede no ser suficientemente informativo para determinar la competitividad de un país. Por ejemplo, los costes laborales unitarios agregados de España han crecido más rápido que en el resto de los países europeos en la última década. En consonancia, deberíamos observar una reducción de las cuotas de mercado en las exportaciones mundiales, que reflejaría la disminución de la capacidad de vender sus productos en el extranjero. Por el contrario, de manera sorprendente, las cuotas de exportación han disminuido menos que en el resto de países europeos.

Esta paradoja se explica por el diferente peso relativo de las empresas en los costes laborales unitarios agregados y en las exportaciones totales de la economía. Las empresas que exportan son

\* European University Institute (aranzazu.crespo@eui.eu).

por lo general las más grandes y productivas de la economía (véase Clerides *et al.* (1998) o Bernard y Jensen (1999)), y representan la mayor parte de las cuotas de exportación. Sin embargo, el cálculo del coste laboral unitario agregado obliga a que se tomen en cuenta todas las empresas de la economía, y no solo las exportadoras.

El propósito de este artículo es doble. En primer lugar, se examinan las medidas habituales de competitividad y sus limitaciones, y se analiza su capacidad para captar adecuadamente la heterogeneidad empresarial de un país. Los resultados apuntan a la reasignación de los recursos entre las empresas de la economía como el principal factor que impulsa la evolución de los costes laborales unitarios. Los modelos actuales de la teoría del comercio internacional resaltan también este mecanismo como la fuente de las ganancias de la productividad total de un país (véase Crespo, 2014). Por ello, el segundo objetivo del artículo es analizar la importancia de una eficiente asignación de recursos entre empresas y sectores de la economía para el nivel de competitividad de un país, a partir de datos a nivel de empresa.

## Limitaciones de los indicadores de competitividad tradicionales

Porter (1990) define la competitividad de una nación como la productividad con la que utiliza sus recursos ya sean naturales o acumulables (trabajo y capital). La OCDE considera que es la capacidad de un país para vender sus productos en los mercados internacionales, mientras que Krugman (1994) se refiere a la competitividad como una forma poética de hablar de productividad, y advierte sobre el peligro de obsesionarse por la competitividad de un país. La mayoría de estas definiciones guardan una cierta relación con la posición relativa de un país en el comercio internacional, posición que, en principio, dependerá de factores de precio y de coste, ya que, si estos evolucionan desfavorablemente en relación con los de otras economías, se deteriora la capacidad de vender productos en el exterior y en el interior. Este argumento, unido a la fácil disponibilidad de

datos, hace que los indicadores de competitividad de precios y costes sean especialmente atractivos para el análisis de la situación económica de un país.

Actualmente el indicador de precio-coste de referencia para medir la competitividad en la Unión Europea es la evolución diferencial de los costes laborales unitarios, que miden el coste laboral por unidad de producto y se calcula como la relación de los costes laborales totales con la producción real. Un aumento en los CLU de una economía representa un mayor premio a la contribución de la mano de obra en la producción. Sin embargo, un aumento de los costes laborales mayor que el aumento de la productividad del trabajo puede ser una amenaza para la competitividad-coste de una economía, si otros gastos no se ajustan en compensación.

Un inconveniente de estas medidas es que una simple comparación de la evolución de precios o costes entre dos países no es informativa de la competitividad si estos países producen bienes diferentes y los venden en mercados distintos. Otra ilustración, más cercana, del limitado poder de predicción de los indicadores de competitividad precio/coste es lo que se ha venido a denominar coloquialmente como *la paradoja española de la competitividad*, que se pone de relieve en el gráfico 1. El panel (a) muestra la evolución de los CLU para España y las principales economías desarrolladas europeas, mientras que el panel

---

*Indicadores agregados como los costes laborales unitarios (CLU) no reflejan la realidad de la competitividad de las empresas de un país, puesto que el proceso mismo de agregación oculta la heterogeneidad de las empresas y su distinto peso en los CLU y en la exportación total de la economía.*

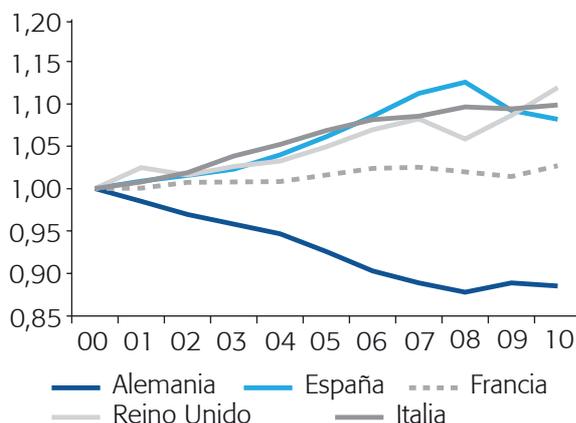
---

(b) muestra la evolución de la cuota de exportación mundial de estos países durante la década de 2000. Los CLU españoles han crecido más rápido que en los principales países desarrollados, pero por otro lado, sus cuotas de exportación han dis-

Gráfico 1

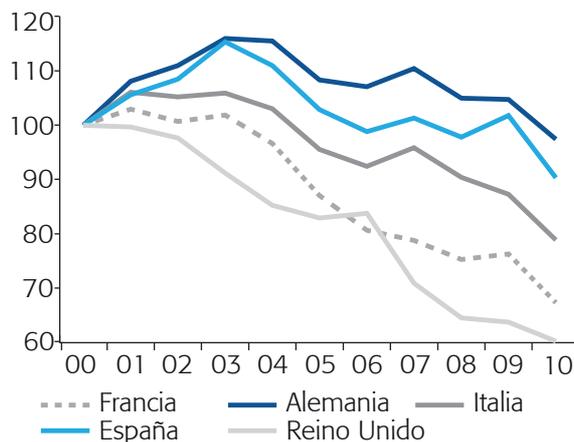
## Indicadores de competitividad vis-à-vis en la zona del euro

(a) Costes laborales unitarios



Fuente: Banco Central Europeo.

(b) Cuotas de mercado



Fuente: Organización Mundial del Comercio.

minuido menos que las de otros países, con la única excepción de Alemania.

Las empresas exportadoras españolas experimentaron tanto un menor crecimiento de los CLU como un mayor crecimiento de las exportaciones que otros países, sin embargo, esta diferencia no se refleja en los indicadores de precios agregados debido a la agregación y al sesgo de dispersión (véase Antràs *et al.*, 2010 y Altomonte *et al.*, 2012). En el cálculo de los CLU todas las empresas se toman en cuenta, pero al calcular las cuotas de exportación, solo los exportadores se tienen en cuenta. Las empresas que exportan son por lo general las más grandes y productivas de la economía (véase Clerides *et al.*, 1998 o Bernard y Jensen, 1999). Por tanto, los distintos pesos relativos de las empresas en los CLU agregados y en la exportación total de la economía ayudan a explicar la *paradoja española*. En pocas palabras, una medida de competitividad adecuada debe ser

capaz de captar el rol de las empresas y su heterogeneidad.

## La importancia de la heterogeneidad empresarial en la medición de los costes laborales unitarios

En esta sección se analiza en qué medida la evolución del coste unitario del trabajo captura la heterogeneidad de las empresas en un país. Descomponemos la evolución de los CLU de cuatro países europeos, utilizando los datos a nivel de empresa en la base de datos combinada EFIGE – Amadeus<sup>1</sup>. El ejercicio analiza si la evolución agregada de los CLU entre los años 2002 y 2007 refleja adecuadamente la evolución de la misma variable para las empresas individuales<sup>2</sup>.

Para ello, se calcula a nivel de empresa un cambio ponderado de los CLU como:

<sup>1</sup> El diseño, construcción y ejecución de la base de datos EFIGE ha sido una de las principales tareas del proyecto EFIGE, *Las empresas europeas en una economía global: políticas internas para competitividad externa*. Esta base de datos es la primera que ofrece información detallada y comparable para siete países europeos, Alemania, Austria, Francia, Hungría, Italia, España y Reino Unido, sobre las características de sus empresas manufactureras, con un énfasis importante en las actividades de internacionalización. Para incrementar la utilidad de la encuesta, se ha unificado con la base de datos de Amadeus, proporcionada por el Bureau van Dijk, que ofrece datos de la balanza de pagos. Para más detalles, se puede consultar la página web [www.efige.org](http://www.efige.org).

<sup>2</sup> Desafortunadamente, la cobertura de Amadeus para Alemania no permite usar toda la muestra 2001-2009.

$$ULC_{t+1} - ULC_t = \sum_{i \in I_{t+1}} ms_{i,t+1} ulc_{i,t+1} - \sum_{i \in I_t} ms_{i,t} ulc_{i,t}, \quad (1)$$

donde  $ulc_{i,t}$  es el CLU de una empresa determinada  $i$  en el momento  $t$  y  $ms_{i,t}$  es su cuota de mercado en ese momento. Los componentes de la media ponderada se descomponen de la siguiente manera, de acuerdo con la descomposición de Laspeyres:

$$\begin{aligned} ULC_{t+1} - ULC_t &= \sum_{i \in I_{t+1}} ms_{i,t+1} ulc_{i,t+1} - \sum_{i \in I_t} ms_{i,t} ulc_{i,t} \quad (2) \\ &= \underbrace{\sum_{i \in I} ms_{i,t} (ulc_{i,t+1} - ulc_{i,t})}_{\text{Cuotas constantes}} \\ &\quad + \underbrace{\sum_{i \in I_t} ulc_{i,t} (ms_{i,t+1} - ms_{i,t})}_{\text{Reasignación}} \\ &\quad + \underbrace{\sum_{i \in I} (ms_{i,t+1} - ms_{i,t}) (ulc_{i,t+1} - ulc_{i,t})}_{\text{Interacción}} \\ &\quad + \underbrace{\sum_{i \in I_{t+1}/I} ms_{i,t+1} ulc_{i,t+1} - \sum_{i \in I_t/I} ms_{i,t} ulc_{i,t}}_{\text{Entrada-Salida}} \end{aligned}$$

El primer elemento recoge, tomando la distribución de cuotas de mercado domésticas iniciales como fija, la importancia de la evolución media de los CLU a nivel de empresa (*cuotas constantes*). Un signo positivo implicaría una pérdida relevante en la competitividad a nivel de empresa. El segundo componente mantendría los CLU iniciales constantes y cuantificaría la intensidad de la redistribución de las cuotas de mercado dentro de la economía doméstica (*reasignación*). Un signo negativo implica una reasignación de cuotas de mercado hacia las empresas con CLU iniciales más bajos. El tercer elemento, recogería la interacción de estos dos cambios (*interacción*) y ofrece información acerca de la dinámica subyacente: un signo negativo demostraría que los CLU y las cuotas de mercado se mueven en diferentes direcciones, ya sea porque su actividad se está expandiendo gracias a una reducción de los CLU o porque la importancia de su sector está disminuyendo después de un aumento en los CLU. El

cuarto elemento (*entrada y salida*), es indicativo de la dinámica del mercado que sigue a la eliminación de las barreras que fomentan la entrada, y los choques exógenos que pueden obligar a algunas empresas a salir<sup>3</sup>.

---

*En el periodo previo a la crisis, el cambio en la competitividad de las empresas españolas, vía costes laborales unitarios, fue muy pequeño, siendo más importante el efecto de la reasignación de recursos entre empresas y entre sectores productivos.*

---

Los resultados de esta descomposición se muestran en el cuadro 1. En primer lugar destaca que, en media para el conjunto del período, los CLU reales han disminuido para todos los países, resultado que también se consigue a partir de la base de datos EU-KLEMS. En segundo lugar, el peso de los cambios de competitividad de una empresa dada resulta pequeño, siendo la reasignación de recursos y el efecto interacción los que explicarían cerca del 90 % de la evolución de los CLU para todos los países de la muestra. La intensidad relativa de cada uno diferiría entre países, siendo más importante el efecto reasignación en aquellos países, Francia y Alemania, que presentan un menor crecimiento agregado de los CLU. En tercer lugar, el peso del cambio en la competitividad dentro de las empresas es pequeño, particularmente en Italia y España, donde es 0,17% y -0,21%, respectivamente. En cuarto lugar, el efecto de la interacción tiene el signo deseado, negativo. Desafortunadamente, se puede inferir si es debido a un incremento en la actividad de las empresas gracias a una reducción de sus CLU o a que la importancia de su sector está disminuyendo después de un aumento en los CLU. Finalmente, en el cuadro 2, que muestra cuál hubiese sido la evolución de los CLU relativos a Alemania derivada de cada elemento de la descomposición anterior, se observa que, por ejemplo, la menor reasigna-

<sup>3</sup> Desafortunadamente, la encuesta EFIGE no está diseñada para llevar un registro de entrada y salida de empresas. Por lo tanto, el componente de *entrada y salida* no es más que un residuo del cálculo, y como tal se tendrá en cuenta en la discusión.

Cuadro 1

**Cambios en los CLU de cada país, 2002-2007**

(tasa anualizada, en porcentaje)

	Total	Cuotas constantes	Reasignación	Interacción	Entrada - Salida
Alemania	-3,25	-1,55	-2,69	-0,43	1,42
España	-2,06	-0,21	-1,19	-1,27	0,61
Francia	-2,62	-1,19	-1,87	-0,61	1,06
Italia	-1,38	0,17	-1,35	-1,42	1,22

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 2

**Cambios en los CLU de cada país en relación con Alemania, 2002-2007**

(en porcentaje)

	Total	Cuotas Constantes	Reasignación	Interacción
España	10,82	7,00	7,95	-4,14
Francia	5,22	1,86	4,27	-0,91
Italia	10,37	8,75	6,39	-4,77

Fuente: Elaboración propia.

ción de recursos (en comparación con Alemania) entre 2002 y 2007 habría ocasionado pérdidas de competitividad-coste de alrededor de un 4,3% en Francia, 6,4% en Italia y del 8% en España.

A pesar de que el ejercicio tiene limitaciones ya que solo se analizan empresas manufactureras, trabajos empíricos recientes con datos de empresa y sectoriales muestran que la reasignación de recursos dentro del sector es clave para entender la evolución de los CLU agregados (véase Barba Navaretti *et al.*, 2011).

En la siguiente sección se estima en qué medida las diferencias de productividad agregadas entre Alemania, Francia, Italia y España tienen que ver con una asignación ineficiente de recursos.

### **La mala asignación de recursos: fuente de las diferencias de productividad entre países**

La capacidad de reasignar recursos entre las empresas de la economía tiene un papel muy

importante en la explicación de la evolución de los CLU agregados. Por ello, en esta sección se aplica la metodología de Hsieh y Klenow (2009) para explicar el impacto de la asignación eficiente de los recursos en la productividad y la producción de Alemania, Francia, Italia y España.

Foster, Haltiwanger y Syverson (2005) destacan que, cuando se utilizan los deflatores a nivel de industria, las diferencias en los precios específicos de las empresas se muestran en la medida habitual de la productividad total de los factores (TFP) de la empresa. En particular, distinguen entre "productividad física", que denotan TFPQ, y "productividad de ingresos", que ellos llaman TFPR. El uso de un deflactor específico de la empresa produce TFPQ, mientras que utilizando un deflactor para la industria obtenemos TFPR.

La distinción entre la productividad física y la productividad de ingresos es vital también en este estudio. Como Hsieh y Klenow (2009), se asume que existen distorsiones específicas que afectan a la producción y al capital total de las empresas. Denominaremos distorsiones de la producción

( $\tau_y$ ), a aquellas que aumentan los productos marginales del capital y el trabajo en la misma proporción, mientras que las distorsiones que elevan el producto marginal del capital relativo al del trabajo serán las distorsiones de capital ( $\tau_k$ ). Como resultado de estas distorsiones, las empresas producen cantidades diferentes de lo que dictaría su productividad, y también inducen diferencias en las ratios de capital-trabajo que utilizan. A diferencia de la TFPQ, la TFPR no varía entre las empresas de una misma industria a menos que se vean afectadas por distorsiones en su capital, trabajo y/o producción.

En ausencia de distorsiones, el marco teórico predice que todas las empresas dentro de un sector tienen el mismo margen de ganancia y por lo tanto la misma TFPR. Sin distorsiones, se observaría una mayor asignación de mano de obra y capital a las empresas con mayor TFPQ, y su mayor producción se traduciría en precios más bajos, y por lo tanto la TFPR sería exactamente igual a la de empresas más pequeñas. No obstante, la TFPR es proporcional a la media geométrica de los productos de ingreso marginal de la empresa de trabajo y capital:

$$TFPR_{si} \alpha \frac{(1 + \tau_{k_{si}})^{\alpha_s}}{1 - \tau_{y_{si}}}, \quad (3)$$

donde  $s$  denota el sector,  $i$  la empresa y  $\alpha_s$  es la elasticidad del capital. Por ello, una TFPR alta a nivel de empresa es una señal de que la empresa se enfrenta a barreras que aumentan los productos marginales del trabajo y del capital, lo que hace a la empresa más pequeña de lo óptimo. Por consiguiente, la variación de TFPR dentro de un sector será una medida de la mala asignación.

Con el fin de determinar las ganancias de una asignación eficiente de los recursos, calculamos la producción "eficiente" en cada país, y la comparamos con los niveles de producción actuales. Si no se producen distorsiones a nivel empresarial,

la TFPR es equivalente para todas las empresas dentro de un sector. En consecuencia, para cada sector se calcula la proporción de la TFP real entre la TFP eficiente, y luego agregamos esta relación entre los distintos sectores utilizando una función Cobb – Douglas:

$$\frac{Y}{Y_{\text{eficiente}}} = \prod_{s=1}^S \left[ \sum_{i=1}^{M_s} \left( \frac{A_{si}}{A_s} \frac{TFPR_s}{TFPR_{si}} \right)^{\sigma-1} \right]^{\frac{\theta_s}{\sigma-1}}. \quad (4)$$

Para calcular los efectos de la mala asignación de recursos, se determinan los parámetros clave: las ratios de trabajo y capital, y las distorsiones específicas a nivel de empresa; utilizando información de las empresas de Alemania, España, Francia e Italia de la base de datos EFIGE – Amadeus.

En particular, respecto a la industria (nivel de cuatro dígitos), la edad (basada en el año de nacimiento informado), el pago de salarios, los ingresos, el valor de las exportaciones, y el capital social. Para la entrada de mano de obra se utiliza la masa salarial de la empresa. El capital social se define como el valor contable del capital fijo menos su depreciación. Se fija el precio de alquiler del capital (excluyendo distorsiones) en  $R = 0,10$ , teniendo en mente un tipo de interés real del 5% y una tasa de depreciación del 5%. Se asume una elasticidad de sustitución de  $\sigma = 3$ , un valor dentro de las estimaciones clásicas en la literatura comercial y la organización industrial (véase Broda y Weinstein, 2006). Finalmente, se fija la elasticidad de la producción con respecto al capital en cada sector ( $\alpha_s$ ) para ser 1 menos la participación del trabajo en la industria correspondiente en 2008, adoptando las ratios de 2008 como punto de referencia.

Sobre la base de los otros parámetros y los datos de empresa, se infieren las distorsiones y la productividad de cada empresa en cada país-año a partir de las siguientes ecuaciones:<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Antes de calcular las ganancias de nuestra liberalización hipotética, se recorta el 1% de las colas ( $(TFPR_{si} / TFPR_s)$  y  $(TFPQ_{si} / TFPQ_s)$ ) de todos los sectores para que los resultados sean robustos a los valores atípicos. A continuación, se recalculan todas las medidas.

$$1 + \tau_{K_{si}} = \frac{\alpha_s}{1 - \alpha_s} \frac{wL_{si}}{RK_{si}}$$

$$1 - \tau_{Y_{si}} = \frac{\sigma}{\sigma - 1} \frac{wL_{si}}{(1 - \alpha_s) P_{si} Y_{si}} \quad (5)$$

$$A_{si} = \frac{(P_{si} Y_{si})^{\frac{\sigma}{\sigma - 1}}}{K_{si}^{\alpha_s} L_{si}^{1 - \alpha_s}}$$

El cuadro 3 recoge las ganancias en productividad en tanto por ciento en cada país, que se producen al igualar totalmente TFPR través de las

*Una reasignación de recursos entre empresas atendiendo a la productividad de las empresas de cada sector impulsaría la productividad total de los factores de la industria manufacturera española en el año 2008 un 28%.*

empresas en cada sector para los años 2002 a 2008 (véase la ecuación 4), donde las entradas son 100 ( $Y_{\text{eficiente}} / Y - 1$ )<sup>5</sup>. Eliminando todas las barreras, por este cálculo, se impulsaría la TFP agregada en la industria manufacturera en el año 2008 en un 22,7% en Francia, un 27,9% en Alemania, un 43,5% en Italia y un 28,2% en España. Más interesante aún, se observa que entre los años 2002

a 2008, las ganancias de la asignación eficiente disminuyen en Alemania (-8,50%), aumentan en Italia y España (6,93% y 6,97%), y son constantes en Francia (-0,82%). Esto revela que dentro de este período, en Italia y en España la “mala asignación” de los recursos dentro del sector ha aumentado, mientras que en Francia se mantiene constante y en Alemania disminuye.

Un aumento de la “mala asignación” de los recursos de Italia y España, revela un aumento de las distorsiones o barreras a la producción presentes en estos países, lo cual es consistente con su menor capacidad para reasignar las cuotas de mercado hacia las empresas con menor CLU iniciales como se informa en el cuadro 1. Al mismo tiempo, la disminución de la “mala asignación” de los recursos en Alemania también es reflejada por la mayor capacidad de reasignación de cuotas de mercado a empresas con unos CLU iniciales inferiores. Por lo tanto, los resultados de la descomposición en la evolución de los CLU realizados en la sección anterior y una asignación eficiente de los recursos hipotética son complementarios entre sí.

¿Qué implicaciones tienen estas ganancias hipotéticas en productividad para la distribución de las empresas de estos países? En el gráfico 2

Cuadro 3

### Las ganancias de la PTF por igualación de la TFPR dentro de las industrias

Año	Alemania	España	Francia	Italia
2002		21,23	23,55	36,41
2003		21,68	19,29	30,46
2004	36,41	23,30	22,07	32,75
2005	31,90	24,66	22,43	30,46
2006	32,30	24,70	23,88	32,97
2007	33,25	28,71	20,95	34,54
2008	27,92	28,20	22,74	43,34
$\Delta_{2008-2002}$	-8,50	6,97	-0,82	6,93

Fuente: Elaboración propia.

<sup>5</sup> En el cuadro 3, para Alemania sólo se informa de las ganancias hipotéticas de una eficiente asignación de los recursos correspondientes a los años 2004 a 2008, en lugar de 2002 a 2008, debido a la mala cobertura de Alemania mencionada anteriormente.

se traza la distribución “eficiente” frente a la distribución de tamaño real de las empresas en el año 2008, donde el tamaño se mide como el valor añadido de cada empresa.

En todos los países, excepto Alemania, la distribución eficiente hipotética es más dispersa que la real. En particular, en todos los países debería haber menos empresas medianas y más empresas pequeñas y grandes. Es de sobra sabido que hay barreras que impiden el crecimiento de las empresas y por lo tanto hay una proporción mucho menor de ellas en todas las economías, y esta diferencia es particularmente mayor en países menos competitivos (Rubini *et al.*, 2012). Sin embargo, este ejercicio revela además que debería haber más empresas pequeñas, y que parte

de los recursos utilizados por empresas medianas deberían ser destinados a la creación de nuevas empresas. Hsieh y Klenow (2009) encuentran

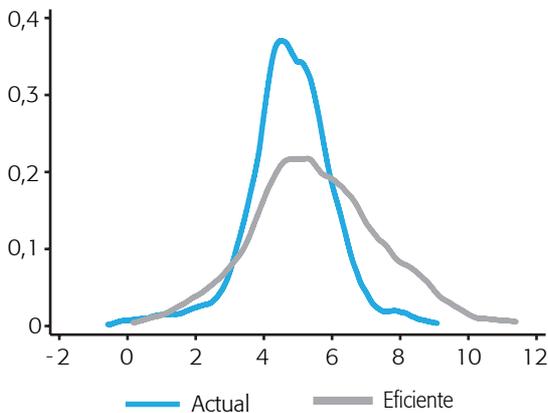
*Las hipotéticas ganancias de productividad mediante una mejor asignación de recursos entre empresas revelan que debería haber más empresas grandes, pero también más empresas pequeñas ya que parte de los recursos utilizados por empresas medianas deberían ser destinados a la creación de nuevas empresas.*

predicciones similares para su análisis de China, India y Estados Unidos, lo que sugiere que la

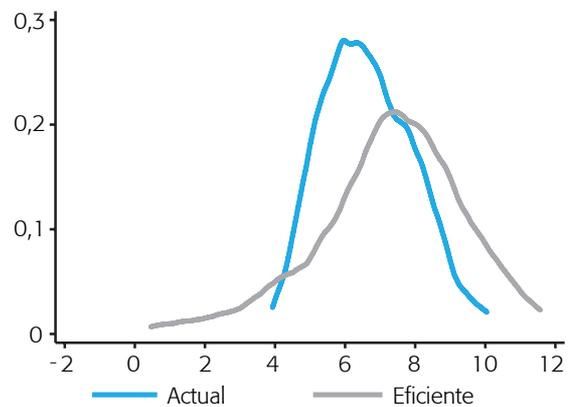
Gráfico 2

### Distribución de tamaño de la empresa (2008)

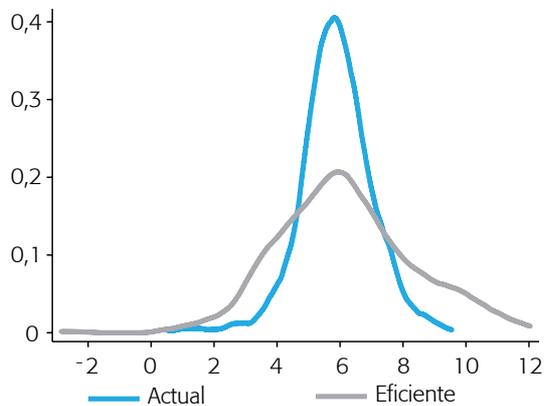
(a) Francia



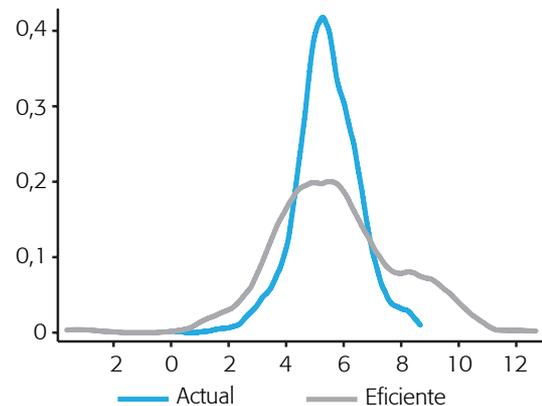
(b) Alemania



(c) Italia



(d) España



Fuente: Elaboración propia.

forma de la distribución eficiente de acuerdo al tamaño de la empresa es robusta entre países.

En Alemania, la distribución eficiente es más dispersa, pero se observa un desplazamiento hacia la derecha en la distribución en lugar de un aplanamiento como ocurre en los demás países. La razón de este comportamiento diferente en Alemania se encuentra probablemente en el sesgo en la distribución del tamaño de las empresas alemanas presentes en el conjunto de datos Amadeus<sup>6</sup>. De ahí la explicación de por qué no hay un aplanamiento en la distribución eficiente y el ejercicio predice que un gran grupo de las empresas de tamaño medio en términos de producción debería incrementar su tamaño.

Estos ejercicios no tienen en cuenta errores de medición o de modelo, que podrían llevarnos a exagerar las ganancias derivadas de una mejor asignación de recursos. Por ello, en Crespo y Segura-Cayuela (2014), se realiza un análisis más exhaustivo con otras especificaciones del modelo y pruebas de robustez a los parámetros. Los resultados son consistentes – el aumento de una “mala asignación” de los recursos en Italia y España se ve reflejado en una mala evolución de los CLU.

## Conclusiones

A pesar de su relevancia para diferentes facetas del análisis económico, la medición empírica de la competitividad se enfrenta a ciertas restricciones derivadas de la propia indefinición de un concepto que se utiliza de forma diferente en función del contexto, y a la insuficiencia de indicadores desagregados que permitan captar adecuadamente la amplia gama de factores relevantes a estos efectos.

En este trabajo, se ha analizado la capacidad de la evolución del coste laboral unitario agregado para capturar el cambio en la competitividad de un país. Este análisis pone de manifiesto la necesidad de abrir las “cajas negras”, que son a menudo los indicadores macroeconómicos, a través del uso de datos a nivel de empresa para

entender claramente los factores que impulsan su evolución. Se ha mostrado también evidencia que apuntaría que la pérdida de competitividad de la economía española durante los últimos años no parece producirse entre las empresas más grandes y con mayor presencia en el comercio internacional, sino que podría ser principalmente el resultado de una falta de flexibilidad para proceder a una reasignación eficiente de recursos entre sectores y entre empresas. En un intento preliminar por avanzar por esta vía, los resultados sugieren que una asignación eficiente de los recursos aumentaría la productividad agregada del sector manufacturero en 2008 un 22,7% en Francia, un 27,9% en Alemania, un 43,5 % en Italia y un 28,2% en España.

Desde esta perspectiva, la mejora de la competitividad en los países europeos requeriría reformas de calado en la política de competencia y en el mercado de trabajo, que presentan rigideces que retardan o impiden una asignación eficiente de los recursos.

## Referencias

- ALTOMONTE, C.; AQUILANTE, T., y G. OTTAVIANO (2012), “The triggers of Competitiveness: The EFIGE cross-country report”, *Bruegel Blueprints* 17.
- ANTRÁS, P.; SEGURA-CAYUELA, R., y D. RODRÍGUEZ-RODRÍGUEZ (2010), Firms in International Trade, with an Application to Spain, En: *Series Invited Lecture at the XXXV Simposio de la Asociación Española de Economía*.
- BARBA-NAVARETTI, G.; BUGAMELLI, M.; SCHIVARDI, F.; ALTOMONTE, C.; HORGOS, D., y D. MAGGIONI (2011), “The Global Operations of European Firms – The Second EFIGE Policy Report”, *Bruegel Blueprints* 581.
- Bernard, A.B., y J.B. Jensen (1999), “Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect or both?”, *Journal of International Economics* 47(1): 1-25.
- BRODA, C., y D.E. WEINSTEIN (2006), “Globalization and the Gains from Variety”, *The Quarterly Journal of Economics* 121(2): 541-585.

<sup>6</sup> Las pequeñas empresas en términos de empleo están muy poco representadas.

- CLERIDES, S.K.; LACH, S., y J.R. TYBOUT (1998), "Is Learning by Exporting Important? Mycro-dynamic Evidence from Colombia, Mexico and Morocco", *The Quarterly Journal of Economics* 113(3): 903-947.
- CRESPO, A. (2014), "Essays in trade, innovation and productivity", *Estudios de la Fundación*, Serie Tesis 72, Funcas.
- CRESPO, A., y R. SEGURA-CAYUELA (2014), "Understanding Competitiveness", *EUI Working Paper MWP* 2014/20.
- Foster, L.; Haltiwanger, J., y C. Syverson (2008), "Reallocation, Firm Turnover, and Efficiency: Selection on Productivity or Profitability?", *American Economic Review* 98(1): 394-425.
- HSIEH, C.T., y P.J. KLENOW(2009), "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India", *The Quarterly Journal of Economics* 124(4): 1403-1448.
- KRUGMAN, P. (1994), "Competitiveness: A Dangerous Obsession", *Technical Report, Foreign Affairs*, vol. 73(2).
- PORTER, M.E. (1990) *The Competitive Advantage of Nations*, Free Press, New York.
- RUBINI, L.; DESMET, K.; PIGUILLEM, F., y A. CRESPO (2012), "Breaking down the Barriers to Firm Growth in Europe: The fourth EFIGE Policy Report", *Bruegel Blueprint* nº18.

# Imposición efectiva por impuesto de sociedades en España: comparativa europea

José Félix Sanz\*, Desiderio Romero\*\* y Begoña Barruso\*\*\*

**Este artículo actualiza hasta 2013 un Estudio de la Fundación publicado en 2011 por los mismos autores. Se presenta una comparativa de los distintos tipos impositivos soportados por la inversión corporativa española y los homólogos sostenidos por el resto de países de la Unión Europea. El análisis recoge la situación anterior a la reciente reforma del impuesto de sociedades. El análisis comparado muestra que en España los tipos estatutario, medio efectivo y marginal efectivo han sido muy elevados, por lo que era necesario reformar en profundidad la estructura del impuesto de sociedades español.**

De manera inadecuada, incluso hoy en día, el debate cotidiano sobre “lo apropiado o inapropiado” de los niveles de imposición de las sociedades suele centrarse exclusivamente en la magnitud del tipo nominal o estatutario del impuesto. Esta práctica que, desafortunadamente, la alimentan incluso algunos expertos tributarios y fiscalistas, es incorrecta y puede inducir a errores valorativos muy importantes, alentando la prescripción de nocivas medidas de política económica. Identificar el nivel de imposición de los beneficios societarios con el tipo nominal implica obviar otros elementos que inciden en la factura fiscal devengada por los beneficios empresariales. En concreto, además del tipo nominal, la carga impositiva soportada por los beneficios también depende, entre otros factores, de cómo se cuantifique la base imponible y de la existencia y magnitud de deducciones, bonificaciones o créditos fiscales. De hecho, estos

otros elementos tributarios pueden tener una incidencia sobre la magnitud del impuesto pagado incluso mayor que la producida por el propio tipo estatutario. Por otro lado, entre el tipo nominal y estos otros elementos tributarios –amortizaciones fiscalmente admisibles, tratamiento dispensado a las fuentes de financiación utilizadas y beneficios fiscales explícitos concedidos– se producen interacciones que deben ser tenidas en cuenta a la hora de valorar la carga fiscal generada.

Afortunadamente, los trabajos seminales de Jorgenson (1963) y Hall y Jorgenson (1967) dieron origen a un concepto de vital importancia en el estudio de la fiscalidad y su incidencia en la cuantía y composición de la inversión en activos fijos: el *tipo impositivo efectivo*. Este artilugio analítico originó desde sus inicios una gran cantidad de trabajo teórico y empírico constituyéndose, por

\* Universidad Complutense de Madrid.

\*\* Universidad Rey Juan Carlos.

\*\*\* Universidad San Pablo - CEU.

sí mismo, en otro concepto de éxito indiscutible a la hora de escudriñar la relación entre inversión empresarial e impuestos. En este artículo se ofrece una comparativa a lo largo del tiempo de las tres nociones de tipo impositivo siguientes: los *tipos nominales*, los *tipos marginales efectivos à la King* y Fullerton (1984) y los *tipos medios efectivos* propuestos por Devereux y Griffith (1998a, 1998b) (una descripción detallada puede encontrarse en Sanz *et al.*, 2011). La comparativa que se presenta se limita al análisis del impuesto sobre sociedades básico, es decir aquel al que se enfrentan la generalidad de contribuyentes del impuesto de sociedades, obviándose situaciones o tratamientos fiscales especiales –como, por ejemplo, la concesión de deducciones limitadas a determinadas actividades o la existencia de tratamientos fiscales dirigidos a sectores o ámbitos geográficos restringidos–.

---

*Este enfoque consiste en calcular los tipos efectivos, medios o marginales, de un hipotético proyecto de inversión al que se le computan las cargas fiscales futuras que se derivarían de su puesta en marcha en el proceso productivo.*

---

Tanto los tipos marginales efectivos de King-Fullerton como los tipos medios efectivos de Devereux-Griffith siguen una aproximación *looking-forward*, que es la correcta a la hora de evaluar la incidencia del impuesto de sociedades sobre las decisiones marginales de inversión. Este enfoque consiste en calcular los tipos efectivos, medios o marginales, de un hipotético proyecto de inversión al que se le computan las cargas fiscales futuras que se derivarían de su puesta en marcha en el

proceso productivo<sup>1</sup>. Existen, no obstante, otras nociones de tipo efectivo definidas, habitualmente, como simple cociente de cuotas y bases gravadas correspondientes a ejercicios ya vencidos. Por tanto, esta última noción de tipo efectivo no es en modo alguno la apropiada para evaluar los efectos incentivo del sistema fiscal sobre las decisiones futuras de inversión por lo que no serán computadas en este trabajo. De hecho, lo que realmente miden los tipos efectivos así definidos es la carga fiscal media soportada por los activos fijos ya instalados en la empresa en ejercicios anteriores (aproximación *backward-looking*)<sup>2</sup>. En resumen, el enfoque *looking-forward* seguido tanto por King-Fullerton como por Devereux-Griffith es el único apropiado para analizar el impacto del sistema fiscal sobre las decisiones futuras de inversión que son el objeto de este trabajo.

Seguidamente, la sección 2 ofrece una breve discusión sobre los conceptos de tipo estatutario, tipo medio efectivo de Devereux-Griffith y de tipo marginal efectivo de King-Fullerton. La sección 3 muestra un análisis comparado de los tipos efectivos existentes en los países de la UE-27 durante el período 1996 a 2013. Para finalizar, la sección 4 ofrece una discusión para el año 2013 de las tres categorías de tipos impositivos, prestando especial atención a la situación de España.

## Los distintos márgenes de distorsión del impuesto sobre sociedades

Quizás, desde la perspectiva tributaria empresarial, el factor más relevante acontecido en los últimos tiempos haya sido la globalización de la actividad económica empresarial y la consecuente

<sup>1</sup> Frente a este enfoque marginalista, la aproximación alternativa, conocida como enfoque *backward-looking*, determina los niveles de imposición efectiva soportados por una inversión a partir del historial impositivo de las inversiones preexistentes. Un buen ejemplo de esta clase de tipo impositivo que mira hacia atrás es el que se obtiene como el simple cociente de la cuota y la base liquidable. Evidentemente, esta aproximación metodológica que “mira hacia atrás” da origen a un concepto de tipo efectivo que no tiene por qué ser determinante de las decisiones de inversión futuras, ya que lo que realmente refleja es la carga fiscal soportada por el capital ya instalado, cuya magnitud muy probablemente no coincida con la que soportaría un teórico proyecto de inversión futuro.

<sup>2</sup> En este sentido, las series de recaudación proporcionadas por la Agencia Tributaria revelan que el cociente entre cuotas devengadas por impuesto de sociedades y el resultado contable positivo está muy por debajo del tipo estatutario (por ejemplo, 9,87% en 2010; 11,44% en 2011; 14,74% en 2012 y 12,92% en 2013).

generalización de los flujos internacionales de capitales y beneficios. Atraer la inversión foránea y determinar dónde y cómo generar los beneficios empresariales son algunos de los interrogantes que mayor atención ha generado este nuevo escenario internacional. El análisis de Auerbach *et al.* (2010) contenido en el ya famoso *Informe Mirrlees* nos permite llamar la atención sobre los distintos márgenes en los que la fiscalidad empresarial es susceptible de distorsionar la toma de decisiones de una empresa multinacional. Estos autores identifican cuatro fases en la toma de decisiones de las empresas que realizan inversiones multinacionales, cada una de ellas influenciada por tipos impositivos distintos:

- En primer lugar, la empresa debe tomar la decisión (discreta) sobre dónde producir: en el extranjero o internamente. Normalmente, si decide invertir internamente se enfrentará al impuesto de sociedades para residentes mientras que si opta por producir foráneamente afrontará el impuesto sobre sociedades del país donde se establezca, que probablemente incorpore impuestos adicionales por repatriación de dividendos. Desde un punto de vista impositivo, la estrategia de inversión dominante será aquella que genere una mayor *rentabilidad neta de impuestos*. Por tanto, la decisión sobre la localización internacional de una inversión se encuentra afectada por el concepto de tipo medio efectivo.
- Si la empresa optase por producir en el extranjero, la siguiente decisión sería elegir dónde (en qué país) localizar la producción. Esta segunda decisión, también de carácter discreto, estaría guiada igualmente por la rentabilidad neta de impuestos y, en consecuencia, influenciada fiscalmente por la magnitud del tipo medio efectivo.
- La tercera decisión se corresponde con el modelo de inversión tradicional de la literatura

económica: dada una localización específica, la empresa debe determinar la escala (tamaño) de su inversión. Esta es una decisión marginal. La inversión deberá llevarse a cabo hasta que la productividad marginal del capital iguale al coste de capital. La influencia de la fiscalidad sobre esta tercera fase debe medirse a través de la influencia del impuesto sobre el coste de uso del capital, que captura el tipo marginal efectivo.

- La cuarta y última decisión es dónde asignar los beneficios. Una vez se han generado beneficios gravables, la empresa puede tener la opción de elegir el lugar donde asignarlos —que necesariamente no tiene por qué coincidir con el lugar donde se generaron—. Normalmente, las multinacionales suelen disponer de cierta discrecionalidad para asignar su beneficio mundial. Este trasvase de bases liquidables busca transferir rentas desde los países más gravosos fiscalmente hacia aquellos otros con cargas fiscales más livianas. Los mecanismos para realizar estas reasignaciones son variados aunque los dos más conocidos son el endeudamiento dentro del grupo empresarial y los precios de transferencia de

---

*El problema decisorio en las empresas es intrínsecamente heterogéneo y cada ámbito de decisión empresarial se encuentra influenciado por una medida distinta de imposición efectiva.*

---

los bienes o servicios intermedios<sup>3</sup>. Desde el punto de vista impositivo, la decisión de asignación del beneficio viene condicionada por la magnitud del tipo estatutario. Dado que es plausible asumir que las empresas apuran todos los beneficios fiscales a los que tienen derecho, la diferencia entre distintas jurisdicciones fiscales se limita a las diferencias de los tipos estatutarios que apliquen.

<sup>3</sup> Evidentemente, estos mecanismos artificiales de manipulación de las bases liquidables de las grandes multinacionales suelen toparse en los códigos fiscales con *cláusulas antielusión* que dificultan su implementación. No obstante, estas limitaciones legales no suelen ser operativas por la dificultad de probarlas y por los costes de administración que conllevan, especialmente en administraciones tributarias poco desarrolladas.

De todo lo anterior se deduce, por tanto, que el problema decisorio en las empresas es intrínsecamente heterogéneo y que cada ámbito de decisión empresarial se encuentra influenciado por una medida distinta de imposición efectiva. En concreto, las dos decisiones discretas iniciales (decisiones de localización geográfica) se ven influenciadas por el tipo medio efectivo, mientras que la decisión respecto de la escala del proyecto lo es en términos de tipo marginal efectivo. Por último, el concepto de tipo de gravamen relevante para asignar territorialmente el beneficio generado es el tipo estatutario.

Desde un punto de vista asignativo, esta distinción conceptual de tipos impositivos es de vital importancia porque hace del diseño del impuesto empresarial una tarea extremadamente complicada. Así, por ejemplo, prescribir diseños que aseguren un tipo marginal efectivo nulo no asegura que el diseño propuesto sea neutral en términos de tipo medio efectivo o estatutario. La neutralidad absoluta exigiría que todo proyecto de inversión soportase un tipo efectivo marginal, medio y estatutario igual en todas las jurisdicciones fiscales. Como puede imaginarse, al margen de la complejidad técnica que tal diseño conllevaría, su puesta en marcha exigiría un grado de cooperación internacional más allá de lo que razonablemente cabe esperar.

La ausencia de incentivos para la coordinación impositiva alienta la competencia fiscal. En línea con la discusión precedente, esta competencia fiscal puede darse en términos de niveles de imposición media efectiva (para atraer capital), en términos de carga marginal efectiva (para influir en el tamaño del proyecto de inversión) o en relación con la magnitud de los tipos estatutarios del impuesto (si lo que se pretende es captar bases liquidables de empresas multinacionales ya establecidas). Es decir, los gobiernos tienen diferentes márgenes sobre los que competir con efectos muy dispares sobre la economía real y sobre la recaudación impositiva. El dominio por parte de los *policy makers* de esta sutileza semántica a la hora de hablar de niveles de imposición minimizarían muchos errores que se producen en el diseño

de los impuestos que gravan la inversión productiva, y que tan importante incidencia tiene sobre el crecimiento de las economías nacionales.

## Dinámica de la imposición efectiva en la Unión Europea: análisis comparado

Los gráficos 1 a 4 ofrecen una ilustración de la dinámica de los tipos efectivos para el período 1996 a 2013. El gráfico 1a muestra el tipo medio efectivo agregado a la Devereux-Griffith (AETR) mientras que el gráfico 1b ofrece los resultados del tipo marginal efectivo propuesto por King-Fullerton (EMTR). Ambos tipos agregados han sido computados como la media aritmética resultante de la inversión en tres activos representativos: edificios, maquinaria y equipos informáticos. Los resultados específicos del AETR para cada uno de esos proyectos de inversión pueden verse en los gráficos 2a, 3a y 4a. Por su parte, los gráficos 2b, 3b y 4b ofrecen los resultados del EMTR para esos mismos bienes.

De acuerdo a lo expuesto en la sección anterior, los países con valores más elevados de AETR serán menos atractivos para atraer inversión a su territorio. La información contenida en el gráfico 1a muestra que desde 1997 los tipos medios efectivos existentes en España han sido superiores a las medias tanto de la UE-15 como de la UE-12. Para España, el promedio de esos dieciocho años fue del 26,82%. Este valor es muy superior al valor promedio de la UE-15 que fue del 12,41%. Durante esas casi dos décadas, el tipo medio efectivo tanto de España como de la UE-15 ha estado muy alejado del promedio de la UE-12 cuyo valor (negativo) se situó en el -20,6%. Estos resultados indican que, en España, el valor presente de un euro de beneficio antes de impuestos generado por un proyecto de inversión soportó 26,82 céntimos de euro de impuesto de sociedades. La carga soportada por un proyecto de inversión equivalente en la UE-15 fue en media de 12,41 céntimos de euro. En resumen, en términos comparados, la estructura del impuesto de sociedades vigente en España durante el período ana-

Gráfico 1a  
Tipo medio efectivo (Devereux-Griffith)

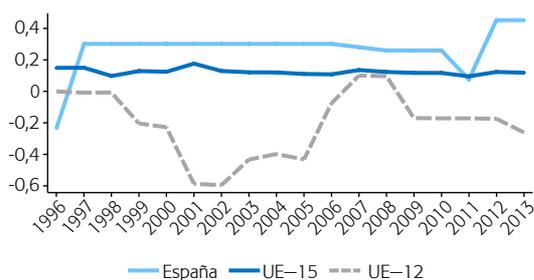


Gráfico 1b  
Tipo marginal efectivo (King-Fullerton)

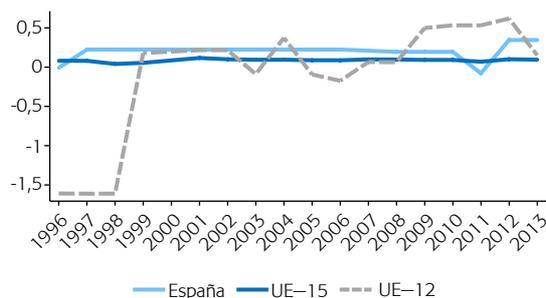


Gráfico 2a  
Tipo medio efectivo (Devereux-Griffith), edificios

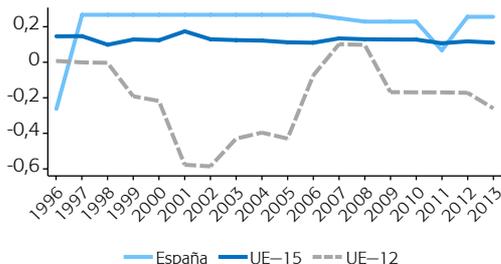


Gráfico 2b  
Tipo marginal efectivo (King-Fullerton), edificios

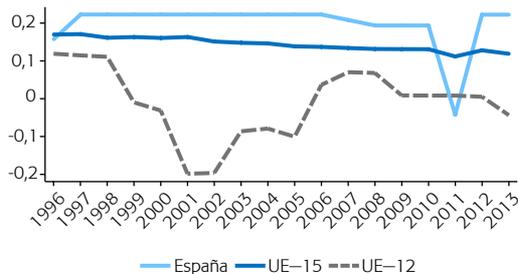


Gráfico 3a  
Tipo medio efectivo (Devereux-Griffith), maquinaria

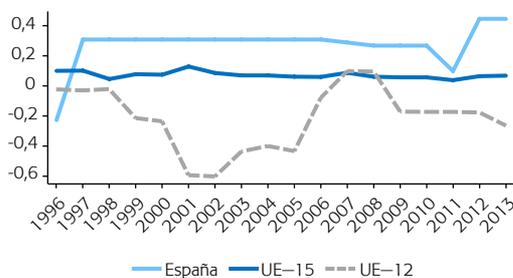


Gráfico 3b  
Tipo marginal efectivo (King-Fullerton), maquinaria

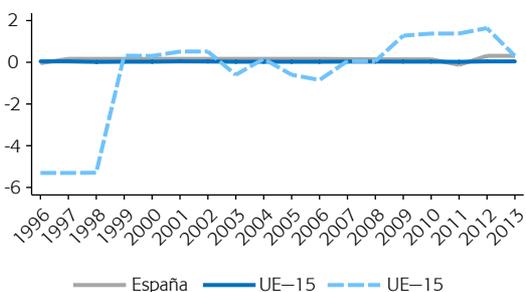


Gráfico 4a  
Tipo medio efectivo (Devereux-Griffith), equipos informáticos

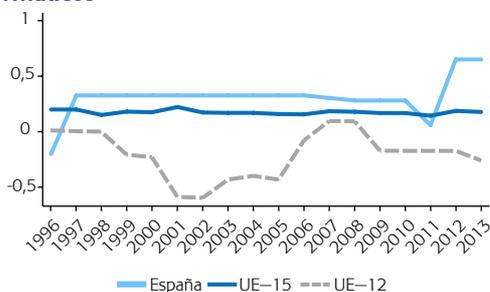
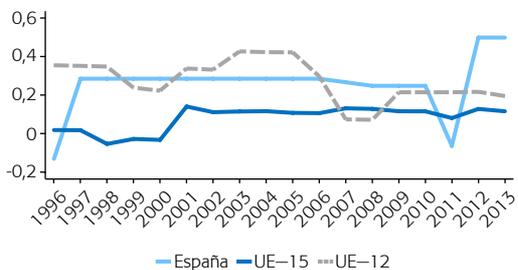


Gráfico 4b  
Tipo marginal efectivo (King-Fullerton), equipos informáticos



Fuente: Elaboración propia a partir de *European Tax Handbook*.

lizado ha penalizado fuertemente la atracción de inversión. Esta conclusión es mucho más evidente cuando comparamos los resultados con la media de la UE-12 cuyo EATR resulta negativo indicando que los proyectos de inversión se encuentran subvencionados.

---

*En España, el valor presente de un euro de beneficio antes de impuestos generado por un proyecto de inversión soportó 26,82 céntimos de euro de impuesto de sociedades. La carga soportada por un proyecto de inversión equivalente en la UE-15 fue en media de 12,41 céntimos de euro.*

---

El tipo marginal efectivo de King-Fullerton resulta de gran utilidad para hacer comparaciones, tanto nacionales como internacionales, de la carga fiscal que en el margen soporta un euro marginal de inversión. De acuerdo a lo expuesto en la sección anterior, un proyecto marginal de inversión será más atractivo cuanto más bajo sea su EMTR. Como se puede ver en el gráfico 1b, el promedio del EMTR existente en España en los años 1996 a 2013 es claramente superior al de la UE-15. Concretamente, el promedio del citado período se situó en España en el 0,201 frente al 0,085 de

---

*La configuración del impuesto de sociedades penalizaba especialmente la inversión en maquinaria y equipos informáticos cuya carga fiscal era claramente superior a la media de la UE.*

---

la UE-15 y el -0,13 de la UE-12. Por activos, el sistema tributario español ha penalizado especialmente a los equipos informáticos con un valor promedio del 0,259 seguido de edificios (0,199) y de la maquinaria (0,150). El análisis comparado muestra que la maquinaria ha recibido en promedio un tratamiento mucho más desfavorable en España que en la media de la UE-15 (0,150 frente a 0,033). En el caso de los edificios las diferencias han sido menores (0,199 frente a 0,144). Los

promedios del EMTR observados para edificios y maquinaria han sido muy inferiores en la UE-12 presentando valores negativos (-0,010 para edificios y -0,553 para la maquinaria). El signo negativo indica que los proyectos de inversión han sido subvencionados en lugar de soportar carga impositiva positiva.

El análisis comparado realizado para el período 1996 a 2013 permite extraer tres conclusiones sobre la estructura del impuesto de sociedades vigente en esos años en España. Primero, la configuración del impuesto ha sido poco atractiva para atraer nueva inversión. Segundo, su estructura ha tenido un marcado carácter distorsionante penalizando especialmente la inversión en maquinaria. Por último, en términos comparativos, ha introducido una carga fiscal sobre los proyectos de inversión materializados en edificios, maquinaria o equipos informáticos claramente superior a la media de la UE-15 y de la UE-12. Estos resultados ofrecían claros argumentos para reformar la estructura del impuesto de sociedades con el objeto de mejorar tanto la neutralidad como la capacidad para atraer inversión.

## Situación en 2013

Para el año 2013, el cuadro 1 ofrece información tanto del tipo nominal como de los tipos efectivos, EATR y EMTR, en los países de la Unión Europea. La información se muestra separada para países de la UE-15 y de la UE-12. A partir de esta información, el cuadro 2 muestra el *ranking* que ocupan los 27 países en cada uno de esos tres tipos que han sido ordenados de forma descendente (la posición 1 corresponde al país con el tipo más elevado). De este modo, Francia tiene el tipo estatutario más alto de la UE-27 mientras que España tiene los tipos efectivos (tanto medio como marginal) más elevados. La información recogida en los cuadros 1 y 2 permiten extraer las siguientes conclusiones para el caso español:

- El tipo nominal vigente en España en 2013 era uno de los más elevados de la UE-27 (30%) solamente superado por Bélgica

(34%), Malta (35%) y Francia (36%). No obstante, la reforma del impuesto recientemente aprobada ha reducido el tipo estatutario general al 28% en 2015 y al 25% en 2016. Para las multinacionales, la existencia de un tipo estatutario tan elevado en España genera incentivos a transferir beneficios hacia filiales que estén situadas en otros países de la UE-15 con tipos más bajos como Irlanda (13%), Italia (16%) o Alemania (16%) así como a cualquiera de los países de la UE-12 (con la excepción de Malta).

*Para las multinacionales, la existencia de un tipo estatutario tan elevado en España genera incentivos a transferir beneficios hacia filiales que estén situadas en otros países de la UE-15 con tipos más bajos como Irlanda (13%), Italia (16%) o Alemania (16%).*

- España tenía en 2013 el tipo medio efectivo (AETR) más elevado de la UE-27. El valor computado (0,453) está muy por encima tanto de la media de la UE-15 (0,118) como de la UE-12 (0,097). Puede afirmarse por tanto que en términos comparativos la actual estructura del impuesto de sociedades vigente en España genera claros desincentivos a localizar la inversión en su territorio. En este sentido, resulta especialmente preocupante el diferencial del AETR computado para España respecto al de los países fronterizos de Portugal y Francia donde los tipos son, respectivamente, 0,187 y 0,247.
- El EMTR existente en España en 2013 era el más elevado de la UE-27. El valor computado para España (0,348) está muy alejado del promedio de la UE-15 (0,096) y de la UE-12 (0,062). En términos comparativos, la carga fiscal soportada por una unidad de inversión realizada en España está entre las más altas de la UE-27.

En resumen, el análisis comparado muestra que en España los tipos estatutario, medio efec-

tivo y marginal efectivo eran muy elevados. El impuesto de sociedades vigente en España antes de la reciente reforma generaba fuertes desincentivos tanto para atraer inversión a su territorio como a que las empresas ya instaladas efectúen

Cuadro 1

## Tipos nominal y efectivos en la UE-27 en 2013

Estados	Tipo nominal	AETR	EMTR
<i>UE-15</i>			
Alemania	16	8,4	5,7
Austria	25	19,7	16,8
Bélgica	34	13,2	1,4
Dinamarca	25	22,1	19,8
<b>España</b>	<b>30</b>	<b>45,3</b>	<b>34,8</b>
Finlandia	26	8,5	1
Francia	36	24,7	18,3
Grecia	26	21,4	18,4
Holanda	25	17,5	12,6
Irlanda	13	11,7	10,2
Italia	16	-3,4	6,2
Luxemburgo	22	-63,3	-41,2
Portugal	27	18,7	14,9
Reino Unido	23	15,5	11,3
Suecia	22	16,9	14
<b>Promedio UE-15</b>	<b>24</b>	<b>11,8</b>	<b>9,6</b>
<i>UE-15</i>			
Bulgaria	10	4,5	2,6
Chipre	10	6,5	0,6
Eslovaquia	23	14,9	11,7
Eslovenia	17	n.a.	n.a.
Estonia	21	0,9	-1,3
Hungría	19	7,2	2,6
Letonia	15	4,6	0,8
Lituania	15	4,9	1,3
Malta	35	23,1	16,8
Polonia	19	13,5	11,3
República Checa	19	13,6	11,3
Rumanía	16	12,8	11,1
<b>Promedio UE-12</b>	<b>18</b>	<b>9,7</b>	<b>6,2</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de *European Tax Handbook*.

Cuadro 2

**Ranking de países según tipos impositivos (2013)**  
**Ordenados según el tipo nominal**

Estados	Tipo nominal	AETR	EMTR
Francia	1	2	4
Malta	2	3	6
Bélgica	3	14	20
<b>España</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Portugal	5	7	7
Finlandia	6	17	22
Grecia	7	5	3
Austria	8	6	5
Dinamarca	9	4	2
Holanda	10	8	9
Eslovaquia	11	11	10
Reino Unido	12	10	12
Suecia	13	9	8
Luxemburgo	14	26	26
Estonia	15	24	25
Hungría	16	19	19
Polonia	17	13	13
República Checa	18	12	11
Eslovenia	19	n.a	n.a
Rumanía	20	15	14
Alemania	21	18	17
Italia	22	25	16
Letonia	23	22	23
<b>Lituania</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
Irlanda	25	16	15
Bulgaria	26	23	18
Chipre	27	20	24

Fuente: Elaboración propia a partir de *European Tax Handbook*.

nueva inversión. Asimismo, introducía incentivos a las multinacionales para transferir rentas generadas en España hacia otros países de la Unión Europea con tipos estatutarios más bajos. Estos resultados

evidencian lo necesaria que era la reforma del impuesto de sociedades llevada a cabo en 2014 que, aunque se movió en la dirección oportuna, lo hizo de modo insuficiente para corregir los importantes sesgos que aún perviven en el impuesto.

**Referencias**

AUERBACH, A.J.; DEVEREUX, M.P., y SIMPSON, H. (2010), "Taxing Corporate Income" in Institute for Fiscal Studies (editor), *Dimensions of Tax Design, The Mirrlees Review*, Oxford University Press.

DEVEREUX, M.P., y GRIFFITH R. (1998a), "Taxes and the Location of Production: Evidence from a Panel of US multinationals", *Journal of Public Economics*, 68(3): 335-367.

— (1998b) "The Taxation of Discrete Investment Choices", Institute for Fiscal Studies, *Working Paper*, 16.

HALL, R.E., y JORGENSEN, D.W. (1967), "Tax Policy and Investment Behavior", *American Economic Review*, vol. 57: 391-414.

International Bureau of Fiscal Documentation (varios años), *European Tax Handbook*, IBFD, Amsterdam.

JORGENSEN, D.W. (1963), "Capital Theory and Investment Behavior", *American Economic Review*, vol. 53, Nº 2: 247-259.

KING M.A., y FULLERTON D. (editors) (1984), *The Taxation of Income from Capital. A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden, and the West Germany*, A National Bureau of Economic Research Monograph. The University of Chicago Press.

SANZ-SANZ, J.F.; ROMERO-JORDÁN, D., y BARRUSO, B. (2011), "Imposición efectiva sobre la rentas del capital corporativo. Medición e interpretación. El impuesto de Sociedades en España y en los países de la Unión Europea en el cambio de milenio", *Estudios de la Fundación*, 51, Madrid: Funcas.

## La deflación en Japón<sup>1</sup>

Lucía Cuadro-Sáez\* e Irene Pablos\*\*

**La economía japonesa ha atravesado una fase de deflación y crecimiento reducido que ha abarcado desde la segunda mitad de los noventa hasta hace dos años, en los que la adopción de una agresiva expansión monetaria ha permitido el retorno de la inflación a registros positivos. Este episodio no fue una simple corrección de precios para mejorar la competitividad de la economía, sino que se transformó en una espiral deflacionista que lastró el crecimiento potencial del país. En este sentido, una de las lecciones más relevantes que se pueden extraer es que cuando el proceso deflacionario se manifestó claramente, ya se había generado una potente inercia en el sentimiento económico, que limitó notablemente la efectividad de los instrumentos tradicionales de la política monetaria. Por ello, la identificación de los factores capaces de desencadenar un escenario adverso de espiral deflacionista cobra gran relevancia. En la actual situación de ausencia de presiones inflacionistas en las principales economías desarrolladas, a pesar del extraordinario impulso monetario inyectado para combatir el impacto de la crisis financiera internacional, resulta de utilidad la experiencia japonesa. Este artículo repasa los principales hitos en la evolución de la economía japonesa en las dos últimas décadas y, a continuación, analiza las posibles causas de la deflación contempladas en la literatura. Al final, se apuntan algunas lecciones que podrían derivarse de esta experiencia histórica.**

### **Evolución económica en Japón desde 1990**

Aunque el IPC de Japón no comenzó a retroceder hasta la segunda mitad de los noventa del

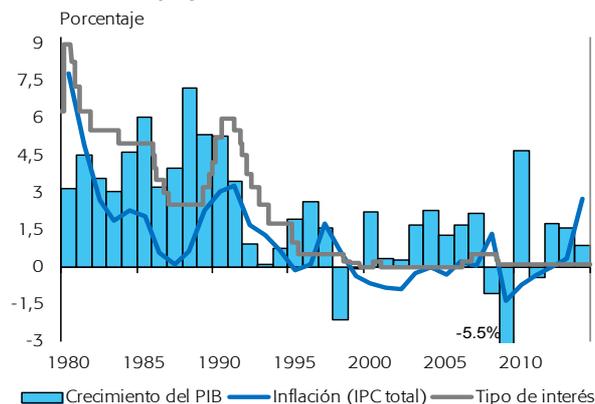
siglo pasado, con frecuencia se ubica el comienzo de la deflación japonesa a inicios de esa década. El fuerte desarrollo económico de Japón en los setenta y ochenta terminó abruptamente cuando ante la insostenibilidad de los desequilibrios gene-

\* Banco de España.

\*\* Banco Central Europeo, en el momento de escribir este artículo la autora trabajaba en el Banco de España.

<sup>1</sup> Las autoras agradecen los valiosos comentarios de Enrique Alberola, Juan Carlos Berganza, Ángel Estrada, Ignacio Hernando, Pilar L'Hotellerie-Fallois, Pedro del Río, Daniel Santabárbara y Javier Vallés. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad exclusiva de sus autoras, y no tienen por qué coincidir con las del Banco de España o las del Eurosistema.

Gráfico 1  
**PIB, inflación y tipo de interés**



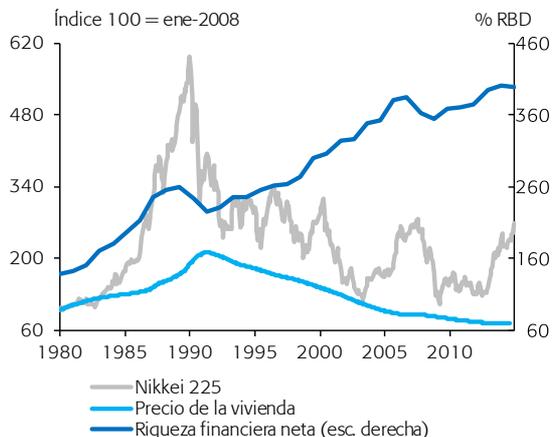
*Nota:* El dato de 2014 corresponde a la previsión del Fondo Monetario Internacional realizada en octubre de ese mismo año.

*Fuentes:* Banco de Japón, Gabinete del Gobierno, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación y Oficina Estadística Nacional.

rados, con una burbuja en los precios de los activos financieros e inmobiliarios, el Banco de Japón (BoJ) aumentó el tipo de interés de referencia en cinco ocasiones entre mayo de 1989 y agosto de 1990, desde el 2,5% hasta el 6% (gráfico 1), con el objetivo de atajar una posible espiral inflacionista y preservar la estabilidad de precios (gráfico 2).

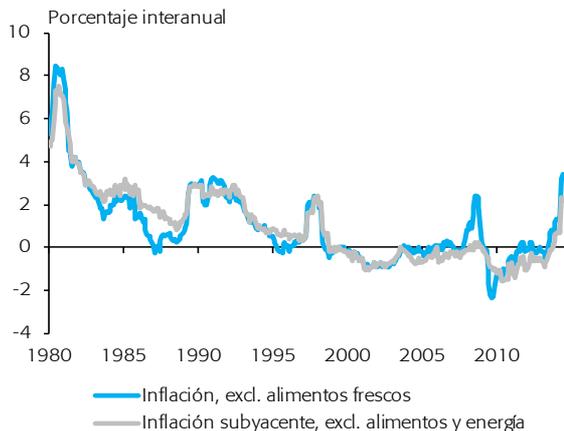
Como resultado, los precios de los activos financieros comenzaron a descender a inicios de 1990, aunque los precios de los activos inmobiliarios tan solo flexionaron entonces, y no comenza-

Gráfico 3  
**Riqueza financiera y precio de la vivienda**



*Fuentes:* Bolsa de Tokio, Japan Real Estate Institute y OCDE.

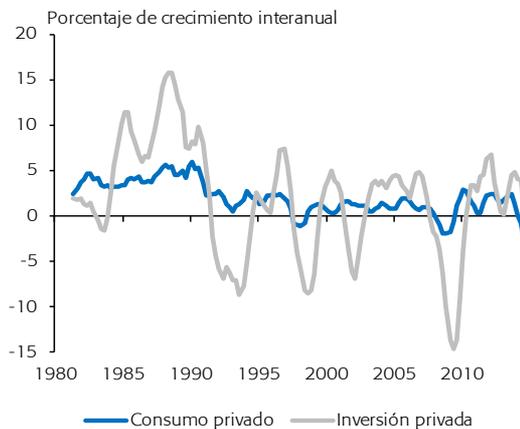
Gráfico 2  
**Inflación total y subyacente**



*Fuentes:* Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación y Oficina Estadística Nacional.

ron a caer hasta comienzos de 1992 (gráfico 3). En este contexto, la evolución económica se resintió notablemente desde finales de 1991. El consumo privado, aunque de forma volátil, continuó aumentando mientras se producían las alzas de tipos, y también la inversión privada, llegando a repuntar hasta el 8% y 9,8% en el segundo y tercer trimestre de 1990 respectivamente (gráfico 4). Entonces se produjo la última subida de tipos y ambas variables flexionaron. La presión sobre la economía no se hizo esperar y un año más tarde, a finales de 1991, el crecimiento del PIB no alcan-

Gráfico 4  
**Consumo e inversión**



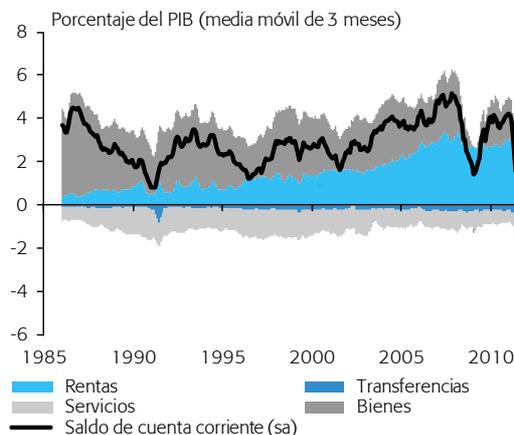
*Fuente:* Gabinete del Gobierno.

zaba el 2% interanual, inmerso en una senda descendente, mientras que la inflación cerraba el año en el 2,2% con un tipo de interés de referencia para la economía en el entorno del 5%.

Ante la intensidad de la desaceleración, entre agosto de 1992 y septiembre de 1993 se implementaron tres grandes *paquetes de estímulo fiscal*, equivalentes –en conjunto y según lo anunciado– al 9,3% del PIB, a la par que ya en julio de 1991 se inició una *senda de relajación monetaria* que, hasta septiembre de 1993, redujo el tipo de interés de referencia hasta el 1,75%. Entonces el crecimiento rondaba el 0% y el IPC aún aumentaba por encima del 1%. Sin embargo, a pesar de las medidas extraordinarias el crecimiento se recuperó tan solo temporalmente. En el plano fiscal, los paquetes de estímulo finalmente ejecutados resultaron ser menores de lo anunciado y no estuvieron bien orientados (se dirigieron en gran parte hacia inversión pública no productiva y a créditos a pequeñas empresas ya inviables). Al mismo tiempo, la caída de los precios de los activos redujo la riqueza de los hogares, y dio lugar también a una fuerte restricción de crédito dada la gran exposición de la banca al sector inmobiliario comercial, lo que resultó aún más nocivo teniendo en cuenta la elevada dependencia que el sector corporativo tiene del crédito bancario en esta economía.

Gráfico 5

### Balanza por cuenta corriente



Fuentes: Banco de Japón y Ministerio de Finanzas.

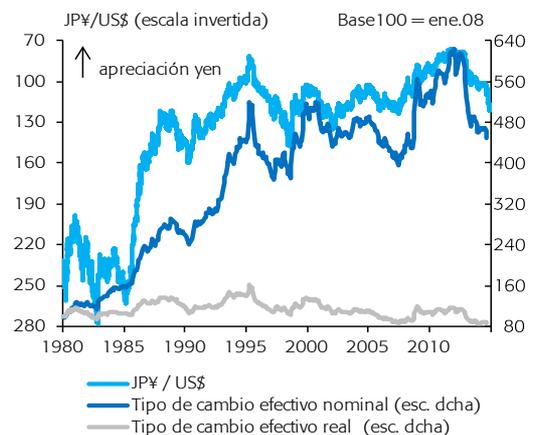
Además, en un entorno de apreciación sostenida del yen que dañaba la competitividad de la economía, la deslocalización productiva aumentó. La tendencia apreciatoria del yen se explica, al menos en parte, por la cesión frente a la presión internacional sobre su posición externa, con un notable superávit corriente (gráfico 5), que contrapesaba –junto con el superávit alemán– el déficit estadounidense, y que terminó dando lugar a la firma del Acuerdo Plaza en 1985. Dicha apreciación se frenó con la firma del Acuerdo Louvre (1987) (gráfico 6). Sin embargo, la presión internacional no desapareció y el yen continuó mostrando

*La caída del precio de los activos redujo la riqueza de los hogares y dio lugar también a una fuerte restricción de crédito, dada la gran exposición de la banca al sector inmobiliario, lo que resultó aún más nocivo teniendo en cuenta la elevada dependencia que el sector corporativo tiene del crédito bancario.*

una tendencia apreciatoria cuasi permanente, que motivó que los empresarios fueran cada vez más cautos para aumentar los salarios, evitando lastrar los resultados de las empresas ante la posibilidad

Gráfico 6

### Tipo de cambio del yen



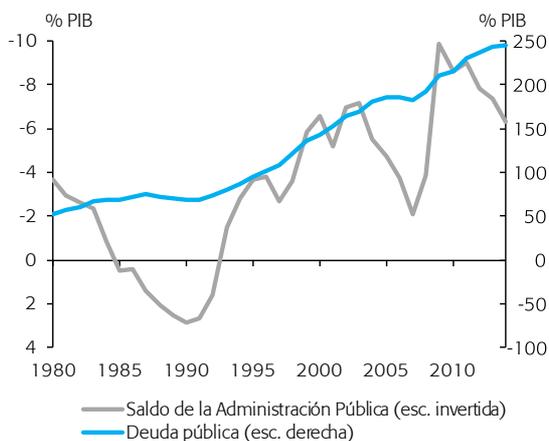
Fuentes: Banco de Japón, Reserva Federal de los Estados Unidos y JP Morgan.

de que futuras apreciaciones frente al dólar dañaran la competitividad de sus productos.

En este contexto, la confianza se quebró tras el terremoto de Kobe en 1995, lo que se tradujo en una mayor preferencia por la liquidez de los hogares y las empresas. A ello se unió el temor por el contagio de la crisis Tequila a Estados Unidos, lo que elevó notablemente la demanda de bonos del Gobierno japonés, como activo refugio, y presionó todavía más al tipo de cambio. Así, la fuerte apreciación del yen a principios de 1995 propició intervenciones conjuntas con la Reserva Federal y el Bundesbank para tratar de mitigarla. Además, las autoridades recortaron otros 125 puntos básicos el tipo de interés, hasta el 0,5% en septiembre de ese año, y lanzaron un nuevo impulso fiscal equivalente al 2,8% del PIB, lo que ayudó a sostener una recuperación del crecimiento hasta 1997. Entonces, la situación fiscal ya era un elemento de preocupación, al haberse incrementado la ratio de deuda pública sobre PIB en más de 20 puntos porcentuales desde 1991, hasta el 68% (gráfico 7), por lo que el Gobierno elevó, en abril de 1997, el tipo del impuesto sobre el consumo del 3% al 5% y canceló un recorte del impuesto sobre la renta, lo que supuso una merma adicional para la confianza, que quedó aún más socavada con el inicio de la crisis asiática en agosto de ese mismo año.

Gráfico 7

### Posición fiscal



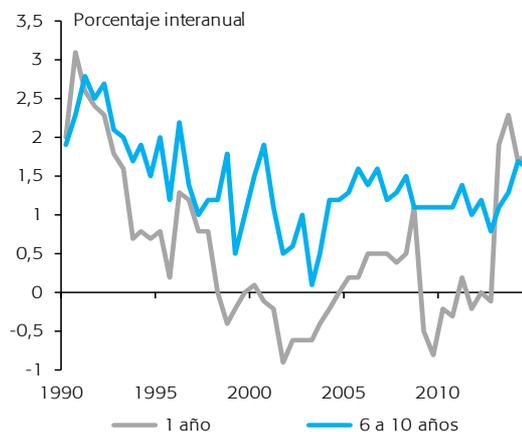
Fuente: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*).

Los datos disponibles sobre expectativas de inflación muestran un agudo descenso en las de corto plazo (a 1 año), que se situaron en terreno deflacionario en 1998, mientras que las de largo plazo (a 10 años) se redujeron pero permanecieron en territorio positivo durante todo el proceso (gráfico 8). La evolución de los salarios, en consonancia con la debilidad de la actividad y la trayectoria de la inflación, mostró una acusada desaceleración y posterior caída en la segunda mitad de los noventa, cuando, de hecho, se perdió la rigidez a la baja observada anteriormente (gráfico 9). El colapso económico hizo que la tasa de crecimiento nominal fuera negativa en cuatro de los cinco años posteriores a 1997, si bien en términos reales solo fue negativa en 1998 y en 1999, debido al crecimiento negativo del deflactor del PIB. En ese período, se implementaron nuevos paquetes fiscales que, en conjunto, se elevaron hasta el 15,3% del PIB. Además, en 1999 el Banco de Japón inició la política de tipo de interés cero, por la que situaba el tipo oficial en el 0% y se comprometía a mantener los tipos de interés en niveles muy próximos a cero hasta que el riesgo de deflación quedara conjurado.

En 2001, y tras una salida en falso del estímulo monetario, el Banco de Japón inició una política de expansión cuantitativa (gráfico 10) y cambió el objetivo intermedio al crecimiento de

Gráfico 8

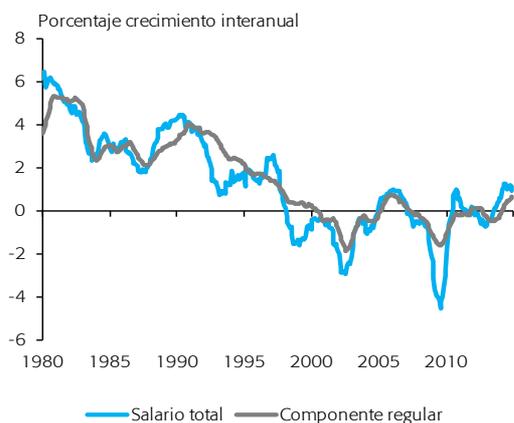
### Expectativas de inflación



Fuente: Consensus Economics.

Gráfico 9

## Salarios nominales



Nota: Media móvil centrada de 12 meses.

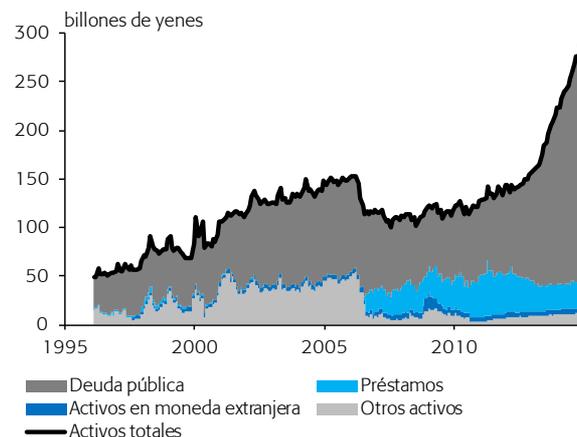
Fuente: Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar.

la oferta monetaria en lugar del tipo de interés. A su vez se adoptaron medidas para recapitalizar los bancos japoneses, en situación precaria desde la crisis financiera del 1997-1998, con un ratio de créditos dudosos sobre el PIB de entre el 20% y el 25%, sin que los fondos públicos puestos a disposición de la banca desde 1999 hubieran tenido éxito, pues el posible estigma y el temor a la reacción de los inversores fomentaron la falta de transparencia y postergaron indefinidamente el ajuste, favoreciendo a su vez la retroalimentación de la deflación. Como resultado, desde 2003 el crecimiento económico se situó alrededor del 1,8% interanual al tiempo que se moderaba la deflación, que solo retornó a territorio positivo en 2006. Entonces, el Banco de Japón finalizó su programa de expansión cuantitativa y aumentó el tipo de interés de referencia en julio de 2006 hasta el 0,25%, y otros 25 puntos básicos más en febrero de 2007, cuando la economía crecía al 2,2% y los precios parecían muy próximos a la estabilización. Sin embargo, esta mejora no tuvo oportunidad de consolidarse.

La crisis financiera mundial determinó el inicio de una nueva fase. En 2008 se redujo el tipo de interés en dos ocasiones hasta el 0,1%, y en 2009 se extendieron las compras de activos, para incluir bonos corporativos y papel comercial, al tiempo

Gráfico 10

## Balance del Banco de Japón. Activos



Fuente: Banco de Japón.

que se amplió el objetivo de compras de bonos del Gobierno, se estableció la aplicación de un tipo fijo para las operaciones de financiación, y se activó una facilidad de préstamo para dar apoyo al crecimiento, lo que contribuyó a moderar el impacto de la crisis. Con todo, la recuperación económica comenzó a debilitarse a finales de 2010, por lo que se activó una nueva estrategia de expansión cuantitativa denominada *Comprehensive Monetary Easing* articulada sobre tres elementos: (i) una política de “tipo de interés virtualmente en cero”, (ii) el compromiso de mantener los tipos de interés a cero hasta lograr la estabilidad de precios a medio y largo plazo, y (iii) un nuevo programa de compra de activos, que incluyó bonos corporativos, papel comercial, fondos cotizados (ETFs) y fondos de inversión inmobiliaria, además de títulos públicos, en un esfuerzo por reducir el plazo y las primas de riesgo. Tras el terremoto de 2011, se duplicó el objetivo máximo de las compras de activos hasta los 10 billones de yenes, por lo que el balance del Banco de Japón se expandió, entre finales de 2010 y junio de 2011, del 25% al 31% del PIB. Como resultado de los paquetes fiscales de reconstrucción, y en un contexto de laxitud en el tono de la política monetaria, el crecimiento mostró una caída moderada, aunque el objetivo de eliminar la deflación parecía lejos de alcanzarse.

A finales de 2012, la elección de Abe como primer ministro supuso un cambio de rumbo significativo en un contexto en el que la economía caía en recesión por quinta vez en 15 años, la deuda pública excedía el 200% del PIB (gráfico 11) y el

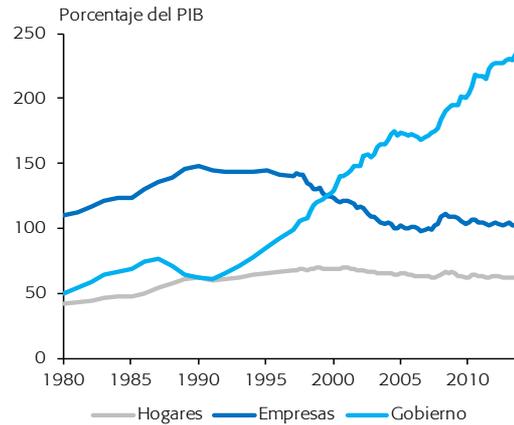
*A finales de 2012, la estrategia impulsada por el nuevo primer ministro, y conocida como Abenomics, supuso un cambio de rumbo significativo en la política económica sobre la base de tres pilares principales, monetario, fiscal y estructural, cuyo objetivo último era cambiar las expectativas de los agentes tras dos décadas de deflación y crecimiento reducido.*

persistente descenso de los precios deprimía el consumo, la confianza y la inversión corporativa. Estableció una estrategia, conocida como *Abenomics*, estructurada sobre tres pilares —monetario, fiscal y estructural—, que se reforzarían mutuamente y que tenían como objetivo último cambiar las expectativas de los agentes tras dos décadas de deflación y crecimiento reducido. El primer pilar, monetario, se activó con la aprobación en abril de 2013 de un ambicioso programa de expansión (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*) con el objetivo de promover un crecimiento estable de los precios, fijado en una inflación interanual del 2% que debería alcanzarse en el transcurso de los dos años siguientes (en marzo de 2015). Para ello, el Banco de Japón anunció que duplicaría el tamaño de su balance mediante compras de bonos del Gobierno (de mayor plazo que en anteriores programas) por importe de entre 60 y 70 billones de yenes anuales, no siendo descartable la adopción de medidas adicionales si no se alcanzasen los objetivos, como ha demostrado en octubre de 2014 al ampliar el ritmo de compras hasta los 80 billones de yenes durante un período indefinido y al alargar nuevamente la duración de los bonos del Gobierno en su cartera.

Esta estrategia monetaria ha incidido positivamente en la actividad económica por dos vías principales: el estímulo del consumo por el efecto riqueza asociado a la subida de la bolsa y

Gráfico 11

## Endeudamiento



Fuentes: Banco de Japón y Gabinete del Gobierno.

el impacto de la depreciación sobre las exportaciones. No obstante, el primero se ha retraído tras la subida impositiva (por primera vez desde 1997) en el tipo de gravamen del impuesto sobre consumo, y el efecto positivo de la depreciación sobre las exportaciones ha sido más que compensado por el encarecimiento de las importaciones de productos energéticos y el aumento de la dependencia energética del exterior. En todo caso, los avances de la inversión parecen algo más consistentes, a la par que la inflación se sitúa en territorio positivo (en paralelo con avances favorables en los principales indicadores de precios) y los salarios han reaccionado, aunque tan solo recientemente en el componente regular, por lo que el soporte para un mayor consumo no está asegurado, especialmente teniendo pendiente una importante consolidación fiscal a medio y largo plazo.

## Causas apuntadas en la literatura

Como ya se ha mencionado, el estallido de la burbuja financiera e inmobiliaria a inicios de los noventa se utiliza frecuentemente como punto de partida de la deflación japonesa; sin embargo, los precios, medidos por el IPC, no comenzaron a caer hasta la segunda mitad de esa década. Entre medias, diversos factores contribuyeron al proceso deflacionario, a la vez que determinadas circuns-

tancias dificultaron la gestión de política económica. Como resultado, no hay un consenso sobre los determinantes de la deflación japonesa. En todo caso, parece claro que no existe una causa única sino que más bien fue el resultado de un conjunto de factores y circunstancias interrelacionados entre sí. Estos factores se exponen a continuación agrupados en cuatro categorías: los de carácter real, los de tipo monetario y financiero, los de política económica y otros factores exógenos.

### Factores de carácter real

Respecto a la *brecha de producción*, hay consenso en que ha sido negativa durante ya más de veinte años, con excepción de dos períodos relativamente breves a mediados de los noventa y de los dos mil (gráfico 12). Sin embargo, no hay acuerdo sobre los motivos que explican que haya permanecido en negativo por un período tan prolongado, por lo que a continuación se presentan los principales factores mencionados en la literatura, que no son excluyentes, y que posiblemente hayan interactuado entre ellos. Una corriente de pensamiento defiende la presencia de una *tasa natural de interés negativa* que habría sumido a la economía en un equilibrio de *trampa de la liquidez*, pues la tasa de interés nominal habría sido excesiva, al igual que sucede con la tesis de

las expectativas deflacionarias. Entre los motivos que podrían explicar esta tasa natural de interés negativa se citan las expectativas de permanente apreciación cambiaria, que podrían haber resultado suficientemente fuertes como para presionar al tipo de interés hacia la cota cero, inhabilitando el instrumento principal de la política monetaria.

*La brecha de producción ha sido negativa durante más de veinte años, con excepción de dos períodos relativamente breves. Tras ello se encuentra la permanencia de una tasa natural de interés negativa, así como las cada vez menores expectativas de crecimiento a largo plazo en un contexto de envejecimiento de la población.*

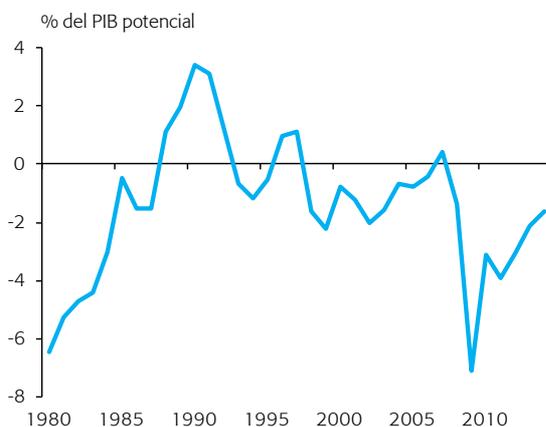
En segunda instancia, se relaciona el menor crecimiento potencial con unas cada vez *menores expectativas de crecimiento en el largo plazo*, que habrían comprimido la demanda más que la oferta, y que sería consistente con la percepción de un *shock* de oferta permanente, ante el cual, la demanda habría reaccionado en anticipación a futuras caídas de la renta. En este contexto, el *envejecimiento de la población* también se considera entre los depresores de la demanda, no solo porque desde mediados de los noventa la población en edad de trabajar comenzó a descender, sino porque la severa regulación de los servicios de atención a la tercera edad limitaba la cantidad y precio de los mismos, de modo que la oferta era incapaz de satisfacer su creciente demanda, y habría motivado un incremento del ahorro —en detrimento del consumo— en los hogares para asegurarse una atención adecuada en el momento necesario.

### Factores monetarios y financieros

Otra línea de pensamiento sugiere que la *ineficiencia del sistema financiero* como resultado de la situación precaria de las entidades bancarias tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y financiera a inicios de los noventa, llevó a una escasez de crédito para la actividad que deprimió aún más

Gráfico 12

### Brecha de producción



Fuente: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*).

la inversión y el consumo. La política financiera y regulatoria, como se describe más adelante, habría desempeñado un papel relevante en este punto.

Asimismo, la *apreciación del yen* posiblemente también contribuyó al proceso deflacionario, en tanto que provocó el encarecimiento de las exportaciones que, junto con los menores costes de producción y transporte en el exterior —especialmente en algunas economías emergentes de la región, y en concreto, China—, motivó un movimiento de *deslocalización de la producción* que probablemente también influyó sobre el crecimiento potencial. Asimismo, hay estudios que demuestran que la rigidez del tipo de cambio del renminbi podría haber afectado con mayor intensidad a Japón, en tanto que la infravaloración de la moneda china y su elevada interrelación comercial agudizaban el impacto del *shock* de productividad en esta economía, pues China seguiría importando productos intermedios de Japón, y proveyendo de productos finales a cada vez menores precios en yenes, lo que habría acentuado la deflación. A la par, como ya se ha apuntado, las expectativas de casi permanente apreciación cambiaria influyeron en la determinación de unos salarios cada vez menores hasta que, de hecho, en 1998 desapareció la rigidez a la baja de los mismos.

### El papel de la política económica

Como se mencionó en la primera sección, la reacción de la política económica también pudo tener un papel relevante en el proceso. En el *plano monetario*, además de la ruptura del canal de transmisión monetaria —vía tipos de interés— ya mencionado, cabe destacar la presencia de unas condiciones financieras más estrictas de lo que habría sido deseable (de acuerdo con lo apuntado por una regla de Taylor estándar) y una reacción tardía de la autoridad monetaria, al minusvalorar la caída de las expectativas de inflación a corto plazo por mantenerse relativamente ancladas las de largo plazo. De hecho, la experiencia japonesa ha revelado la potente inercia de los procesos deflacionarios, contra la que resulta muy complicado luchar. Por tanto, conviene tener presente que la tolerancia de bajos niveles de inflación puede

tener costes demasiado elevados si la situación se escapa del control de las autoridades.

---

*En el plano monetario, cabe destacar la presencia de unas condiciones financieras más estrictas de lo que habría sido deseable y una reacción tardía de la autoridad monetaria, al minusvalorar la caída de expectativas de inflación a corto plazo por mantenerse relativamente ancladas las de largo plazo.*

---

A la par, *la política fiscal* no estuvo acompasada con la monetaria, y a ello se añade que el modo en que trató de dar soporte a la economía no resultó acertado, fundamentalmente por dos motivos: los paquetes fiscales habilitados quedaron lejos de cumplir la conocida triple T para garantizar su eficiencia (*timely, targeted and temporary*), y más aún, el deterioro fiscal ocasionado por tales medidas motivó un incremento en el impuesto sobre el consumo en 1997 del 3% al 5% cuando el crecimiento nominal resultaba aún anémico.

La política regulatoria posiblemente desempeñó un papel relevante para explicar la prolongada debilidad del sistema financiero. En este sentido, con frecuencia se menciona la elevada preferencia de los bancos japoneses por los bonos del Gobierno, resultado de los requerimientos de capital en una situación de elevada morosidad (que, en muchos casos, ocultaba simplemente un elevado volumen de préstamos incobrables) y de una marcada aversión al riesgo. Además, la escasez de crédito se agudizó por la falta de transparencia sobre la situación de los balances bancarios, la indulgencia con la que se consideraron los créditos morosos y la lentitud con la que se eliminaron de los balances de las entidades crediticias, lo que resultó todavía más dañino dada la elevada dependencia que el sector corporativo japonés tiene de la financiación bancaria. Como resultado, la inversión quedó comprimida y los salarios inicialmente se ralentizaron y posteriormente comenzaron a descender en términos nominales, lo que también contribuyó a la moderación del consumo.

## Factores externos

En estas dos décadas de la historia económica de Japón, diversas perturbaciones exógenas—tanto catástrofes naturales como crisis externas—contribuyeron a deprimir la actividad y los precios en la economía japonesa. El terremoto de Kobe en 1995, los desórdenes de los mercados financieros internacionales por la crisis rusa en 1998 y la asiática entre 1997 y 1999, la crisis dot.com en el año 2000, la crisis financiera mundial desde 2008 o el terremoto y tsunami de 2011 también merecen especial mención. Todos estos episodios afectaron sustancialmente la evolución de esta economía, complicando el análisis de las tendencias subyacentes, y por ende, las decisiones de política económica.

Las *expectativas de inflación* merecen un trato separado al de las categorías mencionadas, en tanto que la diferencia entre que sean causa o reflejo de la deflación no está claramente definida, pues inicialmente pueden ser una simple muestra de los factores anteriormente mencionados, aunque numerosos estudios apuntan a la retroalimentación de expectativas deflacionarias como factor de persistencia en el proceso japonés. Sobre este punto, además, surge la discusión de si es más relevante la señal de las expectativas a largo plazo que a corto plazo. Respecto a las primeras, se argumenta que posiblemente reflejen en mayor medida la credibilidad de la autoridad monetaria, pues en tanto esta se mantenga, las expectativas se situarán relativamente próximas al objetivo en el medio y largo plazo. En cuanto a las expectativas de corto plazo, se argumenta que pueden ser más un reflejo de la inflación actual que una previsión certera. De hecho, la experiencia japonesa demuestra que las expectativas a largo plazo pueden mantenerse relativamente ancladas en un proceso deflacionario, mientras que son las de corto plazo las que ofrecen una señal más parecida a la deseable. Así, existe consenso en que la moderación de las expectativas a largo plazo, desde el 3% a inicios de los noventa hasta casi el 0% en los dos mil ha desempeñado un papel relevante en el proceso deflacionario, pero no hay acuerdo sobre el grado en el que llegaron a afectar al mismo. En efecto, medidas por el *Consensus*

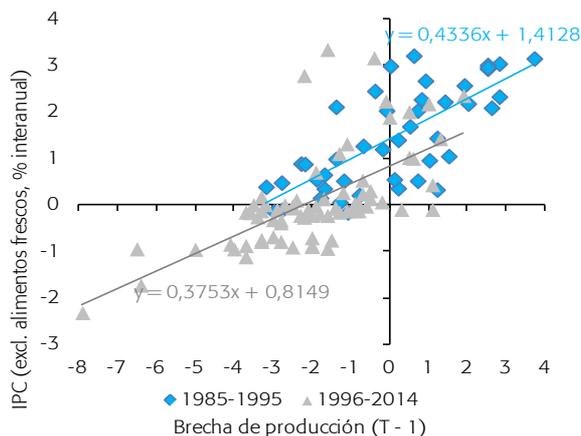
*Forecast*, las expectativas a largo plazo se mantuvieron en terreno positivo (0,5%-1%), aunque las de corto plazo sí se tornaron negativas en la segunda mitad de los noventa y primera de los dos mil. La cuestión es relevante en tanto en cuanto unas expectativas negativas pueden llevar a un equilibrio en la trampa de la liquidez ante la limitación de la cota cero en el tipo de interés nominal, siempre que la tasa natural de interés sea positiva.

Entre los motivos que explican el descenso de las expectativas, se citan dos: en primer término, la reducción del objetivo de inflación del banco central o (equivalentemente) la desconfianza de los agentes sobre que pudieran alcanzarlo; en este sentido, la estrategia de comunicación del Banco de Japón habría contribuido negativamente, pues sus reiteradas—aunque certeras—previsiones de inflación cada vez menores habrían influido en las expectativas de los agentes. Adicionalmente, en presencia de la fortaleza del yen, en los años noventa prevalecía cierta sensación de que los precios en Japón eran excesivamente elevados en comparación a los de otras economías desarrolladas. Esta impresión habría estado alimentada en buena medida por la actitud de los medios y del propio Gobierno, pues en aquel momento, de las declaraciones de unos y otros resultaba evidente el mensaje de que los precios necesitaban corregirse, y posiblemente se reforzó con la relativa mayor tolerancia a tasas de inflación reducidas que se observa en la economía japonesa en décadas recientes.

En síntesis, la discusión sobre las causas de la deflación sigue abierta. Con todo, y aunque posiblemente todas ellas tienen capacidad para explicar una parte del proceso, el BIS (2013) otorga un cierto mayor papel a la presencia de un *output gap* negativo. Sin embargo, en los últimos años numerosos analistas llaman la atención sobre un menor impacto del *output gap* en la inflación, basado en la traslación (según los datos nacionales de Japón) o el aplanamiento (según los datos del FMI) en la curva de ajuste de un gráfico de dispersión de la inflación frente a la brecha de producción (gráficos 13 y 14).

Gráfico 13

## Inflación y brecha de producción (datos nacionales)



Fuentes: Gabinete del Gobierno, Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación, y Oficina Estadística Nacional.

## Algunas lecciones de la deflación japonesa

Aunque no existe consenso entre los académicos ni tampoco entre las autoridades sobre las

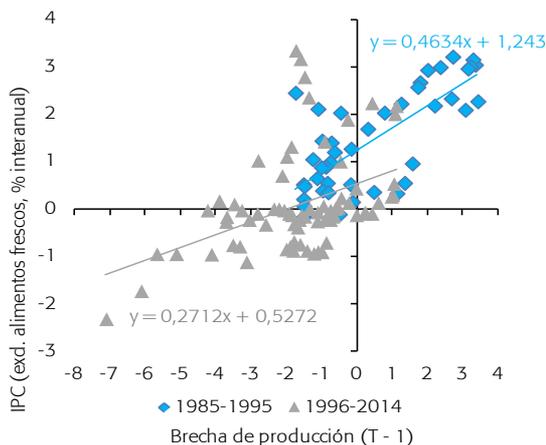
*Existe cierto consenso sobre la conveniencia de una actuación temprana, decidida y efectiva de la política monetaria y de la política fiscal cuando la inflación y los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos y el riesgo de deflación es elevado.*

causas de la deflación en la economía japonesa, los análisis sobre la gestación y desarrollo de este episodio sí permiten derivar algunas recomendaciones para atenuar la probabilidad de ocurrencia de nuevas espirales deflacionistas.

En primer lugar, dada la pérdida de eficacia de los instrumentos de política monetaria una vez que el proceso deflacionario se ha activado, existe cierto consenso sobre la conveniencia de una *actuación temprana, decidida y efectiva de la política monetaria y de la política fiscal* cuando la inflación y los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos y el riesgo de deflación es

Gráfico 14

## Inflación y brecha de producción (FMI)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), Ministerio de Asuntos Internos y Comunicación y Oficina Estadística Nacional.

elevado. Así, Ahearne *et al.* (2002) sugiere que el estímulo monetario y el fiscal deberían ser muy superiores a los necesarios bajo escenarios de crecimiento e inflación típicos.

En mayor profundidad, la deflación es un síntoma de la debilidad económica subyacente que debe corregirse para que la salida del proceso deflacionario pueda perdurar; así, las *reformas estructurales que amplíen el potencial de crecimiento* son fundamentales para atajar el proceso deflacionario. En este sentido, Andrés *et al.* (2014) señalan que el impacto deflacionista de las reformas estructurales a corto plazo, se ve más que compensado por el efecto que induce sobre las expectativas, lo que justifica las mayores dudas sobre las posibilidades de Japón para salir de la deflación, dadas las reformas estructurales pendientes de implementar.

De esta forma, conviene notar que *la política regulatoria también tiene un papel fundamental para incrementar el potencial de crecimiento*, en tanto que puede corregir un sistema financiero disfuncional derivado de balances bancarios sobrecargados de préstamos no rentables. De hecho, es posible que la experiencia japonesa haya servido de lección para la limpieza relativamente ágil de los balances de las entidades estadounidenses tras la última crisis financiera.

Un punto adicional es la *importancia de una opinión pública bien informada sobre la deflación*. En una sociedad en proceso de envejecimiento, la deflación puede ser positiva para aquellos sobre los que aumenta la capacidad adquisitiva, la población de mayor edad, sin embargo, dificulta la situación financiera de los más jóvenes, especialmente si el endeudamiento es elevado. En Japón, domina el segmento de población de edad avanzada en la elección de representantes políticos, por lo que suele estar sesgada hacia sus intereses, lo que exige una determinación quizás mayor para comunicar y combatir el proceso deflacionario.

Además, los procesos de formación de precios y salarios, en los que influyen componentes culturales de fuerte arraigo, suponen un factor adicional al que prestar notable atención, no solo por el peso sobre la inflación a corto plazo, sino por la influencia que desempeñan sobre las expectativas futuras de precios.

Finalmente, en cuanto a la *formación de expectativas de inflación*, la experiencia japonesa ha demostrado que las de largo plazo pueden mantenerse relativamente ancladas no solo durante la gestación del proceso deflacionario, sino a lo largo de su evolución, por lo que conviene mantenerse alerta de la información proporcionada por las expectativas de corto plazo.

## Referencias

AHEARNE, A.; GAGNON, J.; HALTMAIER, J., y KAMIN, S. (2002), "Preventing deflation: Lessons from Japan's experiences in the 1990s", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance *Discussion Paper* Núm. 729, junio.

AKIBA, T., *et al.* (2010), "Deflation: Lessons from Japan", Golman Sachs, *Japan: Portfolio Strategy*, septiembre.

ANDRÉS, J.; ARCE, O., y THOMAS C. (2014), "Structural reforms in a debt overhang", Banco de España, *Working Paper* Núm 1421.

MANKIN, J. (2008), "Japan's Lost Decade: Lessons for the United States in 2008", American Enterprise Institute for Public Policy Research, *Economic Outlook*: 1-5, marzo.

NISHIZAKI, K.; SEKINE, T., y UENO Y. (2013), "Chronic Deflation in Japan", Bank for International Settlements *Working Papers* Núm. 70, abril.

SHIRAKAWA, M. (2012), *The Bank of Japan's Efforts toward Overcoming Deflation*, Discurso de Mr. Masaaki Shirakawa, Gobernador del Banco de Japón en el Japan National Press Club, Tokyo, 17 febrero 2012.



## Concepto y evolución de la exclusión financiera: una revisión

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

**En este artículo se analiza la evolución reciente del concepto de exclusión financiera y sus principales determinantes. Se presta especial atención al caso europeo y, en particular, a España. Del análisis se desprende que en los últimos quince años se ha progresado en las acciones tendentes a promocionar la inclusión financiera a escala global, si bien la crisis ha interrumpido esa evolución. Asimismo, se comprueba que el papel de la distancia geográfica como factor de exclusión se ha reducido considerablemente. Se observa que en Europa existe un acceso elevado en lo que se refiere a cuentas bancarias, pero algunos países, como Italia, presentan niveles de exclusión relativamente altos. Sin embargo, sí existen más diferencias en el acceso a la financiación, especialmente penalizada si el endeudamiento aumentó de forma considerable antes del estallido de la crisis, como es el caso de España.**

La exclusión financiera, como la falta de acceso a los servicios financieros, ha sido investigada de forma creciente en las dos últimas décadas, principalmente, tras la constatación de que en el entorno social de las economías avanzadas lo financiero define gran parte de las relaciones económicas. La exclusión financiera es, en definitiva, una de las manifestaciones más claras de exclusión social.

Parte del interés por el conocimiento de estos fenómenos surge de las desigualdades de renta y condiciones de vida asociadas al crecimiento y desarrollo económicos; en particular, tras los pro-

cesos de liberalización financiera que se iniciaron en las décadas de 1970 y 1980, y a los que, en parte, se ha achacado posteriormente la generación de burbujas especulativas y la crisis financiera de los últimos años.

La liberalización incorpora transformaciones en las estructuras de los sectores bancarios y de los mercados financieros que, entre otras cosas, suponen mayor concentración, competencia y búsqueda de rentas que pueden tener un impacto sobre las condiciones de acceso a los servicios financieros. Así, durante muchos años y hasta los

\* Bangor University y Funcas (s.carbo-valverde@bangor.ac.uk).

\*\* Universidad de Granada y Funcas (franrod@ugr.es).

que precedieron a la crisis, el análisis de la exclusión financiera se centró, en buena medida, en el estudio de cómo los cambios en la presencia y distribución territorial de las oficinas de las entidades financieras podrían alterar las condiciones de acceso de los clientes (Carbó *et al.*, 2005 y 2007).

Antes de la crisis, sin embargo, comenzaron a consolidarse fenómenos que limitaban la relevancia otorgada a la presencia física bancaria como factor determinante de la exclusión, en la medida en que la distancia está perdiendo relevancia como factor limitante. Los cambios tecnológicos están propiciando tanto retos como oportunidades para paliar los fenómenos de exclusión y, de hecho, se están convirtiendo en una de las armas principales para combatirla. Como sugiere Rifkin (2014), la transformación tecnológica que lleva años gestándose está produciendo ahora, más que nunca, un hundimiento de los costes marginales de producción en un amplio número de industrias, y la financiera no es una excepción. Este cambio supone una nueva forma de interacción con los clientes, como parte del paradigma en el que la venta de servicios se establece como un sistema de colaboración entre oferente y demandante.

No obstante, la crisis financiera también ha supuesto un cambio en la relevancia relativa otorgada a los factores de oferta para explicar el acceso de la población a las finanzas. La adversidad de la situación macroeconómica y el aumento de las desigualdades han generado igualmente efectos negativos de demanda y un aumento de uno de los tipos de problemas más difíciles de combatir, la autoexclusión.

En este artículo se analizan las formas de exclusión y su evolución en los últimos años, así como el desarrollo y la difusión de indicadores e informes orientados a conocer estos fenómenos para articular políticas adecuadas dirigidas a su corrección. Se presta especial atención a Europa y, en particular, a España. El artículo se estructura en tres secciones que siguen a esta introducción. En la segunda sección se realiza una taxonomía de los tipos de exclusión financiera y los cambios que esa clasificación está experimentando con la evo-

lución de fenómenos tecnológicos larvados en las últimas décadas. Los principales indicadores de exclusión en Europa y España ocupan la tercera sección, en la que también se analiza el impacto de la crisis. El artículo se cierra con un resumen de las principales conclusiones en la cuarta sección.

## Una taxonomía de la exclusión financiera

La exclusión financiera se define como la incapacidad para acceder a los servicios financieros necesarios de una forma apropiada, ya sea por razones de precio, requisitos de acceso, escasez de oferta, discriminación social o autoexclusión. Al margen de su significación económica, la exclusión financiera se ha convertido en una de las dimensiones más relevantes de la exclusión social no solo en países en vías de desarrollo, sino también en economías avanzadas.

Como se indica en Carbó *et al.* (2005), conviene distinguir cinco tipos de exclusión financiera:

- “Exclusión en el acceso”, que se relaciona con el perfil de riesgo de los potenciales clientes de cara a acceder a un servicio financiero.
- “Exclusión por las condiciones”, cuando los individuos no pueden cumplir con los términos contractuales que se exigen para obtener ciertos servicios financieros.
- “Exclusión por el precio”, cuando los hogares no pueden permitirse el coste de los servicios.
- “Exclusión en *marketing*”, cuando determinados productos ni tan siquiera se ofrecen a un grupo de individuos.
- “Autoexclusión”, que constituye un fenómeno creciente y preocupante, y se refiere al propio rechazo de los individuos a solicitar productos financieros, simplemente por la creencia de que no les serán concedidos.

En toda esta tipología es preciso tener en cuenta la diferencia fundamental entre el acceso y el uso de los servicios financieros. Puede suceder que algunos ciudadanos no tengan, simplemente, acceso a los servicios financieros. Pero también hay casos en los que se tiene una cuenta bancaria y, sin embargo, no se usa. En este sentido, la mayor parte de los estudios solamente miran al acceso a los servicios, mientras que otros tratan, además, de fijar grados de exclusión en función del uso (Kempson, 2006; Demirguç-Kunt y Kappler, 2012). Hay, de hecho, servicios financieros para los que es habitual que los individuos se autoexcluyan en el uso, aunque podrían tener potencialmente acceso. Este es el caso, fundamentalmente, del crédito al consumo y de los seguros.

Cualquiera que sea el tipo de exclusión, sus causas son variadas. El propio modelo de desarrollo económico también implica, paradójicamente, exclusión, cuando un gran porcentaje de individuos queda rezagado, respecto a segmentos de población con un mayor nivel de ingresos, en determinados servicios financieros. Incluso las políticas de reestructuración de los sistemas financieros –incluyendo la desregulación y el fomento de la competencia– han propiciado la búsqueda, por parte de las entidades financieras, de los clien-

tes más acaudalados, dejando al margen algunos grupos desfavorecidos (Balmaceda *et al.*, 2014).

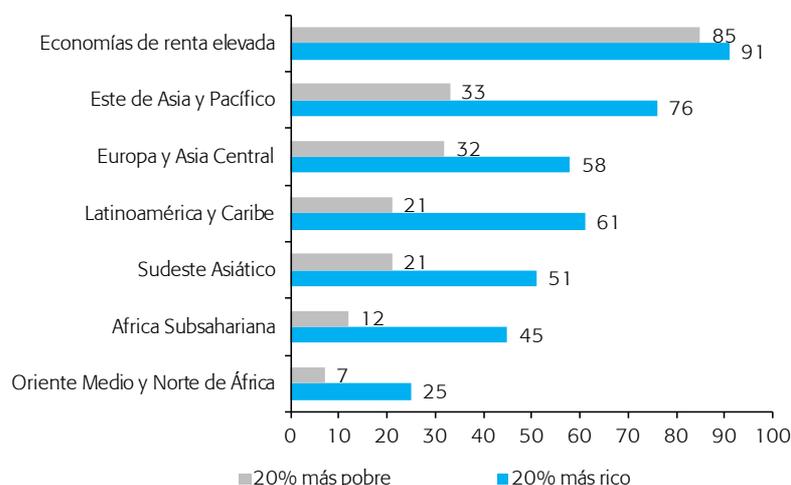
Las consecuencias de estos fenómenos son preocupantes en la actualidad, más aún en el contexto de superación de una crisis económica. Así, la exclusión financiera supone un problema de primera magnitud cuando se tiene en cuenta que gran parte de los pagos actuales en cualquier economía avanzada se realizan (cada vez más) mediante una cuenta bancaria o una tarjeta de débito/crédito. De igual modo, no acceder al crédito implica la imposibilidad de acometer necesidades esenciales y proyectos que sobreviven en los entornos familiares más desfavorecidos, así como también el incremento del recurso a “prestamistas sin-status”. A todo ello debe añadirse, como una preocupación general de primer nivel en las economías occidentales, la escasez de ahorro generalizada, que se hace más evidente entre los colectivos con menor nivel de renta (Broer, 2014). Cabe destacar, asimismo, que todos estos factores suelen tener un marcado sesgo geográfico.

Una de las iniciativas internacionales más interesantes y ambiciosas para conocer la magnitud global del fenómeno de la exclusión financiera es la elaboración de la base de datos *Global Findex* del

Gráfico 1

### Acceso a una cuenta bancaria en diferentes áreas geográficas

(Porcentaje)



Fuente: *Global Findex Database* del Banco Mundial y elaboración propia.

Banco Mundial (véase Demirgüç-Kunt y Kappler, 2012). *Global Findex* cuenta con microdatos procedentes de encuestas a 150.000 personas en 148 países sobre diversos aspectos de su acceso a servicios financieros y de su uso. Esta encuesta se llevó a cabo en 2011, lo que permite contabilizar gran parte del impacto de la crisis financiera que afectó fundamentalmente a Europa y Estados Unidos. En el gráfico 1 se muestra el porcentaje de personas que, de acuerdo con *Global Findex*, tienen acceso al menos a una cuenta bancaria en diferentes áreas geográficas. Se distingue entre el 20% más y menos rico de cada territorio con objeto de contrastar si el impacto de la exclusión es desigual. En las economías de renta elevada, la mayor parte de la población se encuentra incluida en los servicios financieros, con escasa diferencia entre el 20% más rico (91% tiene acceso a una cuenta) y el más pobre (91% con acceso). Sin embargo, ni semejante grado de igualdad ni tan elevado nivel de inclusión financiera se comparte en otras localizaciones geográficas. Así, por ejemplo, en Oriente Medio y en el Norte de África tan solo el 25% del quintil de población más rico tiene acceso frente al 7% del más pobre.

La exclusión financiera también acarrea diferencias importantes por razón de género en algunos territorios. En las economías de renta elevada,

el 92% de los hombres tiene una cuenta bancaria frente al 87% de las mujeres. Esta diferencia es aún más significativa en las regiones de Asia Oriental y del Pacífico (52% hombres frente a 28% mujeres), o del Sudeste Asiático (41% hombres frente a 22% mujeres). En Oriente Medio y el Norte de África solo el 13% de la población femenina está incluida en el sistema bancario. Algunos estudios han mostrado que estas diferencias responden, incluso, a discriminaciones de tipo legal (Demirgüç-Kunt *et al.*, 2013).

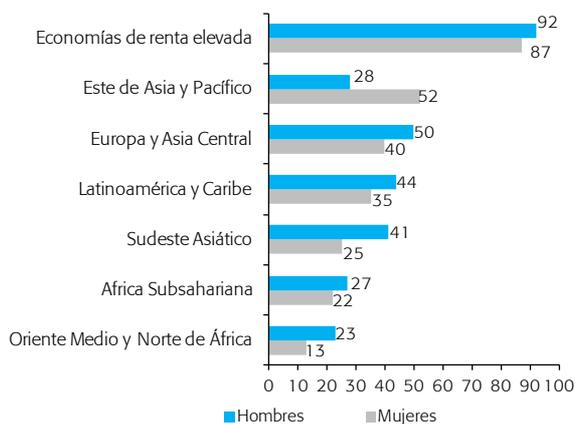
En diversos estudios realizados antes de la crisis se daba una importancia considerable a la distancia física como factor limitante del acceso a las finanzas. Sin embargo, esa restricción se está relativizando progresivamente, perdiendo relevancia en los países de renta elevada. En particular, en estas economías la diferencia en el acceso entre la población urbana y rural es apenas del 1% (89% frente a 88%), como muestra el gráfico 3. En otros territorios, esta diferencia es aún importante. Así, por ejemplo, en las áreas rurales de Europa del Este y Asia Central, el 53% de la población urbana tiene acceso frente al 39% de la rural.

Si se consideran los factores de exclusión que pondera la encuesta *Global Findex*, se aprecia que otros determinantes, como la condición económica de

Gráfico 2

### Tenencia de cuenta bancaria, según sexo

(Porcentaje)



Fuente: *Global Findex Database* del Banco Mundial y elaboración propia.

Gráfico 3

### Tenencia de cuenta bancaria, según localización urbana vs. rural

(Porcentaje)



Fuente: *Global Findex Database* del Banco Mundial y elaboración propia.

partida del hogar, el coste de los servicios o el hecho de que algún otro miembro del hogar ya tenga acceso a una cuenta, constituyen factores de mayor peso que la distancia (gráfico 4). Otros aspectos, como el incumplimiento de requisitos documentales o la falta de confianza en el sistema financiero, han ganado igualmente peso como elementos explicativos de la exclusión financiera a escala global.

La magnitud del problema de la exclusión financiera es, en cualquier caso, considerable. Incluso en las economías de renta más elevada, un 10% de población financieramente excluida representa un porcentaje no despreciable. En uno de los estudios recientes más profusos sobre el impacto mundial de este fenómeno y las políticas en marcha para solucionarlo —el *Global Financial Development Report* de la International Finance Corporation (2014), como organismo del Banco Mundial— la inclusión financiera aparece como un objetivo que ha ganado peso en la agenda política, incluso en el G-20. El informe estima que aproximadamente dos tercios de los reguladores y supervisores del G-20 han tomado acciones orientadas a facilitar la participación en el sistema financiero. Llama la atención que más de 50 países hayan for-

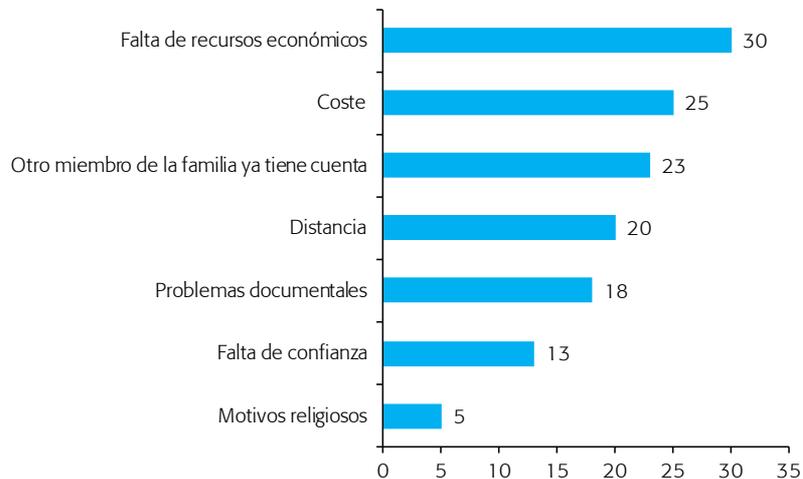
malizado objetivos concretos de inclusión para los próximos años. El interés surge, en gran medida, de la siguiente comprobación: promover el acceso a los servicios financieros facilita la reducción de los niveles de pobreza y hace más sostenible el crecimiento y el desarrollo económicos. Pero el problema es también de educación financiera, lo que parece obvio si se tiene en cuenta que casi la mitad de la población mundial (2.500 millones de personas) carece de una cuenta bancaria pero, en muchos casos, opta por mecanismos informales de financiación o ahorro.

El Banco Mundial estima en este informe que se están produciendo progresos importantes en materia de inclusión financiera, sobre todo, en aspectos como la reducción del papel de la distancia. De hecho, en 2012 el Banco Mundial desarrolló un Barómetro Financiero Global entre trabajadores de entidades bancarias de todo el mundo, el 78% de los cuales apreciaba mejoras en el acceso a sus servicios en los cinco años anteriores a la encuesta (Cihák *et al.*, 2013). En Sudáfrica, por ejemplo, se abrieron más de 6 millones de cuentas en tan solo cuatro años. Y, en general, algunas alternativas, como las plataformas financieras para móviles, estaban cobrando

Gráfico 4

**Peso de los determinantes de la exclusión, según la encuesta *Global Findex***

(Porcentaje)



Fuente: *Global Findex Database* del Banco Mundial y elaboración propia.

importancia en algunos de los territorios con menores niveles de inclusión.

Ante la relevancia del problema, conviene analizar las principales iniciativas públicas y privadas para reducir la exclusión financiera. En la experiencia internacional cabe identificar varios modelos (no excluyentes entre sí) de lucha contra la exclusión en la Unión Europea y Estados Unidos, según el tipo de acción en los distintos países (Carbó *et al.*, 2005, y Peachy y Roe, 2006):

- Acciones afirmativas y explícitas del gobierno: programas orientados exclusivamente a la inclusión.
- Acciones del gobierno como mediador: programas indirectos de apoyo a las entidades financieras en aspectos como educación financiera o contratación de servicios bancarios.
- Acciones legislativas del gobierno: leyes específicas orientadas a la inclusión.
- Confianza en el papel del mercado, con una participación creciente del gobierno y del sector privado: sistemas en los que la evolución de la estructura de intermediarios y mercados se considera favorable para la inclusión, salvo acciones puntuales de corrección de las autoridades públicas.
- Acciones voluntarias de las entidades bancarias: iniciativas de los bancos orientadas a la captación de clientes sin discriminación por nivel de renta u otros criterios.

Entre los distintos modelos, destaca por su relevancia, desde el ámbito privado, el papel de las entidades de depósito. La "responsabilidad social" y el "capital social" se han convertido en elementos centrales de las entidades bancarias, si bien la crisis no está suponiendo el caldo de cultivo más idóneo para la interacción entre banca y sociedad.

Entre las estrategias bancarias orientadas a mitigar la exclusión cabe señalar las siguientes: un mayor ajuste entre oferta sofisticada y demanda desinformada; una mayor comunicación al cliente

para incrementar su cultura financiera; un mayor compromiso con el cliente a lo largo de su ciclo vital; o una visión de la evaluación del riesgo más allá de criterios estandarizados. Estas estrategias se unen a la lucha contra la exclusión desde una perspectiva más global, y se deben insertar dentro de los nuevos modelos tecnológicos y de colaboración en los que el sector bancario tiene aún bastante que avanzar (Carbó y Rodríguez, 2014).

## Exclusión financiera en España y Europa: la irrupción de la crisis

### Conclusiones de informes europeos sobre exclusión financiera

En Europa y España, la mayor parte de los estudios corresponde a iniciativas anteriores a la crisis, si bien también existen algunas contribuciones en los últimos años que han permitido comprobar, en alguna medida, el impacto de los intensos episodios de inestabilidad financiera en la exclusión.

Estudios como los de Carbó *et al.* (2005) y Peachy y Roe (2006) mostraron que alrededor de un 10% de la población europea no tenía acceso, tan siquiera, a una cuenta corriente en los años anteriores a las turbulencias financieras. Aunque las diferencias son apreciables entre países, entre los casos más preocupantes destacaban los de Italia (22,4% de población carece de estos servicios), Grecia (17,9%), Irlanda (16,7%), Portugal (16,7%), Austria (13,5%) o el Reino Unido (10,6%). En España, el porcentaje de población excluida se estimaba cercano al 7%. En el Reino Unido, el fenómeno de la exclusión afectaba ya a 1,5 millones de personas y en Estados Unidos, el Banco Mundial calculaba que el 9,5% de los hogares no poseía ningún tipo de cuenta bancaria, poniendo asimismo de relieve el claro sesgo de esta exclusión hacia ciertos grupos de población en función de la raza y condición social (Kempson, 2006).

Gran parte de estos datos se extrajeron de una iniciativa de análisis público, el *Eurobaróme-*

tro 60.2, publicado por la Comisión Europea en 2003. Esta encuesta indicaba la existencia de causas sociales, como el envejecimiento, que, unidas al desequilibrio tecnológico, aumentaban la exclusión financiera en Europa. No obstante, como se ha señalado anteriormente, muchos factores que contribuyen a la exclusión dependen tanto de la oferta como de la demanda: bancos que se niegan a abrir cuentas bancarias con servicios transaccionales completos a ciertos grupos de personas; falta de accesibilidad, diseño inadecuado de productos, mal suministro de los servicios y elevados precios asociados a las cuentas bancarias para transacciones que disuaden a las personas de acceder a y/o utilizar estos servicios, la creencia de que las cuentas bancarias no son para los pobres, las preocupaciones relacionadas con los costes o el miedo a perder control financiero.

Estas cuestiones atrajeron entonces el interés de los reguladores y, en Europa, destacaron los esfuerzos de la Dirección General de Empleo, Asuntos Sociales e Igualdad de Oportunidades en el seno de la Comisión Europea. En particular, ampliando los datos y la cobertura del *Eurobarómetro* 60.2 de 2003, Anderloni *et al.* (2008) realizaron el estudio *Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion* para la Comisión Europea. El estudio partía del supuesto de que, en Europa, la exclusión financiera estaba estrechamente vinculada a la exclusión social y que los ciudadanos en situación de pobreza tienen especiales dificultades de acceso a los servicios financieros. En el estudio se señalaba que dos de cada diez adultos carecían de acceso a servicios bancarios transaccionales (cuenta corriente), que aproximadamente tres de cada diez no contaban con ahorro alguno y que cuatro de cada diez no tienen facilidades de crédito. En la mitad de los países de la UE analizados (en casos como Reino Unido, Irlanda, Francia, Bélgica, Austria, Italia o Alemania) se había generado un “debate nacional significativo” sobre estos temas que había propiciado iniciativas regulatorias. Sin embargo, en la otra mitad de la UE se apreciaba un escaso debate sobre estas cuestiones y una notable ausencia de acciones públicas, si bien se reconocía que en algunas de estas economías (como España u Holanda) los

niveles de exclusión eran de los más reducidos de Europa, lo que, por aquel entonces, podía motivar la escasez de intervención.

Cabe destacar que en 2009 y 2010 se realizaron asimismo encuestas del *Eurobarómetro*, las 321 y 355, con el tema “Pobreza y Exclusión Social”. Aunque no se trataba de un análisis específico de la exclusión financiera, se aportaron algunos datos actualizados sobre este tipo de exclusión. Así, por ejemplo, mientras apenas el 20% de la población finlandesa afirmaba tener dificultades para obtener una hipoteca en 2008, en España el porcentaje correspondiente se situaba en el 90%. En cuanto al crédito al consumo, las respuestas sobre la misma cuestión variaban entre el 12% en Finlandia y el 78% en España. Proporciones considerables de la población encuestada en Bulgaria (53%) y Chipre (50%) aseguraban tener dificultades de acceso al crédito al consumo. Asimismo, el porcentaje de personas que afrontaban dificultades para obtener una simple tarjeta de crédito oscilaba entre el 12% en los Países Bajos y Suecia, y el 55% en España.

Entre las iniciativas privadas europeas orientadas al análisis de la exclusión financiera destaca la European Foundation for Financial Inclusion (EUFFI), creada en 2010 con el ánimo de promover el acceso al sector financiero. En junio de 2013, EUFFI presentó ante el Parlamento Europeo un informe titulado *Financial Inclusion and New Means of Payment: Qualitative Review in Five European Countries*. Aunque este informe cubría únicamente los casos de Francia, Italia, Polonia, Suecia y Reino Unido, recogía algunas cuestiones de interés sobre el impacto de la tecnología como factor de inclusión. Una de las más relevantes es que facilitar el acceso a la banca por Internet o reducir su coste disminuían la exclusión de forma significativa, pero, al mismo tiempo, podían convertirse en un arma de doble filo para la población con menores niveles de educación financiera y/o sobreendeudada. Por lo tanto, una de las recomendaciones fundamentales consistía en corregir problemas motivados por la crisis o por el sistema educativo antes de promover tecnologías para el acceso a la banca entre ciertos colectivos de población.

Finalmente, cabe también indicar algunos estudios desarrollados desde España en relación a la exclusión financiera. En este caso, las aportaciones comenzaron fundamentalmente al comienzo de la década de 2000. La orientación fundamental de los estudios era la medición de la exclusión a partir de la presencia física de oficinas en determinados territorios. Entre los primeros trabajos en este sentido para España se encuentran los de Carbó *et al.* (2002) y Carbó y López (2002) que mostraban los beneficios de la densidad física de oficinas en España, lo que se calificaba como “banca de proximidad” y que suponía que en torno al 3,7% de la población tenía acceso a una oficina de una caja de ahorros en municipios donde otras entidades no estaban presentes. El factor distancia, en cualquier caso, se ha atenuado de forma considerable en la última década, y esto explica también por qué ahora los estudios se centran fundamentalmente en indicadores como el acceso a cuentas bancarias y su uso, aunque también continúan publicándose algunos estudios basados en la distribución geográfica de las oficinas.

cios bancarios en España, se han tomado datos de 2011 del *Global Findex* del Banco Mundial, comparándolos con los de otros países europeos (Francia, Alemania, Italia y Reino Unido), además de con Japón y Estados Unidos.

Como muestra el gráfico 5, el porcentaje de adultos con acceso a una cuenta bancaria en España alcanzaba en 2011 el 93%, porcentaje solo ligeramente inferior para el 20% de población con menos ingresos (91%) y la población femenina (92%). En Estados Unidos, estos porcentajes son más reducidos (88%, 74% y 84%) y revelan mayores desigualdades en el acceso, sobre todo, en función de los ingresos. En Europa, países como Francia, Alemania o Reino Unido se encuentran en niveles incluso algo más altos que España respecto a este indicador de acceso; sin embargo, otros, como Italia, muestran porcentajes de exclusión bastante llamativos, de entre el 30 y el 35%.

Otro indicador interesante es el porcentaje de población que tiene alguna cuenta de ahorro, lo que indica un uso de los servicios financieros más allá de las transacciones y pagos corrientes (gráfico 6). El porcentaje en España es del 35%, por debajo de Estados Unidos, Japón, Francia o

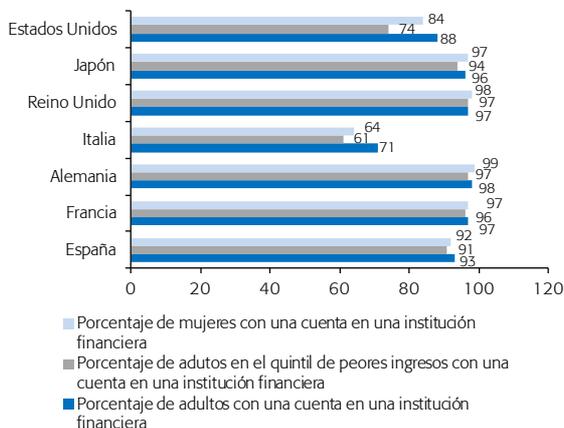
## Algunos datos comparativos

Con objeto de analizar cómo ha podido impactar la crisis financiera sobre el acceso a los servi-

Gráfico 5

### Población con acceso a una cuenta bancaria en España y otros países

(Porcentaje)

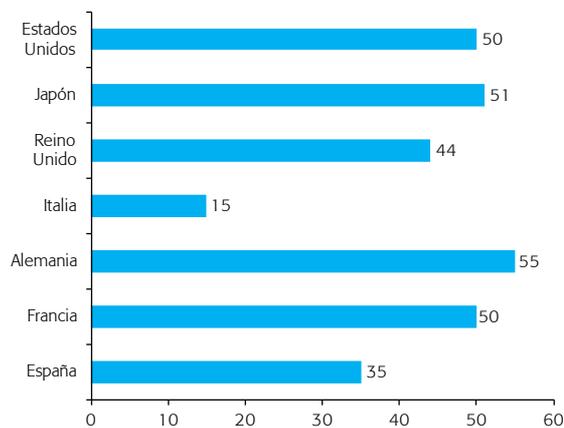


Fuente: *Global Findex Database* del Banco Mundial y elaboración propia.

Gráfico 6

### Población con alguna cuenta de ahorro en España y otros países

(Porcentaje)

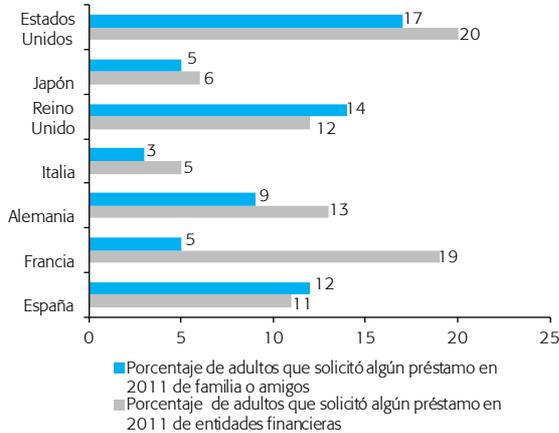


Fuente: *Global Findex Database* del Banco Mundial y elaboración propia.

Gráfico 7

**Población solicitante de préstamos (de entidades financieras vs. familia o amigos) en 2011 en España y otros países**

(Porcentaje)



Fuente: Global Findex Database del Banco Mundial y elaboración propia.

Alemania (todos ellos por encima del 50%), pero en Italia es aún bastante más reducido (15%).

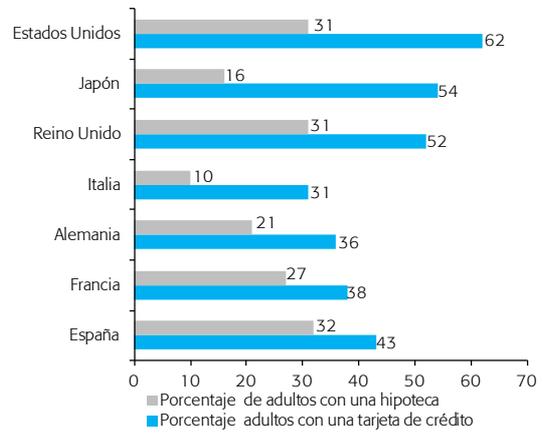
Uno de los efectos de la crisis se ha manifestado en las dificultades para la obtención de financiación. El *Global Findex* incorpora algunos datos sobre la población que solicitó un préstamo en 2011 y la fuente a la que se pidió. En España, el 11% acudió a entidades financieras frente a un 12% que optó por solicitar financiación a familia o amigos. Estos porcentajes fueron del 20% y el 18%, respectivamente en Estados Unidos. En el caso europeo, las diferencias más acusadas se observaron en Francia, donde el 19% recurrió a entidades financieras frente a tan solo un 5% que acudió a familiares y amigos.

En todo caso, al margen de las peticiones, se observa un nivel elevado de endeudamiento en España respecto a otros países, al menos en la dimensión contractual. Así, el porcentaje de población española con una hipoteca en 2011 alcanzaba el 43%, solo superado por Japón (54%), frente al 31% de Estados Unidos y Reino Unido, el 36% de Alemania o el 31% de Italia (gráfico 8). Asimismo, el 43% de los adultos españoles contaba con una tarjeta de crédito, el porcentaje más alto de los siete países analizados.

Gráfico 8

**Población con hipoteca o tarjeta de crédito en España y otros países**

(Porcentaje)



Fuente: Global Findex Database del Banco Mundial y elaboración propia.

**Conclusiones**

En este artículo se repasan la evolución del concepto de exclusión financiera y sus principales determinantes, con especial atención a los desarrollos recientes en España y Europa. Del análisis realizado se desprenden, al menos, cinco conclusiones de interés:

- El concepto de exclusión financiera es dinámico en sí, puesto que su definición varía con las formas de exclusión y sus determinantes, y estas se encuentran en un proceso de cambio, sobre todo, debido a factores tecnológicos.
- A escala global se ha progresado en las acciones tendentes a promocionar la inclusión financiera, si bien la crisis ha interrumpido esa senda de mejora. En todo caso, la exclusión ha aumentado más por la vía del crédito y el acceso a la financiación que por la del acceso básico por motivos transaccionales.
- El papel de la distancia como factor de exclusión se ha reducido de forma muy impor-

tante. Sin embargo, deben hacerse progresos aún significativos en aspectos como el coste, la simplicidad y los factores administrativos que condicionan la inclusión.

- En Europa se observa un acceso elevado en lo que se refiere a cuentas bancarias, si bien en algunos países, como Italia, los niveles de exclusión alcanzan el 30%. Mayores diferencias se aprecian en el acceso a la financiación, especialmente si el endeudamiento aumentó de forma considerable antes de la crisis, como es el caso de España.
- Existe un margen significativo para la aumentar la inclusión financiera en Europa, principalmente mediante el uso de nuevas tecnologías; ahora bien, es importante que ese desarrollo se combine con programas de educación financiera para que sea realmente efectivo.

## Referencias

- ANDERLONI, L.; BAYOT, B.; BŁĘDOWSKI, P.; MAŁGORZATA, I., y E. KEMPSON (2008), *Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion*, Bruselas, Comisión Europea (Directorate-General for Employment, Social Affairs and Equal Opportunities).
- BALMaceda, F.; FISCHER, R.D., y F. RAMÍREZ (2014), "Financial liberalization, market structure and credit penetration", *Journal of Financial Intermediation*, 23: 47–75.
- BANCO MUNDIAL, *Inclusive Financial Systems*, 30-31 de mayo, Banco Mundial, Washington DC.
- BROER, T. (2014), "Domestic or global imbalances? Rising income risk and the fall in the US current account", *Journal of Monetary Economics*, 64: 47–67.
- CARBÓ, S.; GARDENER, E.P.M., y P. MOLYNEUX (2005), *Financial Exclusion*, Basingstoke (RU), Palgrave-MacMillan.
- (2007), "Financial exclusion in Europe", *Public Money & Management*, 27, 1: 21-27.
- CARBÓ, S., y R. LÓPEZ (2002), "La inclusión financiera: un paso cualitativo más", *Cuadernos de Información Económica*, 170: 79-90.
- CARBÓ, S.; LÓPEZ, R., y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2002), "La actividad bancaria típica en España: una aproximación provincial", *Cuadernos de Información Económica*, 167: 135-145.
- CARBÓ, S., y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2014), "El sector bancario español ante un nuevo paradigma: reconsideración del valor del tamaño", *Papeles de Economía Española* (número extraordinario "Nuevos negocios bancarios"): 19-30.
- ČIHÁK, M.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; FEYEN, E., y R. LEVINE (2013), "Financial development in 205 economies, 1960 to 2010", *Journal of Financial Perspectives*, 1, 2: 17–36.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y L. KLAPPER (2012), "Measuring Financial Inclusion: The Global Findex Database", *Policy Research Working Paper 6025*, Banco Mundial, Washington DC.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; KLAPPER, L., y D. SINGER (2013), "Financial inclusion and legal discrimination against women. Evidence from developing countries", *Policy Research Working Paper 6416*, Banco Mundial, Washington DC.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (2014), *Global Financial Development Report 2014: Financial Exclusion*, Banco Mundial, Washington DC.
- KEMPSON, E. (2006), *Policy Level Response to Financial Exclusion in developed economies. Lessons for developing countries*, *Access to Finance: Building Inclusive Financial Systems*, 30-31/05/2006, World Bank, Washington DC.
- PEACHY, S., y A. ROE (2006), *Access to Finance. What Does it Mean and How Do Savings Banks Foster Access. A Study for the World Savings Banks Institute (WSBI)*, Oxford Policy Management (Perspectives 49).
- RIFKIN, J. (2014), *A Zero Marginal Cost Society*, Nueva York, Palgrave MacMillan.

# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

## Contabilidad Nacional: PIB y principales agregados por el lado de la demanda\* (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

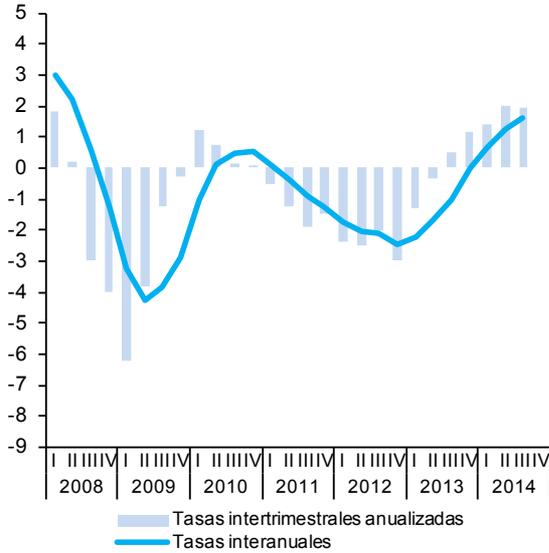
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción				Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
2007	3,8	3,3	6,2	4,3	2,0	2,0	0,9	9,6	8,3	8,6	4,4	-0,6
2008	1,1	-0,7	5,9	-4,5	-6,1	-6,1	-9,7	-1,0	-0,8	-5,6	-0,4	1,6
2009	-3,6	-3,6	4,1	-18,1	-16,5	-16,5	-20,6	-21,2	-11,0	-18,3	-6,4	2,8
2010	0,0	0,3	1,5	-4,6	-10,1	-10,1	-11,6	6,3	9,4	6,9	-0,5	0,5
2011	-0,6	-2,0	-0,3	-6,1	-10,6	-10,6	-12,8	1,3	7,4	-0,8	-2,7	2,1
2012	-2,1	-2,9	-3,7	-8,0	-9,3	-9,3	-9,0	-6,2	1,2	-6,3	-4,3	2,2
2013	-1,2	-2,3	-2,9	-3,4	-9,2	-9,2	-7,6	4,2	4,3	-0,5	-2,7	1,4
2014	1,4	2,3	0,6	3,2	-2,9	-2,9	-3,1	10,1	4,3	7,4	2,1	-0,7
2015	2,4	3,0	0,6	4,3	1,8	1,8	1,9	6,9	4,6	6,4	2,8	-0,4
2013 I	-2,2	-3,8	-4,5	-6,2	-7,4	-7,4	-4,8	-4,7	0,0	-7,3	-4,3	2,1
II	-1,7	-3,1	-3,6	-5,3	-11,4	-11,4	-8,9	2,8	7,3	1,3	-3,5	1,8
III	-1,0	-2,1	-2,4	-2,1	-9,7	-9,7	-8,4	7,9	4,9	0,5	-2,4	1,4
IV	0,0	-0,1	-1,1	0,3	-8,3	-8,3	-8,2	11,4	5,1	3,8	-0,5	0,5
2014 I	0,7	1,3	0,5	1,2	-8,1	-8,1	-7,3	13,1	6,3	8,9	1,2	-0,5
II	1,3	2,2	0,7	4,0	-2,0	-2,0	-3,4	11,0	1,5	4,8	2,2	-0,9
III	1,6	2,7	0,9	3,6	-1,2	-1,2	-1,5	8,8	4,6	8,2	2,5	-0,9
IV	1,9	3,0	0,4	3,9	0,1	0,1	0,3	8,0	4,8	7,9	2,6	-0,7
2015 I	2,2	3,2	0,3	4,0	1,0	1,0	1,3	7,0	4,8	6,0	2,4	-0,2
II	2,4	3,0	1,5	4,0	1,4	1,4	2,0	6,5	4,8	6,2	2,7	-0,3
III	2,5	3,0	0,5	4,4	2,0	2,0	1,6	6,9	4,1	5,4	2,8	-0,3
IV	2,6	3,0	0,0	4,9	2,7	2,7	2,8	7,0	4,8	7,8	3,4	-0,8
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2013 I	-1,3	-3,1	-1,9	-2,6	-7,3	-7,3	-6,2	3,8	-4,7	-15,5	-4,6	3,3
II	-0,3	0,0	-1,3	-4,1	-20,2	-20,2	-16,0	19,8	26,7	28,9	-0,6	0,3
III	0,5	1,5	-0,7	6,0	-1,0	-1,0	-2,6	14,5	1,8	5,8	1,6	-1,1
IV	1,2	1,4	-0,5	1,9	-3,5	-3,5	-7,3	8,2	-0,9	0,9	1,7	-0,6
2014 I	1,4	2,4	4,6	1,2	-6,5	-6,5	-2,8	10,1	-0,1	2,1	2,0	-0,6
II	2,0	3,7	-0,6	7,1	3,2	3,2	-0,9	11,2	5,1	10,7	3,4	-1,4
III	2,0	3,3	0,2	4,0	2,5	2,5	5,5	5,6	14,9	20,3	3,0	-1,0
IV	2,2	2,8	-2,3	3,4	1,6	1,6	-0,3	5,3	0,0	-0,2	2,0	0,2
2015 I	2,5	3,0	3,8	1,4	-3,1	-3,1	1,1	6,0	0,0	-4,9	2,3	0,2
II	2,8	3,1	4,6	7,1	5,0	5,0	2,0	9,2	4,9	11,7	4,6	-1,8
III	2,7	3,0	-3,8	5,9	4,7	4,7	3,6	7,0	12,1	16,3	3,1	-0,4
IV	2,4	2,9	-4,2	5,3	4,5	4,5	4,4	6,1	2,6	9,6	3,1	-0,7
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
2007	1.080,8	57,0	17,7	31,0	21,1	11,7	9,3	10,0	25,7	31,7	106,0	-6,0
2008	1.116,2	56,8	18,8	29,2	19,5	10,4	9,1	9,7	25,3	30,4	105,1	-5,1
2009	1.079,0	56,1	20,5	24,3	16,2	8,1	8,1	8,2	22,7	23,8	101,2	-1,2
2010	1.080,9	57,2	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.075,1	57,9	20,4	21,4	12,5	5,7	6,8	8,9	28,8	29,0	100,2	-0,2
2012	1.055,2	58,6	19,6	19,7	11,2	5,0	6,2	8,5	30,3	28,8	98,4	1,6
2013	1.049,2	58,2	19,5	18,5	9,9	4,3	5,6	8,7	31,6	28,1	96,6	2,1
2014	1.059,6	58,9	19,4	18,5	9,3	3,9	5,4	9,2	32,1	29,5	97,4	2,6
2015	1.091,3	58,4	19,0	18,6	9,1	3,8	5,3	9,5	32,7	29,3	96,6	3,4

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

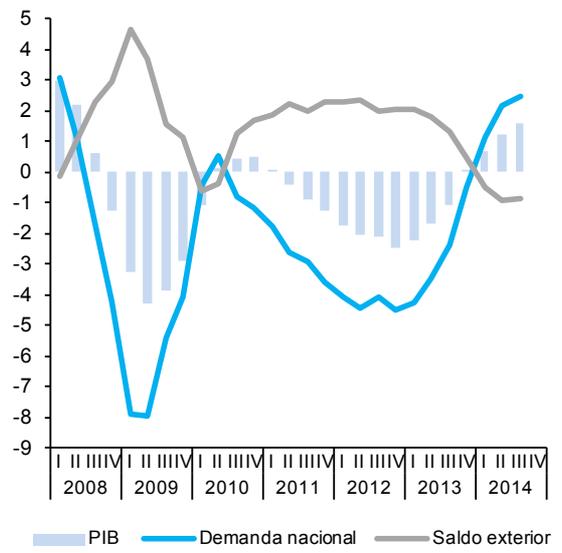
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

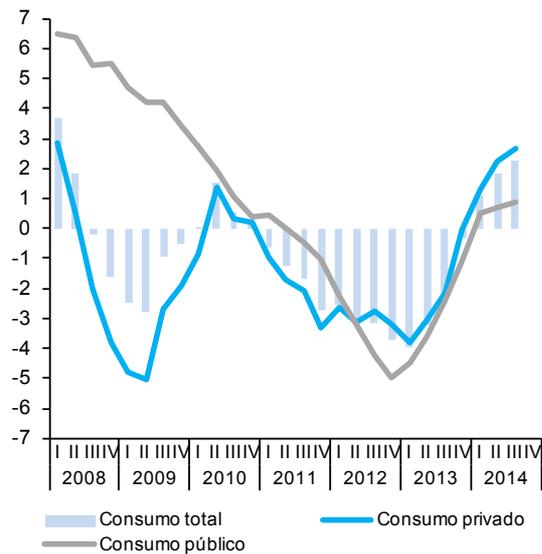
**Gráfico 1.1 - PIB**  
Tasas de crecimiento



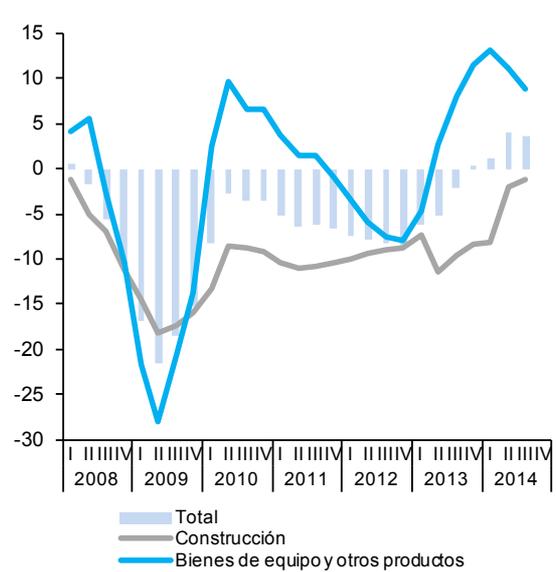
**Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**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\* (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

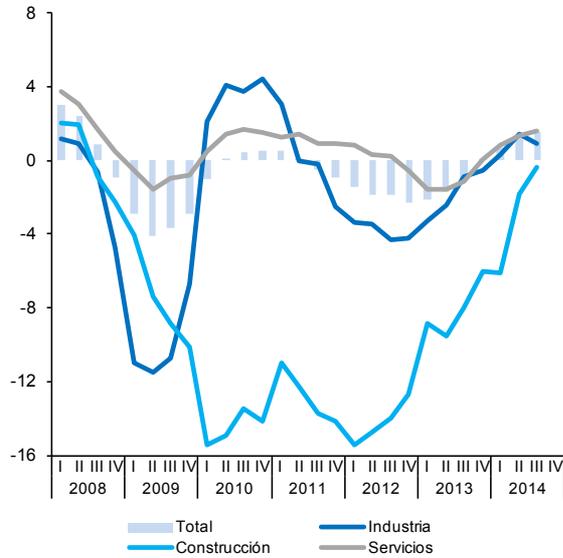
	Valor añadido bruto a precios básicos													Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Rameras industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>														
2007	4,2	7,2	1,8	0,5	5,4	3,5	5,1	10,2	8,7	7,5	4,7	3,1	0,1	
2008	1,3	-2,7	-0,8	0,2	2,3	-0,1	2,5	3,2	2,4	1,8	5,0	3,0	-0,9	
2009	-3,4	-3,6	-10,0	-7,6	-1,0	-3,7	0,6	-6,1	3,4	-3,7	2,3	0,7	-5,9	
2010	0,0	2,1	3,6	-14,5	1,3	1,5	3,9	-3,3	2,0	-1,4	2,4	1,4	0,1	
2011	-0,2	4,2	0,1	-12,7	1,1	1,3	-0,5	-2,0	3,0	2,7	0,5	0,8	-5,2	
2012	-1,9	-12,8	-3,8	-14,3	0,2	0,4	2,6	-3,4	2,4	-0,5	-0,6	-0,3	-4,4	
2013	-1,2	15,6	-1,8	-8,1	-1,0	-0,7	-2,8	-7,8	1,1	-1,1	-1,3	1,5	-1,5	
2014	1,3	7,0	1,1	-2,0	1,4	3,1	1,4	-5,0	1,1	2,3	0,5	1,8	1,6	
2015	2,4	1,6	2,4	2,3	2,4	4,4	2,1	0,0	1,7	2,8	0,7	2,4	2,4	
2013 I	-2,1	5,3	-3,3	-8,8	-1,5	-1,5	-3,2	-6,2	1,7	-2,4	-1,9	-0,3	-2,9	
II	-1,7	21,9	-2,4	-9,6	-1,6	-1,5	-2,9	-9,1	1,6	-2,4	-1,8	1,1	-1,5	
III	-1,0	17,2	-0,9	-8,0	-1,1	-0,8	-3,5	-7,9	0,3	-1,0	-0,9	1,4	-1,1	
IV	0,1	18,4	-0,5	-6,0	0,0	0,9	-1,6	-8,2	0,8	1,3	-0,7	3,8	-0,6	
2014 I	0,7	13,9	0,3	-6,1	0,8	1,7	1,3	-5,6	0,9	1,1	0,2	3,7	0,6	
II	1,2	3,8	1,4	-1,8	1,3	3,1	0,6	-5,0	1,0	1,7	0,4	1,6	1,5	
III	1,5	8,4	0,9	-0,4	1,6	3,3	1,9	-5,0	1,2	2,7	0,6	0,9	2,4	
IV	1,9	2,4	1,7	0,5	2,0	4,0	1,9	-4,1	1,4	3,5	0,7	1,1	1,8	
2015 I	2,2	0,8	1,7	0,7	2,4	5,0	2,0	-2,7	1,6	3,0	0,8	1,1	2,1	
II	2,4	3,3	2,1	1,7	2,4	4,3	2,3	0,8	1,8	2,8	0,5	2,6	2,3	
III	2,5	0,0	2,8	3,0	2,5	4,6	1,8	0,4	2,0	2,6	0,7	2,9	2,6	
IV	2,6	2,2	3,0	3,7	2,4	3,9	2,2	1,7	1,6	2,8	0,9	3,0	2,8	
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>														
2013 I	-1,2	30,7	0,4	-2,6	-2,5	-2,3	-10,5	-8,1	0,4	1,2	-4,5	4,7	-2,1	
II	-0,5	28,6	-2,2	-14,5	0,1	0,1	1,4	-14,5	0,6	-1,7	2,8	4,5	1,6	
III	1,0	-0,4	2,3	-5,1	1,3	3,1	0,3	-4,1	-0,5	5,2	-0,5	3,5	-5,5	
IV	0,9	17,6	-2,3	-1,1	1,3	2,8	2,9	-5,6	2,5	0,6	-0,4	2,6	3,6	
2014 I	1,3	11,9	3,8	-3,0	0,6	1,0	0,5	2,4	1,0	0,4	-1,2	4,3	2,8	
II	1,6	-11,4	2,1	2,1	2,0	5,6	-1,4	-12,3	1,2	0,7	3,7	-3,9	5,6	
III	2,4	18,6	0,2	0,5	2,4	4,0	5,9	-3,9	0,0	9,4	0,2	0,8	-2,1	
IV	2,3	-6,6	0,7	2,6	3,0	5,5	3,0	-2,1	3,3	3,8	0,2	3,2	1,0	
2015 I	2,4	5,1	4,0	-2,1	2,2	5,0	0,7	8,5	2,0	-1,4	-1,0	4,5	4,0	
II	2,4	-2,0	3,6	6,0	2,0	2,9	-0,3	1,2	1,8	-0,3	2,7	2,0	6,4	
III	3,1	4,0	2,9	5,7	2,9	4,9	4,0	-5,4	1,0	8,8	0,8	2,1	-1,0	
IV	2,4	2,0	1,5	5,5	2,4	2,7	4,6	3,1	1,6	4,6	1,0	3,3	2,0	
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>												
2007	972,9	2,7	18,2	11,2	67,9	22,1	4,4	5,3	8,9	7,2	16,3	3,7	11,1	
2008	1.025,7	2,5	17,9	11,0	68,5	21,9	4,3	5,4	9,0	7,3	16,9	3,8	8,8	
2009	1.006,1	2,3	16,6	10,6	70,4	22,0	4,4	5,7	8,9	7,3	18,2	4,0	7,2	
2010	989,9	2,6	17,2	8,8	71,4	22,5	4,4	4,4	10,2	7,2	18,7	4,1	9,2	
2011	988,3	2,5	17,4	7,5	72,6	23,1	4,3	4,1	10,8	7,4	18,6	4,2	8,8	
2012	969,3	2,4	17,2	6,3	74,0	23,8	4,4	4,2	11,6	7,4	18,4	4,2	8,9	
2013	958,5	2,8	17,6	5,7	73,9	23,8	4,1	3,7	11,9	7,4	18,6	4,3	9,5	
2014	965,5	2,6	17,6	5,5	74,3	24,2	4,0	3,7	12,1	7,4	18,6	4,3	9,7	
2015	993,4	2,6	17,5	5,5	74,5	24,9	3,9	3,7	12,0	7,3	18,3	4,3	9,8	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

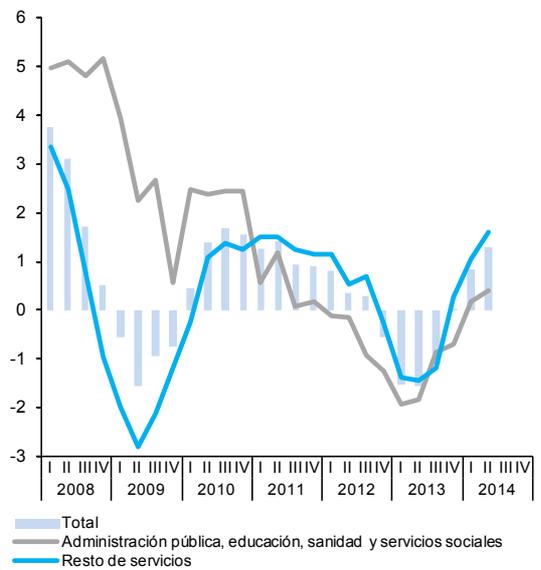
**Gráfico 2.1 - VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



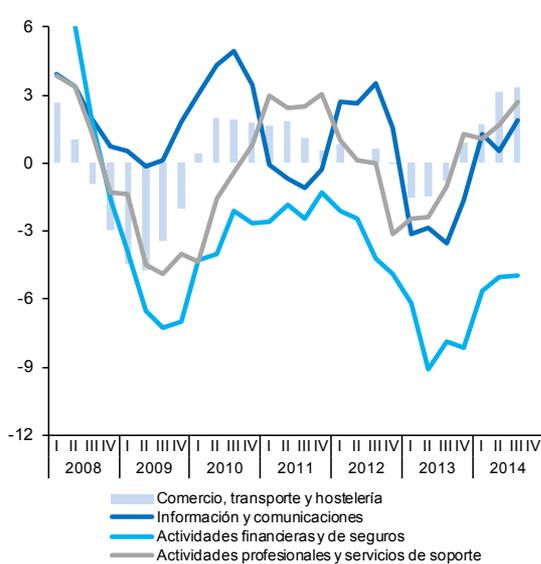
**Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)**

Tasas de crecimiento interanuales



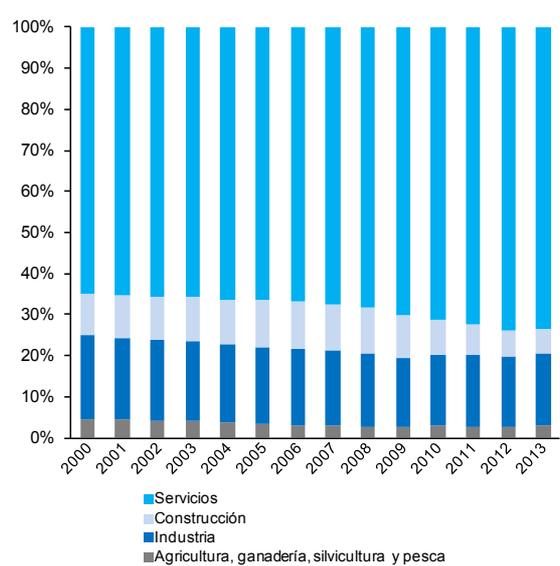
**Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)**

Tasas de crecimiento interanuales



**Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial**

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

## Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales (SEC 2010, Base 2010)

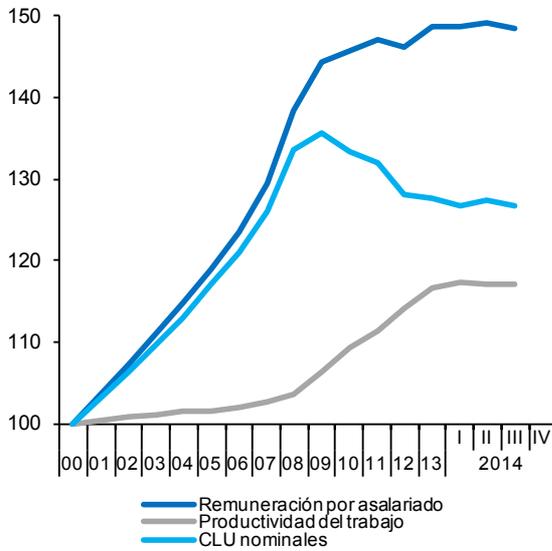
Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
<b>Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
2007	127,7	124,4	102,6	129,5	126,1	96,3	114,8	94,8	121,1	141,5	116,8	96,3
2008	129,1	124,7	103,6	138,3	133,5	99,8	112,4	93,9	119,7	149,3	124,7	98,5
2009	124,5	117,1	106,4	144,4	135,7	101,2	100,1	82,2	121,8	152,6	125,3	99,0
2010	124,5	114,0	109,3	145,9	133,5	99,4	100,1	78,9	126,9	155,6	122,6	97,7
2011	123,8	111,1	111,4	147,1	132,0	98,2	99,2	76,3	130,1	159,0	122,2	95,3
2012	121,2	106,1	114,2	146,3	128,1	95,1	95,3	71,6	133,1	161,4	121,3	94,7
2013	119,7	102,7	116,6	148,7	127,6	94,0	94,2	68,4	137,8	163,9	118,9	92,7
2014	121,3	103,6	117,1	148,9	127,1	94,1	96,1	--	--	--	--	--
2015	124,2	105,6	117,6	149,5	127,1	93,6	98,8	--	--	--	--	--
2012 IV	120,0	104,3	115,1	143,5	124,7	92,4	93,9	70,1	134,0	161,7	120,7	92,2
2013 I	119,6	103,2	115,9	148,6	128,2	94,5	94,2	69,7	135,1	162,7	120,4	93,8
II	119,5	102,6	116,5	148,6	127,6	94,0	94,1	68,6	137,2	163,9	119,5	93,4
III	119,7	102,5	116,8	148,7	127,3	93,9	94,4	67,6	139,7	164,1	117,5	91,5
IV	120,0	102,4	117,2	149,0	127,2	93,8	94,2	67,6	139,4	165,1	118,4	92,1
2014 I	120,4	102,6	117,3	148,7	126,7	93,8	95,8	67,6	141,6	165,1	116,6	92,6
II	121,0	103,4	117,0	149,2	127,5	94,4	96,0	68,1	140,9	167,3	118,8	93,9
III	121,6	103,9	117,1	148,5	126,8	94,0	96,2	68,8	139,8	165,8	118,6	93,2
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
2007	3,5	3,0	0,5	4,7	4,2	0,9	0,3	-2,5	-0,8	7,2	1,5	-2,0
2008	1,1	0,2	0,9	6,8	5,9	3,7	-2,1	-1,0	-1,1	5,5	6,7	2,3
2009	-3,6	-6,1	2,7	4,4	1,6	1,4	-10,9	-12,4	1,8	2,2	0,5	0,5
2010	0,0	-2,7	2,7	1,1	-1,6	-1,8	0,0	-4,0	4,2	1,9	-2,1	-1,3
2011	-0,6	-2,5	2,0	0,9	-1,1	-1,2	-0,9	-3,3	2,5	2,2	-0,3	-2,4
2012	-2,1	-4,4	2,4	-0,6	-3,0	-3,2	-4,0	-6,1	2,3	1,6	-0,7	-0,6
2013	-1,2	-3,3	2,1	1,7	-0,4	-1,1	-1,1	-4,5	3,6	1,5	-2,0	-2,2
2014	1,4	0,9	0,5	0,1	-0,4	0,0	2,0	--	--	--	--	--
2015	2,4	2,0	0,4	0,5	0,0	-0,5	2,8	--	--	--	--	--
2012 IV	-2,5	-4,7	2,4	-3,0	-5,2	-5,6	-4,1	-6,5	2,6	0,4	-2,1	-2,9
2013 I	-2,2	-4,3	2,2	0,5	-1,6	-2,5	-2,9	-4,7	1,9	0,8	-1,1	-2,6
II	-1,7	-3,9	2,3	1,0	-1,3	-2,2	-1,2	-4,6	3,6	1,1	-2,4	-3,2
III	-1,0	-3,0	2,0	1,4	-0,6	-1,0	-0,6	-5,2	4,8	2,2	-2,5	-2,7
IV	0,0	-1,8	1,8	3,8	2,0	1,5	0,4	-3,5	4,0	2,1	-1,9	0,0
2014 I	0,7	-0,6	1,3	0,1	-1,2	-0,8	1,6	-3,0	4,8	1,5	-3,2	-1,2
II	1,3	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,5	2,0	-0,6	2,7	2,1	-0,6	0,6
III	1,6	1,4	0,3	-0,1	-0,4	0,0	1,9	1,8	0,1	1,1	1,0	1,8

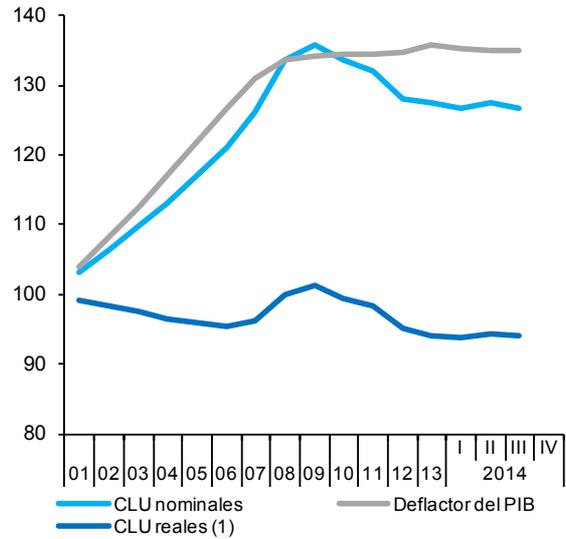
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

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

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

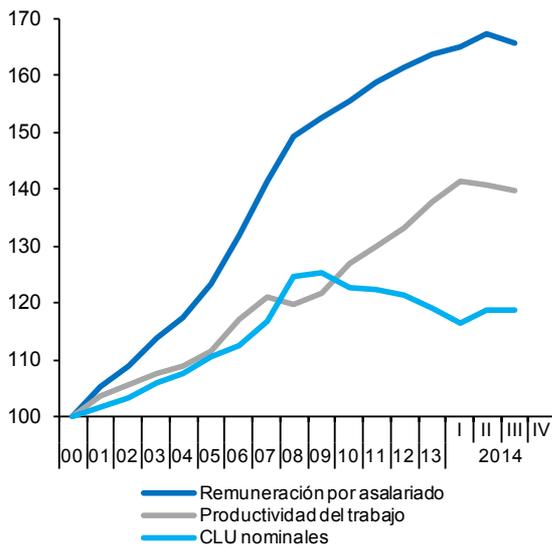


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

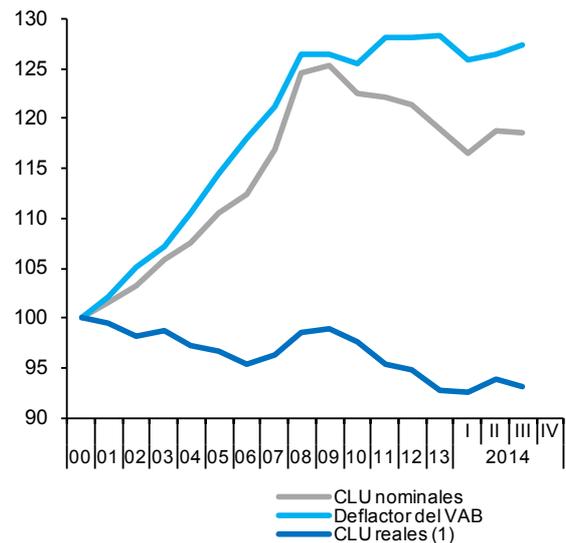


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

**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 (SEC 2010, Base 2010)

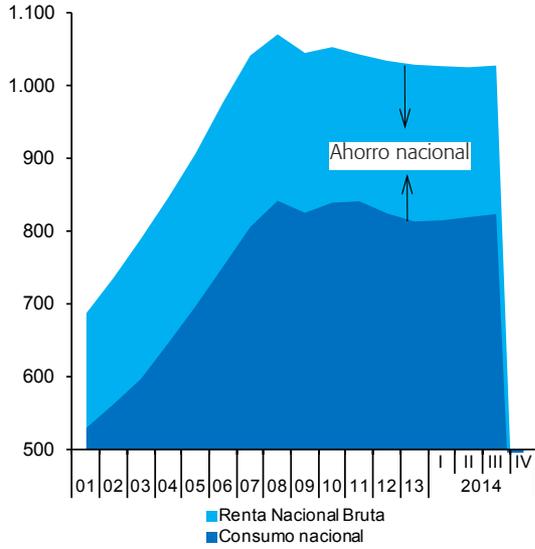
Previsiones en azul

	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	1.080,8	522,6	450,2	108,1	-26,1	1.054,7	-13,2	1.041,5	806,9	234,6	48,3	41,7	10,0
2008	1.116,2	559,8	465,2	91,2	-30,0	1.086,3	-15,7	1.070,6	843,1	227,5	50,1	41,7	8,2
2009	1.079,0	549,2	455,2	74,7	-19,8	1.059,2	-14,3	1.045,0	826,4	218,6	50,9	42,2	6,9
2010	1.080,9	541,5	445,9	93,6	-15,2	1.065,8	-12,7	1.053,0	840,5	212,6	50,1	41,3	8,7
2011	1.075,1	531,9	453,4	89,9	-18,2	1.056,9	-14,1	1.042,8	842,2	200,6	49,5	42,2	8,4
2012	1.055,2	501,9	458,3	94,9	-8,9	1.046,3	-12,1	1.034,2	825,7	208,5	47,6	43,4	9,0
2013	1.049,2	490,3	458,6	100,3	-7,2	1.041,9	-13,1	1.028,8	814,5	214,3	46,7	43,7	9,6
2014	1.059,6	496,7	458,6	104,3	-14,8	1.044,8	-13,0	1.031,8	829,1	202,8	46,9	43,3	9,8
2015	1.091,3	510,2	473,8	107,3	-12,6	1.078,6	-13,0	1.065,7	844,3	221,4	46,8	43,4	9,8
2012 IV	1.055,2	501,9	458,3	94,9	-8,9	1.046,3	-12,1	1.034,2	825,7	208,5	47,6	43,4	9,0
2013 I	1.050,4	496,0	458,7	95,7	-7,8	1.042,7	-11,4	1.031,3	817,7	213,5	47,2	43,7	9,1
II	1.048,3	490,7	459,1	98,5	-5,9	1.042,4	-12,4	1.030,0	811,4	218,5	46,8	43,8	9,4
III	1.047,7	488,3	460,2	99,2	-6,4	1.041,3	-13,1	1.028,2	810,8	217,4	46,6	43,9	9,5
IV	1.049,2	490,3	458,6	100,3	-7,2	1.041,9	-13,1	1.028,8	814,5	214,3	46,7	43,7	9,6
2014 I	1.049,1	489,7	458,0	101,5	-8,8	1.040,3	-13,5	1.026,8	816,0	210,8	46,7	43,7	9,7
II	1.050,7	491,9	457,2	101,6	-12,2	1.038,5	-13,2	1.025,3	820,5	204,8	46,8	43,5	9,7
III	1.054,0	493,9	457,3	102,7	-14,1	1.039,9	-12,2	1.027,7	824,7	203,0	46,9	43,4	9,7
Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior		
2007	7,2	8,6	7,8	-1,2	48,9	6,5	-2,6	6,6	7,3	4,4	0,6	0,2	-0,8
2008	3,3	7,1	3,3	-15,6	14,6	3,0	19,1	2,8	4,5	-3,0	1,8	0,0	-1,8
2009	-3,3	-1,9	-2,2	-18,1	-33,9	-2,5	-9,1	-2,4	-2,0	-3,9	0,7	0,5	-1,3
2010	0,2	-1,4	-2,0	25,3	-23,4	0,6	-10,9	0,8	1,7	-2,8	-0,8	-0,9	1,7
2011	-0,5	-1,8	1,7	-3,9	20,1	-0,8	11,2	-1,0	0,2	-5,6	-0,6	0,9	-0,3
2012	-1,9	-5,6	1,1	5,6	-51,3	-1,0	-14,6	-0,8	-2,0	3,9	-1,9	1,3	0,6
2013	-0,6	-2,3	0,1	5,7	-18,3	-0,4	8,4	-0,5	-1,4	2,8	-0,8	0,3	0,6
2014	1,0	1,3	0,0	3,9	104,8	0,3	-1,0	0,3	1,8	-5,4	0,2	-0,4	0,3
2015	3,0	2,7	3,3	2,9	-14,7	3,2	0,0	3,3	1,8	9,2	-0,1	0,1	0,0
2012 IV	-1,9	-5,6	1,1	5,6	-51,3	-1,0	-14,6	-0,8	-2,0	3,9	-1,9	1,3	0,6
2013 I	-1,9	-5,9	1,4	4,8	-56,7	-1,0	-20,5	-0,7	-2,7	7,9	-2,0	1,4	0,6
II	-1,6	-5,7	1,1	8,9	-65,0	-0,6	-11,2	-0,4	-3,2	11,3	-2,1	1,2	0,9
III	-1,3	-4,9	1,0	7,7	-49,5	-0,7	-2,3	-0,7	-2,8	7,9	-1,8	1,0	0,8
IV	-0,6	-2,3	0,1	5,7	-18,3	-0,4	8,4	-0,5	-1,4	2,8	-0,8	0,3	0,6
2014 I	-0,1	-1,3	-0,2	6,0	13,5	-0,2	18,2	-0,4	-0,2	-1,3	-0,5	0,0	0,6
II	0,2	0,2	-0,4	3,1	105,1	-0,4	6,5	-0,5	1,1	-6,3	0,0	-0,3	0,3
III	0,6	1,2	-0,6	3,5	120,3	-0,1	-6,7	-0,1	1,7	-6,6	0,3	-0,5	0,3

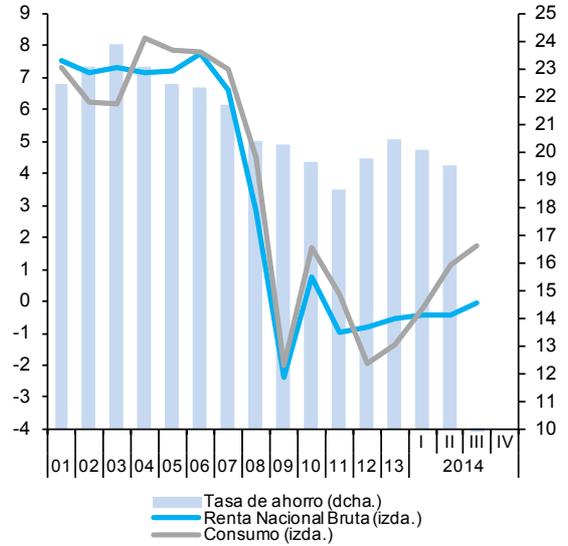
(1) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

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

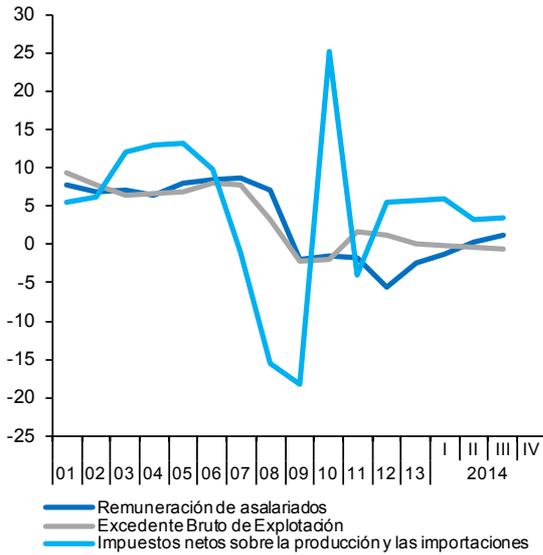
**Gráfico 4.1.- Renta Nacional, consumo y ahorro**  
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



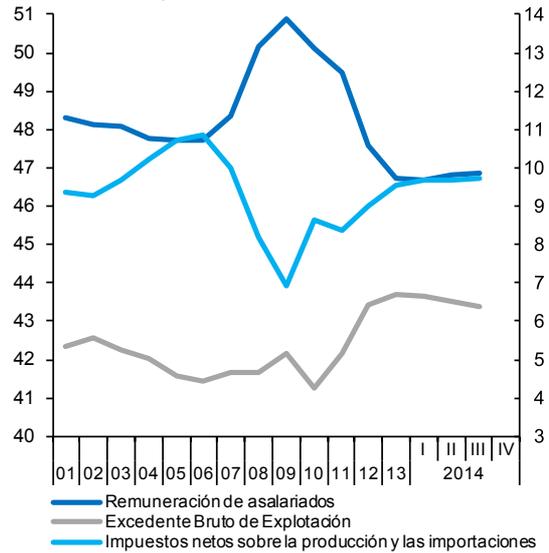
**Gráfico 4.2.- Renta Nacional, consumo y tasa de ahorro**  
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.



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



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



Cuadro 5

## Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo (SEC 2010, Base 2010)

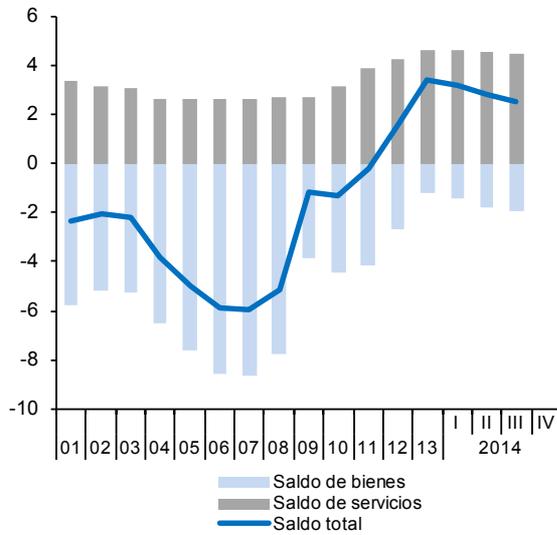
Previsiones en azul

	Bienes y servicios				Rentas	Transfe- rencias corrientes	Cuenta corriente	Transfe- rencias de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ahorro-inversión-déficit		
	Total	Bienes	Servicios turísticos	Servicios no turísticos						Ahorro nacio- nal bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3+4	2	3	4						5	6	7=1+5+6
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>												
2007	-64,8	-93,2	23,6	4,9	-26,1	-13,2	-104,1	4,0	-100,1	234,6	338,7	-104,1
2008	-57,2	-87,0	24,0	5,9	-30,0	-15,7	-102,9	4,3	-98,5	227,5	330,4	-102,9
2009	-12,4	-41,5	22,4	6,6	-19,8	-14,3	-46,5	2,9	-43,6	218,6	265,1	-46,5
2010	-14,1	-47,8	23,0	10,7	-15,2	-12,7	-42,0	4,9	-37,1	212,6	254,5	-42,0
2011	-2,6	-44,5	26,2	15,6	-18,2	-14,1	-35,0	4,1	-30,9	200,6	235,6	-35,0
2012	16,5	-28,2	27,1	17,6	-8,9	-12,1	-4,5	5,3	0,8	208,5	212,9	-4,5
2013	35,8	-12,6	28,3	20,1	-7,2	-13,1	15,4	6,8	22,2	214,3	198,9	15,4
2014	28,9	-17,8	28,8	17,9	-14,8	-13,0	1,1	5,5	6,6	202,8	201,6	1,1
2015	38,2	-8,5	29,5	17,1	-12,6	-13,0	12,6	5,4	18,0	221,4	208,8	12,6
2012 IV	16,5	-28,2	27,1	17,6	-8,9	-12,1	-4,5	5,3	0,8	208,5	212,9	-4,5
2013 I	23,1	-21,9	27,3	17,7	-7,8	-11,4	3,9	6,2	10,1	213,5	208,3	5,2
II	30,7	-14,8	27,7	17,8	-5,9	-12,4	12,4	7,1	19,5	218,5	204,2	14,3
III	34,3	-12,5	28,1	18,8	-6,4	-13,1	14,9	6,9	21,7	217,4	201,0	16,4
IV	35,8	-12,6	28,3	20,1	-7,2	-13,1	15,4	6,8	22,2	214,3	198,9	15,4
2014 I	33,7	-14,7	28,6	19,9	-8,8	-13,5	11,4	7,0	18,5	210,8	198,6	12,2
II	29,3	-18,6	28,8	19,1	-12,2	-13,2	3,9	6,4	10,3	204,8	199,8	5,0
IV	26,7	-20,2	28,7	18,3	-14,1	-12,2	0,4	5,8	6,2	203,0	201,2	1,8
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>												
2007	-6,0	-8,6	2,2	0,5	-2,4	-1,2	-9,6	0,4	-9,3	21,7	31,3	-9,6
2008	-5,1	-7,8	2,1	0,5	-2,7	-1,4	-9,2	0,4	-8,8	20,4	29,6	-9,2
2009	-1,2	-3,8	2,1	0,6	-1,8	-1,3	-4,3	0,3	-4,0	20,3	24,6	-4,3
2010	-1,3	-4,4	2,1	1,0	-1,4	-1,2	-3,9	0,5	-3,4	19,7	23,5	-3,9
2011	-0,2	-4,1	2,4	1,5	-1,7	-1,3	-3,3	0,4	-2,9	18,7	21,9	-3,3
2012	1,6	-2,7	2,6	1,7	-0,8	-1,1	-0,4	0,5	0,1	19,8	20,2	-0,4
2013	3,4	-1,2	2,7	1,9	-0,7	-1,2	1,5	0,7	2,1	20,4	19,0	1,5
2014	2,7	-1,7	2,7	1,7	-1,4	-1,2	0,1	0,5	0,6	19,1	19,0	0,1
2015	3,5	-0,8	2,7	1,6	-1,2	-1,2	1,2	0,5	1,7	20,3	19,1	1,2
2012 IV	1,6	-2,7	2,6	1,7	-0,8	-1,1	-0,4	0,5	0,1	19,8	20,2	-0,4
2013 I	2,2	-2,1	2,6	1,7	-0,7	-1,1	0,4	0,6	1,0	20,3	19,8	0,5
II	2,9	-1,4	2,6	1,7	-0,6	-1,2	1,2	0,7	1,9	20,8	19,5	1,4
III	3,3	-1,2	2,7	1,8	-0,6	-1,2	1,4	0,7	2,1	20,8	19,2	1,6
IV	3,4	-1,2	2,7	1,9	-0,7	-1,2	1,5	0,7	2,1	20,4	19,0	1,5
2014 I	3,2	-1,4	2,7	1,9	-0,8	-1,3	1,1	0,7	1,8	20,1	18,9	1,2
II	2,8	-1,8	2,7	1,8	-1,2	-1,3	0,4	0,6	1,0	19,5	19,0	0,5
III	2,5	-1,9	2,7	1,7	-1,3	-1,2	0,0	0,6	0,6	19,3	19,1	0,2

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

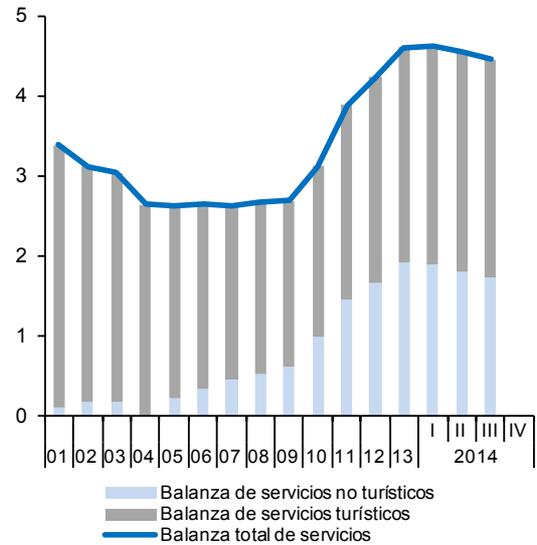
**Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)**

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



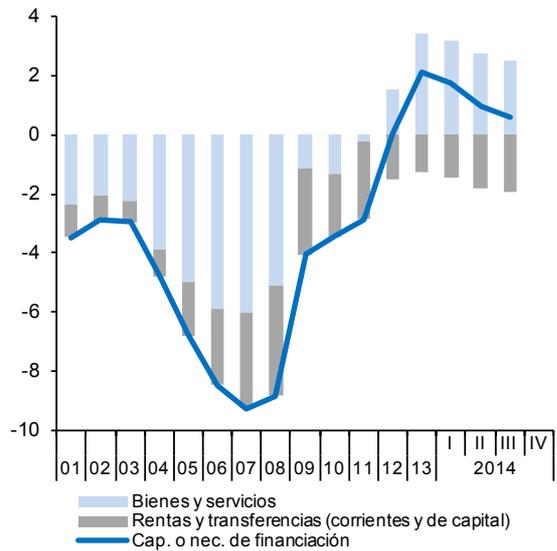
**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



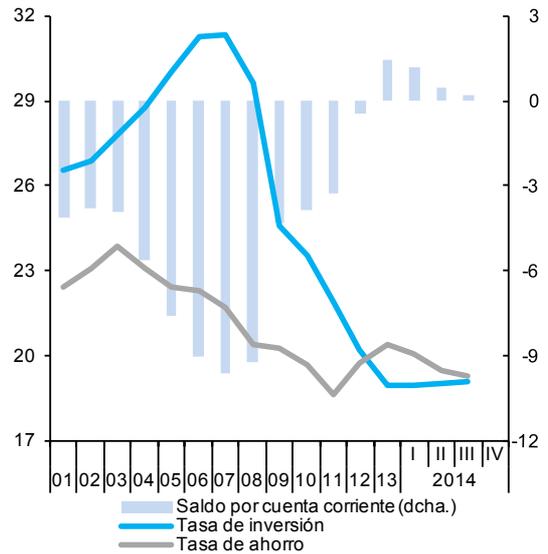
**Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación**

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 (SEC 2010, Base 2010)

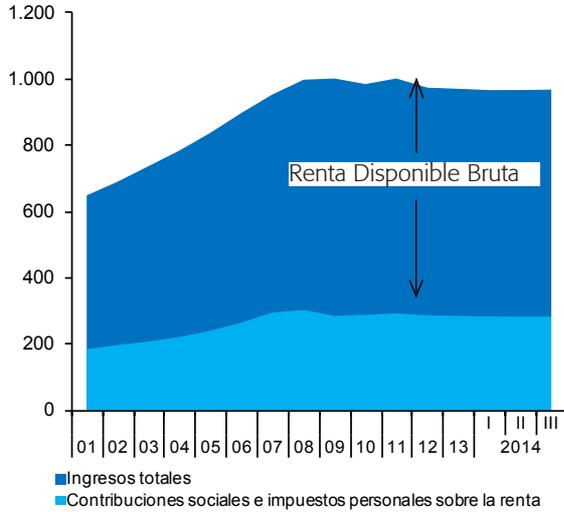
Previsiones en azul

	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
2007	656,8	523,1	232,3	197,6	209,4	86,8	615,8	44,4	6,8	3,1	98,8	-51,3	-4,7
2008	692,8	560,5	219,7	217,0	219,7	84,8	633,5	63,6	9,2	5,2	90,2	-21,3	-1,9
2009	715,0	549,9	215,2	235,9	209,7	76,2	605,3	109,7	15,3	4,6	69,0	45,4	4,2
2010	694,7	542,3	202,6	239,3	209,6	79,9	618,8	75,8	10,9	6,3	63,0	19,1	1,8
2011	707,0	532,8	225,3	243,0	212,0	82,0	622,6	83,8	11,9	3,1	55,0	31,9	3,0
2012	685,6	503,3	222,4	247,6	204,4	83,2	618,8	64,8	9,5	2,5	42,6	24,7	2,3
2013	683,4	492,3	226,0	249,6	201,3	83,1	610,3	71,1	10,4	0,4	33,4	38,2	3,6
2014	685,1	498,8	226,3	245,6	200,6	84,9	623,6	60,4	8,8	0,4	36,2	24,5	2,3
2015	705,1	512,3	235,4	248,4	207,0	84,1	637,4	66,5	9,4	0,4	37,6	29,3	2,7
2012 IV	685,6	503,3	222,4	247,6	204,4	83,2	618,8	64,8	9,5	2,5	42,6	24,7	2,3
2013 I	683,4	497,5	223,2	249,2	203,7	82,8	613,0	68,3	10,0	2,4	42,0	28,7	2,7
II	684,2	492,3	225,4	250,2	202,1	81,6	609,0	73,0	10,7	2,1	40,7	34,4	3,3
III	682,2	490,1	226,0	249,7	201,0	82,5	609,7	70,8	10,4	1,4	37,5	34,7	3,3
IV	683,4	492,3	226,0	249,6	201,3	83,1	610,3	71,1	10,4	0,4	33,4	38,2	3,6
2014 I	681,4	491,9	226,0	248,2	201,3	83,3	611,6	68,2	10,0	0,3	34,1	34,5	3,3
II	682,1	494,0	224,6	247,6	200,5	83,6	616,0	64,6	9,5	0,2	34,3	30,5	2,9
III	683,2	496,1	225,5	245,8	200,2	84,1	620,0	61,9	9,1	0,0	35,8	26,0	2,5
<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>									<b>Diferencia sobre año anterior</b>	<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>			<b>Diferencia sobre año anterior</b>
2007	4,1	8,6	-0,6	8,6	9,4	16,0	6,7	-18,7	-1,9	-50,1	3,7	-	-1,3
2008	5,5	7,1	-5,4	9,8	4,9	-2,4	2,9	43,3	2,4	67,4	-8,7	-	2,8
2009	3,2	-1,9	-2,1	8,7	-4,5	-10,1	-4,5	72,4	6,2	-11,0	-23,5	-	6,1
2010	-2,8	-1,4	-5,9	1,4	0,0	4,8	2,2	-30,9	-4,4	36,5	-8,7	-	-2,4
2011	1,8	-1,8	11,2	1,5	1,1	2,7	0,6	10,6	0,9	-51,6	-12,7	-	1,2
2012	-3,0	-5,5	-1,3	1,9	-3,5	1,4	-0,6	-22,7	-2,4	-18,2	-22,5	-	-0,6
2013	-0,3	-2,2	1,6	0,8	-1,5	-0,1	-1,4	9,7	1,0	-82,7	-21,7	-	1,3
2014	0,3	1,3	0,1	-1,6	-0,4	2,1	2,2	-15,1	-1,6	-10,0	8,5	-	-1,3
2015	2,9	2,7	4,1	1,2	3,2	-1,0	2,2	10,2	0,6	-10,0	4,0	-	0,4
2012 IV	-3,0	-5,5	-1,3	1,9	-3,5	1,4	-0,6	-22,7	-2,4	-18,2	-22,5	-	-0,6
2013 I	-2,9	-5,8	-1,0	2,0	-3,7	0,1	-1,6	-14,8	-1,4	-6,4	-18,2	-	-0,2
II	-1,8	-5,6	0,9	2,2	-3,7	-1,9	-2,1	-1,7	0,0	-26,2	-15,0	-	0,5
III	-1,6	-4,8	1,8	1,0	-3,0	-1,0	-1,7	-1,7	0,0	-32,8	-17,1	-	0,6
IV	-0,3	-2,2	1,6	0,8	-1,5	-0,1	-1,4	9,7	1,0	-82,7	-21,7	-	1,3
2014 I	-0,3	-1,1	1,2	-0,4	-1,2	0,7	-0,2	-0,1	0,0	-87,2	-18,9	-	0,6
II	-0,3	0,3	-0,4	-1,0	-0,8	2,5	1,2	-11,4	-1,2	-92,8	-15,7	-	-0,4
III	0,1	1,2	-0,2	-1,6	-0,4	1,9	1,7	-12,6	-1,3	-100,3	-4,5	-	-0,8

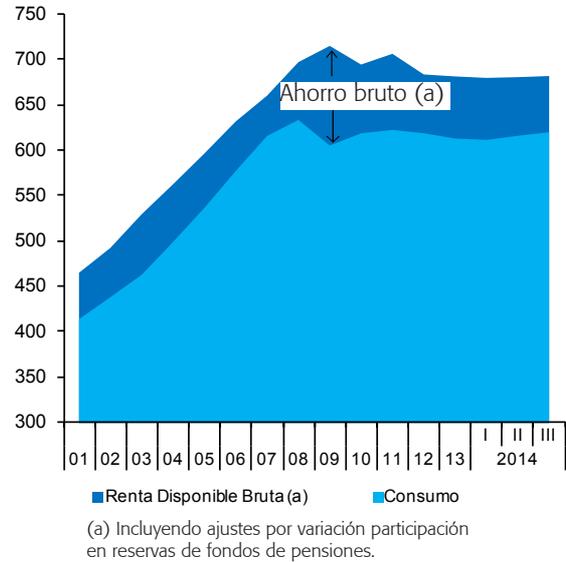
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

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

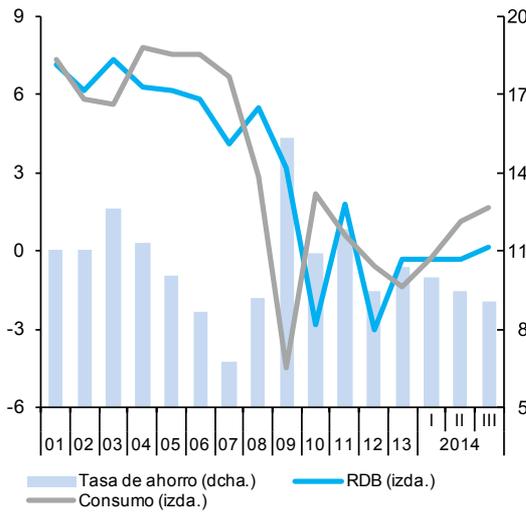
**Gráfico 6.1.- Hogares: Renta Disponible Bruta**  
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



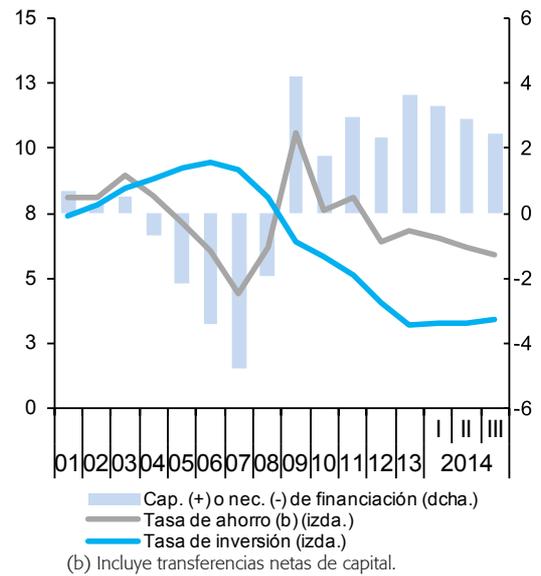
**Gráfico 6.2.- Hogares: Ahorro Bruto**  
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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



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



Cuadro 7

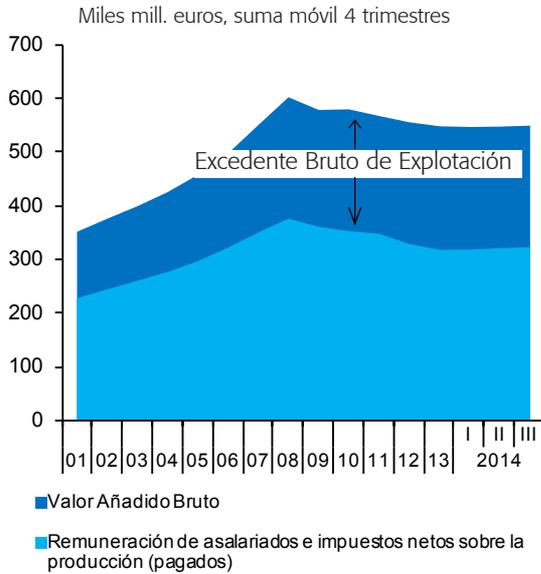
## Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

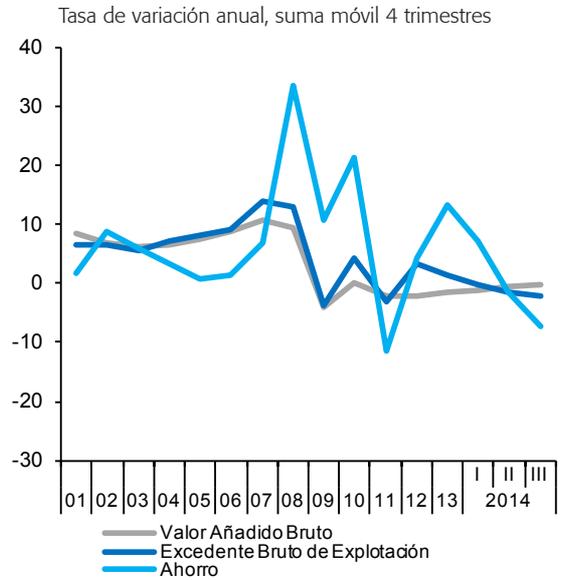
	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5+6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
2007	551,8	349,3	202,4	-66,0	-8,4	41,6	86,5	9,9	189,0	-92,5	-8,6	36,7	34,3
2008	604,0	375,2	228,8	-78,8	-8,9	25,5	115,7	11,8	178,7	-51,2	-4,6	37,9	29,6
2009	580,2	360,0	220,2	-59,9	-13,3	19,0	128,0	11,9	130,1	9,8	0,9	38,0	22,4
2010	581,4	351,9	229,5	-49,2	-8,6	16,2	155,5	10,6	132,0	34,0	3,1	39,5	22,7
2011	568,9	346,9	222,0	-60,9	-7,1	16,2	137,9	10,5	131,7	16,7	1,6	39,0	23,1
2012	557,1	327,8	229,2	-57,8	-7,7	19,9	143,8	9,0	138,4	14,4	1,4	41,2	24,8
2013	549,7	317,0	232,6	-45,4	-6,6	17,7	163,0	7,2	136,5	33,6	3,2	42,3	24,8
2014	553,1	324,8	228,3	-53,6	-6,8	18,3	149,6	6,8	137,4	19,0	1,8	41,3	24,8
2015	571,9	336,7	235,2	-48,5	-7,0	21,4	158,3	6,8	142,7	22,4	2,1	41,1	25,0
2012 IV	557,1	327,8	229,2	-57,8	-7,7	19,9	143,8	9,0	138,4	14,4	1,4	41,2	24,8
2013 I	554,2	323,2	230,9	-55,7	-7,3	19,5	148,5	9,5	137,6	20,4	1,9	41,7	24,8
II	552,4	320,0	232,3	-51,3	-7,0	19,8	154,1	9,3	138,9	24,6	2,3	42,1	25,1
III	552,0	318,4	233,7	-47,3	-6,6	18,5	161,3	8,6	140,0	30,0	2,9	42,3	25,4
IV	549,7	317,0	232,6	-45,4	-6,6	17,7	163,0	7,2	136,5	33,6	3,2	42,3	24,8
2014 I	548,3	317,6	230,7	-47,1	-6,8	17,8	159,1	7,2	138,4	27,9	2,7	42,1	25,2
II	549,0	320,1	228,9	-51,3	-6,9	18,7	152,0	7,0	136,8	22,2	2,1	41,7	24,9
III	550,8	322,0	228,8	-53,1	-7,1	18,9	149,7	6,7	137,1	19,3	1,8	41,5	24,9
<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>												<b>Diferencia sobre año anterior</b>	
2007	10,6	8,8	14,0	20,9	5,5	21,9	6,8	11,9	10,1	--	-0,5	1,1	-0,2
2008	9,5	7,4	13,0	19,3	6,4	-38,7	33,6	19,2	-5,5	--	4,0	1,2	-4,7
2009	-3,9	-4,1	-3,7	-23,9	49,4	-25,4	10,7	0,4	-27,2	--	5,5	0,1	-7,2
2010	0,2	-2,2	4,2	-17,9	-35,0	-15,0	21,4	-10,8	1,5	--	2,2	1,5	0,3
2011	-2,1	-1,4	-3,3	23,8	-18,1	0,1	-11,3	-0,8	-0,3	--	-1,6	-0,4	0,4
2012	-2,1	-5,5	3,3	-5,0	9,3	23,0	4,3	-14,0	5,1	--	-0,2	2,1	1,7
2013	-1,3	-3,3	1,5	-21,5	-14,5	-11,1	13,3	-20,6	-1,4	--	1,8	1,2	0,0
2014	0,6	2,5	-1,9	18,1	3,5	3,3	-8,2	-5,0	0,6	--	-1,4	-1,1	0,0
2015	3,4	3,6	3,0	-9,5	3,0	17,1	5,8	0,0	3,9	--	0,3	-0,1	0,1
2012 IV	-2,1	-5,5	3,3	-5,0	9,3	23,0	4,3	-14,0	5,1	--	-0,2	2,1	1,7
2013 I	-2,0	-5,7	3,7	-10,4	5,3	20,0	8,1	3,5	4,1	--	0,6	2,3	1,4
II	-1,6	-5,3	4,0	-17,2	8,5	15,2	12,0	-2,0	3,1	--	1,2	2,3	1,2
III	-1,2	-4,3	3,5	-23,9	-14,9	10,7	15,8	3,6	2,7	--	1,8	1,9	1,0
IV	-1,3	-3,3	1,5	-21,5	-14,5	-11,1	13,3	-20,6	-1,4	--	1,8	1,2	0,0
2014 I	-1,1	-1,8	-0,1	-15,5	-7,1	-8,6	7,1	-24,2	0,6	--	0,7	0,4	0,4
II	-0,6	0,0	-1,5	-0,1	-1,6	-5,7	-1,4	-24,6	-1,5	--	-0,2	-0,4	-0,2
III	-0,2	1,1	-2,1	12,4	6,8	2,1	-7,2	-22,1	-2,0	--	-1,0	-0,8	-0,5

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

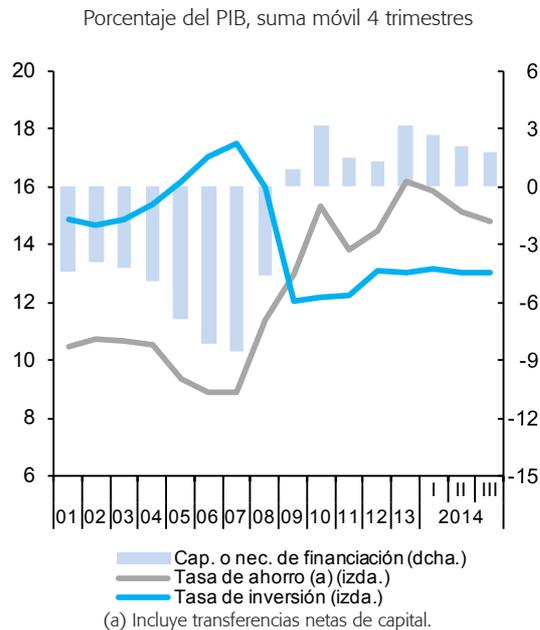
**Gráfico 7.1.- Sociedades no financieras: Excedente Bruto de Explotación**



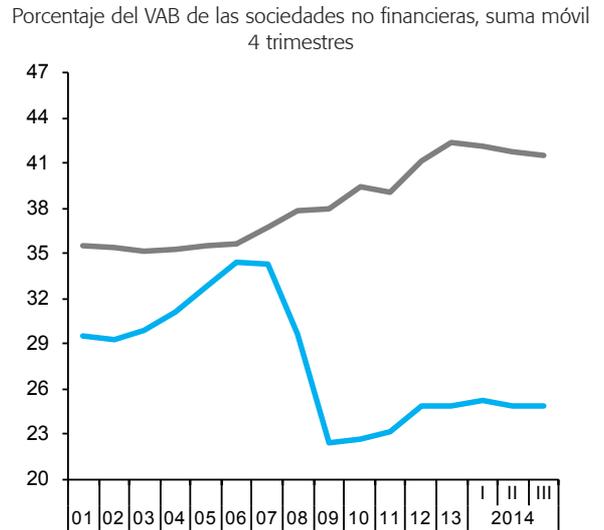
**Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y Ahorro**



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



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



Cuadro 8

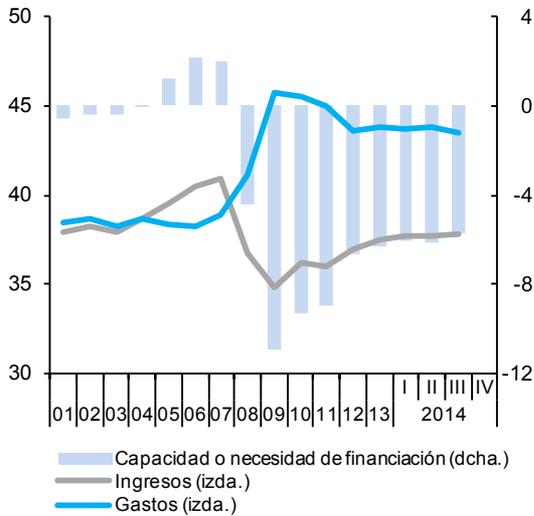
## Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
2007	130,5	124,6	137,6	136,4	107,4	6,5	123,8	21,0	270,5	191,0	79,4	57,8	21,6	21,6
2008	142,8	108,1	116,6	142,0	118,1	5,9	137,1	24,7	223,8	209,5	14,3	63,6	-49,4	-49,4
2009	151,0	92,2	101,6	139,7	125,6	8,0	155,1	24,2	171,7	221,0	-49,3	68,9	-118,2	-118,2
2010	152,0	110,4	100,6	138,6	124,9	10,8	162,7	21,7	181,5	221,7	-40,2	61,3	-101,4	-101,4
2011	150,3	106,5	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,9	170,7	219,7	-49,0	52,3	-101,3	-96,1
2012	142,2	109,5	106,3	131,9	113,9	20,3	168,5	19,1	168,0	206,9	-38,9	70,0	-108,9	-69,8
2013	142,8	115,4	105,1	128,2	114,5	23,5	170,6	20,9	161,8	204,2	-42,5	28,8	-71,3	-66,4
2014	143,1	120,0	107,6	129,0	114,3	24,5	168,7	22,3	169,8	205,5	-35,6	22,6	-58,3	-57,5
2015	144,9	123,5	110,6	133,7	115,6	24,4	170,8	22,7	179,3	206,9	-27,6	22,2	-49,8	-49,8
2012 IV	142,2	109,5	106,3	131,9	113,9	20,3	168,5	19,1	168,0	206,9	-38,9	70,0	-108,9	-69,8
2013 I	141,5	109,6	105,7	130,9	113,1	20,9	169,1	18,7	165,8	204,7	-38,9	66,6	-105,5	-67,4
II	139,8	111,9	105,2	129,2	111,5	22,0	170,4	19,0	163,4	202,5	-39,1	61,9	-101,1	-64,7
III	139,3	113,0	105,2	128,7	111,0	22,6	171,3	20,1	161,1	201,0	-39,9	57,8	-97,8	-63,8
IV	142,8	115,4	105,1	128,2	114,5	23,5	170,6	20,9	161,8	204,2	-42,5	28,8	-71,3	-66,4
2014 I	142,5	116,5	105,7	128,5	114,3	24,2	170,2	21,0	163,5	204,4	-40,9	27,9	-68,8	-63,9
II	142,5	117,5	106,0	128,5	114,3	24,3	169,8	22,5	163,6	204,5	-40,8	25,3	-66,2	-64,0
III	142,5	118,5	106,4	129,3	114,3	24,4	169,1	21,6	167,2	204,7	-37,5	23,6	-61,1	-60,3
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
2007	12,1	11,5	12,7	12,6	9,9	0,6	11,5	1,9	25,0	17,7	7,3	5,3	2,0	2,0
2008	12,8	9,7	10,4	12,7	10,6	0,5	12,3	2,2	20,0	18,8	1,3	5,7	-4,4	-4,4
2009	14,0	8,5	9,4	12,9	11,6	0,7	14,4	2,2	15,9	20,5	-4,6	6,4	-11,0	-11,0
2010	14,1	10,2	9,3	12,8	11,6	1,0	15,1	2,0	16,8	20,5	-3,7	5,7	-9,4	-9,4
2011	14,0	9,9	9,5	12,8	11,4	1,5	15,3	2,1	15,9	20,4	-4,6	4,9	-9,4	-8,9
2012	13,5	10,4	10,1	12,5	10,8	1,9	16,0	1,8	15,9	19,6	-3,7	6,6	-10,3	-6,6
2013	13,6	11,0	10,0	12,2	10,9	2,2	16,3	2,0	15,4	19,5	-4,0	2,7	-6,8	-6,3
2014	13,5	11,3	10,2	12,2	10,8	2,3	15,9	2,1	16,0	19,4	-3,4	2,1	-5,5	-5,4
2015	13,3	11,3	10,1	12,2	10,6	2,2	15,6	2,1	16,4	19,0	-2,5	2,0	-4,6	-4,6
2012 IV	13,5	10,4	10,1	12,5	10,8	1,9	16,0	1,8	15,9	19,6	-3,7	6,6	-10,3	-6,6
2013 I	13,5	10,4	10,1	12,5	10,8	2,0	16,1	1,8	15,8	19,5	-3,7	6,3	-10,0	-6,4
II	13,3	10,7	10,0	12,3	10,6	2,1	16,3	1,8	15,6	19,3	-3,7	5,9	-9,6	-6,2
III	13,3	10,8	10,0	12,3	10,6	2,2	16,4	1,9	15,4	19,2	-3,8	5,5	-9,3	-6,1
IV	13,6	11,0	10,0	12,2	10,9	2,2	16,3	2,0	15,4	19,5	-4,0	2,7	-6,8	-6,3
2014 I	13,6	11,1	10,1	12,3	10,9	2,3	16,2	2,0	15,6	19,5	-3,9	2,7	-6,6	-6,1
II	13,6	11,2	10,1	12,2	10,9	2,3	16,2	2,1	15,6	19,5	-3,9	2,4	-6,3	-6,1
III	13,5	11,2	10,1	12,3	10,8	2,3	16,0	2,0	15,9	19,4	-3,6	2,2	-5,8	-5,7

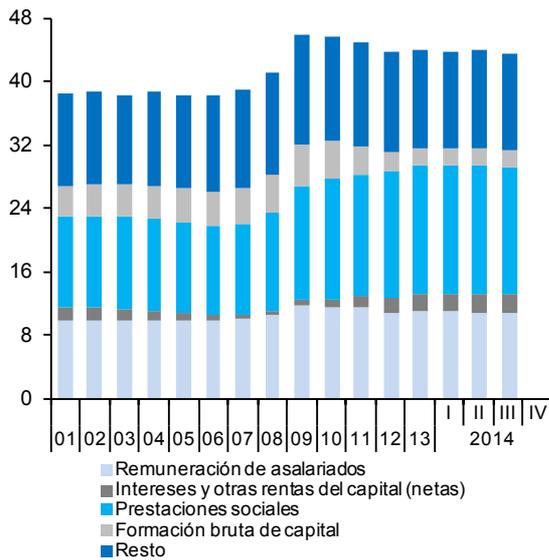
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

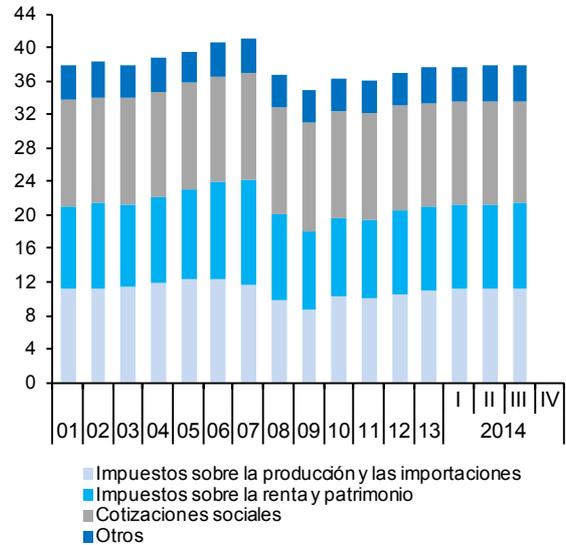


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

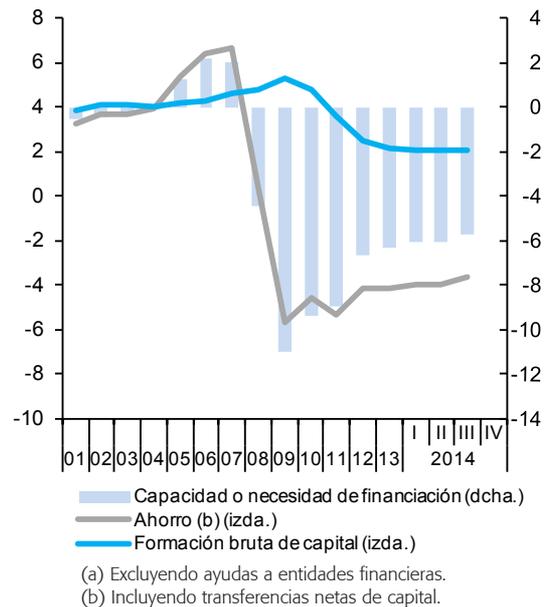
**Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos**  
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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



**Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (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

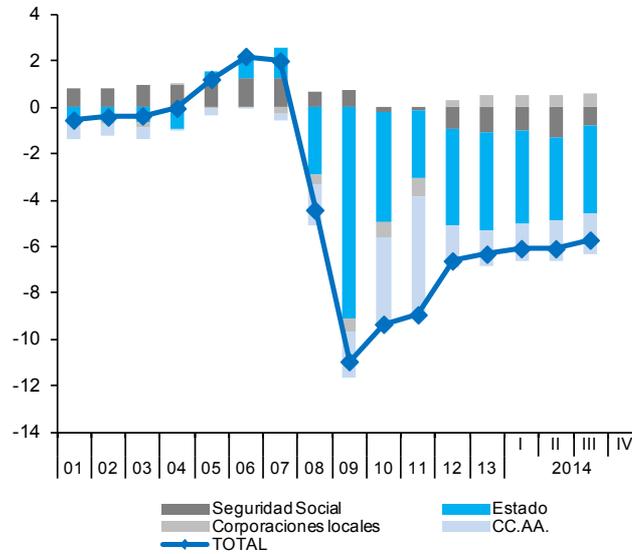
	Déficit					Deuda				
	Admón. Central (a)	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. (a)	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
2007	13,9	-2,6	-3,3	13,7	21,6	318,9	61,1	29,4	17,2	383,8
2008	-32,3	-19,1	-5,4	7,4	-49,4	368,9	73,6	31,8	17,2	439,8
2009	-98,4	-21,7	-5,9	7,8	-118,2	487,7	92,4	34,7	17,2	568,7
2010	-51,4	-40,2	-7,1	-2,4	-101,1	551,6	123,4	35,5	17,2	649,3
2011	-31,7	-54,8	-8,5	-1,1	-96,1	624,2	145,1	36,8	17,2	743,5
2012	-43,5	-19,4	3,3	-10,2	-69,8	762,1	188,4	44,0	17,2	891,0
2013	-44,3	-15,9	5,5	-11,6	-66,4	838,1	209,8	42,1	17,2	966,2
2014	-33,1	-19,1	4,2	-9,5	-57,5	--	--	--	--	1.031,0
2015	-26,9	-15,3	2,2	-9,8	-49,8	--	--	--	--	1.095,9
2012 IV	-43,5	-19,4	3,3	-10,2	-69,8	762,1	188,4	44,0	17,2	891,0
2013 I	-39,8	-20,2	4,1	-11,5	-67,4	799,1	193,5	45,0	17,2	930,4
II	-38,8	-18,8	4,6	-11,7	-64,7	820,8	197,2	44,5	17,2	950,4
III	-40,6	-16,5	4,9	-11,6	-63,8	833,6	199,7	43,1	17,2	961,2
IV	-44,3	-15,9	5,5	-11,6	-66,4	838,1	209,8	42,1	17,2	966,2
2014 I	-41,9	-16,7	5,6	-10,8	-63,9	866,1	225,0	41,9	17,2	995,8
II	-36,9	-18,4	5,3	-14,0	-64,0	885,2	228,2	42,0	17,2	1.012,6
III	-39,5	-18,6	6,3	-8,6	-60,3	891,9	232,0	40,8	17,2	1.020,2
	<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
2007	1,3	-0,2	-0,3	1,3	2,0	29,5	5,7	2,7	1,6	35,5
2008	-2,9	-1,7	-0,5	0,7	-4,4	33,0	6,6	2,8	1,5	39,4
2009	-9,1	-2,0	-0,5	0,7	-11,0	45,2	8,6	3,2	1,6	52,7
2010	-4,8	-3,7	-0,7	-0,2	-9,3	51,0	11,4	3,3	1,6	60,1
2011	-3,0	-5,1	-0,8	-0,1	-8,9	58,1	13,5	3,4	1,6	69,2
2012	-4,1	-1,8	0,3	-1,0	-6,6	72,2	17,9	4,2	1,6	84,4
2013	-4,2	-1,5	0,5	-1,1	-6,3	79,9	20,0	4,0	1,6	92,1
2014	-3,1	-1,8	0,4	-0,9	-5,4	--	--	--	--	97,3
2015	-2,5	-1,4	0,2	-0,9	-4,6	--	--	--	--	100,4
2012 IV	-4,1	-1,8	0,3	-1,0	-6,6	72,2	17,9	4,2	1,6	84,4
2013 I	-3,8	-1,9	0,4	-1,1	-6,4	76,1	18,4	4,3	1,6	88,6
II	-3,7	-1,8	0,4	-1,1	-6,2	78,3	18,8	4,2	1,6	90,7
III	-3,9	-1,6	0,5	-1,1	-6,1	79,6	19,1	4,1	1,6	91,8
IV	-4,2	-1,5	0,5	-1,1	-6,3	79,9	20,0	4,0	1,6	92,1
2014 I	-4,0	-1,6	0,5	-1,0	-6,1	82,6	21,4	4,0	1,6	94,9
II	-3,5	-1,7	0,5	-1,3	-6,1	84,2	21,7	4,0	1,6	96,4
III	-3,7	-1,8	0,6	-0,8	-5,7	84,6	22,0	3,9	1,6	96,8

(a) Excluyendo las pérdidas derivadas de los rescates a las entidades financieras.

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

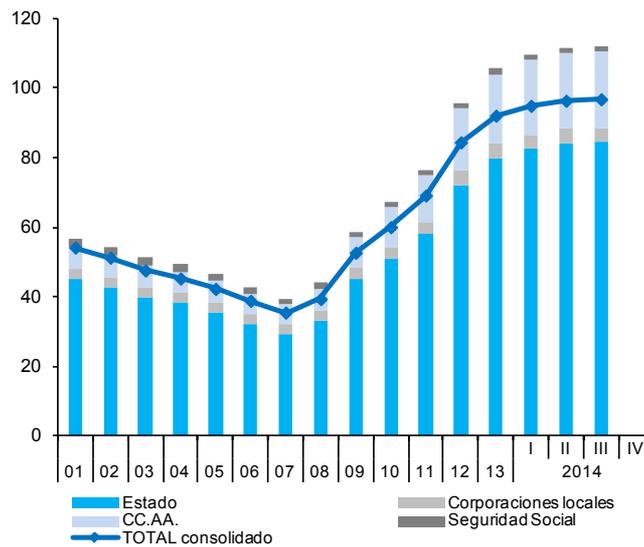
### Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trim.



### Gráfico 9.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

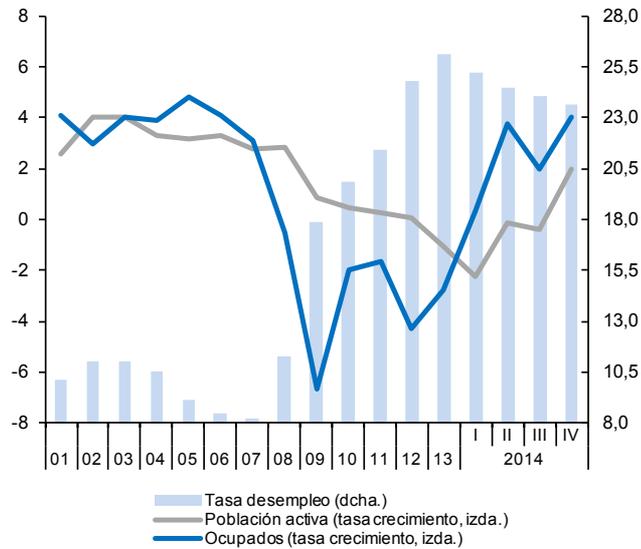
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
		<b>Millones</b>							<b>Porcentaje</b>					
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	23,0	--	17,3	--	5,6	--	75,3	56,8	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	30,3	22,8	--	17,7	--	5,1	--	75,1	58,1	22,5	--	--	--	
2013	I	30,8	23,3	23,3	17,0	17,2	6,3	6,1	75,4	55,5	26,3	55,8	24,5	37,7
	II	30,7	23,2	23,2	17,2	17,1	6,0	6,0	75,0	55,4	26,1	55,5	24,6	36,0
	III	30,5	23,2	23,1	17,2	17,1	5,9	6,0	75,3	55,6	26,0	55,1	24,3	37,6
	IV	30,4	23,1	23,1	17,1	17,1	5,9	5,9	75,3	55,8	25,7	55,0	24,2	36,4
2014	I	30,3	22,9	22,9	17,0	17,1	5,9	5,8	75,1	56,1	25,2	54,2	23,7	36,1
	II	30,3	23,0	22,9	17,4	17,3	5,6	5,6	75,1	56,6	24,5	53,0	23,1	34,4
	III	30,3	22,9	22,9	17,5	17,4	5,4	5,5	75,1	56,9	24,1	53,3	22,7	33,8
	IV	30,3	23,0	23,0	17,6	17,6	5,5	5,5	75,6	57,6	23,7	51,8	22,4	33,2
		<b>Tasas de crecimiento (d)</b>							<b>Diferencia sobre el año anterior en pp</b>					
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	-0,9	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	0,0	1,2	-1,7	--	--	--	
2015	0,0	-0,7	--	1,8	--	-8,6	--	-0,2	1,3	-1,9	--	--	--	
2013	I	-0,8	-0,5	-0,2	-4,1	-2,8	10,8	7,5	0,2	-1,9	2,7	5,3	2,9	2,3
	II	-1,0	-1,2	-3,2	-3,4	-2,2	5,5	-6,2	-0,2	-1,4	1,7	3,1	2,0	0,2
	III	-1,2	-1,4	-0,4	-2,5	-0,2	2,0	-1,0	-0,1	-0,7	0,9	2,0	0,8	1,9
	IV	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	0,4	-1,4	-5,8	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1
2014	I	-1,3	-1,8	-2,2	-0,5	0,3	-5,5	-9,4	-0,3	0,6	-1,0	-1,6	0,8	-1,5
	II	-1,0	-1,0	-0,1	1,1	3,8	-7,0	-11,0	0,1	1,2	-1,5	-2,5	-1,4	-1,6
	III	-0,8	-1,0	-0,4	1,6	2,0	-8,7	-7,5	-0,2	1,3	-2,0	-1,8	-1,6	-3,7
	IV	-0,6	-0,2	2,0	2,5	4,0	-8,1	-4,3	0,3	1,7	-2,0	-3,2	-1,8	-3,2

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

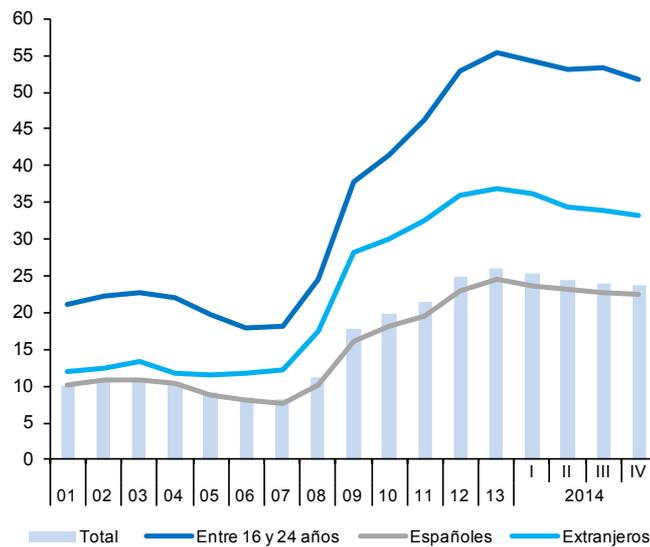
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

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

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

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

Porcentaje



Cuadro 11

## Índice de precios al consumo

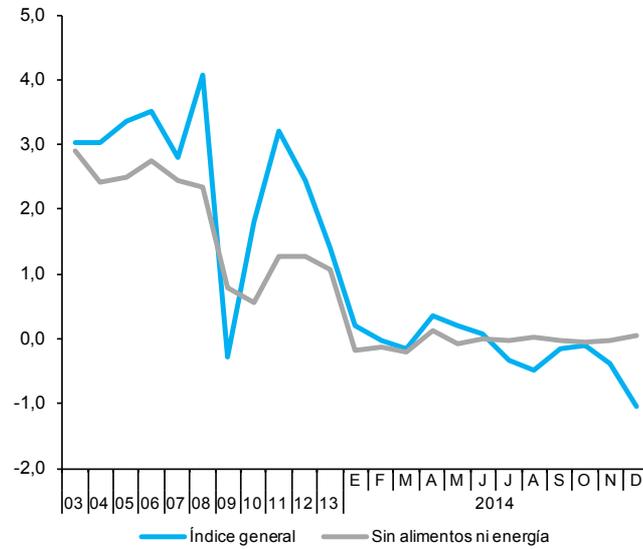
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2014	100,0	66,14	81,21	26,33	39,81	15,07	6,68	12,11	21,75	
<b>Índices, 2011 = 100</b>										
2009	95,2	98,2	97,7	99,8	97,0	95,4	98,2	76,8	96,3	
2010	96,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4	96,9	
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2012	102,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,8	
2013	103,9	102,4	103,0	101,4	102,9	106,2	105,9	108,9	106,1	
2014	103,7	102,3	103,1	101,0	103,1	106,6	104,6	108,0	106,0	
2015	102,5	102,6	103,4	101,1	103,4	107,5	105,6	97,5	107,0	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2009	-0,3	0,8	0,8	-1,3	2,4	0,9	-1,3	-9,0	0,2	
2010	1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5	0,7	
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2	
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8	
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-1,2	0,2	0,3	0,0	0,4	0,8	1,0	-9,8	0,9	
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	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	-1,5	0,0	-0,6
	Oct	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	1,7	-1,1	0,4
	Nov	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	1,2	-3,2	0,2
	Dic	-1,0	0,1	0,0	-0,2	0,3	-0,2	-0,4	-8,5	-0,2
2015	Ene	-1,7	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,9	-13,4	-0,3
	Feb	-1,9	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2	-0,9	-14,9	-0,2
	Mar	-1,7	0,1	0,2	-0,1	0,3	0,3	0,6	-13,7	0,4
	Abr	-1,7	0,1	0,2	0,0	0,3	0,6	0,8	-13,1	0,6
	May	-1,6	0,2	0,3	0,0	0,3	0,8	1,5	-12,3	1,0
	Jun	-1,4	0,2	0,3	0,0	0,3	1,1	1,6	-11,4	1,2
	Jul	-1,2	0,2	0,4	0,1	0,4	1,1	1,9	-10,4	1,3
	Ago	-1,1	0,3	0,4	0,0	0,4	1,2	1,8	-9,4	1,4
	Sep	-1,1	0,3	0,5	0,1	0,4	1,2	1,9	-9,6	1,4
	Oct	-0,9	0,3	0,5	0,1	0,4	1,2	0,5	-7,2	1,0
	Nov	-0,4	0,3	0,5	0,2	0,4	1,2	1,1	-3,3	1,2
	Dic	0,4	0,3	0,5	0,2	0,4	1,4	2,2	2,7	1,6

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

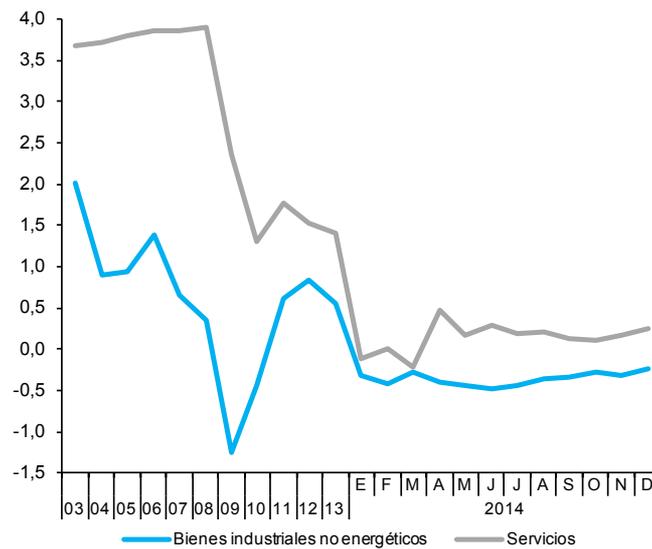
**Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)**

Tasas de crecimiento interanual



**Gráfico 11.2.- Tasa de inflación (II)**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 12

## Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
		2000=100	2010=100	2007=100			2000=100				
2008	133,7	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,5	134,8	145,6	142,5	--
2009	134,1	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,5	--
2010	134,3	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	--
2011	134,4	106,9	104,2	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	134,7	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	155,3	--
2014 (b)	135,1	110,4	105,9	64,4	70,9	51,5	141,4	138,2	151,3	153,2	--
2013 I	135,7	112,2	107,3	64,7	73,7	56,4	140,3	135,5	154,9	145,1	--
II	135,8	110,7	106,9	64,2	73,1	58,0	145,9	144,4	150,6	152,6	--
III	135,5	112,2	106,5	64,7	72,7	53,0	139,1	134,9	151,9	160,6	--
IV	135,6	111,5	106,0	63,8	71,3	53,1	149,9	149,5	151,3	162,8	--
2014 I	135,2	109,8	105,7	63,6	71,0	50,8	139,8	135,2	154,0	145,6	--
II	135,0	110,6	105,8	64,7	71,0	52,5	145,9	144,5	150,2	153,8	--
III	134,9	111,2	106,0	64,8	70,8	51,2	138,5	134,8	149,7	160,3	--
IV (b)	--	109,7	105,9	--	--	--	--	--	--	--	--
2014 Sep	--	111,3	106,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Oct	--	110,4	105,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	109,1	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>											
2008	2,4	6,5	4,5	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,0	5,2	3,6
2009	0,3	-3,4	-2,3	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,1	2,3
2010	0,2	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,9	1,5
2011	0,1	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,1
2012	0,2	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,3
2013	1,3	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,6
2014 (c)	-0,4	-1,1	-0,8	-0,2	-3,1	-7,7	-0,2	-0,1	-0,8	0,3	0,5
2013 I	0,8	1,6	2,3	-14,3	-8,1	-11,5	-1,3	-1,8	0,0	-1,1	0,6
II	1,0	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	1,5	0,4	0,6
IV	0,5	0,0	-0,8	-7,8	-4,2	-21,1	2,1	2,5	0,7	2,2	0,5
2014 I	-0,4	-2,2	-1,5	-1,6	-3,8	-10,0	-0,3	-0,2	-0,6	0,3	0,6
II	-0,5	-0,1	-1,0	0,8	-2,9	-9,3	0,0	0,1	-0,3	0,8	0,5
III	-0,4	-0,9	-0,4	0,3	-2,6	-8,3	-0,4	-0,1	-1,4	-0,1	0,6
IV (c)	--	-1,6	-0,1	--	--	--	--	--	--	--	0,6
2014 Sep	--	-0,9	-0,4	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Oct	--	-1,2	-0,2	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Nov	--	-1,5	-0,1	--	--	--	--	--	--	--	0,6

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

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

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

Índice (2007=100)

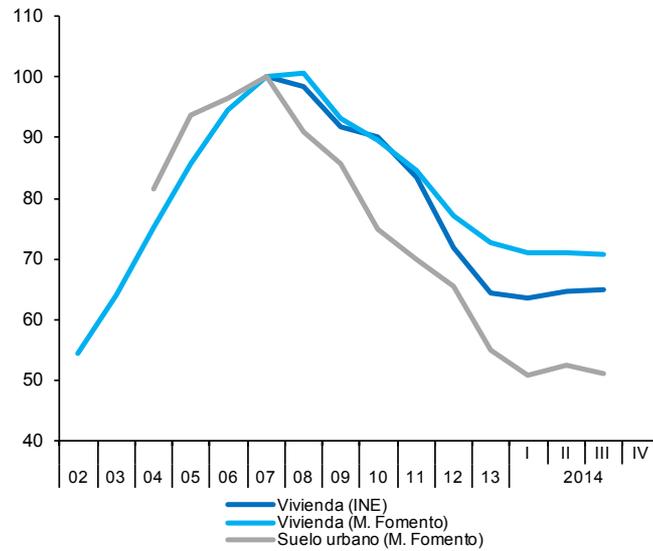
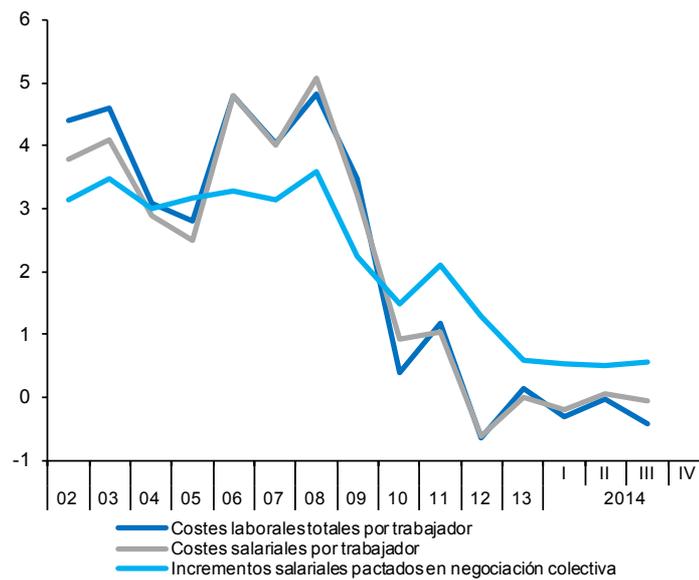


Gráfico 12.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

**Desequilibrios: comparación internacional**

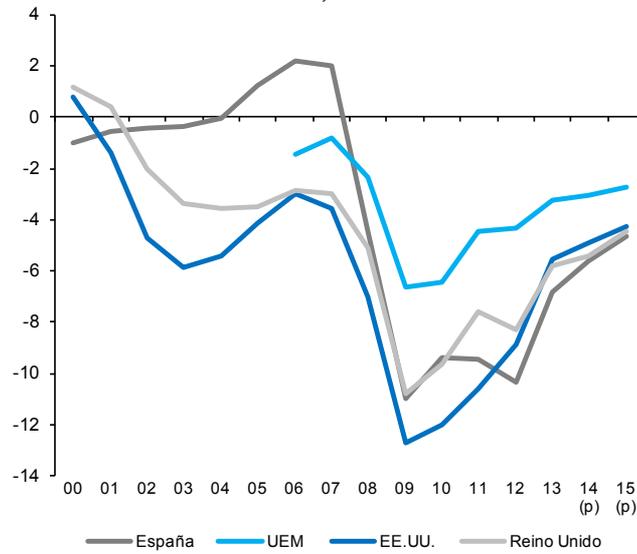
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>												
2005	11,2	--	-543,4	-46,7	393,5	--	8.496,6	550,9	-70,4	39,7	-742,9	-16,8
2006	22,1	-167,5	-411,6	-40,5	392,2	7.046,7	8.818,5	595,9	-91,2	23,2	-804,0	-31,4
2007	21,6	-97,2	-513,6	-44,0	383,8	7.124,4	9.268,2	645,1	-104,2	16,8	-717,6	-40,6
2008	-49,4	-281,0	-1.033,2	-77,0	439,8	7.559,3	10.721,2	783,0	-102,9	-84,1	-686,1	-56,4
2009	-118,2	-752,6	-1.827,4	-160,2	568,7	8.523,2	12.407,2	976,3	-46,5	15,3	-377,3	-41,4
2010	-101,4	-755,1	-1.797,7	-150,0	649,3	9.550,1	14.181,5	1.191,3	-42,0	33,9	-447,9	-40,6
2011	-101,3	-541,4	-1.646,9	-122,3	743,5	10.224,4	15.379,2	1.324,2	-35,0	63,9	-480,5	-27,0
2012	-108,9	-532,2	-1.434,2	-137,3	891,0	10.862,6	16.627,2	1.421,1	-4,5	152,8	-482,2	-61,9
2013	-71,3	-400,8	-933,3	-99,3	966,2	11.209,8	17.558,5	1.494,7	15,4	199,7	-422,2	-72,4
2014	-59,5	-392,4	-853,7	-97,9	1.039,0	11.688,1	18.285,4	1.601,5	5,1	205,9	-451,0	-71,4
2015	-50,4	-361,3	-779,5	-83,6	1.101,1	12.074,7	19.144,9	1.682,8	7,7	220,5	-489,7	-69,3
<b>Porcentaje del PIB</b>												
2005	1,2	--	-4,2	-3,5	42,3	NA	64,9	41,5	-7,6	0,4	-5,7	-1,3
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,9	38,9	62,0	63,6	42,5	-9,0	0,2	-5,8	-2,2
2007	2,0	-0,8	-3,5	-3,0	35,5	59,5	64,0	43,6	-9,6	0,1	-5,0	-2,7
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-5,1	39,4	63,4	72,8	51,6	-9,2	-0,7	-4,7	-3,7
2009	-11,0	-6,7	-12,7	-10,8	52,7	75,4	86,0	65,9	-4,3	0,1	-2,6	-2,8
2010	-9,4	-6,4	-12,0	-9,6	60,1	81,1	94,8	76,4	-3,9	0,3	-3,0	-2,6
2011	-9,4	-4,5	-10,6	-7,6	69,2	84,4	99,1	81,9	-3,3	0,5	-3,1	-1,7
2012	-10,3	-4,3	-8,9	-8,3	84,4	87,9	102,9	85,8	-0,4	1,2	-3,0	-3,7
2013	-6,8	-3,2	-5,6	-5,8	92,1	90,2	104,7	87,2	1,5	1,6	-2,5	-4,2
2014	-5,6	-3,1	-4,9	-5,4	98,1	91,3	105,1	89,0	0,5	1,6	-2,6	-4,0
2015	-4,6	-2,7	-4,3	-4,4	101,2	91,5	104,6	89,5	0,7	1,7	-2,7	-3,7

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

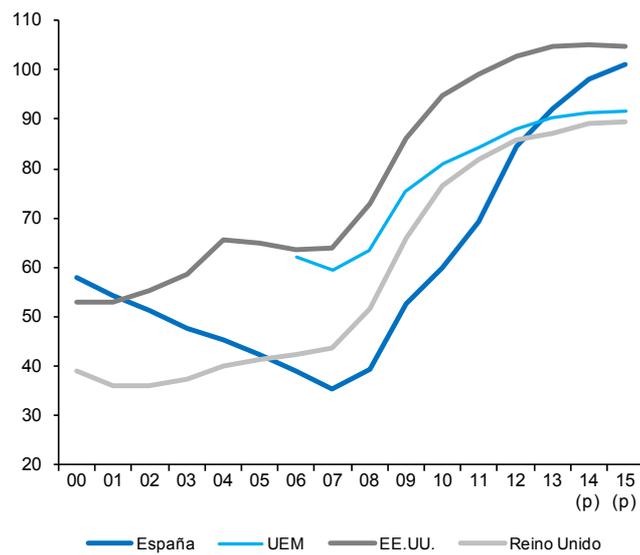
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.



## 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1  
Población

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-27 (%)
2006	44.708.964	40,63	16,74	77,71	84,16	47,49	24,63	10,82	840.844	37,57
2007	45.200.737	40,76	16,66	77,79	84,14	47,41	24,55	11,61	958.266	41,69
2008	46.157.822	40,81	16,54	78,23	84,34	47,47	24,49	13,10	726.009	28,40
2009	46.745.807	40,92	16,65	78,63	84,66	47,81	24,61	13,83	498.977	31,98
2010	47.021.031	41,12	16,87	79,06	85,05	48,63	25,03	14,05	464.443	35,54
2011	47.190.493	41,36	17,15	79,32	85,16	49,43	25,51	14,15	454.686	36,87
2012	47.265.321	41,63	17,40	79,38	85,13	50,39	26,14	14,30	370.515	36,32
2013	47.129.783	41,87	17,69	79,98	85,60	50,65	26,64	14,08	342.390	36,55
2014	46.771.341	42,14	18,05			51,58	27,36	13,43		

Fuentes: PMC PMC PMC ID INE ID INE PMC PMC PMC EVR EVR

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
2014*	18.328,9	2,51		

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.

\* El cambio en las magnitudes correspondiente a 2014 en los datos de la EPA se debe a un cambio en su metodología.

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
2014*	24,4	6,1	27,2	42,3
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

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

Fuentes: MECD, MECD, MECD, MECD, MECD, Eurostat, MECD, Contabilidad Nacional del INE

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

\* El cambio en las magnitudes correspondiente a 2014 en los datos de la EPA se debe, en parte, a un cambio en su metodología.

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

\*\*\* Datos provisionales.

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	1.067.346♦	27,0♦	5.558.964	999,8	929.484	915,6	2.348.388	624,0
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo		Seguridad Social		Otras
			Jubilación	Invalidez	
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	1.225.529♦	252.226♦	197.206♦		26.998♦
Fuentes:	BEL	IMERSO	IMERSO		BEL

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

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

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

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.

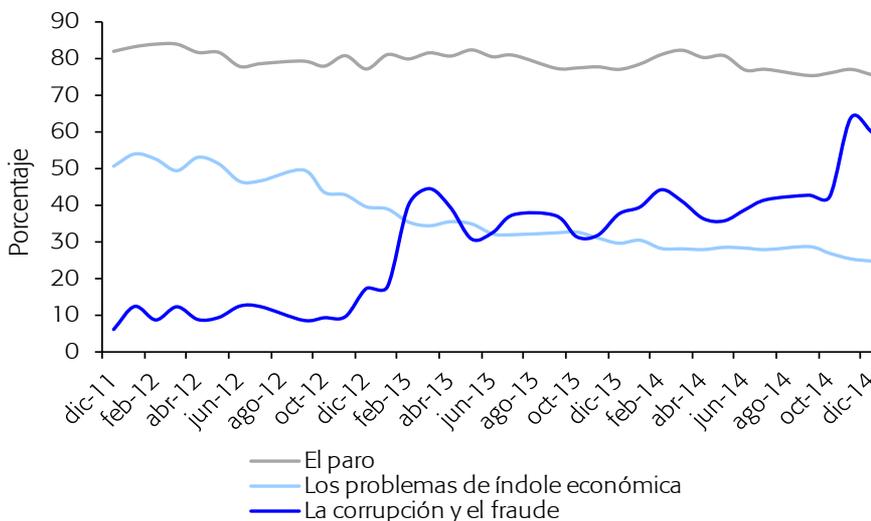
ENS: Encuesta Nacional de Salud.

## 2. FLASH SOCIAL

El último barómetro de opinión publicado por el Centro de Investigaciones Sociológicas (diciembre de 2014) apunta una moderación, en diferentes grados, de la preocupación social por los problemas que marcan la agenda pública de España desde hace algunos años: el desempleo, la economía y la corrupción (gráfico 1). Aunque, en las últimas semanas de 2014, todavía tres cuartas partes de los entrevistados señalaron el paro entre los tres principales problemas de España, la tendencia durante la segunda mitad del año indica una ligera disminución. Más ostensible es el descenso en el caso de los problemas de índole económica: si a principios de 2012 más de la mitad de los entrevistados consideraban la economía entre los tres principales problemas del país, a finales de 2014 la proporción se había reducido a una cuarta parte. En cambio, la percepción de la corrupción y el fraude como problemas fundamentales ha experimentado más altibajos a lo largo de los últimos tres años. Desde febrero de 2013 el porcentaje de encuestados que mencionan estas cuestiones cuando se les pregunta por los principales problemas del país, se ha mantenido por encima del 30% (cota que no alcanzaba desde enero de 1995), acabando el año 2014 en 60%.

Gráfico 1

Principales problemas de España, según la opinión de la población (diciembre de 2011-diciembre de 2014)



Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?"

Fuente: Barómetros de opinión del CIS (diciembre de 2011-diciembre de 2014) ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de enero de 2015

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,4	Octubre 2014
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-1,2	Octubre 2014
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,2	Octubre 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	506.285	Diciembre 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	141.338	Diciembre 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	21.115	Diciembre 2014
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	48,46	Septiembre 2014
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.390,34	Septiembre 2014
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	35.602,10	Septiembre 2014
Ratio "oficinas/entidades"	219,38	Septiembre 2014

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 diciembre	2015 15 enero	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,0	3,0	2,3	3,2	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,9	0,6	0,22	0,08	0,07	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,1	1,1	0,54	0,32	0,31	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	1,58	1,58	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	2,44	-	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": Los tipos de interés interbancarios han comenzado el año con ligeras caídas. La referencia a 12 meses hasta el 0,31%, mientras que la de tres meses hasta el 0,07%. Mientras se espera la llegada de nuevas medidas no convencionales del Banco Central Europeo, la inflación en la eurozona ha registrado valores negativos a finales de 2014, lo que redundará en la expectativa de políticas monetarias aún más expansivas. Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano español a 10 años se ha mantenido en el 1,58% a 15 de enero, el nivel en el que cerró 2014.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 octubre	2014 noviembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	24,5	84,7	82,9	89,6	70,6	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	79,8	64,8	61,2	74,3	61,5	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,6	1,7	1,9	6,8	5,3	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	2,2	3,2	4,3	4,3	(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	1.007,7	1.020,8	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,5	0,6	2,3	-5,2	3,6	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	-24,8	0,4	53,9	-1,5	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	1.062,2	1.008,3(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.989,3	7.583,2	8.715,6	10.477,8	9.982,5(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	25,8	20,5(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 octubre	2014 noviembre	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,4	-15,1	-23,5	28,9	-19,9	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	73,9	80,7	-2,5	0,4	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	0,4	0,3	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,8	-10,8	15,8	50,1	-28,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	7,8	54,1	-22,8	11,6	-36,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de enero de 2015.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes se observa una reducción en la contratación de las operaciones simples al contado con letras de Tesoro así como de las operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado del 70,6% y del 61,5%, respectivamente. El Ibex-35 ha comenzado el año perdiendo algo de terreno, hasta los 9.982 puntos y el índice general de la Bolsa de Madrid ha caído hasta los 1.008 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 28,9% y del 36,4%, respectivamente.

**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 septiembre	2014 octubre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	12,8	-10,4	-9,5	-0,4	-0,4	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	10,6	-1,8	1,3	-0,4	-1,2	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,0	23,2	-5,1	0,6	-1,0	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	-0,5	-0,8	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	-6,5	-6,4	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 septiembre	2014 octubre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	34,9	20,0	17,8	-2,0	-1,2	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-3,3	0,3	6,5	-2,8	4,0	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	-0,2	-1,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, a octubre de 2014, muestra una reducción del crédito así como de los depósitos al sector privado del 0,4% y el 1,2%, respectivamente. Asimismo, los valores de renta fija y de las acciones y participaciones presentan una ligera reducción de su peso del 1,0% y del 0,8%, respectivamente. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 1,2% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 junio	2014 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	210	173	155	151	147	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	68	85	86	84	84	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.054	231.389	212.998	-	-	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	41.145	37.903	33.527	32.733	32.249	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	376.291	884.094	665.849	581.427	506.285(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	40.487	337.206	201.865	173.088	141.338(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 1998-2011	2012	2013	2014 junio	2014 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	20.985	44.961	19.833	24.701	21.115(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a diciembre de 2014.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En diciembre de 2014, la apelación neta al eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 27,91% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona, lo que supone una reducción de 9.656 millones de euros respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 junio	2014 septiembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	53,50	47,18	48,25	48,23	48,46	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	2.978,26	4.701,87	5.426,09	5.461,23	5.390,34	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	17.955,99	30.110,18	34.472,09	35.737,87	35.602,10	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	197,62	219,09	216,30	215,56	219,38	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,06	6,10	6,35	6,5	6,6	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	-0,12	0,16	1,7	0,1	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,77	-1,93	0,13	0,31	0,32	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	11,61	-18,74	1,88	4,03	4,18	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 tercer 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 142. La *Triple Meta* para el futuro de la sanidad**PANORAMA SOCIAL**

N.º 20. Pobreza infantil

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

N.º 243. 2015: Crecimiento, consolidación fiscal y unión bancaria

**SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 3, N.º 6 (2014). Spain's financial sector in a new era of European banking supervision

**ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN**

N.º 72. Essays in Trade, Innovation and Productivity

**PRECIO DE LAS PUBLICACIONES****AÑO 2015**

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.					

\* Gastos de envío: España, 7 €/año; Europa, 10 €/año.

\*\* Gastos de envío: correo postal (Madrid y provincias): 1€.

Servicio de mensajería: Madrid capital, 3,45 €; resto provincias, 10,44 €.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria y tarjeta de crédito.

**SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS****INTERNET:** <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>**E-MAIL:** [publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)



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](mailto:publica@funcas.es)

[www.funcas.es](http://www.funcas.es)

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

Edición digital, gratuita

