

## Consolidar la recuperación, perseverar en las reformas



### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La economía española  
gana impulso

Recuperación del  
mercado inmobiliario

Recaudación impositiva  
en el cambio de ciclo

Los asesores fiscales  
y la reforma fiscal 2014

La estabilidad  
presupuestaria:  
ajustes necesarios

Reformas recientes  
del entorno de negocio

Energías renovables:  
retos e incertidumbres

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Exposición de la banca  
extranjera a España

### 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)

**Miguel Ángel Escotet Álvarez**

**Amado Franco Lahoz**

**Manuel Menéndez Menéndez**

**Pedro Antonio Merino García**

**Antonio Pulido Gutiérrez**

**Victorio Valle Sánchez**

**Gregorio Villalabeitia Galarraga**

# Cuadernos de Información Económica

245

marzo/abril 2015



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 La economía española gana impulso pero el saldo exterior se deteriora  
*Ángel Laborda y María Jesús Fernández*
- 15 El mercado inmobiliario en España: el comienzo de una lenta recuperación  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 23 La recaudación impositiva en España en el cambio de ciclo económico  
*José Félix Sanz, Juan Manuel Castañer y Desiderio Romero*
- 29 Saneamiento del crédito: un paso hacia la normalización  
*María Romero e Itziar Sola*
- 39 La reforma fiscal 2014 y la opinión de los asesores fiscales  
*José M.<sup>a</sup> Durán-Cabré y Alejandro Esteller-Moré*
- 55 La estabilidad presupuestaria en España: algunos ajustes necesarios  
*Santiago Lago Peñas*
- 63 Reformas recientes del entorno de negocio de España: realizaciones y tareas pendientes  
*Ramon Xifré*
- 73 La retribución de las energías renovables: retos e incertidumbres  
*Arturo Rojas y Belén Tubío*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 83 La exposición de la banca extranjera a España y de la banca española en el exterior  
*Joaquín Maudos*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 94 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 121 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 127 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

La recuperación de la economía española cobra fuerza. La confluencia de diversos factores externos e internos, como la caída del precio del petróleo, la orientación expansiva de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación de empresas y familias, la rebaja de la imposición directa y el aumento del gasto público en un año plagado de citas electorales, han propiciado una expansión de la demanda con mayor vigor del esperado. La previsión de crecimiento del PIB para 2015 ha sido revisada por Funcas seis décimas al alza, hasta el 3%. En consonancia con el mayor ritmo de crecimiento, el artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, con el que se abre este número, sitúa la creación de empleo en 890.000 puestos de trabajo durante los próximos dos años, dejando la tasa de paro en el 19,6% en el último trimestre de 2016. Sin embargo, el impacto expansivo de los mencionados factores perderá fuerza en el transcurso del tiempo, moderando su aportación al crecimiento. Los riesgos provienen principalmente del sector exterior. Por una parte, el elevado endeudamiento de la economía española la hace especialmente vulnerable a posibles turbulencias en los mercados financieros ante acontecimientos críticos de carácter económico o político; por otra, aunque el saldo de la balanza de pagos podrá mantenerse en positivo, será solo gracias a la caída del precio del crudo, lo que revela las insuficiencias estructurales de la estructura productiva española y su tendencia al desequilibrio externo. De ahí la necesidad de profundizar en las reformas que hagan posible un modelo de crecimiento más equilibrado.

El sector de la construcción y, en particular, la actividad inmobiliaria ocuparon un lugar destacadísimo en la etapa de expansión de la economía española hasta 2007 y, de igual modo, han estado en el centro de la reciente crisis económica. Después de seis años de caída de los precios de la vivienda, el ajuste puede darse por concluido, y numerosos indicadores apuntan hacia una estabilización del sector que abre paso a una lenta recuperación. Como señalan SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ, al margen de las correcciones necesarias para evitar la alta dependencia de la economía española respecto de la construcción, lo cierto es que sigue siendo un sector con una indudable relevancia en el proceso de crecimiento de la actividad económica y del empleo. En todo caso, la recuperación del mercado inmobiliario es todavía lenta e incipiente, y sometida a riesgos no menores, como la todavía elevada tasa de paro y el fuerte nivel de endeudamiento de los hogares.

Fuertemente condicionada por su exposición al sector inmobiliario, la banca española ha llevado a cabo un ingente proceso de recapitalización y saneamiento de activos, que debe conducir a una normalización del coste del riesgo y a una mejora de las condiciones de financiación del sector real de la economía. El artículo de MARÍA ROMERO e ITZIAR SOLA evalúa el esfuerzo de saneamiento realizado, con especial incidencia en la cuenta de resultados y dirigido principalmente al segmento de crédito relacionado con la construcción y la promoción inmobiliaria, que concluye 2014 con más

del 40% de la exposición provisionada. Todo ello ha servido para iniciar un proceso de normalización del coste del riesgo que ha sido uno de los vectores de la mejora de la cuenta de resultados del ejercicio. El dato más relevante del crédito ha sido el cambio de tendencia en las nuevas operaciones para los segmentos de consumo, vivienda y pymes, lo que debe interpretarse como un mayor dinamismo de la actividad crediticia.

El inicio de una fase de recuperación del ciclo económico provoca un aumento automático de los ingresos públicos con arreglo a las elasticidades de recaudación de los diferentes impuestos respecto a la renta. Como refleja el artículo de JOSÉ FÉLIX SANZ, JUAN MANUEL CASTAÑER y DESIDERIO ROMERO, el diseño progresivo del IRPF hace que su recaudación sea especialmente sensible al ciclo, mientras que la imposición sobre el consumo se incrementa de forma proporcional respecto a las rentas de los hogares. El resultado es que, sin necesidad de modificar la legislación tributaria, la recaudación por IRPF e impuestos sobre el consumo se incrementará significativamente en España en el futuro inmediato, por efecto de la propia recuperación económica. A lo largo de 2015 y 2016 cabe esperar un repunte automático en la recaudación conjunta de 6.700 y 7.000 millones de euros, respectivamente.

Entre las reformas necesarias para afianzar el crecimiento, la del sistema fiscal ocupa, como es lógico, un lugar destacado. Existe un consenso amplio en que el sistema fiscal español presenta problemas de eficiencia y equidad que es necesario afrontar. Aunque la reforma que entra en vigor en 2015 no es una reforma global, contiene novedades en el IRPF y el impuesto de sociedades que vale la pena valorar. JOSÉ MARÍA DURÁN-CABRÉ y ALEJANDRO ESTELLER-MORÉ realizan una evaluación de los cambios normativos a la luz de una amplia encuesta entre los profesionales del asesoramiento fiscal en España, más allá de la opinión sobre la bajada de los tipos marginales que entraría dentro del ámbito de las preferencias personales. En términos generales, aspectos como la reducción del ámbito de aplicación de la estimación objetiva en el IRPF, la convergencia de tipos impositivos nominales entre Renta y Sociedades, o la mejora de la neutralidad respecto del ahorro, van en la dirección correcta de eliminar distorsiones y mitigar la planificación fiscal, aunque siguen existiendo cuestiones pendientes que no se han abordado en su integridad.

Otra de las reformas aprobadas en el periodo de crisis ha sido la revisión en profundidad de la legislación sobre estabilidad presupuestaria, que ha afectado incluso al marco constitucional. Las graves tensiones financieras y las dudas sobre la sostenibilidad futura de la deuda pública española explican, en buena medida, el compromiso político con la estabilidad presupuestaria y la ambición de las reformas en este campo. Sin embargo, como pone de manifiesto el artículo de SANTIAGO LAGO, aun reconociendo los avances en materia de consolidación presupuestaria, el elevado número de incumplimientos entre las comunidades autónomas revela la existencia de problemas estructurales que necesitarían algún tipo de ajuste. El autor propone, entre otros, reconsiderar los repartos vertical y horizontal de los objetivos de déficit y deuda, estimar para cada autonomía los déficits estructurales y un calendario realista para alcanzar el objetivo de deuda pública, fijado en el 60% del PIB.

En el contexto de la zona del euro, en el que la política monetaria se ejerce desde el Banco Central Europeo y la política fiscal está cada vez más bajo la supervisión de la Unión Europea, las reformas estructurales siguen siendo una de las pocas herramientas de política económica que aún se rige por directrices estrictamente nacionales. El artículo de RAMON XIFRÉ aborda, precisamente, las realizaciones y tareas pendientes en la regulación del entorno de negocio de las empresas españolas, aspecto fundamental para consolidar el actual proceso de recuperación económica. Los esfuerzos reformistas han sido ambiciosos en lo que respecta a la legislación concursal, arrojan resultados desiguales en la reforma de los organismos reguladores y de defensa de la competencia, así como en el fomento de la actividad emprendedora y la regulación de los mercados de productos y servicios, pero apenas se ha avanzado en la modernización de los servicios profesionales. En conjunto –se señala– las reformas del entorno de negocio no parecen estar a la altura de lo que requiere la situación.

Los cambios en el marco regulatorio de las energías renovables en España son objeto de atención en el artículo de ARTURO ROJAS y BELÉN TUBÍO. El fuerte desequilibrio del sistema eléctrico entre ingresos y costes regulados ha provocado un auténtico vuelco en la legislación sobre retribución de las energías renovables, a cuya sobrein-

versión se ha responsabilizado de una parte del déficit tarifario. La nueva regulación vincula la retribución con el precio de mercado de la electricidad, define una “rentabilidad razonable” para las instalaciones con derecho a prima y crea un mecanismo de concurrencia competitiva para el otorgamiento de incentivos en el futuro.

En la sección de economía internacional, JOAQUÍN MAUDOS actualiza trabajos anteriores sobre la exposición de la banca extranjera a España y de la banca española en el exterior. El regreso de la confianza de la banca extranjera hacia España, iniciado a mediados de 2012 tras el firme apoyo del Banco Central Europeo al euro, se ha consolidado con la recuperación del crecimiento de la economía española. La banca extranjera ha aumentado con intensidad la tenencia de deuda pública española y de deuda emitida por los bancos.

Solo en el caso de las empresas no financieras hay una reducción de la exposición, que se explica por el intenso proceso de desapalancamiento empresarial. En paralelo, la inversión de la banca española en el exterior se orienta principalmente hacia la deuda empresarial, siendo sus principales destinos Reino Unido, Estados Unidos y Latinoamérica. El artículo aborda también, como caso particular, la exposición de la banca internacional a Grecia, que se ha reducido a la tercera parte en los últimos cuatro años. Especialmente acusada ha sido la huída de la deuda pública griega, que en septiembre de 2014 era solo el 5% de la que la banca extranjera tenía en 2010. La exposición de los bancos españoles es muy escasa en relación con los bancos y el sector público griego, y se limita, dentro de su reducido tamaño, al sector empresarial.



## La economía española gana impulso pero el saldo exterior se deteriora

Ángel Laborda y María Jesús Fernández\*

**La recuperación de la economía española ha cobrado impulso como resultado de los propios mecanismos del ciclo económico –el avance en la corrección de los desequilibrios generados en la etapa de crecimiento–, pero también favorecida por el efecto de la reforma laboral así como por varios factores exógenos, como la caída del precio del petróleo y de los tipos de interés, el mayor acceso al crédito, la rebaja de la imposición sobre la renta personal y el aumento del gasto público ante la proximidad de varias elecciones a lo largo del año, factores que están impulsando el consumo y la construcción residencial y no residencial en mayor medida de lo previsto. Esto ha conducido a elevar la previsión de crecimiento del PIB para 2015 hasta el 3%. No obstante, el efecto de dichos factores es transitorio, y se irá agotando a partir de 2016, por lo que la previsión para dicho año es una ralentización hasta el 2,8%. La contrapartida a esta recuperación es el deterioro del saldo exterior, que solo la caída del precio del petróleo impedirá que sea negativo este año y el próximo.**

### Contexto internacional

El contexto económico mundial sigue estando caracterizado por el contraste entre el vigor de Estados Unidos y la debilidad del resto del mundo. La economía norteamericana creció un 2,2% intertrimestral –en tasa anualizada– en el último trimestre de 2014. Si bien este resultado supone una ralentización notable con respecto al ritmo de crecimiento registrado en los trimestres anteriores, esto no debe interpretarse como una pérdida de dinamismo, ya que se inscribe dentro de una tendencia que sigue siendo muy favorable, como pone de manifiesto la fuerte creación de empleo

observada en los dos primeros meses de 2015. En 2014 su crecimiento medio anual fue del 2,4%. La tasa de inflación fue negativa en enero, pero la tasa subyacente se mantiene estable en torno al 1,6%. Se espera que la Reserva Federal comience a elevar los tipos de interés hacia la mitad del año.

Las economías emergentes siguen presentando síntomas de debilidad. China creció un 7,4% en 2014, y el objetivo oficial para 2015 se ha rebajado hasta el 7%, que sería la tasa de crecimiento más baja de los últimos 25 años. La economía rusa permaneció estancada en 2014 y se prevé una recesión en 2015 como consecuencia

\* Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

de la caída del precio del petróleo y de las sanciones internacionales, al tiempo que su moneda, que a lo largo de 2014 perdió casi el 70% de su valor frente al dólar, continuó depreciándose en los primeros meses del año actual. En Brasil, el crecimiento del PIB en los tres primeros trimestres del año pasado fue nulo o negativo, y el tipo de cambio de su moneda ha caído un 27% desde mediados del pasado año. La misma tendencia presentan las divisas de otras economías emergentes, como Turquía, Indonesia o Sudáfrica. Una de las principales incertidumbres de cara a este año sigue siendo el posible impacto de la subida de tipos de interés en Estados Unidos sobre la estabilidad macroeconómica de estos países.

En la zona del euro el crecimiento del tercer trimestre se aceleró hasta una tasa anualizada del 1,3%, dando lugar a un crecimiento anual del 0,9% en el conjunto del ejercicio. Los indicadores disponibles del primer trimestre de 2015 apuntan a que la economía europea ha seguido ganando fuerza, aunque las previsiones siguen siendo de un crecimiento modesto, en torno al 1,5%. El débil pulso de la economía, unido a la caída de la inflación a tasas negativas desde el pasado mes de diciembre, han movido al Banco Central Europeo a introducir un programa de expansión monetaria consistente en la adquisición de títulos de deuda pública o de instituciones públicas, así como ciertos títulos de deuda privada, por valor de 60.000 millones al mes hasta, en principio, septiembre de 2016, programa que se puso en marcha a comienzos de marzo. Por otra parte, el principal riesgo de inestabilidad del área procede de Grecia.

## Evolución reciente de la economía española

El PIB español creció un 0,7% en el cuarto trimestre de 2014, tasa que en términos anualizados equivale a un ritmo del 2,7% —en adelante es así como se expresarán las tasas de crecimiento intertrimestrales—, por encima del 2,1% registrado los dos trimestres precedentes. En comparación interanual el crecimiento fue del 2%. En el con-

junto del año, el PIB creció un 1,4% sobre el año anterior.

El crecimiento del trimestre procedió de una aportación positiva de la demanda interna de 2 puntos porcentuales (pp) así como de una aportación también positiva del sector exterior de 0,7 pp. Es la primera vez desde el inicio de la recuperación que la aportación del sector exterior al crecimiento trimestral es positiva, lo que ha obedecido a la fuerte caída de las importaciones en dicho periodo. En el conjunto del año la contribución de la demanda nacional al crecimiento fue de 2,2 pp, mientras que, sin embargo, el sector exterior aportó -0,8 pp, como resultado de un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones. Es el primer año desde 2007 en que la aportación del sector exterior al crecimiento es negativa.

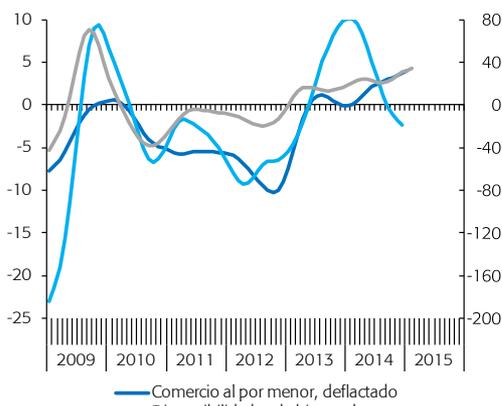
El consumo privado avanzó un 3,8% en el cuarto trimestre. El dinamismo de este componente del gasto, que a lo largo de todo el año ha mantenido ritmos de crecimiento intertrimestrales comparables a los de los años anteriores a la crisis, ha sido uno de los elementos más sobresalientes de la evolución de la economía en 2014. El crecimiento de esta variable en el conjunto del año fue del 2,4%. Buena parte de este crecimiento estuvo impulsado por el gasto en bienes de consumo duradero, que se incrementó un 10,9% anual en 2014, destacando especialmente las compras de automóviles, cuyas matriculaciones aumentaron casi un 19%. No obstante, dicho gasto se filtró en su mayoría hacia las importaciones, y no hacia la producción nacional, como se puede comprobar en la decepcionante evolución del IPI de bienes de consumo duradero, que descendió un 1,6%. Esto explica el fuerte crecimiento de las importaciones que ha tenido lugar en 2014, a consecuencia del cual se ha invertido la aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB. En los primeros meses de 2015 las matriculaciones de automóviles mantienen un ritmo muy intenso de crecimiento, y el índice de confianza del consumidor ha remontado hasta niveles superiores incluso a los previos a la crisis, mientras que el índice de confianza del comercio minorista se ha situado en máximos históricos (gráficos 1.1 y 1.2).

Gráfico 1

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

#### 1.1 - Indicadores de consumo (I)

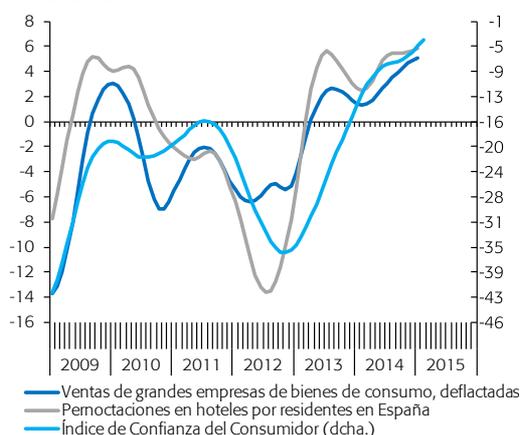
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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

#### 1.2 - Indicadores de consumo (II)

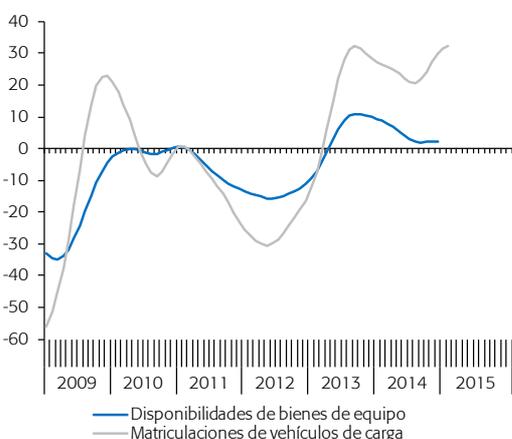
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

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

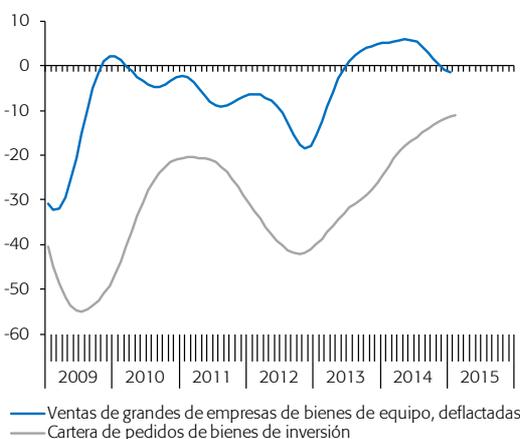
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, DGT y Funcas.

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

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas.

El consumo de las Administraciones Públicas sufrió un descenso del 3,9% en el último trimestre, pese a lo cual, el resultado para el conjunto del año fue un ligero crecimiento del 0,1%. No obstante, la caída intertrimestral fue mucho más acusada a precios corrientes (un 15,2%), de modo que el resultado anual, en estos mismos términos nominales, fue una contracción del 0,7%.

La inversión en maquinaria descendió en el cuarto trimestre, tras siete trimestres consecuti-

vos de crecimientos, aunque su caída fue más que compensada por el ascenso de la inversión en material de transporte y otros productos. En enero y febrero de 2015 seguían creciendo con intensidad las matriculaciones de vehículos industriales, al tiempo que se observa una recuperación en enero de las ventas de grandes empresas de bienes de capital (gráficos 1.3 y 1.4) tras la caída del trimestre anterior.

También creció por tercer trimestre consecutivo la inversión en construcción. Destaca el ascenso

Gráfico 2

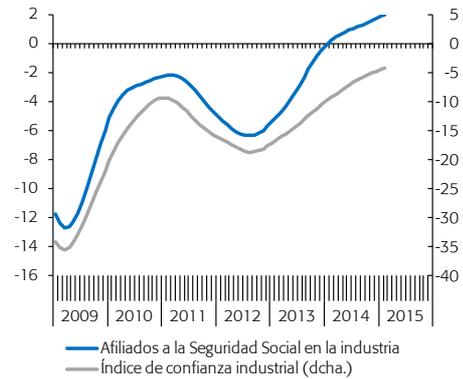
Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

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



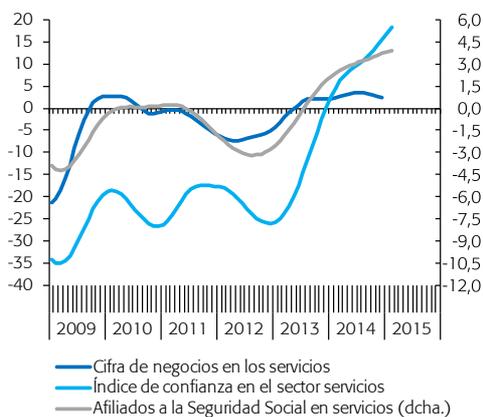
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

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



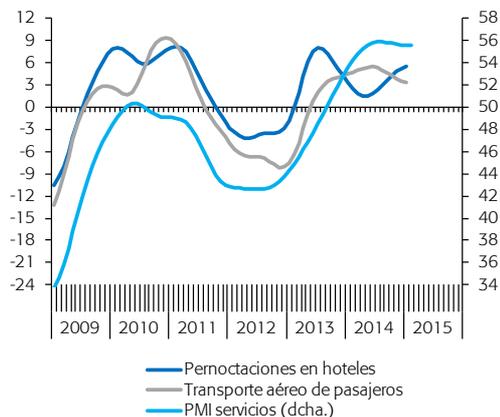
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

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



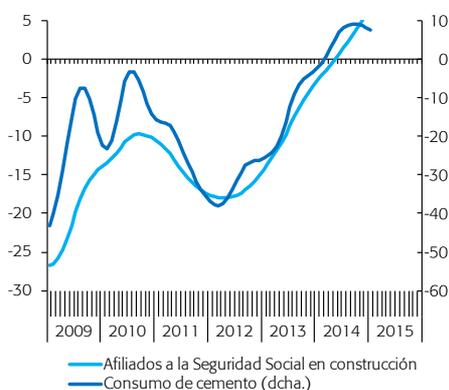
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, INE y Funcas.

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



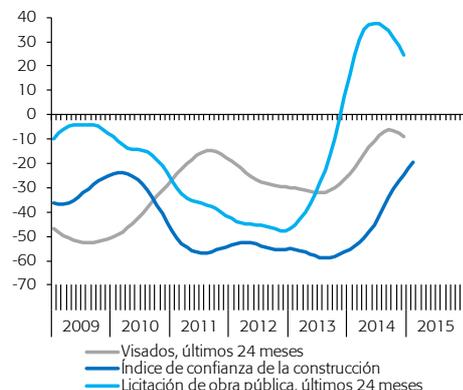
Fuentes: INE, AENA, Markit Economics Ltd. y Funcas.

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



Fuentes: Ministerio de Empleo, Oficemen y Funcas.

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



Fuentes: Ministerio de Industria, Ministerio de Fomento y Funcas.

de la no residencial, probablemente ligado sobre todo a la obra pública, según se desprende del fuerte aumento de la licitación oficial, aunque también creció la construcción en vivienda. Además, las cifras de los trimestres anteriores de esta última han sido revisadas al alza, de modo que este componente de la inversión ha crecido, en términos intertrimestrales, en los cuatro trimestres de 2014, por lo que su ajuste puede darse por concluido, con notable anticipación con respecto a lo esperado. En este sentido apuntan también los indicadores del mercado inmobiliario, concretamente las ventas de viviendas y el precio de las mismas, que comenzaron a crecer en 2014.

---

*La inversión en construcción ha crecido, en términos intertrimestrales, en los cuatro trimestres de 2014, por lo que su ajuste puede darse por concluido. En este sentido apuntan también los indicadores del mercado inmobiliario –ventas y precios de las viviendas–, que comenzaron a crecer en 2014.*

---

Las exportaciones de bienes se redujeron en el cuarto trimestre del año, aunque este descenso fue contrarrestado por el aumento de las exportaciones de servicios, de modo que las ventas totales al exterior registraron una variación prácticamente nula en el periodo. Las importaciones, tanto de bienes como totales, presentaron una caída. Los descensos de las exportaciones e importaciones de bienes siguen a un repunte muy intenso registrado en el trimestre anterior, de modo que el resultado del último trimestre no se debe interpretar como un cambio de tendencia en su evolución reciente. En todo el año 2014, las ventas al exterior de bienes y servicios crecieron un 4,2% y las compras, un 7,6%. Como consecuencia, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente en 2014 redujo su superávit hasta un 0,1% del PIB, desde un 1,4% en 2013 (gráficos 3.1 a 3.3).

Desde la perspectiva de la oferta, el VAB creció en las manufacturas, en los servicios no ligados a la Administración Pública y, sobre todo, en

la construcción, que exhibió un repunte trimestral del 13% en tasa anualizada, aunque su evolución anual en 2014 sobre 2013 aún presentó un signo negativo. El sector primario redujo su VAB, pero la evolución de este sector trimestre a trimestre es muy errática, y en el conjunto del año registró un crecimiento. Con respecto a los primeros meses del año, los indicadores relacionados con la actividad industrial y los servicios mantienen, en general, una tendencia favorable, especialmente el número de afiliados a la Seguridad Social en cada sector, los índices de confianza y los PMI, mientras que, en relación al sector de la construcción, llama la atención la fuerte creación de empleo (gráficos 2.1 a 2.6).

El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aceleró su ritmo de crecimiento trimestral hasta un 2,8% en el último trimestre del año, dando lugar a un incremento del 1,2% en el conjunto del ejercicio, siendo el primer año que aumenta el empleo desde 2008. La tasa de paro descendió hasta el 23,7% en el último trimestre, dos puntos porcentuales menos que un año antes. La creación de empleo ha ganado fuerza en los meses de enero y febrero de 2015, según se desprende de la aceleración registrada en el número de afiliados a la Seguridad Social (gráficos 4.1 a 4.4).

La productividad se redujo ligeramente en el cuarto trimestre, tanto en el conjunto de la economía como en el sector manufacturero, aunque la variación de esta variable en todo el año fue positiva. El incremento de los salarios, también en media anual, fue negativo en los servicios, especialmente los ligados a la Administración Pública, y positivo en la industria. Como resultado de la evolución de la productividad y de las remuneraciones salariales, los costes laborales unitarios se redujeron en 2014 un 0,4% en el conjunto de la economía y un 0,3% en el sector manufacturero (quinto año consecutivo a la baja, en ambos casos).

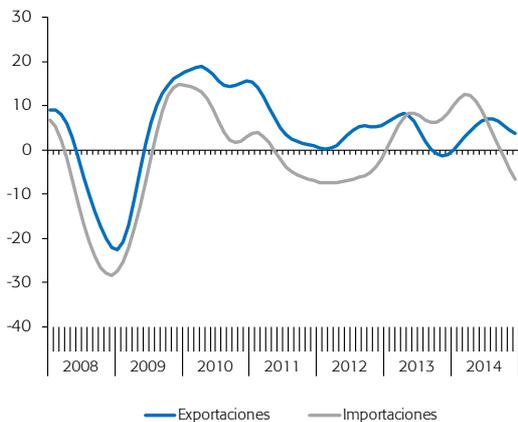
Hasta el tercer trimestre del año, los hogares habían generado una capacidad de financiación del 1,3% del PIB, sensiblemente inferior al 2,8% presentado en el mismo periodo del año ante-

Gráfico 3

**Sector exterior**

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

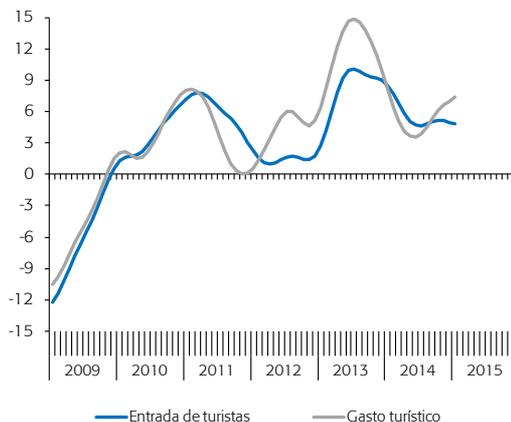
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía y Funcas.

**3.2 - Turismo**

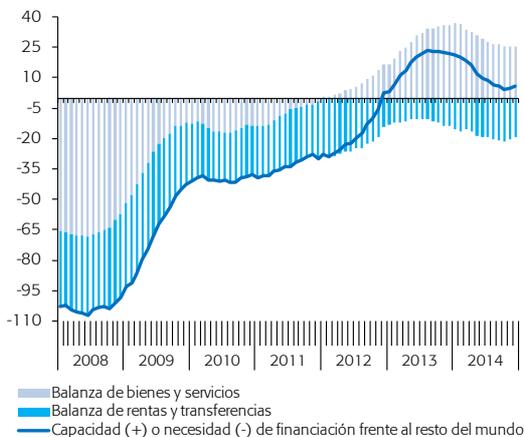
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Industria.

**3.3 - Balanza de pagos**

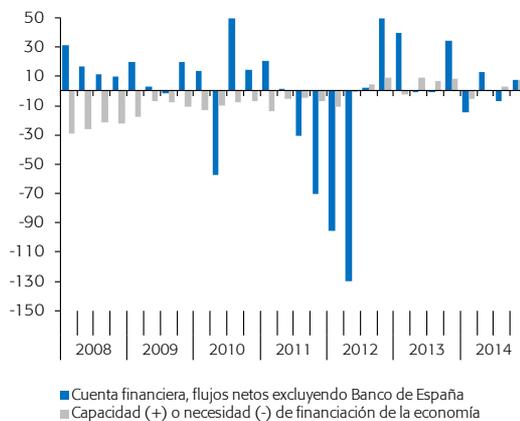
Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

**3.4 - Balanza de pagos**

Miles de millones de euros



Fuente: Banco de España.

rior, como consecuencia de la caída del ahorro, derivado, a su vez, del crecimiento del consumo nominal en un contexto de descenso de la renta disponible bruta. Dicho excedente se destinó en gran medida a la reducción de la deuda, que en el tercer trimestre del año representaba el 111,6% de la renta disponible bruta de los hogares, 5,6 pp por debajo de la ratio alcanzada un año antes, y 17 pp por debajo del máximo alcanzado en 2010 (gráficos 7.2 y 7.4).

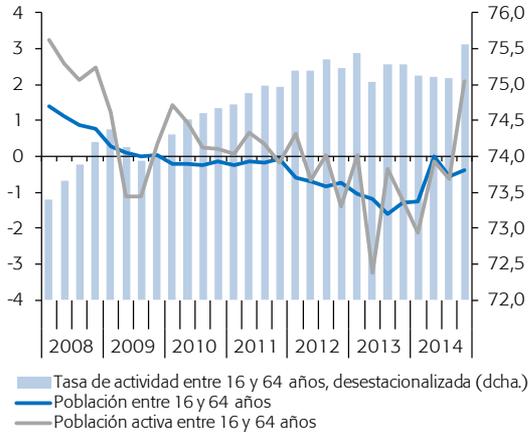
Las sociedades no financieras, por su parte, presentaron un excedente financiero del 1,7% del PIB hasta el tercer trimestre del año, inferior en 2,8 pp al obtenido en el mismo periodo del año anterior. Las empresas destinaron todo su excedente, unido a recursos procedentes de la venta de activos financieros, a la reducción de su deuda, que se situó en el 109,7% del PIB en el tercer trimestre, 5,5 pp por debajo de un año antes, y 24,4 pp por debajo de su máximo (gráficos 7.2 y 7.4).

Gráfico 4

**Mercado de trabajo**

4.1 - Oferta de empleo

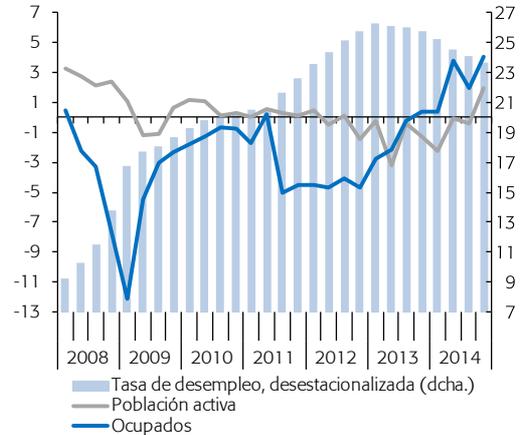
Variación trimestral en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

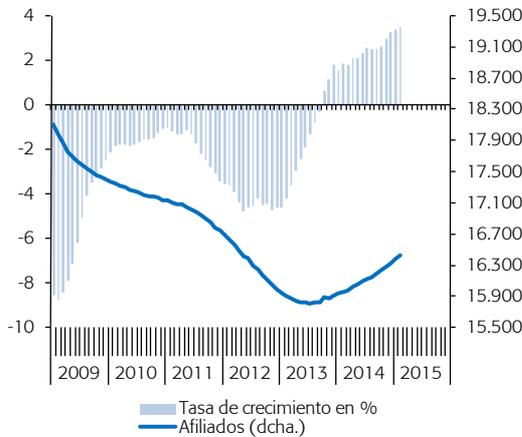
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

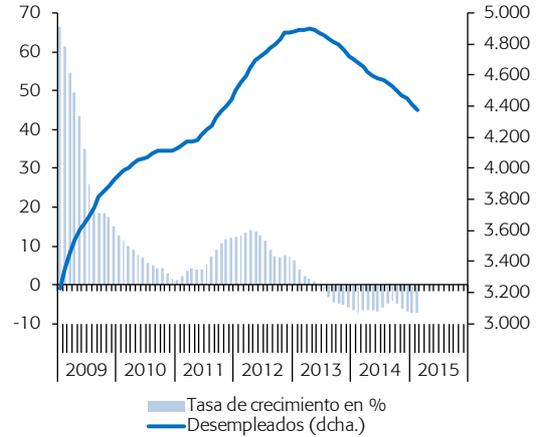
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y miles, series desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

4.4 - Desempleo registrado

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



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

Frente al saldo financiero superavitario presentado por el sector privado, el sector público arrojó en los tres primeros trimestres del año un déficit, excluyendo las ayudas a las entidades financieras, del 4,9% del PIB, frente a un 5,7% en el mismo periodo del año anterior (gráfico 7.3). Hasta el mes de noviembre, excluyendo las corporaciones locales, el déficit conjunto del resto de adminis-

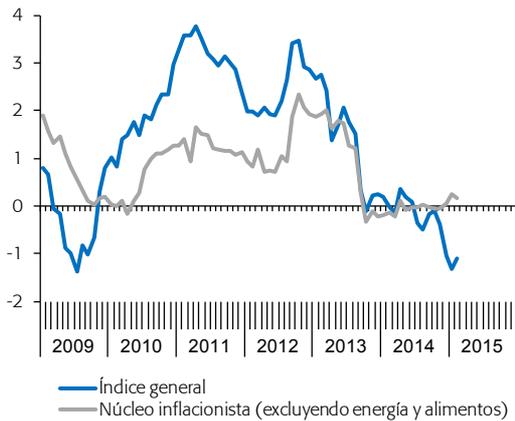
traciones –Administración Central, comunidades autónomas y fondos de la Seguridad Social– ascendió al 4,62% del PIB anual –sin ayudas a las entidades financieras–, frente a un 5,15% en el mismo periodo del año anterior. La mejora procedió fundamentalmente del aumento de los ingresos, que crecieron un 1,7%, mientras que el gasto apenas descendió un 0,9%. La Administra-

Gráfico 5

**Indicadores de precios**

5.1 - Índice de precios del consumo

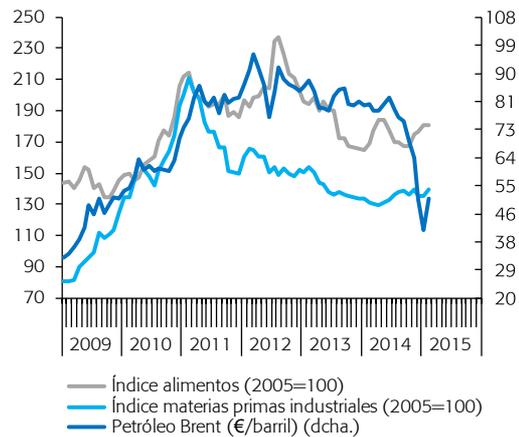
Variación interanual en %



Fuente: INE (IPC).

5.2 - Precios materias primas en euros

Euros e índice



Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

ción Central y los fondos de la Seguridad Social redujeron su déficit, mientras que las comunidades autónomas elevaron el suyo. En el caso de la Seguridad Social, la mejora de su saldo procedió del aumento del superávit del Sistema Público de Empleo Estatal –prestaciones por desempleo–, mientras que el Sistema de la Seguridad Social –fundamentalmente el sistema de pensiones– empeoró su déficit.

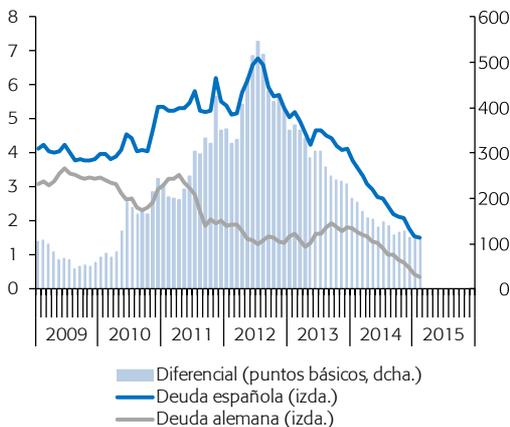
La cuenta financiera de la balanza de pagos –excluyendo el Banco de España– redujo su superávit desde el 7,2% del PIB alcanzado en 2013 hasta un 0,1% del PIB en 2014 –según cifras provisionales– (gráfico 3.4). Esto no fue consecuencia de un descenso de la entrada de recursos financieros de inversores extranjeros, los cuales, por el contrario, se duplicaron, sino del cambio de signo de las operaciones de inversores españoles

Gráfico 6

**Indicadores financieros**

6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años

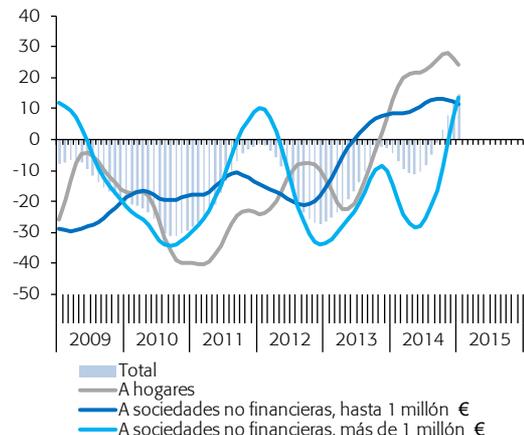
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Crédito nuevo

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



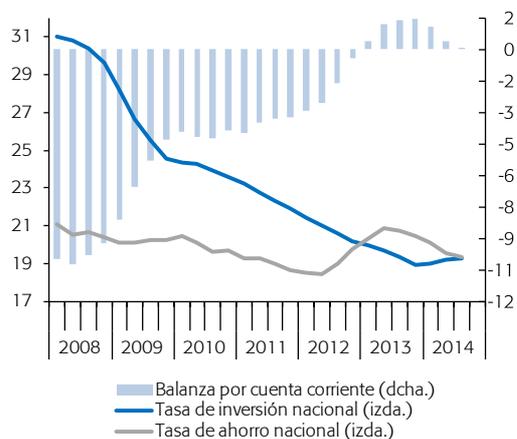
Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

### Desequilibrios financieros

7.1 - Ahorro nacional, inversión nacional y Balanza de pagos por cuenta corriente

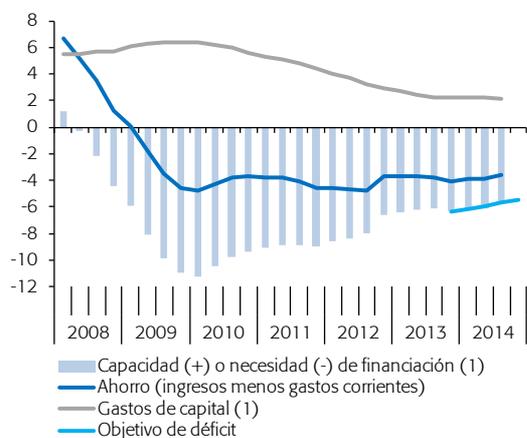
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

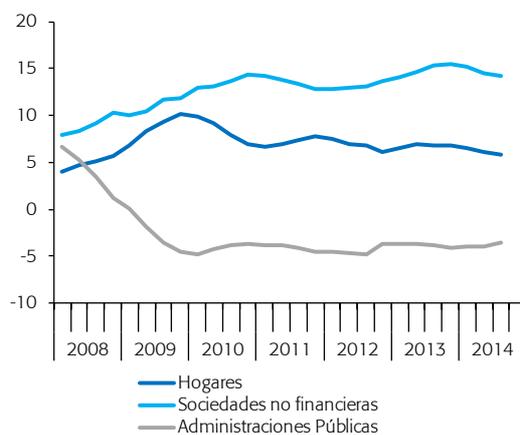


(1) Excluidas ayudas a instituciones financieras

Fuentes: INE (CTNFSI) e IGAE.

7.2 - Tasas de ahorro

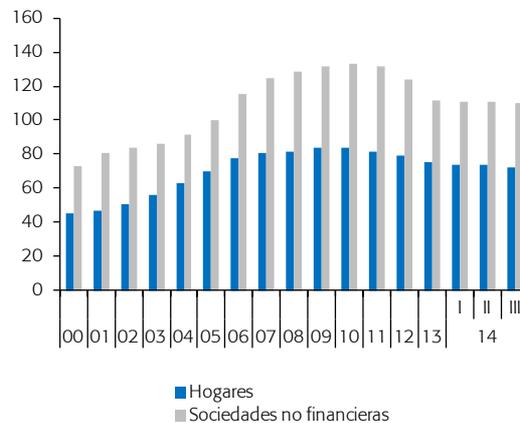
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuentes: INE e IGAE.

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

en el exterior, que pasaron de ser negativas en 2013 –es decir, flujos netos de entrada derivados de desinversiones en el exterior– a ser positivos en 2014 –es decir, flujos netos de salida por inversiones en el exterior–. El mantenimiento del apetito de los inversores extranjeros por los activos financieros españoles se refleja en la pendiente descendente que describieron la rentabilidad y la prima de riesgo de la deuda española a lo largo del año, tendencia que se mantiene al inicio del actual (gráfico 6.1).

La tasa de inflación de los precios de consumo, que desde el pasado mes de julio se ha mantenido en tasas negativas prácticamente todos los meses, alcanzó un mínimo del -1,3% en enero, y ascendió hasta -1,1% en febrero. La tasa negativa obedece básicamente a la caída del precio de los productos energéticos (gráficos 5.1 y 5.2). El núcleo inflacionista –es decir, la tasa de inflación excluyendo todos los alimentos y los productos energéticos–, se encuentra en positivo, si bien en niveles muy reducidos, y en lento ascenso. Esto

pone de manifiesto un muy incipiente, y todavía leve, repunte de las tensiones inflacionistas, y, por tanto, el alejamiento de una situación deflacionaria que, en cualquier caso, es inconsistente con un contexto de fuerte crecimiento del consumo como es el actual.

El crédito nuevo a pequeñas empresas y a hogares, tanto para la adquisición de vivienda como para consumo, mantenía en enero de este año la tendencia creciente observada en 2014 (gráfico 6.2). Esta evolución positiva es el resultado del cambio favorable operado tanto en las condiciones de oferta –gracias a la recapitalización y saneamiento del sistema financiero español– como de demanda –progresiva recuperación de la demanda solvente–. No obstante, el *stock* total de crédito sigue descendiendo, como no puede ser de otra forma en una economía en proceso de despalancamiento.

## Previsiones 2015-2016

Los datos disponibles relativos al inicio del primer trimestre de 2015 –afiliados a la Seguridad Social, índices PMI, indicadores de confianza, ventas de grandes empresas y matriculaciones de automóviles, entre otros– avanzan un crecimiento del PIB superior a lo esperado, que podría situarse en torno al 3,5% en tasa anualizada. Diversos *shocks* externos e internos, como la caída del precio del petróleo y de los tipos de interés, el mayor acceso al crédito, la rebaja de la imposición sobre

---

*La previsión de crecimiento del PIB para 2015 se ha revisado al alza hasta el 3%. La caída del precio del petróleo y de los tipos de interés, el mayor acceso al crédito, la rebaja de la imposición sobre la renta personal y el aumento del gasto público, están impulsando el consumo y la construcción en mayor medida de lo previsto.*

---

la renta personal y el aumento del gasto público ante la proximidad de varias elecciones a lo largo

del año, están impulsando el consumo y la construcción residencial y no residencial en mayor medida de lo previsto.

Como consecuencia del comportamiento más vigoroso de lo esperado del consumo y de la construcción, la previsión de crecimiento del PIB para 2015 se ha revisado seis décimas al alza hasta el 3,0%. El ritmo intertrimestral se desacelerará suavemente a partir del tercer trimestre del año, debido a la progresiva moderación del impacto expansivo de los mencionados *shocks*, aunque seguirá siendo muy dinámico (gráfico 8.1). En 2016 estos efectos seguirán perdiendo fuerza, de modo que el crecimiento previsto para dicho año se sitúa en el 2,8%, es decir, por debajo del esperado para 2015 (gráfico 8.1). En ambos años la aportación de la demanda interna será positiva y la del sector exterior será negativa (cuadro 1).

Dado el todavía elevado nivel de endeudamiento de la economía española y su dependencia de la financiación, el principal riesgo de incumplimiento de este escenario procede del impacto sobre la prima de riesgo española y sobre el acceso a la financiación exterior de posibles

---

*El principal riesgo del escenario más inmediato de crecimiento procede de posibles turbulencias en los mercados financieros, derivadas del aumento de tipos de interés en EE.UU. o de algún evento crítico relacionado con Grecia. También la inestabilidad política interna en un año electoral puede convertirse en un riesgo adicional.*

---

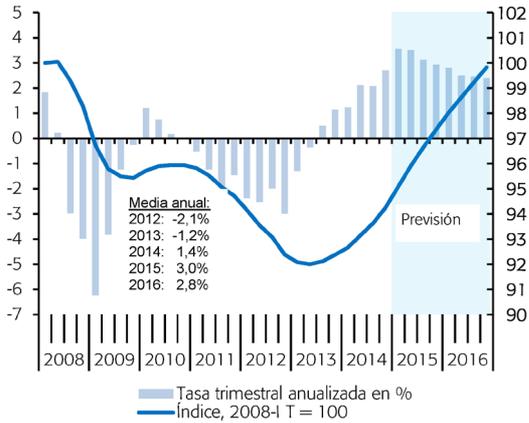
turbulencias en los mercados financieros, ya sea derivadas del aumento de los tipos de interés en Estados Unidos o de algún evento crítico relacionado con Grecia. No obstante, la nula repercusión de los acontecimientos más recientes en torno al problema griego parece indicar que este riesgo está contenido. Otro riesgo es el procedente de la inestabilidad política interna en un año electoral, teniendo en cuenta los cambios que se están pro-

Gráfico 8

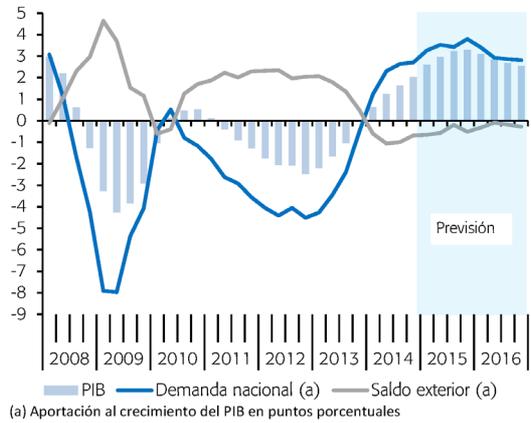
### Previsiones para la economía española 2015-2016

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

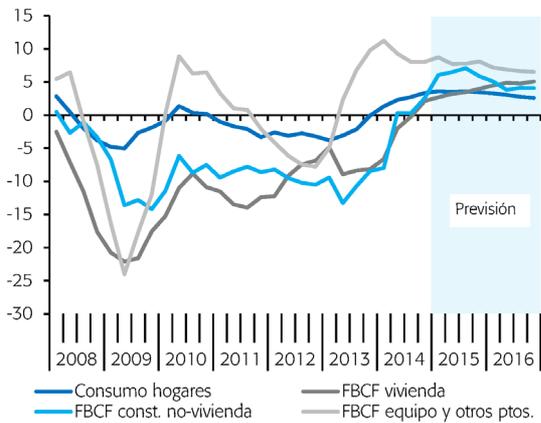
8.1 - PIB



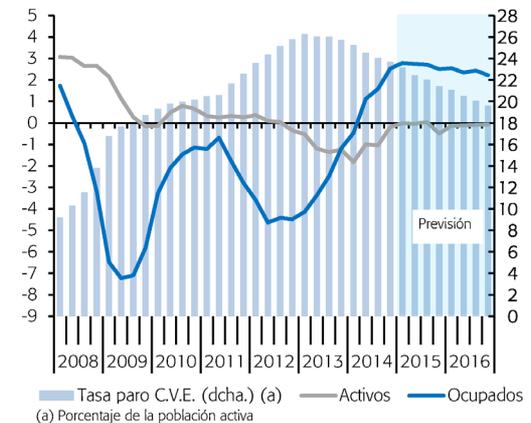
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



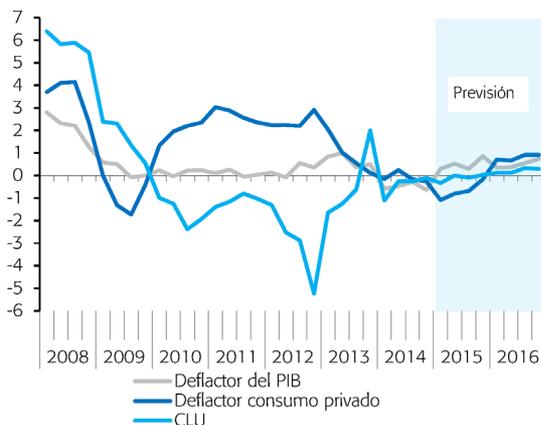
8.3 - Agregados de la demanda nacional



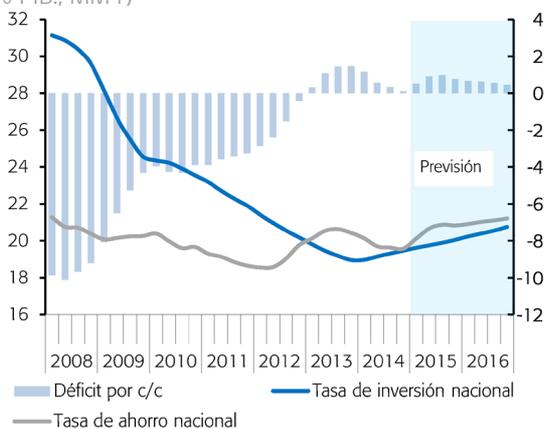
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



8.6 - Ahorro, inversión y déficit cuenta corriente (% PIB., MM4)



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

## Cuadro 1

**Previsiones económicas para España, 2014-2015**

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2013	2014	2015	2016	2015
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>							
<b>PIB, pm</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,6</b>
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-1,9	-2,3	2,4	3,5	2,9	0,5
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,8	-2,9	0,1	0,6	0,5	0,0
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,3	-3,8	3,4	6,6	5,6	2,2
Construcción	5,4	-10,3	-9,2	-1,5	5,1	4,5	3,3
Construcción residencial	7,4	-11,9	-7,6	-1,8	3,3	4,8	1,4
Construcción no residencial	3,8	-8,4	-10,5	-1,3	6,4	4,3	4,7
Equipo y otros productos	8,3	-2,3	3,4	9,1	8,1	6,8	1,2
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,3	4,2	5,2	5,5	0,6
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	-0,5	7,6	7,3	6,7	1,0
<b>Demanda nacional (b)</b>	<b>4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>0,7</b>
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	1,4	-0,8	-0,5	-0,2	-0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	1.049,2	1.058,5	1.095,7	1.131,9	--
- % variación	7,4	-0,5	-0,6	0,9	3,5	3,3	0,5
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	3,5	0,6	0,7	-0,5	0,5	0,5	-0,1
<b>Deflactor del consumo de los hogares</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,1	-3,3	1,2	2,6	2,3	0,6
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,1	2,1	0,2	0,4	0,5	0,0
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,0	-2,3	1,3	3,3	3,1	0,6
Excedente bruto de explotación	6,9	0,3	0,1	-0,1	3,7	2,9	0,4
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,4	1,7	-0,2	0,3	0,7	-0,1
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,2	-0,4	-0,4	-0,1	0,2	-0,1
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>12,5</b>	<b>20,2</b>	<b>26,1</b>	<b>24,4</b>	<b>22,3</b>	<b>20,4</b>	<b>-0,2</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>							
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,9	20,4	19,6	20,8	21,2	0,5
- del cual, ahorro privado	18,6	23,1	24,5	22,9 <sup>(c)</sup>	22,9	22,3	0,1
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	19,0	19,5	20,1	20,8	0,9
- de la cual, inversión privada	23,0	19,4	16,8	17,5 <sup>(c)</sup>	18,0	18,7	0,8
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	2,1	0,5 <sup>(c)</sup>	1,2	0,9	-0,4
- Sector privado	-2,8	5,7	8,9	6,1 <sup>(c)</sup>	5,6	4,1	-0,6
<b>- Sector público (déficit AA.PP.)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,5<sup>(c)</sup></b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,2</b>
<b>- Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin.</b>	<b>--</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,5<sup>(c)</sup></b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,2</b>
Deuda pública bruta	52,2	66,3	92,1	97,7	100,6	102,0	-1,0
<b>4. Otras variables</b>							
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,8	11,2	10,4	8,7 <sup>(c)</sup>	9,2	9,0	-0,3
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	81,5	125,0	115,4	110,5 <sup>(c)</sup>	104,3	99,7	-0,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,4	126,8	111,9	107,1 <sup>(c)</sup>	101,1	95,1	-0,3
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,2	158,1	153,0	159,2 <sup>(c)</sup>	156,6	151,8	-0,3
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,5	0,5	0,3	0,5	-0,1
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	4,6	2,7	1,2	1,2	-0,6

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

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

Fuentes: 1996-2014, salvo (c): INE y Banco de España; Previsiones 2015-2016 y (c): Funcas.

duciendo en la tradicional correlación de fuerzas que ha gobernado el país desde la transición a la democracia.

El crecimiento del consumo privado en 2015 se ha revisado al alza hasta el 3,5%. Para 2016 se espera un avance inferior al previsto para 2015, lo que refleja el mencionado agotamiento del efecto expansivo de los factores extraordinarios que actúan este año sobre dicha variable. El consumo público mantendrá un moderado ritmo de crecimiento en ambos periodos (gráfico 8.3).

El efecto del ciclo electoral se dejará sentir fundamentalmente sobre la inversión pública, según se puede anticipar de la evolución presentada durante todo el pasado año por la licitación oficial. Este es el principal motivo que explica el vuelco que se prevé que experimente la inversión en otras construcciones en 2015, que crecerá un 6,4%. En 2016 su crecimiento se moderará por el final de dicho ciclo. La previsión para la inversión en construcción residencial de este año se ha elevado notablemente, debido al ritmo de crecimiento mucho más dinámico de lo esperado que está registrando esta actividad. A diferencia de otros componentes de la demanda, este ganará fuerza en 2016, como resultado del propio avance del ciclo económico, tal y como anuncia la evolución de los visados de obra de nueva vivienda, que crecieron en 2014 por primera vez desde 2006, y sobre todo de los visados para rehabilitación y reformas, que se incrementaron un 9,6%.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, su crecimiento esperado en 2015 también se ha revisado al alza, como consecuencia en buena medida de la elevación de la previsión para todas las variables anteriores. En 2016 se ralentizará a causa del previsible agotamiento de uno de sus principales componentes, la inversión en material de transporte. Esta ha avanzado de forma extraordinaria en 2014, y se espera que lo siga haciendo en 2015, en parte gracias a los programas de ayudas a la sustitución de vehículos viejos, los cuales, en este escenario de previsiones se supone que dejarán de funcionar el próximo año.

Las exportaciones acelerarán su crecimiento en 2015 y 2016 a medida que la recuperación de la economía europea cobre impulso y como consecuencia de la depreciación del euro. Las importaciones, por el contrario, relajarán su ritmo expansivo, lo que se explica por el cambio en la composición del gasto interno, en el que tendrán menos peso los componentes más propensos a importar, es decir, el consumo de bienes duraderos y la inversión en bienes de equipo, mientras que ganarán peso el consumo de bienes no duraderos y la inversión en construcción, menos propensos a importar.

En consonancia con el mayor ritmo de crecimiento previsto de la actividad, la previsión para la evolución del empleo también se ha revisado al alza (gráfico 8.4). El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo crecerá un 2,6% y un 2,3% en 2015 y 2016 respectivamente. En términos de ocupados según la EPA, entre ambos años se crearán unos 890.000 puestos de trabajo. La tasa de paro media anual descenderá hasta el 22,3% este año y hasta el 20,4% el próximo (19,6% en el último trimestre). La productividad mantendrá la tónica de crecimiento moderado que ya se observó en 2014, lo que, unido al ligero ascenso esperado de las remuneraciones salariales, frenará el descenso de los costes laborales unitarios en 2015, mientras que en 2016 podrán crecer ligeramente, si bien por debajo del deflactor del PIB (gráfico 8.5).

---

*En términos de ocupados según la Encuesta de Población Activa, entre 2015 y 2016 se crearán unos 890.000 puestos de trabajo. La tasa de paro media anual descenderá hasta el 22,3% este año y hasta el 20,4% el próximo.*

---

A pesar de la aportación negativa del sector exterior al crecimiento, el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente será más elevado que en 2014, tanto este año como el próximo, debido a la reducción de la factura energética. La capacidad de financiación de la economía también se mantendrá en positivo. El superávit proce-

derá de los agentes privados, tanto hogares como sociedades no financieras. Pese a la aceleración del consumo, la tasa de ahorro de los hogares se recuperará en 2015 gracias al impacto positivo sobre la renta disponible real derivada de la rebaja del IRPF y de la caída del precio de los productos energéticos. En 2016 descenderá, aunque se mantendrá por encima del nivel de 2014 (gráfico 8.6).

El déficit de las Administraciones Públicas se reducirá hasta el 4,4% del PIB en 2015 y el 3,3% en 2016, a consecuencia íntegramente del efecto favorable del ciclo y del aumento del denominador de la ratio por el crecimiento del PIB nominal. En términos estructurales, el saldo, por el contrario, empeorará en ambos años.

---

*El agotamiento del impacto positivo de los factores exógenos conllevará un menor crecimiento a partir de 2016. La contrapartida es el saldo exterior, que solo gracias a la caída del precio del crudo no será deficitario, lo que revela que aún queda mucho camino por recorrer en cuanto al cambio estructural de la economía española hacia un modelo de crecimiento más equilibrado.*

---

Finalmente, en cuanto a la inflación, la recuperación de la demanda y la depreciación del euro pueden ejercer cierta presión al alza sobre los precios, aunque este efecto será en parte contrarres-

tado por la reducción de las presiones por el lado de la oferta a consecuencia de la reducción de los costes laborales y energéticos. Bajo la hipótesis de que los precios del petróleo se mantengan en torno a los niveles actuales, la tasa general se mantendrá en negativo durante casi todo 2015, mientras la tasa subyacente seguirá moviéndose lentamente al alza, aunque en niveles reducidos, sin llegar a superar el 1% en el todo el horizonte de previsiones.

En conclusión, las perspectivas a corto plazo para la economía española han mejorado considerablemente. Esto en parte ha sido consecuencia del funcionamiento de los propios mecanismos del ciclo, es decir, del avance habido en los procesos de corrección de los desequilibrios generados en la etapa de crecimiento, apoyado por algunas medidas de política económica, como la reforma laboral y del sector financiero; y en parte ha sido el resultado de factores exógenos de carácter transitorio, como la caída del precio del petróleo y de los tipos de interés y la rebaja del impuesto sobre la renta. El agotamiento del impacto de estos últimos conllevará un menor crecimiento a partir de 2016. La contrapartida es el deterioro del saldo exterior, que solo gracias a la caída del precio del crudo no volverá a ser deficitario este año y el próximo, lo que pone de manifiesto que aún queda mucho camino por recorrer en cuanto al cambio estructural de la economía española hacia un modelo de crecimiento más equilibrado.

# El mercado inmobiliario en España: el comienzo de una lenta recuperación

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

**La mayoría de los indicadores sugieren que el mercado inmobiliario español se está estabilizando desde finales de 2014. Después de seis años de ajuste, la caída desde máximos del precio de la vivienda se estima alrededor del 30%-40% dependiendo de las fuentes empleadas. La recuperación es todavía incipiente, pero la mejora de las transacciones y el crecimiento de los contratos hipotecarios parece refrendar que ya se ha iniciado. En cualquier caso, aunque es posible esperar que el precio de la vivienda se incremente de 2015 en adelante, su aumento será moderado, dado que las condiciones de demanda y oferta se ven afectadas por los niveles de desempleo y la deuda de los hogares. Por otro lado, sería conveniente una mejora de las estadísticas de los precios de la vivienda —al menos comparadas con las de otros países— para un seguimiento adecuado de las tendencias en un mercado tan relevante.**

El precio de la vivienda alcanzó su máximo en el tercer trimestre de 2008, cuando el índice del Ministerio de Fomento (con base 100 en 2005) fue 124,6, y ha caído de forma sostenida hasta 87,3 en el tercer trimestre de 2014, creciendo en el cuarto hasta 87,6. El número total de hipotecas cayó desde 326.978 en 2013 hasta 314.018 en 2014. No obstante, el volumen total prestado se incrementó desde 37.400 millones a 41.200 millones en el mismo periodo. En consecuencia, el importe medio de las hipotecas se ha incrementado desde 114.637 euros en 2013 a 131.127 euros en 2014. En cualquier caso, el esfuerzo para comprar una vivienda es todavía desigual

territorialmente. El número de salarios necesarios para pagar una vivienda era de 6,1 en España a comienzos de 2015 y varía regionalmente desde 4,1 en Castilla-La Mancha hasta 8,8 en las Islas Baleares.

## La medición del precio de la vivienda en España

Aunque la crisis financiera ha respondido a una variedad de factores, las burbujas inmobiliarias fueron una característica común en algunos de los países que más la sufrieron. España es uno de los principales ejemplos. La caída del precio de la

\* Bangor Business School y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

vivienda tuvo un impacto negativo significativo tanto en el sector bancario como en la economía en su conjunto. Esto ha dado pie a varios análisis y opiniones que sugieren, entre otras cuestiones, que la economía española debería ser más diversificada y depender en menor medida del sector de la construcción. Todo ello sumado a las repetidas críticas al conjunto de incentivos legales para la promoción inmobiliaria y a la necesidad de regulaciones más proactivas y preventivas que eviten una especulación excesiva.

En cualquier caso, al margen de las correcciones necesarias, el sector inmobiliario y de la construcción es de indudable relevancia para el crecimiento económico de España. Ahora que la economía se está recuperando, el papel de la construcción será tarde o temprano significativo. Un ejemplo reciente han sido los datos de afiliación a la Seguridad Social en febrero de 2015. De los 96.909 nuevos afiliados —el mejor resultado de creación de empleo en el mes de febrero desde 2007— la construcción contribuyó más que ningún otro sector de la economía con 26.068.

A pesar de la importancia de la construcción, los estándares de la calidad informativa de los indicadores del precio de la vivienda no son comparables con los utilizados en otros países como Estados Unidos. El índice *Standard and Poor's Case-Shiller* en Estados Unidos, o el *HM Land Registry* en el Reino Unido, se basan en series de ventas. Ponen el foco en transacciones específicas. Otros indicadores, como el *Census Bureau Constant Quality House Price Index* en los Estados Unidos, tienen en cuenta una aproximación “hedónica”, al considerar las diferencias en la calidad de los inmuebles vendidos.

En España, el índice de precios oficial publicado por el Ministerio de Fomento se basa en el valor de tasación calculado para propósitos de petición de hipotecas. Esto excluye adquisiciones hechas en efectivo u otras formas diferentes de acceso más allá de las hipotecas. Además, hacer tasaciones lleva algún tiempo y esto causa un retardo, por lo que aquellas no suelen reflejar la evolución actual del mercado.

Las compañías de tasación como Tinsa o la Sociedad de Tasación también publican sus índices, pero obviamente están basados en tasaciones y, por tanto, tienen los mismos problemas informativos.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha comenzado recientemente a publicar un índice de precios basado en transacciones registradas en escritura pública. El índice utiliza una corrección hedónica, lo que representa una mejora. No obstante, hay un número de razones —entre las que destacan las fiscales— para creer que las transacciones en registros públicos no reflejan los verdaderos precios acordados por las partes en una compraventa.

Todos los índices oficiales presentan, por lo tanto, desventajas en la medida en que no reflejan los precios actuales de las transacciones. En ausencia de otros indicadores oficiales, existe alguna información complementaria interesante en páginas web de compraventa como Idealista.com o Fotocasa. Sus índices se basan en los precios anunciados por los vendedores. Aquí el problema es el opuesto al de las escrituras públicas: los precios suelen incorporar un descuento cuando la transacción se completa y, por tanto, el valor anunciado suele ser mayor que el final.

---

*El ajuste de los precios de la vivienda en una crisis bancaria suele llevar más tiempo en España que en otros países. Hasta 2011 no tuvo lugar una caída significativa del precio de la vivienda —un 12,7% anual— mientras que en otros países de la UE que habían experimentado burbujas inmobiliarias se observaron caídas de precios en torno al 40% desde 2008 hasta 2010.*

---

Tomando otras referencias históricas —como la de la crisis española de la década de 1970— el ajuste del precio de la vivienda en una crisis bancaria suele llevar más tiempo en España que en otros países. Como muestra el cuadro 1, hasta 2011 no tuvo lugar una caída significativa del pre-

cio de la vivienda, cuando la reducción anual fue del 12,7%. No obstante, en otros países de la Unión Europea que han experimentado también

burujas inmobiliarias significativas, se observaron caídas significativas del precio de la vivienda en torno al 40% desde 2008 hasta 2010 (cuadro 1).

Cuadro 1

**Variación interanual del precio de la vivienda**

(en porcentaje)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Eurozona	-1,1	-1,1	1,1	-0,2	-2,1	-1,8	0,5
Unión Europea	-2,5	-1,8	1,1	-0,7	-1,4	-0,4	2,3
Bélgica	3,3	-0,9	4,6	3,5	1,1	1,1	-0,8
Bulgaria	11,7	-25,7	-5,0	-5,8	-1,3	-1,2	1,8
República Checa	:	-6,7	-0,1	-0,9	-0,7	0,2	2,9
Dinamarca	-11,0	-4,8	2,5	-5,6	1,3	3,6	3,3
Alemania	0,3	2,9	-0,5	4,2	5,0	1,5	:
Estonia	-19,6	-33,6	12,9	11,8	5,8	15,6	13,2
Irlanda	-12,4	-18,6	-10,5	-16,7	-4,5	6,4	15,0
Grecia	7,4	-0,9	-3,6	:	:	:	:
España	-5,2	-4,4	-1,4	-12,7	-12,8	-6,3	0,3
Francia	-3,4	-3,3	7,0	3,7	-2,0	-1,6	-1,2
Croacia	1,9	-4,3	-8,9	-1,6	-4,4	-14,4	2,6
Italia	:	:	:	0,3	-5,2	-5,3	-3,8
Chipre	-0,9	-6,2	-5,1	-8,3	6,4	-8,5	-1,7
Letonia	-17,8	-29,3	-2,4	3,6	7,4	8,2	11,7
Lituania	-2,5	-31,1	1,4	5,6	-1,2	3,0	10,1
Luxemburgo	2,3	-0,4	5,4	5,4	3,8	4,2	4,9
Hungría	-1,7	-7,9	-0,5	-2,9	-5,2	-0,6	3,8
Malta	9,3	-7,7	-0,5	1,5	6,1	-2,5	3,9
Holanda	-0,6	-4,8	-0,9	-3,4	-7,0	-4,4	1,2
Austria	:	:	:	6,4	6,5	3,3	0,7
Portugal	:	2,3	-0,9	-7,5	-4,0	0,6	4,9
Rumania	:	:	-13,4	-17,1	-1,3	0,2	-2,3
Eslovenia	-0,2	-8,1	-0,2	1,4	-8,8	-4,4	-5,4
Eslovaquia	1,0	-11,2	-1,8	-2,3	-2,9	2,2	1,2
Finlandia	-3,2	7,7	4,4	1,9	3,1	0,5	-0,3
Suecia	-3,8	11,4	6,1	-1,3	3,8	7,0	10,3
Reino Unido	-8,7	0,3	3,9	-0,5	2,3	5,4	11,7
Islandia	-1,9	-8,5	-1,5	7,2	4,7	7,8	7,6
Noruega	-6,9	11,6	6,6	8,0	7,4	0,5	3,4

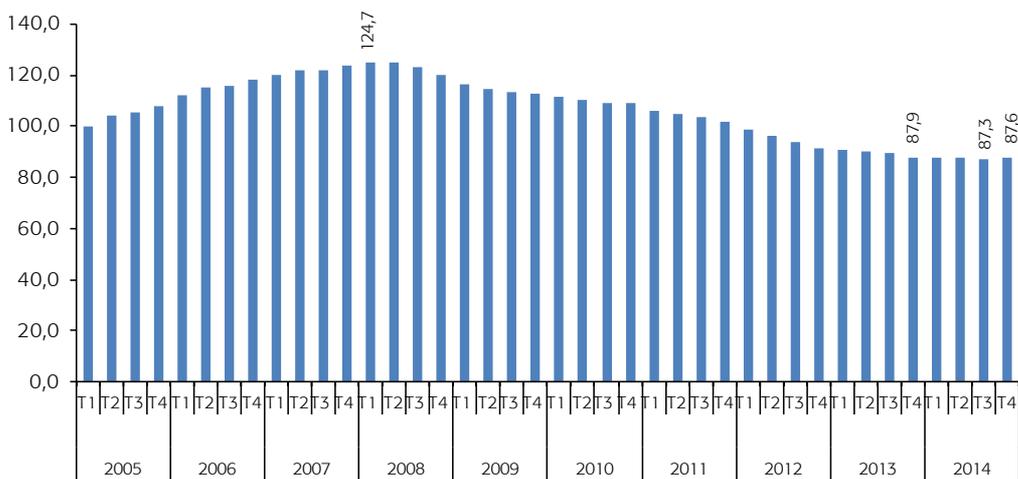
Nota: \* Tercer trimestre.

Fuente: Eurostat.

Gráfico 1

**Índice de precios de la vivienda en España (2005-2014)**

(Base 100 T1-2005)



Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Si tomamos el índice del Ministerio de Fomento, como muestra el gráfico 1 (2005T1=100), el precio de la vivienda alcanza su máximo en el primer trimestre de 2008, cuando se encontraba en 124,7 y cae sostenidamente a 87,3 en el tercer trimestre de 2014, creciendo en el cuarto trimestre de 2014 hasta 87,6. Si el punto de inflexión se confirma, habrán sido necesarios seis años para que el mercado se ajuste en España. Según los últimos datos publicados por el INE, la caída anual de los precios en 2014 habría alcanzado el 1,8%.

## ¿Se está recuperando realmente el mercado?

Los últimos datos de diferentes fuentes públicas y privadas sugieren que el ajuste en el precio de la vivienda se completó hacia finales de 2014. Al menos en lo que a los precios medios concierne. No obstante, hay divergencias significativas en la estimación de la caída desde máximos. El gráfico 2 muestra la reducción acumulada de los precios. Los datos oficiales (Ministerio de Fomento e INE) sugieren que el máximo se alcanzó en el tercer trimestre de 2008 y aquellos de fuentes privadas pueden variar ligeramente, pero son gene-

ralmente comparables. La caída total varía desde el 44,7% estimado por Fotocasa al 31,3% de Sociedad de Tasación.

Independientemente de la fuente, los datos son compatibles con las expectativas generadas por la mayor parte de los analistas de que era precisa una corrección en torno al 35-40% para empezar la recuperación en el mercado inmobiliario. En este sentido, el *Global Housing and Mortgage Outlook – 2015* publicado por Fitch Ratings<sup>1</sup> el 14 de enero de 2015 señala que “el crecimiento eco-

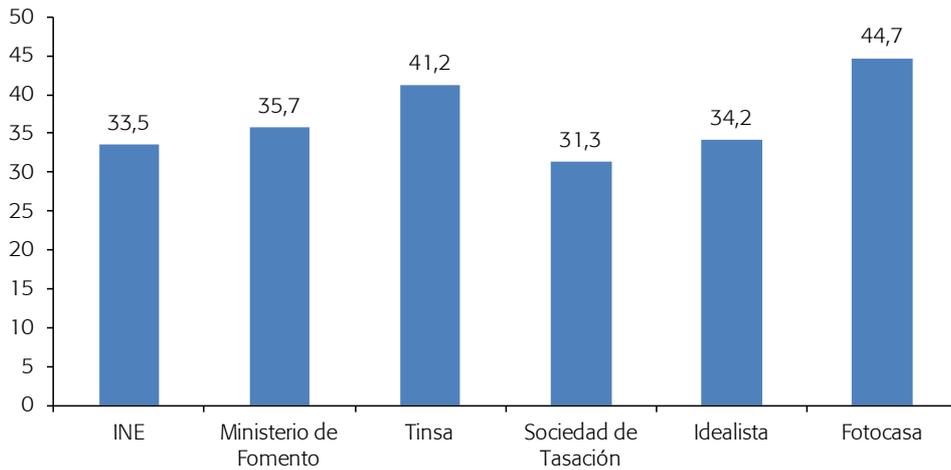
*Los últimos datos de diferentes fuentes públicas y privadas sugieren que el ajuste en el precio de la vivienda se completó hacia finales de 2014. Se espera, por tanto, que los precios se estabilicen en 2015 después de cerca de siete años de caída de los precios nominales hasta un 40%.*

nómico, los bajos tipos de interés, y la mejora de las condiciones de acceso están entre los factores que sugieren una recuperación del mercado hipotecario y del de la vivienda en algunas economías periféricas de la zona euro. En España, por ejemplo, se espera que los precios de la vivienda

Gráfico 2

**Caída desde el máximo en el precio de la vivienda**

(en porcentaje del precio máximo alcanzado)



Fuentes: Calculado a partir de Ministerio de Fomento, INE, Sociedad de Tasación, Tinsa, Idealista.com y Fotocasa.

se establecen en 2015 después de cerca de siete años de caída de los precios nominales hasta un 40%. Esperamos que la tasa de morosidad en el crédito para vivienda se establezca tanto en España como en Portugal en 2015 y caiga en 2016”.

Si bien la recuperación económica favorece la estabilización del mercado inmobiliario, la agencia de *rating* Fitch también sugiere que hay algunos riesgos persistentes en la eurozona: “con un mer-

*Fitch señala que todavía persisten algunos riesgos de recaída en el mercado de la vivienda en España, riesgos asociados a la debilidad del mercado de trabajo y al alto nivel de endeudamiento de los hogares.*

cado de trabajo aún débil en muchos países y con expectativas de crecimiento económico modestas en otros, existen también razones para creer que el precio de la vivienda podría registrar aún caídas. El desempleo presenta un riesgo para la recuperación del mercado hipotecario en España y Portugal. Asimismo, también hay que tener en cuenta el riesgo de deflación. España y Holanda son los

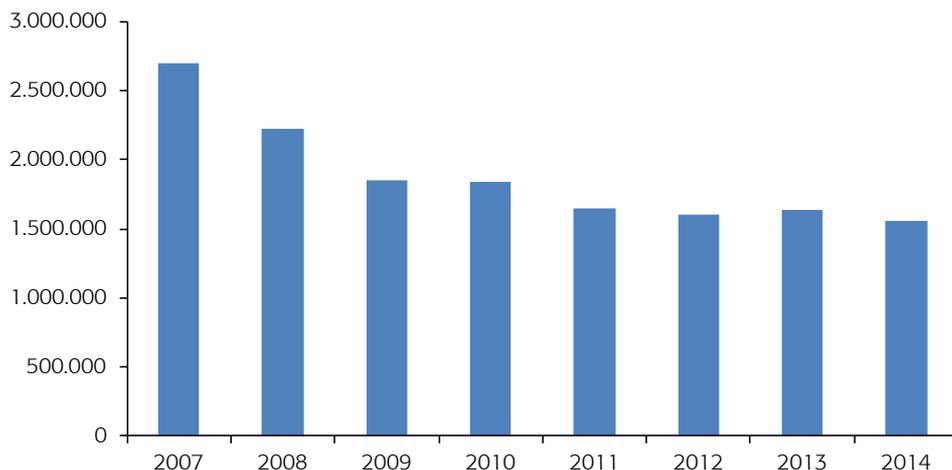
mercados más expuestos debido al alto endeudamiento de los hogares en el primero, y a la carga de intereses en la mayor parte de los contratos hipotecarios en el segundo”.

*Si se observan las transacciones de compraventa y los contratos hipotecarios, la recuperación del mercado inmobiliario parece confirmarse, aunque todavía es una recuperación débil e incipiente.*

En todo caso, en España, si se observan las transacciones de compraventa y los contratos hipotecarios, la recuperación parece confirmarse, aun siendo débil e incipiente. En particular, los datos provisionales del INE sugieren que las transferencias de derechos de propiedad (como aproximación de las transacciones inmobiliarias) se incrementaron desde 1.602.633 en 2012 hasta 1.636.496 en 2013, aunque cayeron hasta 1.561.287 en 2014 (gráfico 3). Esto no significa necesariamente que la demanda disminuyera en 2014, ya que el mayor incremento en 2013 pudo estar motivado por el final de un tratamiento fiscal más favorable en la adquisición de vivienda.

Gráfico 3

### Número de transmisiones de derechos de propiedad inmobiliaria



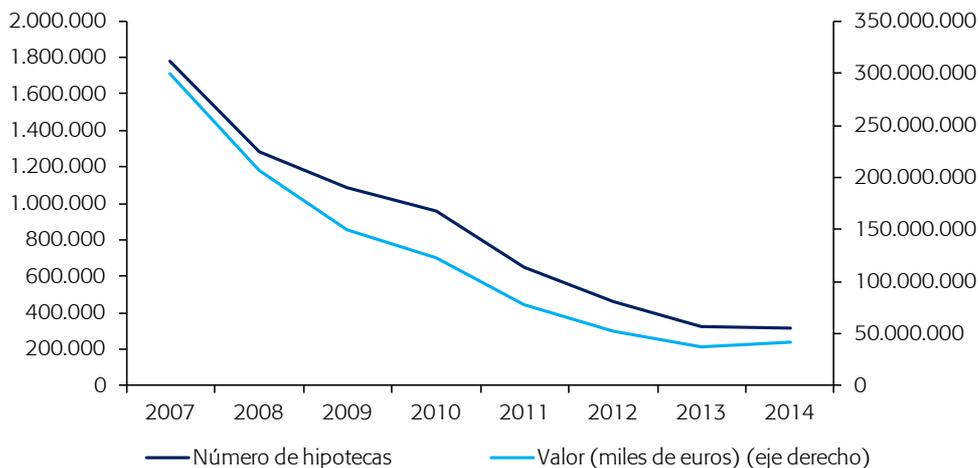
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

Si se toma el último dato mensual publicado por el INE, el número de transmisiones de derechos de la propiedad registrados en enero de 2015 fue de 140.904, esto es, un 4% más que en diciembre de 2013. Si se analizan exclusivamente las viviendas, las transferencias registradas se incrementaron alrededor del 9,6% en el mismo periodo.

En cuanto a las hipotecas, el número total cayó desde 326.978 en 2013 hasta 314.018 en 2014. No obstante, el volumen total prestado se incrementó desde 37.400 a 41.200 millones de euros en el mismo periodo. Así pues, el volumen medio de las hipotecas se ha incrementado desde 114.637 euros en 2013 hasta 131.127 euros en 2014.

Gráfico 4

### Hipotecas constituidas: volumen y valor



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

Tomando los datos mensuales más recientes, el número total de hipotecas constituidas sobre las viviendas registradas en los Registros de la propiedad fue de 15.962 en diciembre de 2014, un 28,9% más que en diciembre de 2013.

## Una estabilización desigual

Incluso si parece tener lugar una estabilización general del mercado inmobiliario, hay algunas diferencias significativas territorialmente. Los precios de la vivienda libre no se incrementaron hasta el cuarto trimestre de 2014 (0,5%), de acuerdo con el Ministerio de Fomento. El precio medio del mercado de vivienda libre en ese trimestre era 1.463,10 euros por metro cuadrado. No obstante, el Índice General de Precios reveló algunas diferencias entre las regiones. Los precios se incrementaron en siete comunidades autónomas en 2014: Cantabria (+3,6%), Islas Baleares (+2,3%), Islas Canarias (+0,5%), Comunidad Valenciana (+0,5%), Madrid (+0,4%) y Andalucía (+0,1%). No obstante, cayeron en Asturias (-5,2%), Castilla y León (-3,6%) y Castilla-La Mancha (-3,2%).

Los precios entre las provincias varían también en gran medida oscilando desde los 774,1 euros por metro cuadrado en Ciudad Real a los 2.701,7 euros en Guipúzcoa, a finales de 2014.

El ajuste es también heterogéneo en términos de esfuerzo necesario para adquirir una casa, medido como el número de salarios necesarios para pagar el precio completo. Utilizando los datos de salario bruto del INE y los precios medios de la vivienda libre del Ministerio de Fomento, el número medio de salarios para comprar una vivienda de 90 metros cuadrados en España era 6,1 en 2014, aunque oscila regionalmente desde 4,1 en Castilla La-Mancha a 8,8 en las Islas Baleares.

Es también importante reseñar que a pesar de la recuperación económica, el nivel de desempleo es todavía muy alto y está teniendo un impacto persistente sobre las ejecuciones hipotecarias. Los datos del INE del cuarto trimestre de 2014 (cuadro 2) revelan algunas cuestiones de interés. Aunque las certificaciones por ejecución hipotecaria en regis-

tros de la propiedad alcanzaron las 30.677 en el cuarto trimestre de 2014, esto representa un descenso del 4,4% en su tasa anual.

*La estabilización general del mercado hipotecario no debe ocultar la existencia de significativas diferencias territoriales en la evolución de los precios, así como el impacto que todavía tienen las ejecuciones hipotecarias, sobre todo de las hipotecas establecidas entre 2005 y 2008 cuando los precios alcanzaron sus cotas máximas.*

Es importante observar que el 61,6% de las certificaciones por ejecución hipotecaria correspondieron a hipotecas establecidas entre 2005 y 2008, sugiriendo que los años en los que el precio subió hasta máximos supusieron un riesgo particularmente elevado en las compraventas de vivienda.

El impacto de las ejecuciones hipotecarias es, en cualquier caso, todavía muy importante. Algunas medidas aprobadas recientemente por el Gobierno en el Consejo de Ministros celebrado el 27 de febrero están orientadas, de algún modo, a aliviar estos problemas, en particular, el "Real Decreto Ley de mecanismo de segunda oportuni-

Cuadro 2

### Ejecuciones hipotecarias en España

(cuarto trimestre de 2014)

	Ejecuciones hipotecarias en 2014 T4	Variación trimestral %	Variación anual %
Total fincas	30.677	32,0	-4,4
Fincas urbanas	29.354	32,6	-4,0
Viviendas	18.211	32,5	-1,0
Solares	1.285	24,4	-36,9
Otras urbanas	9.858	33,9	-2,7
Fincas rústicas	1.323	19,7	-12,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

dad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social". En él se establece un sistema específico para resolver las insolvencias de las per-

sonas individuales y se extienden y flexibilizan los acuerdos extrajudiciales de pago, incorporando la posibilidad de establecer acuerdos con acreedores de forma que reestructurar las deudas se convierta en un proceso más rápido y simple.

Se crea también un mecanismo de reestructuración judicial que permitirá a las personas liberarse de la deuda pendiente utilizando los activos que posean en el momento que se alcance el acuerdo, con la intervención de un juez. Además, los periodos de prescripción para las deudas personales se reducen de 15 a 5 años.

Otra medida de esta nueva legislación es la relacionada con el Código de Buenas Prácticas para deudores hipotecarios. En particular "se flexibilizan los criterios que dan acceso al Código, para lo cual se incrementa el límite anual de renta familiar hasta tres veces el IPREM (Indicador Público de Rentas Múltiples). Hasta ahora se calculaba por doce pagas y ahora se hará por catorce, por lo que aumenta de 19.170,39 euros a 22.365,42 euros en 2015. Se amplían también los supuestos de especial vulnerabilidad con el fin de incluir a los mayores de sesenta años".

## Conclusiones

Los indicadores sugieren que el mercado inmobiliario está completando su ajuste hacia finales de 2014 y comienzos de 2015. No obstante, algunos

riesgos persisten, dado el alto nivel de desempleo y los asociados a la debilidad de algunas economías europeas.

La recuperación es, en todo caso, desigual. El número de transacciones todavía indica que el ajuste de precios continúa en algunos territorios.

Es posible esperar que los precios de la vivienda se incrementen durante 2015 y en los años venideros, pero el crecimiento será moderado por varias razones. La más obvia es que el nivel de desempleo priva a muchos españoles del acceso a la vivienda. Incluso si los extranjeros representan alrededor del 13% de las ventas, la mayor parte del mercado depende de las condiciones económicas de los residentes. Además, los hogares españoles todavía afrontan un esfuerzo de desapalancamiento sustancial por delante, lo que impone un límite sobre la nueva deuda que pueden asumir. Es también importante tener en mente que el *stock* de viviendas vacías se sitúa todavía alrededor de 1-1,4 millones dependiendo las diferentes estimaciones. En este cómputo, las nuevas viviendas sin vender son aún más de 500.000.

En cualquier caso, incluso si el mercado inmobiliario y la construcción son todavía importantes para el crecimiento económico español, debería conseguirse una evolución sostenible con la intención de evitar los problemas sufridos los últimos años.

# La recaudación impositiva en España en el cambio de ciclo económico

José Félix Sanz\*, Juan Manuel Castañer\*\* y Desiderio Romero\*\*\*

**El inicio de una fase de recuperación del ciclo económico provocará un aumento automático de los ingresos públicos con arreglo a las elasticidades de recaudación de los diferentes impuestos respecto a la renta. El diseño progresivo del IRPF hace que su recaudación sea especialmente sensible al ciclo, mientras que la imposición sobre el consumo varía de forma proporcional respecto a las rentas de los hogares. El resultado es que, sin necesidad de tomar medidas discrecionales adicionales, la recaudación por IRPF e impuestos sobre el consumo se incrementará significativamente en España en el futuro inmediato, por efecto de la propia recuperación económica. A lo largo de 2015 y 2016 cabe esperar un repunte automático en la recaudación conjunta de 6.700 y 7.000 millones de euros, respectivamente.**

El diseño óptimo de un sistema fiscal requiere el conocimiento de su capacidad recaudatoria endógena, es decir de su poder recaudatorio en ausencia de cambios discrecionales. Desde que Musgrave y Thin (1948) popularizaran la progresión de la carga como medida de progresión, esta noción de elasticidad ha sido la candidata perfecta para cuantificar la capacidad recaudatoria "automática" de un impuesto<sup>1</sup>. Esta respuesta "automática" de la recaudación informa sobre el impacto esperado del ciclo económico en la recaudación impositiva pero también de otras importantes

propiedades estructurales del impuesto: su progresividad (local), su poder como estabilizador automático o sobre el incremento real de la carga fiscal asociado a la rémora fiscal o progresividad en frío. Por tanto, no cabe duda de que la elasticidad de la recaudación ante cambios en la renta antes de impuestos es un concepto de la máxima utilidad en el ámbito de la política fiscal de un país. Por ello, el anexo que se presenta a continuación recoge las elasticidades de la recaudación del IRPF y de los impuestos que gravan el consumo (IVA+ impuestos especiales) en España. El detalle

\* Universidad Complutense de Madrid.

\*\* Analista de la Comunidad de Madrid.

\*\*\* Universidad Rey Juan Carlos.

<sup>1</sup> Los trabajos académicos sobre esta noción han sido abundantes en la literatura. A título ilustrativo, se pueden consultar las siguientes referencias: Hutton (1980), Hutton y Lambert (1980, 1982a, 1982b y 1983), Creedy and Gemmell (2002, 2004a, 2004b 2006), Creedy y Sanz (2010).

de la modelización y cómputo empírico de estas elasticidades se puede encontrar en Sanz *et al.* (2014).

La elasticidad de la recaudación impositiva es una medida sintética que describe la variación relativa experimentada por la recaudación de un impuesto ante cambios de su base liquidable, o una *proxy* de esta. Como ya se ha apuntado, esta métrica sintetiza, entre otras cosas, la sensibilidad automática –i.e. en ausencia de medidas discrecionales– de la recaudación de un impuesto ante cambios en el ciclo económico. Los cálculos obtenidos para España permiten afirmar que el diseño progresivo del IRPF hace que su recaudación sea relativamente sensible al ciclo, presentando una elasticidad media ponderada nacional de 1,48. No obstante, en términos recaudatorios, una eventual mejora del ciclo económico no será igualmente rentable para todas las comunidades autónomas. En este sentido, un mismo incremento relativo de las rentas de los hogares generará un incremento relativo de la recaudación, mayor en las comunidades pobres que en las comunidades ricas.

Por otro lado, el cómputo de las elasticidades de la recaudación de los impuestos sobre el consumo en España desmantela la idea, ampliamente asentada en el imaginario colectivo, de que la imposición indirecta que grava el consumo en nuestro país es fuertemente regresiva. En particular, se confirma una clara proporcionalidad. Esta elasticidad unitaria de la recaudación de los impuestos sobre el consumo ratifica que, en una previsible salida de la crisis económica, la recaudación impositiva por consumo se incrementará

Cuadro 1

**Incremento recaudatorio automático estimado para 2015 y 2016 en el caso de una eventual recuperación del ciclo económico**

(cálculo para el total nacional)<sup>(\*)</sup>

Incremento esperado de recaudación	2015	2016
IRPF	3.880	4.062
Impuestos sobre el consumo	2.858	2.978
<b>Total IRPF + Impuestos consumo</b>	<b>6.739</b>	<b>7.040</b>

Nota: (\*) Comunidades autónomas de régimen común.

Fuentes: Elaboración propia.

en una proporción 1:1 con el incremento de las rentas de los hogares. A diferencia de lo que acontece con el IRPF, el impacto recaudatorio sobre los impuestos sobre el consumo de una recuperación económica no presenta tantas divergencias territoriales, distribuyéndose de manera uniforme entre las regiones españolas.

Estas elasticidades, por tanto, sugieren que es previsible que, sin necesidad de tomar medidas discrecionales adicionales, la recaudación por IRPF y por impuestos sobre el consumo se incremente significativamente en nuestro país en el futuro inmediato. En concreto, asumiendo las estimaciones de Funcas en relación a las tasa esperadas de crecimiento de la renta nominal disponible de los hogares para 2015 y 2016 –i.e. 3,3 y 3,5, respectivamente–, el cuadro 1 recoge las ganancias recaudatorias automáticas asociadas estrictamente a la mejora del ciclo económico. Como puede comprobarse, a lo largo de 2015 y 2016 cabe esperar un repunte automático en la recaudación conjunta por ambos impuestos de más de 13.700 millones de euros.

**Referencias**

CREEDY J., y N. GEMMELL (2002), “The built-in flexibility of income and consumption taxes: a survey”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 14: 509–532.

– (2004a), “The income elasticity of tax revenue: estimates for income and consumption taxes in the United Kingdom”, *Fiscal Studies*, vol. 25: 55–77.

– (2004b), “The built-in flexibility of income and consumption taxes in New Zealand”, *Australian Economic Papers*, vol. 43: 459–474.

– (2006), *Modelling Tax Revenue Growth*, Cheltenham: Edward Elgar.

– (2010), “The elasticity of taxable income and the tax revenue elasticity”, University of Melbourne, Department of Economics, *Working Paper* no. 1110.

CREEDY, J., y J.F. SANZ (2010), “Revenue Elasticities in Complex Income Tax Structures: An Application to Spain”, *Fiscal Studies*, vol. 31 (4): 535-561.

HUTTON, J.P. (1980) “Income tax elasticity and the distribution of income, with an application to

- Peninsular Malaysia". *South East Asia Economic Review*, 1: 13-34
- HUTTON, J.P., y P.J. LAMBERT (1980), "Evaluating income tax revenue elasticities", *Economic Journal*, vol. 90: 901-906.
- (1982a), "Modelling the effects of income growth and discretionary change on the sensitivity of UK income tax revenue", *Economic Journal*, vol. 92:145-155.
  - (1982b), "Simulating the revenue elasticity of an individual income tax", *Economic Letters*, vol. 9: 175-179.
- (1983), "Inequality and revenue elasticity in tax reform", *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 30: 221-234.
- MUSGRAVE, R.A., y T. THIN (1948), "Income tax progression". *Journal of Political Economy*, 56: 498-514.
- SANZ, J.F.; CASTAÑER, J.M., y D. ROMERO (2014), "Sensibilidad de la recaudación de los impuestos sobre la renta personal y sobre el consumo", *Documentos de Trabajo*, nº 751, Funcas, Madrid.

**Anexo**

Cuadro A1

**Elasticidad agregada de la recaudación por IRPF respecto a la renta antes de impuestos  $\eta_{r,IR}$ . Cómputo por comunidades autónomas y deciles de renta**

Comunidad autónoma	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total Comunidad autónoma
Andalucía	-	-	6,4053	3,4655	2,4611	2,0011	1,7892	1,6159	1,4975	1,3497	<b>1,5598</b>
Aragón	-	12,3469	3,9844	2,4001	1,8395	1,6797	1,6390	1,4779	1,4897	1,3118	<b>1,4938</b>
Asturias	-	10,2263	3,9925	2,3855	1,8509	1,7466	1,6641	1,4864	1,5040	1,3269	<b>1,5170</b>
Baleares	-	9,0183	3,8793	2,5583	2,0167	1,7189	1,6959	1,5114	1,5102	1,2803	<b>1,4795</b>
Canarias	-	27,7352	5,1391	3,1126	2,3091	1,8769	1,7397	1,5745	1,4724	1,3320	<b>1,5335</b>
Cantabria	-	10,9478	3,8733	2,5502	1,9382	1,7426	1,6841	1,5087	1,4916	1,3098	<b>1,5090</b>
Castilla y León	-	18,2407	4,9894	2,8715	2,0925	1,7551	1,7028	1,5389	1,4740	1,3523	<b>1,5413</b>
Castilla-La Mancha	-	219,0799	6,0887	3,3113	2,3664	1,9430	1,7431	1,6074	1,4640	1,3587	<b>1,5608</b>
Cataluña	-	6,5032	3,0916	2,0902	1,7448	1,7032	1,5643	1,4177	1,5349	1,2579	<b>1,4438</b>
Comunidad Valenciana	-	28,3627	5,5550	3,0916	2,2222	1,8749	1,7239	1,5818	1,4757	1,3101	<b>1,5134</b>
Extremadura	-	-	15,5104	4,8638	3,1363	2,3606	1,9466	1,7458	1,4797	1,3905	<b>1,6076</b>
Galicia	-	-	6,4156	3,4978	2,4026	1,9301	1,7333	1,6349	1,4618	1,3453	<b>1,5456</b>
Madrid	-	4,7391	2,5674	1,9107	1,6941	1,6334	1,4720	1,4727	1,4861	1,2091	<b>1,3850</b>
Murcia	-	187,8676	5,6507	3,3410	2,3796	2,0061	1,8200	1,6528	1,5209	1,3480	<b>1,5671</b>
Rioja, La	-	13,2076	4,0488	2,5031	1,9068	1,6944	1,6795	1,5075	1,4757	1,2819	<b>1,4746</b>
Ceuta y Melilla	-	3,8043	2,3782	2,0159	1,7877	1,6496	1,4699	1,5460	1,5470	1,2842	<b>1,4860</b>
Total Nacional	-	12,9959	4,3017	2,6747	2,0194	1,7350	1,6946	1,4911	1,5099	1,2828	<b>1,4788</b>

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A2

Elasticidad agregada de la recaudación por impuestos sobre el consumo respecto a la renta antes de impuestos  $\eta_{k,r}$ . Cómputo por comunidades autónomas y deciles de renta

Comunidad autónoma	Decil										Total Comunidad autónoma
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Andalucía	1,1376	1,1389	1,0304	0,9926	0,9972	1,0101	1,0110	1,0111	1,0143	1,0152	1,0151
Aragón	1,1170	1,0765	0,9719	0,9800	1,0082	1,0096	0,9942	1,0169	0,9963	1,0193	1,0088
Asturias	1,1310	1,0830	0,9768	0,9903	1,0168	1,0126	1,0014	1,0240	0,9933	1,0183	1,0115
Baleares	1,1259	1,0730	0,9830	0,9784	0,9944	1,0161	0,9990	1,0119	0,9865	1,0105	1,0043
Canarias	1,1273	1,1056	0,9858	0,9695	0,9795	1,0040	0,9986	1,0028	1,0041	1,0004	1,0015
Cantabria	1,1322	1,0812	0,9887	0,9856	1,0105	1,0128	0,9990	1,0198	1,0055	1,0121	1,0104
Castilla y León	1,1305	1,1046	0,9954	0,9849	0,9992	1,0235	1,0105	1,0225	1,0116	1,0121	1,0140
Castilla-La Mancha	1,1331	1,1291	1,0149	0,9936	0,9957	1,0096	1,0117	1,0074	1,0187	1,0115	1,0133
Cataluña	1,1193	1,0313	0,9695	0,9889	1,0087	0,9914	1,0029	1,0206	0,9600	1,0169	1,0017
Comunidad Valenciana	1,1364	1,1186	1,0037	0,9813	0,9931	1,0069	1,0037	1,0067	1,0029	1,0162	1,0095
Extremadura	1,1479	1,1463	1,0988	1,0173	1,0055	1,0062	1,0219	1,0171	1,0308	1,0186	1,0245
Galicia	1,1276	1,1299	1,0210	0,9799	0,9969	1,0134	1,0177	1,0103	1,0202	1,0074	1,0132
Madrid	1,1158	0,9979	0,9720	0,9970	1,0051	0,9939	1,0114	0,9912	0,9661	1,0272	1,0036
Murcia	1,1410	1,1399	1,0217	0,9982	1,0071	1,0148	1,0100	1,0074	1,0097	1,0100	1,0141
Rioja, La	1,1349	1,0886	0,9928	0,9929	1,0094	1,0261	0,9986	1,0177	1,0058	1,0472	1,0252
Ceuta y Melilla	1,1181	1,0215	0,9991	1,0012	0,9928	0,9883	1,0121	0,9781	0,9504	1,0089	0,9932
Total Nacional (TRFC)	1,1302	1,0941	0,9930	0,9833	1,0019	1,0159	0,9960	1,0177	0,9873	1,0174	1,0087

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A3

**Elasticidad agregada de la recaudación total respecto a la renta antes de impuestos  $\eta_{r,y,r}$ . Cómputo por comunidades autónomas y deciles de renta**

Comunidad autónoma	Decil										Total Comunidad autónoma
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Andalucía	1,1376	1,1388	1,9939	1,9582	1,7388	1,5888	1,5105	1,4347	1,3760	1,2906	<b>1,4084</b>
Aragón	1,1170	1,7005	2,3240	1,8354	1,5674	1,4880	1,4760	1,3755	1,3977	1,2691	<b>1,3912</b>
Asturias	1,1307	1,5980	2,1529	1,7520	1,5292	1,5011	1,4706	1,3670	1,3943	1,2763	<b>1,3922</b>
Baleares	1,1259	1,6990	2,1265	1,8330	1,6285	1,4868	1,4879	1,3879	1,4022	1,2436	<b>1,3744</b>
Canarias	1,1272	1,3326	2,1058	1,9418	1,7182	1,5362	1,4891	1,4111	1,3592	1,2781	<b>1,3945</b>
Cantabria	1,1314	1,6104	2,0496	1,7948	1,5764	1,5016	1,4816	1,3834	1,3835	1,2667	<b>1,3893</b>
Castilla y León	1,1305	1,4339	2,2601	1,9514	1,6693	1,5108	1,5012	1,4092	1,3784	1,3004	<b>1,4161</b>
Castilla-La Mancha	1,1327	1,1602	2,1711	2,0190	1,7539	1,5940	1,5117	1,4480	1,3623	1,3026	<b>1,4219</b>
Cataluña	1,1189	2,0820	2,0752	1,6848	1,5131	1,5094	1,4300	1,3343	1,4374	1,2279	<b>1,3596</b>
Comunidad Valenciana	1,1361	1,2737	2,1835	1,9752	1,7006	1,5605	1,5018	1,4324	1,3748	1,2656	<b>1,3935</b>
Extremadura	1,1479	1,1463	1,5305	2,0557	1,8814	1,7159	1,5616	1,5002	1,3589	1,3218	<b>1,4336</b>
Galicia	1,1276	1,1299	2,0925	2,0578	1,7521	1,5751	1,4919	1,4562	1,3593	1,2912	<b>1,4088</b>
Madrid	1,1154	2,1194	1,8506	1,5829	1,4854	1,4676	1,3669	1,3790	1,3980	1,1871	<b>1,3161</b>
Murcia	1,1402	1,1786	1,9886	1,9007	1,7035	1,5877	1,5301	1,4607	1,3965	1,2924	<b>1,4162</b>
Rioja, La	1,1349	1,5696	2,1744	1,8222	1,5821	1,4765	1,4984	1,3894	1,3822	1,2404	<b>1,3685</b>
Ceuta y Melilla	1,1181	1,8475	1,7050	1,5956	1,5005	1,4634	1,3571	1,4117	1,4292	1,2447	<b>1,3742</b>
Total Nacional (TRFC)	1,1299	1,4987	2,1323	1,8607	1,6205	1,4947	1,4958	1,3751	1,4046	1,2452	<b>1,3738</b>

Fuente: Elaboración propia.

# Saneamiento del crédito: un paso hacia la normalización

María Romero e Itziar Sola\*

**Los saneamientos de activos realizados por el sector bancario español desde 2008 ascienden a unos 290.000 millones de euros, es decir, un 29% del PIB. Por primera vez desde el inicio de la crisis, en 2014 se redujo el crédito dudoso, lo que ha permitido rebajar el coste del riesgo y, con ello, aumentar los beneficios del sector. Los esfuerzos de provisionamiento realizados en 2012 y 2013, que se concentraron fundamentalmente en la exposición inmobiliaria, y la mejora del ciclo económico han contribuido de manera positiva a iniciar el proceso de normalización del coste del riesgo. La caída de las provisiones registrada en 2014 ha situado el coste del riesgo en el 0,75% sobre activos totales medios (ATM), 19 puntos básicos menos que en 2013. La normalización del coste del riesgo hasta cotas medias del periodo 2000-2007 podría suponer un aumento de la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de unos 6,5 puntos porcentuales.**

Junto a la entrada en vigor del Mecanismo Único de Supervisión, el recién terminado 2014 marcó el punto de inflexión en la evolución de las principales variables del negocio minorista del sistema bancario español, con claras señales de mejora en los indicadores de calidad de activos, rentabilidad y solvencia. Buena parte de la recuperación paulatina de los indicadores de rentabilidad es consecuencia de la normalización del coste del riesgo, es decir, de las provisiones por deterioro de activos, tras los elevados saneamientos por riesgo del crédito realizados en los años previos.

El propósito de este artículo es revisar las cifras de saneamientos de activos del sistema banca-

rio español y su impacto en resultados y solvencia, así como tratar de aproximar el recorrido de mejora del coste del riesgo. Para ello, dividiremos el artículo en cinco partes. En la primera, haremos balance de los saneamientos realizados durante los últimos siete años. Dada la importancia de los saneamientos vinculados al sector inmobiliario, dedicaremos el segundo apartado a revisar las principales magnitudes de la exposición a dicho sector y su evolución más reciente. Posteriormente, evaluaremos los motivos de la reducción del coste del riesgo en 2014 y la proyección para los próximos años. Y, en cuarto lugar, antes de las conclusiones, analizaremos otros factores de mejora de los resultados del sector bancario en 2014.

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

## Balance del saneamiento por riesgo de crédito

Las consecuencias de la crisis financiera en el sector bancario han sido notables y muy variadas. Así, además del intenso proceso de consolidación y reducción de la capacidad instalada, un gran número de entidades tuvieron que modificar en más de una ocasión su modelo societario e introducir mejoras en la gobernanza interna. Pero, probablemente, lo más llamativo en términos cuantitativos sean los ingentes saneamientos de activos y el proceso de recapitalización del sector.

En este artículo nos centraremos en el proceso de saneamiento del sector bancario. En la práctica, los saneamientos extraordinarios derivados de exigencias normativas pueden darse por concluidos, al margen de requerimientos adicionales que pudieran surgir fruto de los procesos de inspección bancaria. Por su parte, los saneamientos ordinarios o recurrentes ya han empezado a revertir, si bien aún queda recorrido para alcanzar las cotas previas al inicio de la crisis.

Durante el periodo que media entre 2008 y el tercer trimestre de 2014 (último dato disponible), las provisiones con cargo a la cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas ascen-

dieron a 265.000 millones de euros, es decir, un 26,5% del PIB o un 15,7% del crédito existente

*Los saneamientos de activos del sector bancario español realizados desde 2008 ascienden a 290.000 millones de euros, un 17,1% del crédito vivo al inicio de la crisis.*

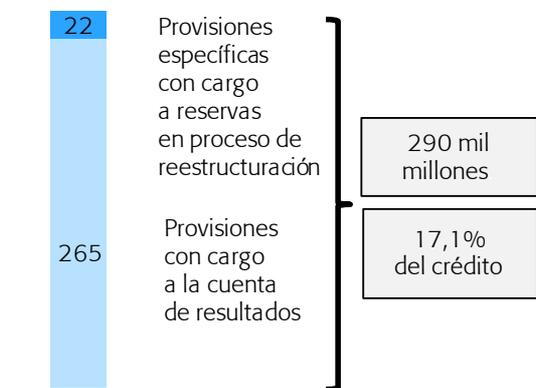
al inicio de la crisis. En términos de capital, estos 265.000 millones de euros son 1,6 veces el saldo de fondos propios de diciembre de 2007. Adicionalmente, se contabilizaron unos 22.000 millones de euros de provisiones específicas con cargo a reservas de aquellas entidades que se sometieron a un proceso de reestructuración (gráfico 1). Por tanto, el volumen agregado de saneamientos de activos del sector bancario español durante los siete años posteriores al inicio de la crisis se situó cerca de los 290.000 millones de euros (17,1% del crédito inicial). No obstante, existe una gran heterogeneidad entre entidades, con un rango que oscila entre el 4% y el 48% del crédito.

La distribución temporal de los saneamientos no ha sido homogénea (gráfico 2). El 44% se realizó en 2012, fruto de las exigencias regulatorias establecidas en los Reales Decretos Leyes

Gráfico 1

### Provisiones por origen

(miles de millones de euros)

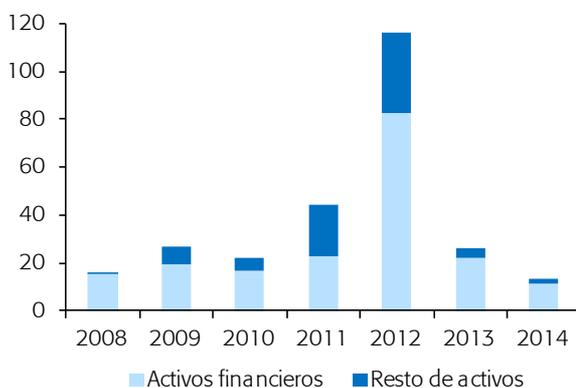


Fuente: Afi a partir de Banco de España.

Gráfico 2

### Perfil temporal de las provisiones con cargo a la cuenta de resultados

(miles de millones de euros)



Fuentes: Estimaciones Afi a partir de Banco de España y entidades.

2/2012 y 18/2012, relativos al saneamiento del sector financiero. Dichas normas ponían el foco de atención en el provisionamiento de la exposición bancaria al sector inmobiliario, la más deteriorada por la crisis económica. En total, obligaron a realizar provisiones por un importe cercano a los 65.000 millones de euros, la mayoría de ellos imputados a los resultados de 2012, lo que derivó en importantes pérdidas para el sector, cercanas a los 74.000 millones de euros.

Con el fin de despejar cualquier otra incertidumbre sobre el riesgo de crédito, en 2013 se revisaron las carteras de créditos refinanciados y reestructurados, es decir, un total de 180.000 millones de euros, lo que representaba, aproximadamente, el 13% del crédito vivo. Con carácter general, debían clasificarse como subestándar, si bien también podían ser reclasificados como dudosos o revertir a la categoría de riesgo normal si se daban determinadas condiciones. El impacto en la cuenta de resultados de esta medida fue de unos 8.700 millones de euros, muy inferior al

del año anterior por los saneamientos inmobiliarios.

La distribución de los saneamientos por segmento de crédito tampoco ha sido homogénea. Como era de esperar, el crédito relacionado con la construcción y la promoción inmobiliaria es, de lejos, el que cuenta con mayores niveles de cobertura, sobre todo tras las cuantiosas dotaciones de 2012 (ver más adelante). El crédito al consumo y el crédito al resto de empresas no financieras presentan tasas de cobertura muy inferiores (6% y 4%, respectivamente). El segmento con menores provisiones específicas es el del crédito destinado a la adquisición de vivienda, con un 2% de cobertura, si bien a ello habría que añadir el valor de la garantía para tener el verdadero nivel de cobertura.

El cuadro 1 resume la evolución de los principales indicadores de calidad de activos, que engloba además del coste del riesgo, la morosidad, los activos adjudicados y los niveles de cobertura.

Cuadro 1

**Indicadores de calidad de activos**

(Porcentaje)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(1) Tasa de morosidad	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,8	3,3	5,0	5,8	7,9	10,6	13,8	12,6
(2) Tasa de activos dañados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7,9	14,9	18,3	17,9							
(3) Tasa de cobertura de la morosidad	228,1	266,8	268,3	326,3	383,5	308,8	324,9	246,0	75,5	62,0	69,9	61,4	76,0	59,7	59,9
(4) Tasa de cobertura del crédito	2,2	2,5	2,5	2,7	2,7	2,1	2,0	2,1	2,5	3,1	4,0	4,9	8,0	8,2	7,6
(5) Tasa de cobertura de los adjudicados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,0	48,0	48,3	48,5							
(6) Coste del riesgo (% activos totales medios)	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,9	0,7	1,4	3,5	0,8	0,5
(7) Coste del riesgo (% crédito)	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	4,2	1,2	0,7
(1) Crédito dudoso al sector privado residente (OSR) / Crédito bruto OSR															
(2) (Crédito dudoso OSR + Activos adjudicados brutos) / (Crédito bruto OSR + Activos adjudicados brutos)															
(3) Correcciones de valor por deterioro de crédito / Crédito dudoso OSR															
(4) Correcciones de valor por deterioro de crédito / Crédito bruto OSR															
(5) Correcciones de valor / Activos adjudicados brutos															
(6) Pérdidas por deterioro de activos / Activos totales medios															
(7) Pérdidas por deterioro de activos financieros / Crédito bruto OSR medio															

Fuentes: Afi a partir de Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y entidades.

## Saneamientos en el sector inmobiliario

La exposición del sector bancario al sector inmobiliario se ha reducido prácticamente a la mitad como consecuencia de la crisis. A este descenso ha contribuido el traspaso de unos 100.000 millones de euros a la Sareb entre 2012 y 2013. Los últimos

*La exposición del sector bancario al sector inmobiliario se ha reducido prácticamente a la mitad como consecuencia de la crisis.*

datos publicados en las memorias anuales de 2014 de las ocho entidades cotizadas, que representan el 67% del conjunto de activos del sector bancario, revelan que los activos bancarios relacionados con el sector de la construcción y promoción inmobiliaria descendieron unos 10.000 millones en 2014 (7% interanual) hasta situarse en los 147.000 millones de euros (cuadro 2).

Esta disminución se explica, principalmente, por el menor volumen de créditos y, en especial, de aquellos que son dudosos (han pasado de 56.000 millones de euros en 2013 a 46.000 millones de euros en 2014), un comportamiento similar al registrado en otros segmentos de negocio bancario y que guarda coherencia con la mejora de los indicadores de actividad y empleo del sector de la construcción por primera vez desde el inicio de la crisis. Este intenso descenso de los créditos inmobiliarios ha compensado el incremento del 10% interanual de los activos adjudicados, que ascienden a 76.600 millones de euros en 2014 (equivalente al 8,8% del total del crédito a la clientela).

Pues bien, además de esta reducción de los activos "problemáticos", hay que destacar que el esfuerzo de saneamiento inmobiliario realizado hasta la actualidad, aunque concentrado en 2012 por los RDL 2/2012 y 18/2012, ha sido muy relevante. En 2014, más del 40% de la exposición al sector de la construcción y promoción inmobiliaria

Cuadro 2

### Exposición bancaria al sector de la construcción y promoción inmobiliaria, 2014<sup>(\*)</sup>

2014	Bruto	Saneamiento		Neto
	Mill. euros	Mill. euros	% cobertura	Mill. euros
Crédito	71.081	24.930	35,1	46.151
Normal	18.307	712	3,9	17.595
Dudoso	46.151	22.505	48,8	23.646
Subestándar	6.623	1.713	25,9	4.910
Adjudicados	76.661	37.169	48,5	39.492
<b>Total</b>	<b>147.741</b>	<b>62.099</b>	<b>42,0</b>	<b>85.643</b>
Var. 2014-2013	Bruto			
	Mill. euros			
Crédito	-17.617			
Normal	-4.133			
Dudoso	-10.206			
Subestándar	-3.278			
Adjudicados	7.092			
<b>Total</b>	<b>-10.525</b>			

Nota: (\*) Los datos se corresponden con el agregado de las ocho entidades bancarias españolas cotizadas: Santander, BBVA, Caixa-bank, Bankia, Sabadell, Popular, Bankinter y Liberbank.

Fuentes: Afi a partir de memorias anuales de entidades.

de estas ocho entidades bancarias estaba provisionada, siendo este porcentaje mayor en el caso de los créditos dudosos o los activos adjudicados, que en media rondaban el 50%. Unos niveles agregados razonables e incluso suficientes en estos momentos, ya que el deterioro de los activos

*En 2014, más del 40% de la exposición al sector de la construcción y promoción inmobiliaria estaba provisionada. El nivel de cobertura de los créditos dudosos o los activos adjudicados rondaba, en media, el 50%.*

inmobiliarios parece haber llegado a su fin. Según el Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda, por ejemplo, volvieron a crecer en el último trimestre de 2014, tras encadenar 26 trimestres de consecutivos descensos y acumular un ajuste del 30% desde el inicio de la crisis.

## Normalización del coste del riesgo

Por primera vez desde el inicio de la crisis, el saldo de crédito dudoso<sup>1</sup> del conjunto de entidades de depósito se redujo en unos 24.300 millones de euros en 2014, situándose en 167.470 millones de euros. La tasa de morosidad cerraba el ejercicio en el 12,6%, 116 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado en diciembre de 2013. La mejora de la situación macroeconómica, reflejada en un crecimiento del PIB del 1,4% anual en 2014, y los tímidos avances del mercado laboral, fueron los factores determinantes de las menores entradas en mora en 2014, lo que derivó en un descenso de las pérdidas por deterioro del crédito.

En nuestra opinión, los esfuerzos de los saneamientos realizados en 2012 y 2013, además de ser totalmente necesarios, han servido para anticipar provisiones futuras y adelantar el inicio del proceso de normalización del coste del

*En 2014 el coste del riesgo se redujo en 19 puntos básicos, como consecuencia de la caída de la morosidad por la mejora del ciclo económico. Esta caída de las provisiones explica buena parte del beneficio obtenido por el sector.*

riesgo. No obstante, algunas entidades, bien por prudencia o bien por exigencias contables, aumen-

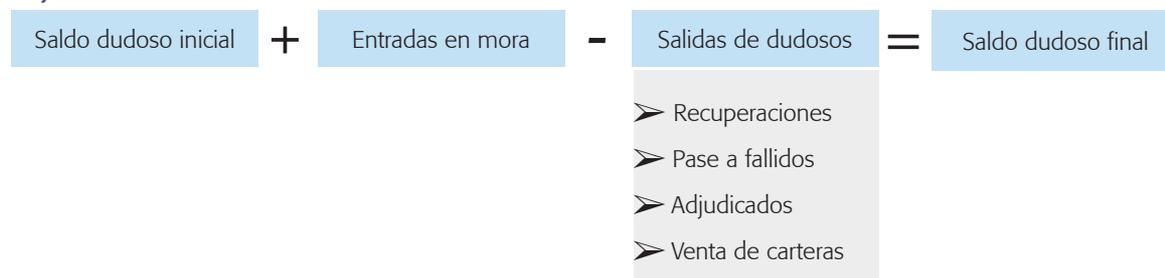
taron el nivel de provisiones con respecto a 2013 con el fin de elevar la cobertura de los activos adjudicados. Con todo, el coste del riesgo, medido como el cociente entre las pérdidas por deterioro de todos los activos y los activos totales medios, disminuyó en 19 puntos básicos, situándose alrededor del 0,75%.

Si bien este nivel se ha reducido sustancialmente con respecto a 2012-2013, todavía sigue siendo elevado y es por ello que, en la medida en que la situación económica mejore, debería ir revirtiendo gradualmente a los niveles previos a la crisis. En el periodo 2000-2007, el coste medio del riesgo fue del 0,30% en términos de ATM, elevándose al 0,43% si se relativiza sobre la inversión crediticia.

Dicha normalización está vinculada a la calidad del balance y, en definitiva, a la evolución de la morosidad, que a su vez depende de factores exógenos y endógenos. Respecto a los primeros, la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 ha puesto de manifiesto la estrecha relación entre el ciclo económico y la calidad de los balances bancarios, por lo que, en buena medida, la evolución de la morosidad vendrá condicionada por factores cíclicos. Adicionalmente, en la actual fase de recuperación económica, las entidades de crédito podrían acelerar, por iniciativa propia, el ritmo de reducción de las provisiones por deterioro mediante la venta de carteras de créditos dudosos u otras operaciones similares.

Gráfico 3

### Flujo de crédito dudoso



Fuente: Afi.

<sup>1</sup> En este artículo utilizaremos indistintamente los términos de dudosidad y morosidad, si bien el primero es un concepto más amplio ya que incluye, además de la morosidad —impago superior a 90 días— otros supuestos distintos como la declaración en concurso de acreedores.

Para determinar si la reducción del coste del riesgo observada en 2014 como consecuencia de la caída del crédito dudoso refleja realmente una mejora en la calidad del balance, es necesario analizar los flujos de crédito dudoso, es decir, las entradas y las salidas de morosidad (gráficos 3 y 4).

- **Entradas en mora:** las entradas en mora se redujeron, aproximadamente, un 47% en 2014, debido fundamentalmente a la mejora del ciclo económico. Cabe recordar que las entradas en mora de 2013 reflejaban un impacto extraordinario derivado del proceso de revisión de los créditos refinanciados, que obligó a reclasificar parte de ellos como dudosos. La aportación del proceso de gestión de riesgos a la reducción de las entradas en morosidad de 2014 se considera marginal.
- **Salidas de dudosos:** en este caso, intervienen factores cíclicos y de gestión interna.
- **Recuperaciones:** en la mayoría de las entidades cotizadas, el volumen de recuperaciones de 2014 superó ligeramente las entradas en mora. Este aumento de las

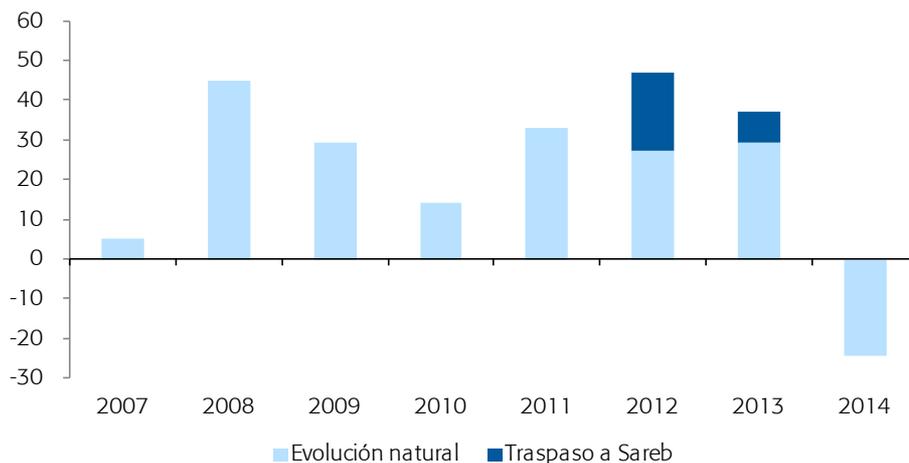
recuperaciones vendría explicado principalmente por las mejores perspectivas económicas, así como por una gestión eficaz de los procesos de recuperación.

- **Pase a fallidos:** de acuerdo con nuestras estimaciones, el pase a fallidos se habría cifrado en unos 10.000 millones de euros en 2014. Esta situación se produce cuando el crédito está completamente dotado, disponiendo de un plazo de 48 meses para ello, por lo que se trata de una decisión interna de las entidades.
- **Adjudicados:** las adjudicaciones son la última fase del proceso de ejecución de la garantía hipotecaria y dependen, por tanto, de una decisión judicial.
- **Venta de carteras:** en 2014 varias entidades llevaron a cabo operaciones de este tipo, siendo la más relevante la de Catalunya Banc, tanto por el importe, cercano a los 3.000 millones de euros, como por la trascendencia de la operación –condición para la posterior adquisición de la entidad por parte de BBVA–. En total, este tipo de operaciones sumaron unos 5.000 millones

Gráfico 4

**Crédito dudoso**

(variación anual en miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

de euros. Las ventas futuras dependerán de las estrategias de las entidades y del apetito inversor por riesgo de crédito español. En este sentido recordamos que entre las recomendaciones de los organismos internacionales figuraba el desarrollo de un mercado internacional de carteras de crédito dudoso.

En adelante, esperamos una reducción gradual de las entradas en mora y una mejora de las recuperaciones como consecuencia de las perspectivas de reactivación económica, lo que contribuirá al proceso de normalización del coste del riesgo y, en última instancia, al incremento de la rentabilidad del sector.

La determinación del coste del riesgo objetivo, así como el año de consecución, dependerá

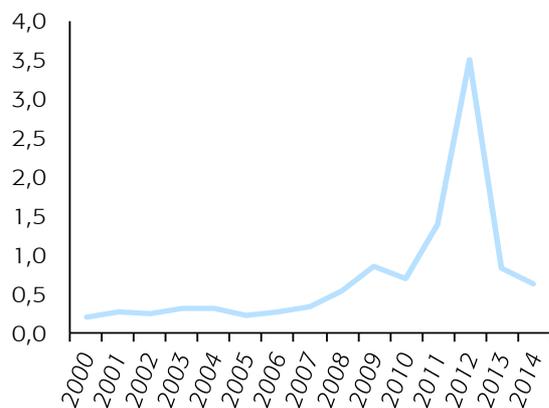
*La normalización del coste del riesgo hasta cotas medias del periodo 2000-2007 podría tener un impacto en ROE de unos 6,5 puntos porcentuales.*

de la situación de partida de cada entidad y de su planificación estratégica. No obstante, el coste del

Gráfico 5

### Coste del riesgo

(% sobre activos totales medios)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

riesgo medio del periodo 2000-2007, establecido en el 0,3% sobre ATM (gráfico 5) o 0,43% sobre inversión crediticia, podría considerarse como una posible meta sectorial, de manera que desde el 0,75% sobre ATM estimado para cierre de año, el recorrido de mejora sería significativo. El impacto en el ROE de la normalización del coste del riesgo hasta cotas medias del periodo 2000-2007 podría ser de 6,5 puntos porcentuales (gráfico 6).

La normalización del coste del riesgo también está condicionada por la evolución del volumen de activos adjudicados. Aunque, como se veía con anterioridad, dicho volumen se ha incrementado un 10% en 2014, cabría esperar una reducción del mismo en los próximos meses al hilo de la recuperación económica, en general, y de las ventas de inmuebles y otros activos inmobiliarios, en particular.

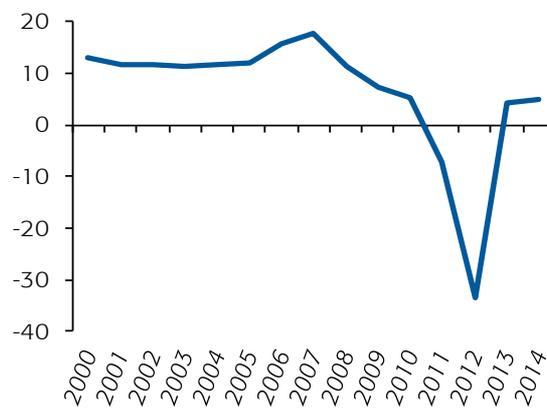
## Otros factores de mejora de los resultados en 2014

Además de la normalización del coste del riesgo, en 2014 concurren otros elementos que contribuyeron de manera positiva a las cuentas de resultados del sector bancario español:

Gráfico 6

### Rentabilidad sobre fondos propios (ROE)

(en porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

■ **Crecimiento del margen de intereses.** El margen de intereses ha seguido una tendencia trimestral creciente desde el comienzo del ejercicio. El principal elemento de mejora fue la reducción anual de 73 puntos básicos del coste medio de los depósitos a plazo de hogares y empresas (gráfico 7), que representan casi el 20% de la financiación del sistema, como consecuencia fundamentalmente de la repreciaación favorable de los depósitos a largo plazo captados en 2012. El trasvase de depósitos a plazo hacia depósitos a la vista, ante la baja rentabilidad ofrecida por los primeros, y la caída de los tipos de interés también han ayudado a abaratar los costes financieros.

Por el lado del activo, pese a la caída anual de tipos de interés de unos 20 puntos básicos, la rentabilidad media de la cartera de crédito solo se ha reducido 12 puntos básicos hasta el 3,08% puesto que el ritmo de repreciaación de la cartera de crédito es más lento que el del pasivo. También ha contribuido a ello la caída de la morosidad. Por otra parte, en la segunda mitad de 2014 se intensificó la competencia en la concesión de créditos, introduciendo presión a la baja en los márgenes de activo, elemento que si bien contribuye a reducir la fragmentación

financiera, no ayudará a las cuentas de resultados de los próximos ejercicios.

Pero, sin duda, el dato más relevante del crédito es que si bien el saldo agregado aún continúa retrocediendo, lo cual es lógico dado los elevados niveles de endeudamiento de los agentes económicos españoles, en 2014 se produjo un cambio de tendencia en la evolución de los volúmenes de nueva producción de la mayoría de los segmentos, excepto grandes empresas, con tasas de crecimiento de doble dígito (cuadro 3). Si bien es cierto que las cifras de nueva producción de crédito que ofrece el Banco de España incluyen refinanciaciones, entendemos que este cambio de tendencia debe interpretarse positivamente en la medida que supone una mayor dinamización de la actividad crediticia.

En un contexto de escaso crecimiento del crédito, con fuerte competencia y con abundante liquidez dadas las inyecciones del BCE, la gestión de diferenciales de activo y de pasivo será la clave de la generación de margen de intereses.

■ **Reducción de los gastos de explotación.** El intenso proceso de ajuste de la capacidad instalada, que se ha saldado con el cierre de unas 13.400 oficinas (~30%) y la reducción de más de 58.000 empleados (~22%) en el

Gráfico 7

**Coste medio de los depósitos minoristas**

(porcentaje)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

Cuadro 3

**Nuevas operaciones de crédito**

millones €	2011	2012	2013	2014	% 2014 vs 2013
Vivienda	36.065	31.242	21.367	26.228	22,8
Consumo y otros	29.486	24.867	22.812	26.434	15,9
Pymes	158.172	31.242	121.931	134.369	10,2
Grandes empresas	335.701	313.664	245.494	202.816	-17,4
<b>Total</b>	<b>559.424</b>	<b>501.975</b>	<b>411.604</b>	<b>389.847</b>	<b>-5,3</b>

Fuente: Afi a partir de Banco de España.

periodo 2008-14, propio de un sector en fase de madurez, permitió disminuir los gastos de explotación agregados del sector en 2014. No obstante, algunas entidades registraron aumentos de dichos gastos derivados de la puesta en marcha de nuevos procesos.

- *Otros factores extraordinarios.* Además de lo expuesto en los puntos anteriores, muchas entidades han seguido generando resultados por operaciones financieras, principalmente mediante la materialización de plusvalías de la cartera de renta fija con la venta, para compensar otras partidas de la cuenta de resultados. Estas operaciones, si bien permiten mejorar los resultados del año en que se realizan, ponen en riesgo la generación de ingresos financieros futuros. En nuestra opinión, reflejan las dificultades para obtener rentabilidad de manera recurrente.

Otro factor que afectó positivamente al crecimiento anual de los resultados del sector en 2014 fue un cambio en la normativa contable por la aplicación de la CNIIF 21<sup>2</sup>, que exige la contabilización de gravámenes en el momento en que se adquiere la obligación. Esta norma obligó a reformular los resultados de 2013, elevando las cargas de explotación por las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos. Este efecto ha supuesto, en términos netos, un 35% del incremento agregado del beneficio.

## Conclusiones

La normalización del coste del riesgo en 2014 ha sido uno de los vectores de la mejora de la cuenta de resultados del ejercicio. La evolución futura de las pérdidas por deterioro de activos vendrá determinada por la coyuntura económica y por decisiones internas de las entidades, encaminadas a la venta de activos deteriorados. La situación económica incidirá, sobre todo, en las entradas en mora. Por tanto, en la medida en que se consolide la fase de recuperación económica, los incrementos de la morosidad serán cada vez menores y, con ello, también el coste del riesgo.

El coste del riesgo objetivo y el momento de su consecución no es una cuestión baladí. Tomando como nivel objetivo el promedio del periodo 2000-2007, establecido en el 0,3% sobre ATM, el recorrido de mejora sería de unos 45 puntos básicos. En términos de rentabilidad para el accionista, la normalización del coste del riesgo podría suponer un aumento del ROE de 6,5 puntos porcentuales.

Además de la mejora de la situación macroeconómica, las exigencias de saneamientos de activos inmobiliarios y créditos refinanciados y reestructurados contabilizadas en 2012 y 2013, respectivamente, también han contribuido a acelerar el inicio de la fase de normalización del coste del riesgo.

<sup>2</sup> Interpretación 21 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera.



## La reforma fiscal 2014 y la opinión de los asesores fiscales

José M.<sup>a</sup> Durán-Cabré y Alejandro Esteller-Moré\*

**La reforma fiscal en España ha sido una demanda recurrente en los últimos tiempos, posiblemente reforzada por la crisis económica. Esta fue aprobada a finales de 2014, entrando en vigor en 2015 y 2016. No se trata de una reforma global, habiéndose centrado en el IRPF y en el impuesto sobre sociedades. Este artículo repasa sus, a nuestro entender, aspectos más relevantes y, de manera novedosa, para identificar sus disfunciones, los contrasta con la opinión de los asesores fiscales, actores clave en nuestro sistema fiscal, dado el alcance mayoritario del mecanismo de autoliquidación. En general, se puede concluir que los *trade-offs* resueltos en esta reforma van en la dirección de eliminar, cuanto menos parcialmente, disfunciones previas, aunque, como se ha sugerido, hay aspectos todavía sin tratar (IVA o imposición sobre la riqueza).**

El sistema fiscal español, como en realidad todo sistema fiscal, se encuentra lejos de ser un sistema que se pueda calificar como justo, eficiente y simple, con impuestos perfectamente coordinados entre sí que permiten obtener la recaudación necesaria para financiar el gasto público. Ante esta imposibilidad, el análisis económico se centra principalmente en cómo aplicar impuestos que puedan mejorar su eficiencia económica y fomentar, a su vez, una distribución más justa de la renta. Porque, a pesar de que los sistemas fiscales no puedan ser perfectos, “la manera en que se diseñan es muy importante para el bienestar económico” (Mirrlees *et al.*, 2011: 1).

El análisis económico, teórico y empírico, ofrece un instrumental muy útil para poder estimar el impacto de los impuestos sobre el com-

portamiento de los agentes económicos. Por ejemplo, la economía pública señala tradicionalmente la importancia de que las actividades económicas sean gravadas de la misma manera tanto en el impuesto sobre sociedades (ISOC) como en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), de modo que no condicione la elección de la forma legal bajo la cual llevarla a cabo (*e.g.*, Crawford y Freedman, 2010). Lo mismo sucede respecto de la decisión empresarial sobre cómo financiarse, al ser los intereses financieros deducibles y no el coste de oportunidad del capital propio. De hecho, la falta de neutralidad puede haber agravado la reciente crisis financiera (*e.g.* Slemrod, 2009; y Keen *et al.*, 2010).

La literatura académica, en consecuencia, muestra que existe un amplio recorrido para disponer

\* Universidad de Barcelona (UB) e Instituto de Economía de Barcelona (IEB).

de un sistema fiscal más justo, eficiente y simple. Ahora bien, si el objetivo es disponer de un mejor sistema fiscal, parece también apropiado conocer cuál es la opinión de los asesores fiscales, esto es, de aquellas personas que profesionalmente se dedican a asesorar en temas fiscales a los contribuyentes. ¿Cómo valoran, a partir de su experiencia profesional, las posibles fuentes de ineficiencia en impuestos tan relevantes como el IRPF o el ISOC? ¿Les lleva su conocimiento a concluir que el sistema fiscal es sencillo? ¿Es justa la distribución de la carga impositiva? En resumen, ¿creen necesaria una reforma del sistema fiscal español?<sup>1</sup>

Con este objetivo, preparamos un cuestionario que fue distribuido entre asesores fiscales hacia finales de 2012. Las respuestas recibidas nos permitían conocer su opinión sobre aspectos fundamentales de los impuestos relacionados con la eficiencia, la sencillez y la equidad del conjunto del sistema fiscal, y muy en particular de dos impuestos fundamentales del mismo como son el IRPF y el ISOC. No son opiniones normativas y pueden reflejar ciertos sesgos, pero son de interés en el estudio de la fiscalidad y permiten estimular el debate sobre las políticas impositivas con el objetivo de mejorarlas<sup>2</sup>. Estas respuestas, además, se pueden tomar como referencia para valorar la reciente reforma fiscal.

En efecto, entre 2015 y 2016, entran en vigor importantes cambios en el IRPF y en el ISOC, modificaciones que afectan las tarifas impositivas, pero también otros elementos relevantes que inciden en el cálculo de las bases impositivas y de las

cuotas impositivas finales. ¿Cómo se pueden valorar los cambios recogidos en las leyes 26/2014 y 27/2014, de 27 de noviembre?

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En la próxima sección, presentamos los resultados realizados entre profesionales asesores fiscales. En la sección siguiente, comentamos los principales aspectos de la reforma fiscal aprobada a finales de 2014, y se valora a la luz de los resultados de la encuesta. La última sección concluye.

## Una encuesta sobre el sistema fiscal español entre asesores fiscales

El sistema fiscal español funciona principalmente a través del mecanismo de autoliquidación, es decir, es el propio contribuyente quien declara el hecho imponible que grava el impuesto (e.g., la obtención de renta), analiza la normativa y calcula la cuota que le toca pagar (i.e., liquida el impuesto). Por este motivo, el papel de los asesores fiscales en nuestro sistema fiscal es especialmente relevante, ya que son los que con frecuencia ayudan al contribuyente en el cumplimiento de la normativa fiscal. Como conocedores de primera mano del mismo, resulta interesante saber cuál es su opinión sobre su funcionamiento. Con tal fin, a finales de 2012, realizamos una encuesta entre profesionales de la fiscalidad de toda España, en la que se les planteaban cuestiones que tradicionalmente han sido destacadas por la academia<sup>3</sup>. Nuestro objetivo no es conocer las preferencias individuales de los asesores fiscales, sino aprove-

<sup>1</sup> En la literatura académica, encontramos ejemplos de encuestas enviadas a profesionales de la asesoría fiscal con el objetivo de conocer su opinión sobre la política impositiva. Por ejemplo, la *American National Tax Association* envió en 1994 una encuesta a sus miembros, incluyendo un subgrupo de preguntas sobre el sistema fiscal americano que de hecho ya se habían planteado en 1934 a un conjunto de profesores universitarios especialistas en Hacienda Pública (Slemrod, 1994). Más recientemente, en 2013, la misma asociación ha vuelto a enviar una encuesta similar a sus miembros.

<sup>2</sup> Esta misma esperanza la manifiesta Slemrod (1994) cuando analiza los resultados de la encuesta realizada por la *National Tax Association* entre los profesionales americanos de la fiscalidad.

<sup>3</sup> La encuesta se realizó con la colaboración de las dos asociaciones españolas más importantes en el campo de la asesoría fiscal, como son la *Asociación Española de Asesores Fiscales* (Aedaf) y el *Registro de Economistas Asesores Fiscales* (REAF). No obstante, en la encuesta, se indicaba que el objetivo era académico y quien la realizaba y se encargaba de su explotación era un instituto de investigación, el Instituto de Economía de Barcelona (IEB). Los cuestionarios se enviaron *online* ([www.EncuestaFacil.com](http://www.EncuestaFacil.com)) y las respuestas eran anónimas, si bien, la dirección de IP servía de filtro para evitar una repetición de respuestas desde un mismo ordenador. En total, se obtuvieron 272 respuestas completas. Para identificar posibles sesgos, también se preguntaba por las características personales de los encuestados y por aspectos relacionados directamente con la firma en la que trabajan. Para más información de la encuesta, véase Durán y Esteller (2014).

char el conocimiento derivado de su práctica profesional diaria para inferir hasta qué punto algunas de las cuestiones identificadas por la academia generan o no disfunciones objetivas y, por tanto, merecerían ser reformadas. A continuación, detallamos el contenido de la encuesta y comentamos sus principales resultados.

### La eficiencia del sistema fiscal español

En el cuestionario se formulan diversas preguntas con el objetivo de conocer la opinión de los asesores fiscales españoles sobre la eficiencia del sistema fiscal. A diferencia de lo que sucede con la equidad, donde es el *conjunto* de impuestos el que debería ser progresivo, desde el punto de vista de la eficiencia sí que es socialmente deseable que cada impuesto sea individualmente eficiente<sup>4</sup>. Con este objetivo, preguntamos sobre posibles distorsiones de los dos impuestos directos más importantes, el IRPF y el ISOC.

En concreto, con respecto al ISOC, se pregunta sobre su posible impacto en las siguientes decisiones empresariales:

- Fuente de *financiación* elegida (recursos propios frente a recursos ajenos).
- Tipo de *inversión* a realizar (según la amortización fiscalmente deducible).
- *País* donde invertir (diferencias en los tipos impositivos).
- *Estructura* legal de la empresa (forma de organización legal de la actividad).
- *Planificación* fiscal para pagar menos (prácticas de elusión fiscal).

En el caso del IRPF, el cuestionario incluye los siguientes temas relacionados con decisiones de los contribuyentes:

- *Estructura* legal de la actividad (creación de sociedades).
- Comunidad autónoma de *residencia* (movilidad).
- Adquisición de *vivienda* frente al alquiler (por la deducción por compra de vivienda habitual).
- Tipo de *activos* en los que ahorrar.

Y, para este último impuesto, también se incluyen diversas preguntas relacionadas con el sistema de estimación objetiva que prevé la normativa para pequeñas actividades económicas y que acaba incidiendo también en la eficiencia del sistema fiscal:

- La estimación objetiva por módulos facilita el *fraude* fiscal (en el propio IRPF y en otros impuestos).
- Los empresarios que tributan por módulos salen *beneficiados* (pagan menos de lo que deberían según su rendimiento real).
- La estimación objetiva por módulos es más *sencilla* que la estimación directa.
- La *eliminación* de la estimación objetiva y aplicar la estimación directa como único criterio de estimación aumentaría el fraude fiscal.

Las respuestas posibles a cada pregunta son cuatro, asignándole un valor a cada una: totalmente en desacuerdo, cuyo valor es 1; poco de acuerdo, valor 2; bastante de acuerdo, valor 3; y totalmente de acuerdo, valor 4. En el cuadro 1, se ofrecen los estadísticos descriptivos de las respuestas dadas sobre la eficiencia, ordenados los *ítems* de mayor a menor grado de conformidad con la pregunta.

En cinco cuestiones, el valor medio está por encima de 3, lo que indica un elevado grado de conformidad con el tema planteado. En esas cinco

<sup>4</sup> En ocasiones, el objetivo del impuesto es la corrección de externalidades negativas, en cuyo caso precisamente lo que se busca es una mejora en la eficiencia mediante la corrección de un comportamiento perjudicial desde un punto de vista social.

Cuadro 1

**Importancia de las distorsiones en el sistema fiscal español**

Variable	Observ.	Media	Desv. Est.	Mín.	Máx.	Opinión
IRPF: Fraude por módulos	272	3,500	0,778	1	4	MUY DE ACUERDO
IRPF: Estructura legal	272	3,379	0,778	1	4	
ISOC: Planificación	272	3,316	0,756	1	4	
IRPF: Beneficio por módulos	272	3,140	0,894	1	4	
IRPF: Vivienda	272	3,051	1,000	1	4	
ISOC: Estructura legal	272	2,923	0,928	1	4	BASTANTE DE ACUERDO
ISOC: País	272	2,710	0,976	1	4	
IRPF: Sencillez módulos	272	2,651	1,136	1	4	
IRPF: Residencia	272	2,632	0,963	1	4	
ISOC: Financiación	272	2,426	0,934	1	4	
ISOC: Inversión	272	2,404	0,858	1	4	
IRPF: Activos	272	2,312	0,856	1	4	
IRPF: Δ Fraude si eliminación módulos	272	1,901	0,984	1	4	POCO DE ACUERDO

Fuente: Elaboración propia.

cuestiones, es el propio sistema fiscal la fuente de distorsión, bien porque facilita el fraude fiscal o permite pagar menos de lo que correspondería según la renta real (los módulos), bien porque da lugar a prácticas de planificación fiscal (organización y planificación de las actividades económicas en IRPF e ISOC), o bien porque fomenta la compra de la vivienda habitual. En consecuencia, en relación a estos cinco aspectos, la experiencia profesional de los asesores fiscales les lleva a señalar que ambos impuestos constituyen una fuente de distorsiones, provocadas por características de la propia normativa de los dos impuestos.

En las otras ocho cuestiones, el grado de conformidad varía sensiblemente. En concreto, se está bastante de acuerdo en que el impuesto de sociedades condiciona la estructura legal de las empresas, por lo que la propia normativa nuevamente sería una fuente de ineficiencia. Se está más bien de acuerdo en que el ISOC condiciona el país dónde invertir y el IRPF la comunidad dónde residir, distorsiones que vienen motivadas por la movilidad de los factores, además de la descentralización del IRPF en el segundo. El grado de conformidad es

similar, esto es, más bien de acuerdo, a la hora de considerar que la aplicación del sistema de módulos es más sencilla que la estimación directa.

Por otro lado, se está poco de acuerdo, con tendencia a la neutralidad, en que el ISOC condicione el grado de financiación propia o ajena y la tipología de inversiones a realizar, así como que el IRPF determine la modalidad de ahorro. Estas tres cuestiones son relevantes porque precisamente han sido analizadas con gran atención por la literatura académica como fuentes de distorsión. Finalmente, se manifiesta poca conformidad en que la eliminación del sistema de módulos y la adopción generalizada de la estimación directa provocaría un aumento en el fraude fiscal.

En consecuencia, resulta difícil concluir cuál es el grado de eficiencia del sistema fiscal español, pero las respuestas de los asesores fiscales sugieren que cambios en la normativa —a través de la eliminación de distorsiones— pueden incrementar la eficiencia, ya sea a través de eliminar las prácticas de planificación fiscal o de desincentivar cambios en el comportamiento.

## La complejidad del sistema fiscal español (como fuente potencial de ineficiencias)

La propia complejidad del sistema fiscal puede constituir indirectamente otra fuente de ineficiencias, en la medida que facilita actividades de planificación fiscal que buscan aprovecharse, por ejemplo, de lagunas o incongruencias del sistema fiscal, que suelen estar más presentes cuanto más compleja es la normativa. Sin embargo, la complejidad también puede causar directamente pérdidas de eficiencia, en la medida que genera incertidumbre (Giertz, 2012), o mejor dicho, añade mayor incertidumbre a la ya existente en una economía de mercado. Por este motivo, en la encuesta también se plantea la complejidad del sistema fiscal.

En concreto, la pregunta formulada a los profesionales es *¿Considera que el sistema fiscal español es más complejo de lo que era hace 5, 10, 15 y 20 años?* Las respuestas en cada caso solamente pueden ser Sí (=1) o No (=0). Al respecto, con independencia de cuál sea el referente temporal (5, 10, 15 o 20 años), las respuestas son abrumadoramente favorables a una mayor complejidad (el rango va de 0,87, cuando se toman los últimos 5 años, a 0,91, cuando el referente son los últimos 15). En consecuencia, los asesores fiscales opinan, casi de manera unánime, que la complejidad del sistema fiscal ha aumentado durante los últimos años.

¿Cuál es la naturaleza de los factores que provocan una mayor complejidad? Es especialmente importante analizar si los factores son exógenos al legislador y, por tanto, la complejidad es una característica inherente a los sistemas fiscales actuales que habrá que soportar. O bien, los factores que la provocan son endógenos y, por tanto, es la acción del propio legislador quien provoca una mayor complejidad. La respuesta a cada uno de los factores planteados es nuevamente dicotómica, Sí (=1) o No (=0). Los factores no son excluyentes entre sí por lo que la mayor complejidad puede venir por una combinación de los mismos. Los resultados se muestran en el cuadro 2.

Con gran diferencia, los asesores consideran que el origen de la complejidad se debe a factores endógenos y casi un 100% de los encuestados

*Existe una práctica unanimidad entre los asesores fiscales sobre la elevada complejidad del sistema fiscal español, cuya causa principal es la modificación continua de la normativa, que además genera inseguridad jurídica. La interpretación de la normativa y su propio redactado son los otros dos factores que provocan más complejidad.*

consideran que el factor principal es la modificación continua de la normativa que, además,

Cuadro 2

### Origen de la mayor complejidad: factores endógenos y factores exógenos

Variable	Observ.	Media	Desv. Est.	Mín.	Máx.
FACTORES ENDÓGENOS					
Modificación continua de la normativa	272	0.982	0.135	0	1
Interpretación de las leyes por la Administración	272	0.684	0.466	0	1
Deficiente redacción de la normativa	272	0.614	0.488	0	1
Atribución de poder normativo a las CC.AA.	272	0.408	0.492	0	1
FACTORES EXÓGENOS					
Internacionalización de la economía y movilidad de las bases	272	0.191	0.394	0	1
Complejidad creciente de los mercados	272	0.191	0.394	0	1

Fuente: Elaboración propia.

genera inseguridad jurídica. La interpretación de la normativa y su propia redacción son los dos otros factores endógenos que para más de un 60% de los asesores provocan mayor complejidad, mientras que la descentralización del poder normativo a favor de las CC.AA. solamente se considera causa de complejidad por un 40% de los encuestados. Por otro lado, los resultados indican claramente que solo una minoría de los profesionales, un 19%, consideran que la complejidad viene ocasionada por factores exógenos, como la internacionalización y movilidad de bases y la complejidad creciente de los mercados.

### La equidad del sistema fiscal español

Una vez conocida la opinión de los asesores sobre cuestiones relacionadas con la eficiencia y la complejidad del sistema fiscal, cabe plantearles también cómo califican el sistema fiscal desde el punto de vista de la equidad a partir de su experiencia profesional. En concreto, la pregunta formulada es: *¿Cree que los más ricos son los que más contribuyen, o son las clases medias y trabajadoras?* Se trata de una respuesta estrictamente positiva, dejando de lado –como ya sugerimos al inicio de esta sección– las cuestiones de tipo normativo. El resultado de las respuestas es abrumador: un 93,4% considera que los que más contribuyen son las clases medias y trabajadoras, y solamente un 4,4% que los ricos, mientras que un 2,2% no conocen la respuesta. A partir de este resultado, en consecuencia, se puede concluir que, de acuerdo con la experiencia profesional de los asesores fiscales, el sistema fiscal en su conjunto es regresivo.

### En conclusión, ¿creen necesaria una reforma global del sistema fiscal español?

Los resultados de la encuesta ponen de manifiesto que el sistema fiscal español presenta relevantes ineficiencias, y se considera muy complejo e injusto. Pero, retrotrayéndonos a finales de 2012, *¿creen necesaria una reforma del sistema fiscal español?*

Casi un 90% de los profesionales encuestados consideraban que efectivamente se requiere una

reforma global del sistema fiscal español. La estimación por mínimos cuadrados ordinarios (véase el cuadro 3) no sugiere sesgos relevantes según las características del encuestado o del despacho en el cual trabaja, si bien cabe destacar una importante discrepancia en el resultado entre profesionales situados en los territorios forales y los profesionales del resto de España.

Cuadro 3

### Análisis de los sesgos en las respuestas relacionadas con la necesidad de una reforma global del sistema fiscal

	2014
Años de experiencia	0.0066 (0.041)
Edad	0.0011 (0.003)
Sexo	-0.0020 (0.061)
Nivel de estudios	-0.0283 (0.036)
Categoría profesional	-0.0049 (0.031)
Tamaño de la empresa	0.0081 (0.034)
Renta media de la com. autónoma	-0.0411 (0.056)
Comunidad autónoma rica	-0.0387 (0.045)
Comunidad autónoma foral	-0.4329*** (0.094)
Constante	0.9260*** (0.201)
Observaciones	272
R <sup>2</sup>	0.091

Error estándar entre paréntesis

Notas: (\*\*\*)  $p < 0.01$ , (\*\*)  $p < 0.05$ , (\*)  $p < 0.1$

Fuente: Elaboración propia.

### La reforma fiscal de 2014: una valoración a partir de las opiniones de los asesores fiscales

La reforma fiscal de 2014 se ha centrado especialmente en el IRPF y en el ISOC, mediante la aprobación, respectivamente, de las Leyes

26/2014 y 27/2014, de 27 de noviembre<sup>5</sup>. Ambas normas han introducido una bajada en los tipos impositivos de ambos impuestos, pero además se han modificado numerosos elementos que afectan tanto al cálculo de la base como de la cuota y que por su naturaleza pueden incidir, sin duda, en la distribución de la carga impositiva y en la eficiencia. A continuación, vamos a comentar y analizar aquellas modificaciones que en nuestra opinión son más relevantes a estos efectos y que afectan a cuestiones planteadas en la encuesta a los profesionales de la asesoría fiscal.

### La estimación objetiva por módulos en el IRPF

Las pequeñas y medianas empresas pueden determinar en el IRPF español su resultado de acuerdo con el método de estimación objetiva, a partir de unos signos, índices y módulos. La Ley 26/2014 mantiene el sistema, si bien reduce sensiblemente su ámbito de aplicación al hacer más restrictivos determinados límites que se han ido fijando a lo largo del tiempo. Además, la nueva normativa prevé expresamente la exclusión de ciertas actividades que hasta entonces sí podían acogerse a la estimación objetiva.

En concreto, uno de los límites de exclusión viene dado por el importe de los rendimientos íntegros obtenidos en el año anterior. Su importe pasa de 450.000 euros a 150.000 euros para el conjunto de las actividades económicas del contribuyente<sup>6</sup>. Además, a la hora de computar este importe, deben considerarse todas las operaciones realizadas, con independencia de que exista o no obligación de expedir factura, a diferencia de lo que sucedía anteriormente. En todo caso, respecto de las operaciones por las que sí se tenga que expedir factura, se fija un límite específico

menor de 75.000 euros. Otro límite previsto tiene en cuenta el volumen de compras de bienes y servicios, excluidas las de inmovilizado, realizadas en el ejercicio anterior. En este caso, también se ha reducido sensiblemente su importe, pasando de 300.000 euros a 150.000 euros.

Por otro lado, la reforma elimina la causa de extinción que se establecía para otras actividades<sup>7</sup>. Ahora bien, la eliminación de este supuesto, se justifica porque la disposición adicional trigésima sexta de la Ley 26/2014 establece la exclusión de gran parte de dichas actividades de la estimación objetiva. En concreto, quedan excluidas las actividades reguladas en las divisiones 3, 4 y 5 de la sección primera de las tarifas del impuesto sobre actividades económicas, que corresponden principalmente a las industrias relacionadas con la fabricación y la construcción. Además, se prevé también que se reduzca la cuantía de la magnitud específica para las otras actividades que no queden directamente excluidas, con el objetivo de acotar más la aplicación de la estimación objetiva.

En consecuencia, los nuevos límites más restrictivos y la exclusión de determinadas actividades pretenden reducir sensiblemente las actividades que se puedan acoger a este método, limitándolas principalmente, según se explica en la exposición de motivos de la Ley 26/2014, a las actividades que por su propia naturaleza se relacionan fundamentalmente con consumidores finales.

¿Cómo se puede valorar este cambio normativo a partir de los resultados de la encuesta? Como se muestra en el cuadro 1, un gran porcentaje de los asesores fiscales concluye que la estimación objetiva por módulos facilita el fraude en el IRPF y en otros impuestos. Asimismo, también están

<sup>5</sup> Es cierto que también se ha aprobado la Ley 28/2014, por la que se modifican el IVA y otros impuestos indirectos, pero el alcance e interés de la reforma es mucho menor a efectos de nuestro objetivo, por lo que no se van a comentar los cambios introducidos.

<sup>6</sup> En el caso de actividades agrícolas, ganaderas y forestales, el límite de exclusión por volumen de rendimientos se reduce de 300.000 euros a 250.000 euros.

<sup>7</sup> En concreto la letra e) del artículo 31.1.3ª de la ley del impuesto para determinadas actividades cuando el volumen de los rendimientos íntegros del año inmediato anterior correspondiente a las mismas procedentes de obligados a practicar retención o ingreso a cuenta superara una determinada cuantía. Este supuesto fue introducido por la Ley 7/2012, de 29 de octubre, de prevención y lucha contra el fraude.

muy de acuerdo en que el resultado estimado de manera objetiva es inferior al que resultaría de estimar el rendimiento real, lo que lógicamente redundaría a favor de este colectivo de empresarios. Finalmente, los profesionales de la asesoría no creen que la eliminación de la estimación objetiva tenga que aumentar el fraude. Por consiguiente, a partir de la valoración de los profesionales, cabe considerar positivamente que la nueva normativa reduzca el ámbito de aplicación de la estimación objetiva. Por un lado, que el alcance de aplicación de la estimación objetiva sea menor debe redundar en una distribución más justa y eficiente de la carga fiscal, así como en una disminución del fraude fiscal. Por otro lado, ¿implicará una mayor complejidad a la hora de aplicar el impuesto? De nuevo, a partir de su experiencia profesional, los asesores fiscales se muestran relativamente de acuerdo en que la estimación objetiva resulta más sencilla de aplicar, aunque al respecto su valoración no es muy contundente.

---

*La nueva normativa que reduce el ámbito de aplicación del sistema de estimación objetiva por módulos en el IRPF debe redundar en una distribución más justa y más eficiente de la carga fiscal, así como en una disminución del fraude.*

---

En definitiva, esta medida va en la línea que se ha defendido desde la academia (por ejemplo, ver el Decálogo para una reforma del sistema fiscal en Esteller y Durán, 2013, suscrito por 50 profesores de universidades españolas; o Paredes, 2010), si bien cabe plantearse si no sería más recomendable la total eliminación de la estimación objetiva y su sustitución por un método que, de manera simplificada, hiciera que los pequeños empresarios tributaran por una capacidad económica mucho más próxima a la real. De hecho, en el conocido como *Informe Lagares* (Comisión de Expertos para la Reforma del Sistema Fiscal Español, 2014), se propone la plena eliminación de la estimación objetiva. Por otro lado, no deja de

resultar sorprendente que las modificaciones de la estimación objetiva mencionadas no entren en vigor hasta 2016, excepto que se quiera dar más tiempo a los empresarios afectados para adaptarse a las obligaciones formales adicionales que implica tributar por estimación directa.

### Las tarifas, la estimación de la base y las deducciones para las actividades económicas en el IRPF y en el ISOC

A la hora de analizar el IRPF y el ISOC, es importante adoptar una visión conjunta, puesto que ambos recaen sobre la renta y, por tanto, puede producirse un cierto trasvase de rentas de un impuesto a otro.

*La escala impositiva* de cada impuesto es un primer elemento a considerar, elemento que además suele concentrar la atención de la opinión pública. Al respecto, la reforma supone una disminución de los tipos impositivos que se aplican en ambos impuestos. En concreto, en el IRPF, se deja de aplicar a partir de 2015 la escala complementaria que se había aplicado desde 2012, lo que significa una reducción en los tipos marginales totales de entre 0,75 y 7 puntos porcentuales. Además, los tipos impositivos de la escala estatal general también disminuyen entre 1 y 2,5 puntos porcentuales en 2016 (0,5 puntos en 2015), si bien al cambiar el número de tramos (se reducen a cinco) y su amplitud, el tipo marginal puede aumentar para algunos contribuyentes<sup>8</sup>.

En el ISOC, por su parte, el tipo impositivo general se reduce al 28% en 2015 y al 25% a partir de 2016<sup>9</sup>. Esta reducción lleva a que, a partir de 2016, se elimine el tipo de gravamen menor previsto para las empresas de reducida dimensión, justificándose en la exposición de motivos de la Ley 27/2014, porque la diferencia en los tipos supone "un desincentivo o un obstáculo al crecimiento empresarial". Asimismo, a partir de 2016, se elimina también el tipo de gravamen reducido que, desde 2009, se establecía para "microem-

<sup>8</sup> A esta reducción habría que añadir la que se produzca en la escala autonómica, según lo que en cada caso acuerde la correspondiente comunidad autónoma.

<sup>9</sup> No obstante, el tipo impositivo se mantiene en el 30% para las entidades de crédito.

presas” por mantenimiento o creación de empleo. Por último, la reforma en sociedades mantiene y amplía el tipo reducido previsto para las entidades de nueva creación constituidas desde 2013, de manera que las entidades constituidas a partir de 2015 tributen durante los dos primeros ejercicios que obtengan un resultado positivo al tipo del 15% por la totalidad de su beneficio.

En consecuencia, y respecto a los tipos impositivos nominales, la diferencia entre los tipos marginales máximos del IRPF y el tipo general del ISOC disminuye con la reforma. Si en 2014 el tipo marginal máximo del IRPF se situaba entre el 46,9 y el 56%, según la comunidad autónoma de residencia del contribuyente, en 2015 se sitúa entre el 44,5 y el 49%. Al disminuir el tipo general de sociedades al 28% en 2015, la diferencia entre ambos impuestos pasa de ser como máximo de 26 puntos porcentuales a 21 en 2015 y a 23 puntos en 2016<sup>10</sup>. Con la reforma fiscal, por tanto, parece que se reduce algo la brecha entre los tipos impositivos máximos del IRPF y del ISOC, si bien sigue existiendo una diferencia considerable. Ahora bien, el tipo reducido del 15% previsto para entidades de nueva creación, significa que a la hora de iniciar una nueva actividad económica, la diferencia entre los tipos impositivos de renta y de sociedades es muy importante, pudiendo llegar a un máximo de 33 puntos porcentuales, aunque esta diferencia solo sea durante los dos primeros años de beneficio.

Si a la hora de comparar los tipos nominales, tenemos en cuenta la carga impositiva adicional que para el accionista de una sociedad tiene la tributación de los dividendos recibidos, el resultado sin duda varía. En efecto, la eliminación de

la exención de los primeros 1.500 euros de dividendos aplicada hasta 2014 supone la adopción total del sistema clásico de tributación de los dividendos. Esto significa que la imposición total, a partir de 2016 se sitúa en el 42,25%, si al tipo de sociedades le añadimos el tipo marginal superior del 23% de la escala del ahorro. En consecuencia, se obtiene un valor total mucho más cercano al de los tipos marginales más elevados que un empresario individual puede tener que soportar en el IRPF. Eso sí, mientras los beneficios societarios no se distribuyan, el nivel de imposición solo será el del ISOC. El contribuyente, por tanto, puede decidir cuándo y por cuánto tributa en el IRPF<sup>11</sup>.

La diferencia en los tipos impositivos de renta y sociedades, ¿resulta relevante para los asesores fiscales? Como se puede ver en el cuadro 1, la segunda cuestión que genera mayor grado de conformidad entre los asesores fiscales (3,379 de valor medio) se refiere precisamente a que el IRPF provoca la creación de estructuras societarias con la finalidad de reducir el coste fiscal<sup>12</sup>.

---

*El IRPF ha venido provocando la creación de estructuras societarias con la finalidad de reducir el coste fiscal. Algunos de los cambios introducidos en la reforma del impuesto sobre sociedades pueden ayudar a evitar este hecho, si bien otros pueden incidir en sentido contrario.*

---

En cualquier caso, al comparar el impuesto sobre la renta y el de sociedades no solo son relevantes los tipos impositivos nominales, sino que

<sup>10</sup> El tipo marginal mínimo corresponde a Madrid y el máximo a Cataluña. La comparativa de 2016 se ha efectuado suponiendo que las tarifas autonómicas no varían respecto a las de 2015.

<sup>11</sup> Desde un punto de vista académico, sería más apropiado hablar de tipos marginales o tipos medios efectivos. Ahora bien, los tipos nominales también son relevantes, de hecho son sobre los que se centra el debate público y, por esto, seguramente son los que tienen en cuenta los profesionales cuando se les pregunta si el IRPF provoca la creación de estructuras societarias.

<sup>12</sup> La literatura académica señala la importancia de que la forma legal de una actividad económica no altere el tratamiento fiscal de la misma. Por ejemplo, De Mooij y Nicodème (2008) constatan que entre 1997 y 2003 para 17 países comunitarios se produce un trasvase de rentas desde los impuestos sobre la renta personal hacia los impuestos sobre sociedades. En concreto, estiman que las diferencias en la normativa de los dos impuestos provoca un trasvase hacia el de sociedades que explicaría entre un 10 y un 17% de la recaudación generada por este último impuesto. En el caso español, Domínguez *et al.* (2005) encuentran en cambio que los factores fiscales no resultan significativos en las decisiones organizativas de las empresas en España, si bien los mismos autores se muestran cautelosos con los resultados por el reducido periodo temporal disponible en su estudio.

también debemos tener en cuenta diferencias en el cálculo de las *respectivas bases y deducciones*.

Al respecto, en la estimación directa del resultado de actividades económicas, la normativa del IRPF se remite mayoritariamente a la del ISOC lo que garantiza una cierta neutralidad<sup>13</sup>. Ahora bien, cabe destacar alguna particularidad en estimación simplificada. En concreto, la amortización fiscalmente deducible se calcula de forma lineal en base a una tabla de amortizaciones simplificada y existe una reducción del 5% del rendimiento neto en concepto de gastos de difícil justificación. Con la reforma de la Ley 26/2014 se establece un máximo a los gastos de difícil justificación, puesto que no pueden superar los 2.000 euros<sup>14</sup>. Por lo tanto, el límite afectará a todos los contribuyentes que declaren un rendimiento neto superior a 40.000 euros.

Respecto al ISOC, se mantiene el régimen especial de las entidades de reducida dimensión, si bien con algunas modificaciones relevantes. A partir de 2016, ya no disfrutan de una tarifa menor, puesto que el tipo general se fija en el 25%. También se elimina la libertad de amortización prevista para inversiones de escaso valor, porque se generaliza a todas las sociedades, como luego veremos. Asimismo, se elimina la amortización acelerada por reinversión de beneficios extraordinarios, en consonancia con la eliminación de la deducción de naturaleza similar que hasta 2014 se ha aplicado en la cuota del impuesto. Y, finalmente, se elimina también la deducción por inversión de beneficios que las entidades de reducida dimensión se han podido aplicar por los beneficios obtenidos en los ejercicios iniciados dentro de 2013 y 2014.

Por tanto, a partir de ahora, el régimen especial de empresas de reducida dimensión se limita a la libertad de amortización para inversiones generadoras de empleo, a la amortización acelerada de elementos nuevos del inmovilizado y al deterioro de créditos por posibles insolvencias. Y, como importante novedad, la reforma introduce un nuevo beneficio fiscal que, de forma indirecta,

permite compensar bases imponibles negativas de un ejercicio con beneficios de ejercicios previos, similar a lo conocido como compensación de pérdidas hacia atrás o *carryback*.

En concreto, la denominada reserva de nivelación permite que una entidad de reducida dimensión pueda minorar su base imponible positiva del ejercicio hasta el 10% de dicho importe con un máximo de 1 millón de euros. Este ajuste negativo deberá revertir obligatoriamente en los cinco años siguientes siempre que la sociedad tenga una base imponible negativa. En otras palabras, se podrá compensar con las pérdidas de los cinco años siguientes. Si durante este periodo no se han generado suficientes pérdidas, el último año deberá adicionar a su base imponible el importe restante. Como requisito, la empresa debe constituir una reserva indisponible por el importe de la minoración practicada en la base, indisponibilidad que cesa cuando se revierte el ajuste practicado, por tanto, como máximo por cinco años.

La nueva reserva, en consecuencia, permite minorar la tributación de un periodo impositivo respecto de las pérdidas que se generen en los próximos cinco años, de manera que se anticipa en el tiempo la aplicación de bases negativas futuras. Y, de no generarse dichas pérdidas durante los cinco años, el quinto año revierte el ajuste, de manera que finalmente ha obtenido un diferimiento de la tributación de la reserva.

En consecuencia, en el nuevo ISOC, se mantiene el régimen especial para las entidades de reducida dimensión que en la práctica les supone diferir en parte el impuesto. Este régimen se mantiene también para los empresarios que estimen su rendimiento de manera directa en el IRPF, con la excepción de la reserva de nivelación que, por la propia naturaleza, se descarta para empresarios personas físicas.

En definitiva, en el propio ISOC encontramos tratamientos especiales que pueden condicionar

<sup>13</sup> La estimación objetiva ya ha sido analizada en la sección anterior, por lo que no se comenta nuevamente en esta sección.

<sup>14</sup> Esta cifra coincide de hecho con la nueva deducción que en concepto de otros gastos se introduce con la reforma a la hora de calcular el rendimiento del trabajo.

la estructura legal de las empresas. Al respecto, cuando a los asesores fiscales se les pregunta si el impuesto condiciona las decisiones sobre la estructura legal de las empresas, obtenemos un grado de acuerdo bastante elevado, 2,923. La eliminación de la tarifa reducida y la deducción por reinversión para las empresas de reducida dimensión pueden ayudar a mejorar la eficiencia del impuesto, pero a la vez, la generalización de un tipo reducido para nuevas entidades junto con el mantenimiento y creación, en el caso de la reserva de nivelación, de ciertos beneficios fiscales parece que pueden ir en el sentido contrario.

### El tratamiento de la financiación ajena y propia en el ISOC

En la mayoría de países, el ISOC ha permitido la deducción de los intereses derivados de la financiación ajena, mientras que el coste de oportunidad de los fondos propios no ha sido deducible. Este sesgo a favor de la financiación ajena ha recibido mayor atención con la llegada de la gran crisis. Así, estudios empíricos (e.g. Slemrod, 2009; Keen *et al.*, 2010) muestran que esta distorsión, si bien no ha sido la causa principal de la crisis financiera, sí ha podido contribuir a su expansión.

Ante esta situación, países como Alemania, Francia o el Reino Unido, y España desde 2012, han introducido límites a la deducibilidad de la financiación ajena. En concreto, en el caso español, los gastos financieros netos son deducibles en su totalidad hasta el millón de euros, pero a partir de este importe se establece como límite el 30% del beneficio operativo. Igualmente, se estableció la no deducibilidad de los gastos financieros generados en operaciones realizadas en el seno de un grupo mercantil, salvo que dichas operaciones fueran razonables desde un punto de vista económico. Ahora bien, el objetivo pretendido con estas limitaciones no ha sido tanto introducir neutralidad entre financiación ajena y propia, sino luchar contra prácticas de planificación fiscal internacional por parte de multinacionales.

La Ley 27/2014 introduce como importante novedad una reserva por capitalización con la fina-

lidad, según se explica en la exposición de motivos, de “incidir en la neutralidad en la captación de financiación empresarial, estabilizando una balanza que durante mucho tiempo se ha inclinado a favor de la financiación ajena”. En concreto, las empresas se podrán aplicar una reducción en la base imponible del 10% del incremento de sus fondos propios durante el ejercicio, con el límite del 10% de la base imponible. Si se supera este límite, la reducción pendiente se puede utilizar en los periodos impositivos que finalicen en los dos años siguientes. Para poder aplicarse esta reducción el incremento de los fondos propios debe mantenerse durante cinco años y dotarse una reserva por el importe de la reducción, indisponible durante dicho periodo. En consecuencia, las entidades que aumenten los fondos propios disfrutan desde 2015 de un incentivo fiscal del 10% de dicho incremento, por lo que ciertamente mejora la neutralidad del impuesto sobre las decisiones financieras de las sociedades. Este incentivo combinado con el mantenimiento de los límites a la deducción de los gastos financieros reducen la tradicional asimetría entre financiación ajena y propia.

¿Creen los asesores fiscales que la asimetría del ISOC condiciona la forma de financiación de las empresas? Según la encuesta, su opinión es algo escéptica, obteniéndose un valor medio de 2,426. Por tanto, según ellos, el ISOC no es el elemento más importante a la hora de decidir cómo financiarse o, al menos, no lo es de manera generalizada. En conclusión, si bien el cambio introducido

---

*Para los asesores fiscales la imposición sobre sociedades no ha sido el elemento más importante a la hora de elegir entre la financiación propia o ajena en el seno de las empresas, que depende en mayor medida de otros factores. Sin embargo, el cambio introducido en 2015 debe valorarse positivamente puesto que reduce el sesgo fiscal a favor de la financiación ajena.*

---

en 2015 debe valorarse positivamente en la medida que reduce el sesgo a favor de la financiación ajena, en opinión de los asesores fiscales, las decisiones de financiación dependen en el mar-

gen de factores no relacionados con la fiscalidad, como el propio acceso al crédito, las oportunidades de inversión o las expectativas de rentabilidad.

### La neutralidad en las decisiones de inversión

Las amortizaciones reflejan el deterioro que los bienes de inversión padecen a lo largo del tiempo como consecuencia de su funcionamiento, utilización y obsolescencia. Desde un punto de vista teórico, a la hora de calcular el beneficio económico el deterioro real de los bienes de inversión debe ser deducible. No obstante, en la práctica, al calcular la base imponible, la depreciación efectiva se calcula a partir de las tablas de amortización aprobadas oficialmente, con la finalidad de simplificar el cumplimiento del impuesto. En concreto, el reglamento del impuesto, el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, ha regulado en un anexo al mismo, las tablas de amortización siguiendo la estructura de la CNAE. Esto significa fijar el coeficiente máximo y periodo máximo de amortización para más de 650 elementos amortizables.

La reforma fiscal introduce una importante novedad, pues los coeficientes y periodos máximos de amortización quedan ahora regulados por la propia Ley 27/2014, en su artículo 12, y el número de elementos se ha reducido muy sensiblemente, al regularse ahora únicamente para 33. Estamos ante un claro ejemplo de *trade-off* entre eficiencia y sencillez. Las tablas hasta ahora aplicadas al regular tantos elementos a amortizar permiten tener mejor en cuenta las especificidades sectoriales, de manera que la amortización se pueda aproximar más a la depreciación efectiva. Ahora bien, el legislador, como manifiesta en la exposición de motivos de la ley, considera relevante “la simplificación que se realiza en las tablas de amortización, reduciéndose su complejidad, con unas tablas más actualizadas y de mejor aplicación práctica”.

En el ámbito de las amortizaciones, la nueva normativa introduce también como novedad un supuesto de libertad de amortización para bienes

de escaso valor, que tiene como precedente el que existía en el régimen especial de las entidades de reducida dimensión que, como hemos comentado anteriormente, se ha eliminado. En concreto, se pueden amortizar libremente los elementos del inmovilizado material nuevos cuyo valor unitario no supere los 300 euros y hasta, como máximo, 25.000 euros. Si bien esta novedad no se comenta en la exposición de motivos, parece claro que también se persigue una simplificación, dado que su reducido valor provoca que no tenga demasiado sentido el coste administrativo que el cálculo de la amortización anual genera.

¿Condiciona el ISOC las decisiones sobre el tipo de inversiones a realizar? La opinión de los asesores fiscales es ligeramente contraria al respecto, lo que indicaría que los cambios introducidos con la nueva normativa no deberían tener demasiado impacto en este tipo de decisiones y, por tanto, parece positivo que se haya querido priorizar la sencillez frente a la eficiencia.

### La neutralidad sobre los activos en que ahorrar

El IRPF español aprobado por la Ley 35/2006 supuso un cambio importante en el modelo de impuesto sobre la renta, al introducir explícitamente un impuesto de tipo dual, donde una parte importante de las rentas del ahorro se integra en una base diferente y queda gravada a tipos impositivos inferiores. El objetivo que en ese momento se adujo en la exposición de motivos de la ley era otorgar “un tratamiento neutral a las rentas derivadas del ahorro, eliminando las diferencias no justificadas que existen actualmente entre los distintos instrumentos en los que se materializa”, además de mejorar “la posición de nuestro país en un entorno internacional de libre circulación de capitales y de fuerte competencia”. Ahora bien, la Ley 35/2006 no introdujo una neutralidad absoluta, en la medida en que otras rentas del capital no se integran en la base del ahorro (e.g., los rendimientos de los bienes inmuebles y los rendimientos de actividades económicas atribuibles al capital afecto a las mismas), ni elimina tratamientos especiales que por motivos diversos establecía la ley a favor de determinados activos (e.g., deducción en la cuota por

adquisición de la vivienda habitual o reducción en la base por aportaciones a planes de pensiones).

Posteriormente, a partir de 2013, desaparece la deducción por inversión en vivienda habitual, si bien transitoriamente se mantiene su aplicación para todos aquellos contribuyentes que la hubieran adquirido con anterioridad a dicho año. La nueva reforma del IRPF mantiene dicho régimen transitorio. La novedad que se introduce es la eliminación de la deducción por alquiler de vivienda habitual que se había incluido a partir de 2008, en términos similares a la deducción por adquisición, si bien condicionada a un determinado nivel de ingresos de los contribuyentes. En consecuencia, la reforma homogeniza el tratamiento fiscal de la vivienda habitual entre alquiler y propiedad<sup>15</sup>.

Los asesores fiscales, como se muestra en el cuadro 1, están muy de acuerdo en que el IRPF ha provocado la compra de la vivienda habitual frente al alquiler de la misma. El valor medio de las respuestas es 3,051. La eliminación de la deducción por alquiler ciertamente puede mejorar la neutralidad del impuesto entre adquisición y arrendamiento de la vivienda habitual, pero cabe destacar que otros importantes elementos del mismo IRPF, y de otros impuestos, siguen ofreciendo un tratamiento fiscal muy favorable a la adquisición de la vivienda habitual. La no imputación de renta por el uso de la vivienda habitual y la exención de las posibles ganancias derivadas de la transmisión de la vivienda habitual por parte de contribuyentes mayores de 65 años son dos claros ejemplos de aspectos del IRPF favorables a la compra. Igualmente, la exención de la misma en el impuesto sobre el patrimonio y la reducción prevista en el impuesto sobre sucesiones y donaciones son dos importantes ejemplos de ventajas fiscales a favor de la adquisición de la vivienda habitual que van en contra de la pretendida neutralidad frente al arrendamiento.

<sup>15</sup> También se permite transitoriamente la aplicación por contratos de arrendamientos anteriores a 2015.

<sup>16</sup> El denominado ahorro previsión también se incentiva desde hace años mediante las reducciones por aportaciones a planes de pensiones y similares, si bien en este caso el beneficio fiscal ofrecido consiste en un mero diferimiento de la tributación. El beneficio depende del tipo marginal del contribuyente (al ser deducible de la base imponible general y tributar luego en dicha base), por lo que su efecto final se considera regresivo. En este caso, sin embargo, la nueva reforma ha reducido sensiblemente los límites máximos deducibles cada año, en la línea sugerida por el *Informe Lagares* (2014) para equipararlos a los límites de los países de nuestro entorno y, a pesar, de que las recomendaciones de los organismos internacionales (OCDE y Comisión Europea) iban en la línea de eliminar este tipo de reducción.

En el ámbito del ahorro, sin embargo, la nueva reforma fiscal introduce otras novedades relevantes entre las cuales cabe destacar el tratamiento favorable que reciben los denominados planes de ahorro a largo plazo (PALP). Con la finalidad de fomentar el ahorro a largo plazo, la nueva normativa permite que un contribuyente pueda aportar hasta un máximo de 5.000 euros anuales a seguros de vida individuales a largo plazo o a cuentas individuales de ahorro a largo plazo. Los rendimientos que estas modalidades de ahorro generen estarán exentos siempre que el contribuyente reciba los mismos en forma de capital y hayan transcurrido cinco años desde la aportación. En definitiva, se persigue fomentar el ahorro por parte de pequeños inversores.

En este sentido, otro cambio a destacar es que nuevamente se incorporan en la base imponible todas las ganancias y pérdidas patrimoniales, independientemente de su periodo de generación. Así había sido desde la introducción del actual impuesto en 2007, pero durante los años 2013 y 2014 se han integrado en la base general cuando el periodo de generación no supera el año.

¿Qué opinión tienen los asesores fiscales sobre la neutralidad del IRPF respecto a los tipos de activos en que invierten las personas? El valor medio de las respuestas, 2,312, pone de manifiesto un cierto grado de acuerdo en que el impuesto no es neutral respecto del ahorro, si bien la opinión es mucho menos clara en comparación a la que tienen respecto a la vivienda. Los nuevos PALP suponen favorecer fiscalmente un determinado tipo de ahorro mediante un beneficio fiscal, la exención de sus rendimientos, con la finalidad de fomentar el ahorro a largo plazo, aunque ello suponga alterar la neutralidad del impuesto<sup>16</sup>.

## Conclusiones

Este artículo tiene como objetivo valorar el contenido de la reforma fiscal aprobada por el legislativo a finales de 2014. Para llevar a cabo esta valoración, hemos descrito los cambios legales más importantes, en concreto, en el IRPF y en el ISOC<sup>17</sup>. Esta valoración la hemos llevado a cabo apoyados por los resultados de una encuesta entre profesionales de la asesoría fiscal. Sus respuestas deberían ser tomadas en consideración como un chequeo de primera mano de las disfunciones de nuestro sistema fiscal, focalizadas en aspectos como la eficiencia, la planificación fiscal, la equidad o la complejidad.

Esperamos que este tipo de análisis se pueda realizar de manera recurrente, aunque, como es obvio, esto no significa que la opinión de los asesores fiscales deba determinar el contenido de una reforma fiscal. No obstante, el planteamiento de preguntas en un sentido claramente positivo, puede ser de gran utilidad para conocer la visión real que en el mundo de la asesoría profesional se tiene de nuestro sistema fiscal.

A partir de nuestra revisión de los cambios y de la opinión de los asesores, pensamos que la reforma va en la dirección correcta de eliminar distorsiones y mitigar la planificación fiscal (e.g., tratamiento de los fondos propios respecto a los fondos ajenos en sociedades, acotar el ámbito de aplicación de la estimación objetiva por módulos

*La reciente reforma del IRPF y del ISOC va en la dirección correcta de eliminar distorsiones y mitigar la planificación fiscal, así como de reducir la complejidad. La valoración de la bajada de tipos marginales, en cambio, entra dentro del ámbito de las preferencias subjetivas de cada uno.*

en el IRPF o la eliminación de la diferenciación entre ganancias a corto y largo plazo), así como

de reducir la complejidad (e.g., amortización en sociedades) y, por tanto, se han resuelto ciertos *trade-offs*. A partir de aquí, la valoración que de esta se pueda hacer en relación a la bajada de tipos marginales —dejando de lado cuestiones de eficiencia—, entra en el ámbito de la subjetividad. Por último, decir que sería deseable —como se desprende también de los resultados de la encuesta— evitar la hiperactividad legislativa deseando que los resultados de esta reforma sirvan para encauzar el inicio de la recuperación de la economía española y una mayor estabilidad en nuestro sistema fiscal.

## Referencias

- COMISIÓN DE EXPERTOS PARA LA REFORMA DEL SISTEMA FISCAL ESPAÑOL (2014), *Informe Lagares*.
- CRAWFORD, C., y J. FREEDMAN (2010), "Small business taxation" en J. MIRRLEES; S. ADAM; T. BESLEY; R. BLUNDELL; S. BOND; R. CHOTE; M. GAMMIE; P. JOHNSON; G. MYLES y J. POTERBA (eds), *Dimensions of Tax Design: the Mirrlees Review*, Oxford University Press.
- DE MOOIJ, R., y G. NICODÈME (2008), "Corporate tax policy and incorporation in the EU", *International Tax and Public Finance*, 15: 478-498.
- DOMÍNGUEZ BARRERO, F.; LÓPEZ LABORDA, J., y F. RODRIGO SAUCO, (2005), "¿Afectan el IRPF y el Impuesto sobre Sociedades a la elección de la forma de empresa?", *Hacienda Pública Española/Revista de Economía Pública*, 174-3: 55-86.
- DURÁN-CABRÉ, J.M., y A. ESTELLER-MORÉ (2014), "Tax professionals' view of the Spanish Tax System: Efficiency, Equity and Tax Planning", *Document de treball de l'IEB 2014/5*, Institut d'Economia de Barcelona.
- ESTELLER MORÉ, A., y J.M. DURÁN-CABRÉ (Dir.) (2013), *Por una verdadera reforma fiscal*, Ed. Ariel, e-book.
- GIERTZ, S.H. (2012): "The Economic Costs of Tax Policy Uncertainty: Implications for Fundamental Tax Reform," *Mercatus Research*, noviembre, 1-31.

<sup>17</sup> No hemos pretendido proponer, según nuestro criterio, el contenido de la reforma fiscal, algo que sí realizamos en Esteller-Moré y Durán Cabré (2014).

- KEEN, M.; KRELOVE, R., y J. NORREGAARD (2010), "The Financial Activities Tax", en CLAESSENS, S., M.KEEN y C. PAZARBASIOGLU (eds.), *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material*, Fondo Monetario Internacional.
- MIRRLEES, J.; ADAM, S.; BESLEY, T.; BLUNDELL, R.; BOND, S.; CHOTE, R.; GAMMIE, M.; JOHNSON, P.; MYLES, G., y J. POTERBA (2011), *Tax by Design: the Mirrlees Review*, Oxford University Press.
- ONRUBIA, J. (2013), "La reforma de la administración tributaria: mitos y realidades" en ESTELLER-MORÉ, A, y DURÁN-CABRÉ, J.M (Dir.), *Por una verdadera reforma fiscal*, Ed. Ariel, e-book.
- PAREDES, R. (2010), "La tributación del beneficio de la PYME en España: Algunas propuestas orientadoras de su reforma", *Revista de Economía*, 4: 35-44.
- SLEMROD, J. (1994), "Professional opinions about tax policy: 1994 and 1934", *National Tax Journal*, 48: 121-147.
- (2009), "Lessons for Tax Policy in the Great Recession", *National Tax Journal*, 62: 387-397.



# La estabilidad presupuestaria en España: algunos ajustes necesarios<sup>1</sup>

Santiago Lago Peñas\*

**La reforma del artículo 135 de la Constitución Española en septiembre de 2011 fue el origen de una revisión en profundidad de la legislación sobre estabilidad presupuestaria, plasmada en la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF). El objetivo de este artículo es analizar los aspectos que el tiempo transcurrido desde entonces ha revelado como desenfocados y, por tanto, necesitados de revisión; así como también las aplicaciones o interpretaciones de la ley que resultan, cuando menos, discutibles. A partir de ese diagnóstico, se detallan una serie de propuestas de reforma y evolución del sistema. Recomendaciones que prestan especial atención al ámbito autonómico de gobierno, por ser donde se concentran los retos y problemas más acuciantes.**

## Las debilidades e insuficiencias del actual marco de la estabilidad presupuestaria

La LOEPSF supone importantes novedades para la estabilidad del conjunto de las Administraciones Públicas, y para las comunidades autónomas (CC.AA.) en particular. Sus cuatro piezas claves son la introducción de un techo al gasto público

que le impedirá aumentar a un ritmo superior al del crecimiento nominal del PIB de medio plazo<sup>2</sup>; la fijación de un límite para la deuda pública expresada como porcentaje del PIB (60%) y que se distribuye entre niveles de gobierno de forma rígida; la sustitución del concepto de déficit total por el de déficit estructural y su igualación a cero como objetivo (en 2020); y, en fin, la mayor atención al control y supervisión de las haciendas subcentrales, incluyendo sanciones y penalizaciones

\* Catedrático de Economía Aplicada y Director de GEN (Universidad de Vigo).

<sup>1</sup> Agradezco los valiosos comentarios de Eduardo Bandrés, José Caamaño, Alain Cuenca, Xoaquín Fernández Leiceaga y Roberto Fernández Llera a una versión previa del trabajo; así como la asistencia de Fernanda Martínez (GEN). La responsabilidad del mismo es exclusiva del autor.

<sup>2</sup> Si bien esta regla de gasto ya había sido introducida un año antes por el Real Decreto Ley 8/2011 en el caso de la Administración General del Estado y sus organismos, así como para las entidades locales que participan en la cesión de impuestos estatales.

severas, y exigiendo mayor transparencia en la gestión presupuestaria<sup>3</sup>.

Como todo cambio legislativo, se diseña pensando en la problemática identificada en el momento en el que se redacta y bajo una serie de supuestos sobre las respuestas de los agentes afectados y la evolución del contexto. Si la reacción de los agentes se aparta de la prevista y si el contexto difiere del proyectado, la legislación no conseguirá los efectos esperados. A lo anterior hay que añadirle la posibilidad de que la reforma vulnere o colisione con otros preceptos legales. Y todo se hace más complicado cuando la urgencia aprieta los plazos.

En el caso concreto que nos ocupa, esta premura era extraordinaria. Las graves tensiones financieras que afectaban a la economía española explican la necesidad de actuar de forma rápida y contundente para frenar la especulación sobre la deuda pública española y poner de manifiesto el compromiso del país con la estabilidad presupuestaria. La presión de la Unión Europea, encabezada por Alemania, y del Banco Central Europeo son claves para entender la reforma constitucional del verano de 2011 y el posterior desarrollo normativo; en particular, la excesiva relevancia dada a los gestos de reafirmación del compromiso con la estabilidad presupuestaria y el exceso de rigidez y ambición en algunos artículos y disposiciones. Ejemplo de lo primero fue el poner el acento en que el pago de la deuda era una obligación presupuestaria prioritaria, cuando esa ha sido la práctica desde el último arreglo de la deuda pública española por el ministro José Larraz en 1939 (Comín, 1996). Por su parte, el exceso de rigidez y ambición se plasma particularmente en la fijación de objetivos cuantitativos precisos para la deuda pública, tanto en perspectiva temporal como en lo que atañe a su reparto entre niveles de gobierno. En todo caso,

hay que reconocer que la reciente sentencia del Tribunal Constitucional, de enero de 2015, sobre el recurso de inconstitucionalidad 557-2013 interpuesto por el Gobierno de Canarias viene a avalar la norma, a pesar de la existencia de cinco votos particulares.

## Los incumplimientos de las haciendas subcentrales

¿Qué nos dicen los datos para las haciendas subcentrales? El ámbito local no es un problema para la estabilidad presupuestaria, como nunca lo ha sido en su conjunto (Fernández Llera, 2014). Cuestión diferente es el escalón autonómico. En este caso, la evolución del déficit desde el año 2012 ha sido volátil.

---

*A pesar de los avances en el proceso de reducción del déficit de las CC.AA. en 2012 y 2013, sigue siendo en este nivel de gobierno donde se concentran los retos y problemas más acuciantes de la consolidación fiscal en España.*

---

El avance en 2012 y 2013 fue notable. Pero la ejecución del ejercicio 2014 ha vuelto a situar a las CC.AA. en el centro de atención de analistas internos y externos. Los datos que aparecen en el cuadro 1 revelan un déficit autonómico por encima del límite fijado en la mayoría de las CC.AA., y vienen a confirmar los presagios de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF, 2014a) y Fedea (Conde-Ruiz *et al.*, 2014).

Por su parte, las perspectivas para 2015 no son halagüeñas, con un objetivo de déficit que vuelve a reducirse, ahora hasta el 0,7% del PIB español<sup>4</sup>. El endurecimiento en la legislación no ha sido sufi-

<sup>3</sup> En Hernández de Cos y Pérez (2013) y Ruiz Almendral (2013) pueden encontrarse análisis detallados de la LOEPSF. Por su parte, Cuenca y Ruiz Almendral (2014) amplían la revisión a la normativa posterior que modifica y desarrolla la LOEPSF; en particular, la normativa que crea la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) y la que concreta el control de los “mecanismos extraordinarios de liquidez” como el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), creado en julio de 2012.

<sup>4</sup> La AIReF considera que el objetivo de estabilidad de las CC.AA. para 2015 es de muy difícil consecución. Su análisis de los presupuestos autonómicos concluye la existencia de riesgos de incumplimiento en Aragón, Baleares, Madrid y La Rioja; y riesgos “muy elevados” en el caso de Andalucía, Cataluña, Extremadura, Murcia y Comunidad Valenciana (AIReF, 2014b).

Cuadro 1

**Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las CC.AA.**

(en porcentaje del PIB. Datos hasta noviembre)

Comunidades Autónomas	2014	2013
Andalucía	-1,73	-1,39
Aragón	-1,41	-1,61
Asturias	-0,53	-0,36
Baleares	-1,21	-0,65
Canarias	-0,47	-0,62
Cantabria	-1,05	-0,63
Castilla-La Mancha	-1,40	-1,20
Castilla y León	-0,98	-0,61
Cataluña	-1,95	-1,66
Extremadura	-2,45	-0,90
Galicia	-1,17	-1,18
Comunidad de Madrid	-1,25	-0,94
Región de Murcia	-2,54	-2,27
Comunidad Foral de Navarra	-0,99	-2,20
La Rioja	-1,03	-0,48
Comunidad Valenciana	-1,87	-1,74
País Vasco	0,64	0,49
<b>Total CC.AA.</b>	<b>-1,37</b>	<b>-1,16</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

ciente *per se*. Y parece difícil ir más allá de las posibilidades legales ya existentes (Lago, 2013). El Gobierno se halla ante un dilema. Explotar al máximo las amplias posibilidades de control del déficit que contempla la normativa, o buscar fórmulas alternativas.

La primera vía sería más atractiva para el Gobierno central si se contase con evidencia clara de que existe margen para el ahorro y para una gestión presupuestaria más rígida, si tuviese la certeza de que el problema se circunscribe a una o dos autonomías mal gestionadas. No obstante, el elevado número de autonomías incumplidoras y los fuertes recortes de gasto autonómico ya aplicados desde los máximos alcanzados en 2009 (Lago y Fernández Leiceaga, 2013), dificultan asumir esta

interpretación y actuar en consecuencia. Dicho lo anterior, el hecho de no haber agotado, ni mucho menos, el catálogo de las medidas preventivas,

*El elevado número de CC.AA. incumplidoras y los recortes de gasto ejecutados desde los máximos de 2009 dificultan la aplicación de las amplias medidas preventivas, correctivas y coercitivas previstas en la legislación de estabilidad presupuestaria, aunque también podrían existir otras razones explicativas en la economía política de las relaciones entre el Estado y las comunidades.*

correctivas y coercitivas previstas en la LOEFSP, aspecto en el que recientemente ha incidido la propia AReF (2014b), también podría estar poniendo en evidencia sus limitaciones desde un punto de vista de economía política. Baste un ejemplo extremo: una cosa es plasmar en la norma la posibilidad de suspender la autonomía en el caso de gobiernos autonómicos incumplidores y otra es tomar la decisión. Quizá sería necesario reflexionar también sobre el Capítulo IV de la LOEFSP para suprimir lo no aplicable y, a cambio, generar expectativas creíbles de que lo que permanezca será aplicable de forma efectivamente automática.

Las fórmulas alternativas a las que me refería se concretan en dos, no incompatibles. La primera, de efecto instantáneo, es la revisión del reparto vertical de los objetivos de déficit y deuda; posibilidad que analizamos en el apartado siguiente. La segunda, con efectos más lentos pero más relevante en el medio y largo plazo, pasa por la reforma del sistema de financiación autonómica de régimen común.

Es perentorio reforzar sustancialmente la autonomía tributaria de las comunidades autónomas, endurecer su restricción presupuestaria y ajustar mejor la distribución global de los recursos a las necesidades de gasto<sup>5</sup>. Los dos primeros elemen-

<sup>5</sup> Sobre la reforma del sistema de financiación autonómica puede consultarse el número 143 de la revista *Papeles de Economía Española*.

tos son los que permitirían responsabilizar a los gobiernos autonómicos de sus decisiones sobre los ingresos en un diálogo con sus ciudadanos, integrando ambos lados del presupuesto. La experiencia internacional muestra que en los países descentralizados, como España, tan importantes o más que las reglas fiscales son el grado de autonomía y corresponsabilidad fiscal de los gobiernos subcentrales. La disciplina fiscal aumenta con la

---

*La experiencia internacional muestra que en los países descentralizados, como España, tan importantes o más que las reglas fiscales son el grado de autonomía y corresponsabilidad fiscal de los gobiernos subcentrales.*

---

descentralización tributaria (Eyraud y Lusinyan, 2011; Foremny, 2014). En lo que respecta a la distribución de recursos entre territorios, es fundamental calcular mejor las necesidades de gasto (los llamados "habitantes ajustados") y no desviarse de ellos *ex-post* de forma arbitraria, como se hace en la actualidad.

Adicionalmente, hay que buscar una solución al ruido que genera el sistema de anticipos y pagos a cuenta sobre el que gravita el sistema de financiación de régimen común. Primero, porque distorsiona el uso de la capacidad fiscal, particularmente en el IRPF. A diferencia con lo que ocurre con el tramo estatal, los cambios aprobados no se reflejan en las retenciones y, por tanto, los contribuyentes no lo notan hasta año y medio después de entrar en vigor, con la liquidación del impuesto; y algo similar ocurre con las arcas regionales. Segundo, porque las perturbaciones inesperadas sobre los ingresos no son compensadas en la fase de ejecución porque no va a tener reflejo en el déficit final del ejercicio, como sí tiene en el caso del Gobierno central. En este sentido, Hernández de Cos y Pérez (2015) proponen la aplicación de un mecanismo adaptativo en el que la previsión

de ingresos se fuese actualizando a lo largo del ejercicio y afectase a los pagos a cuenta.

Por último, es preciso integrar progresivamente a las comunidades forales en los instrumentos de nivelación interterritorial.

## **Sobre el reparto vertical de los objetivos de déficit y deuda**

La actual distribución de los objetivos presupuestarios no se corresponde con el peso presupuestario de los diferentes niveles de gobierno ni con la relevancia de sus respectivas competencias de gasto. Sin discutir el papel protagonista del Gobierno central a la hora de definir el signo global de la política fiscal y fijar los objetivos en materia de déficit y deuda, esos objetivos pueden ser distribuidos de forma diferente a la actual. En particular, dando más espacio a las CC.AA. y acercando su porcentaje sobre el total al que representan en el gasto consolidado, alrededor de un tercio<sup>6</sup>. Por su parte, para la distribución del objetivo del 60% de deuda entre niveles de gobierno, no parece razonable haber tomado como valor óptimo y regla objetiva las cifras reales observables en 2011. De nuevo, resulta necesario pensar sobre soluciones con mayor fundamento.

## **Sobre el reparto horizontal de los objetivos de déficit y deuda entre comunidades autónomas**

La LOEPSF no especifica la fórmula a aplicar para establecer objetivos de déficit individuales para las comunidades autónomas; más allá de que la agregación de objetivos individuales debería coincidir con el objetivo de déficit para el conjunto del escalón autonómico. En la práctica, lo que se ha hecho ha sido mimetizar la aplicación de ratios en términos de PIB regional. Es decir, para cada comunidad autónoma se fija el mismo porcentaje que para el conjunto. La diferencia es que los

<sup>6</sup> Fernández Llera y Monasterio (2010) refiriéndose al marco legislativo anterior, ya concluían también con una propuesta de cuota autonómica sobre el déficit total entre un cuarto y un tercio, dependiendo de la situación cíclica de la economía.

objetivos individuales se refieren al PIB de cada región y los del conjunto al PIB español. Las ligeras desviaciones respecto a esta regla en los dos últimos años han respondido a la necesidad de dar más margen a las que se hallaban más lejos del objetivo.

Mi opinión es que este mimetismo carece de fundamento hoy. Como se expone en Fernández Leiceaga y Lago (2013), dejando al margen a las comunidades forales, la fuerte nivelación interterritorial en España hace que no exista una correlación positiva entre PIB per cápita y capacidad fiscal, por un lado, e ingresos no financieros (o ingresos corrientes) totales per cápita, por otro. No es el PIB de cada región el que aguanta en exclusiva las finanzas regionales, como sí ocurre a escala estatal o en países donde la nivelación interterritorial es poco relevante, como en Estados Unidos. Esto es lo que explica por qué el presupuesto de la Comunidad de Madrid se sitúa en torno al 10% del PIB regional y el de Extremadura supera ampliamente el 20% del suyo. Por consiguiente, la capacidad financiera para sostener un determinado volumen de deuda expresado en porcentaje de PIB regional no es la misma. Por ejemplo, una deuda equivalente al 20% del PIB extremeño es más soportable para las finanzas de la Comunidad que una del 15% del PIB de Madrid para las finanzas de la Comunidad. Y lo mismo ocurre con el déficit, que no deja de ser en esencia la variable flujo que determina el *stock* de deuda. En sentido contrario, los objetivos de superávit en términos de porcentaje del PIB regional deberían ser menores en las comunidades con mayor PIB regional para ser coincidentes en cuanto al grado de ambición y dificultad.

La solución a este desenfoco pasa por utilizar como variable de reparto de los objetivos de déficit/superávit y deuda autonómicos aquella que aproxime la verdadera capacidad financiera para soportarlos. Por eso, si se buscan repartos simétricos entre autonomías, el denominador del déficit y la deuda deberían ser los ingresos (corrientes o no financieros) de cada autonomía y no el PIB;

algo que de hecho ya se hace para las entidades locales.

---

*La fuerte nivelación interterritorial en España implica que la capacidad financiera para sostener un determinado nivel de deuda no dependa solo del PIB regional. Por eso, si se buscan repartos simétricos entre autonomías, el denominador del déficit y la deuda deberían ser los ingresos (corrientes o no financieros) de cada comunidad.*

---

Por supuesto, las cosas cambiarían si se hiciese un uso extensivo de la capacidad tributaria propia o se redujese de forma muy sustancial la nivelación. En ese caso, los territorios con mayor capacidad fiscal sí tendrían mayor capacidad de sostener una mayor deuda pública. Pero también es verdad que ese cambio generaría una convergencia en el peso de los ingresos no financieros sobre el PIB de cada región y, por tanto, también un reajuste en el reparto de los objetivos de déficit y de deuda.

## **El equilibrio estructural y el techo de gasto: ¿son suficientes para garantizar la estabilidad presupuestaria?**

En principio y en teoría, la sustitución del déficit total por el déficit estructural es claramente positiva. El problema es de orden práctico: la dificultad de estimar con precisión y anticipación la posición cíclica de la economía (el llamado *output gap*) y la sensibilidad del presupuesto al ciclo (Hernández de Cos y Pérez, 2013). La legislación vigente solventa el problema disponiendo que para todos estos cálculos se seguirá la metodología de la Comisión Europea; solución avalada por el Tribunal Constitucional<sup>7</sup>. No obstante, las estimaciones disponibles de esa sensibilidad varían sustancialmente dependiendo del método y el período analizado, pero también de la fase del ciclo en el que

<sup>7</sup> Véase al respecto la documentación recogida en la siguiente dirección: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/data\\_methods/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/data_methods/index_en.htm)

nos hallamos. Como muestran de Castro *et al.* (2008), en la fase alta del ciclo las metodologías basadas en el concepto de brecha de producción, como la de la Comisión Europea, tienden a subestimar el efecto del ciclo; esto es, a subestimar el componente transitorio de los ingresos públicos. Y lo contrario en el caso de la fase baja. Una política fiscal centrada en el déficit estructural así estimado tendría un sesgo procíclico.

La introducción de una regla de gasto como la regulada en el artículo 12 de la LOEPSF, que ata su dinámica a la tasa de referencia de crecimiento del PIB nominal en el medio plazo<sup>8</sup>, puede contribuir a remediar ese sesgo en la práctica, porque suaviza las variaciones del gasto. Sin embargo, no hay que perder de vista que entre 2000 y 2007 la ratio gasto/PIB creció a ritmo similar que el PIB nominal, pasando de 39,1% a 39,2%, con el resto de los años situados entre el 38% y el 39%.

En definitiva, dada la metodología seleccionada para el cómputo del déficit estructural, la combinación de la regla del déficit estructural nulo con la regla de gasto podría ser insuficiente para afrontar una recesión futura. Una posible solución sería aprovechar la capacidad técnica e independencia de la AIReF y el Banco de España para definir y utilizar una metodología más sofisticada para el cómputo del déficit estructural. Cómputo que sería preferido cuando avalase objetivos de déficit o superávit más prudentes que los estimados según el marco metodológico de la Comisión Europea. Finalmente y de forma complementaria a la regla de gasto, se podría pensar en la creación de fondos de estabilización (*rainy day funds*) que permitiesen generar márgenes de maniobra en los momentos de expansión (Hernández de Cos y Pérez, 2015): los “excesos” de recaudación tributaria puntuales, como los que hubo en España en la década pasada, no irían a financiar rebajas fiscales procíclicas ni a debilitar los esfuerzos de lucha contra el fraude fiscal.

En segundo lugar, la LOEPSF señala que “ninguna Administración pública podrá incurrir en déficit estructural, definido como déficit ajustado del ciclo” (art. 11.2). Además, el artículo 16 se refiere al establecimiento de objetivos individuales para las CC.AA. Lo que habría que hacer, si se está a la letra y al espíritu de la ley, sería calcular la posición cíclica para cada autonomía y no aplicar una media ponderada para el conjunto (la media española). Un ejercicio imposible en el caso municipal, pero estadísticamente factible en el regional.

Es verdad que existe una elevada convergencia entre los ciclos económicos regionales, consecuencia de los estrechos lazos comerciales, financieros y fiscales entre ellas. Y que las transferencias del nivel central a las CC.AA. dependen de la evolución económica del conjunto de España, lo que reduce la sensibilidad de los ingresos autonómicos a la propia evolución económica regional. Pero los ciclos y las características de las recesiones en las regiones españolas no son iguales (Bandrés y Gadea, 2013). Además, la dependencia de las transferencias es muy diferente entre CC.AA., debido a la existencia de divergencias notables en la capacidad fiscal; y es prácticamente nula en el caso de las forales. Aunque estos cálculos supondrían una mayor complejidad<sup>9</sup>, debería al menos explorarse la estimación de los déficit estructurales por autonomía y determinar la dimensión de la diferencia respecto a la media nacional en la última década, por ejemplo. Eso permitiría combinar en el período muestral años de fuerte expansión con otros de recesión, y decidir con fundamento si el esfuerzo compensa.

## La disposición transitoria primera de la LOEPSF

La disposición transitoria primera de la LOEPSF no se puede cumplir (Marín, 2014). La fortísima acumulación de deuda pública en los últimos tres

<sup>8</sup> Definida en una Orden ministerial posterior de diciembre de 2012 como la media decenal de las estimaciones del crecimiento potencial del PIB real. Las correspondientes a los cinco años anteriores, la estimación para el año de referencia y la proyección para los siguientes cuatro.

<sup>9</sup> En este sentido, Hernández de Cos y Pérez (2013) advierten de la dificultad de compatibilizar las medidas de brechas de producción autonómicas con la del conjunto de España, pero también advierten que la dispersión de las tasas de crecimiento regionales puede ser en algunos años elevada.

ejercicios, obliga a revisar el objetivo de que la deuda pública española retorne al 60% del PIB en 2020 para hacerlo creíble y factible. Porque conseguirlo exigiría mantener de aquí hasta 2020 combinaciones de crecimiento del PIB nominal y superávit presupuestario claramente incompatibles con las proyecciones económicas disponibles, incluso las más optimistas<sup>10</sup>. Por ejemplo, un crecimiento económico nominal del 5% y un superávit total equivalente al 3% del PIB; o un crecimiento del 8% y un superávit del 1%, combinación más parecida a la que experimentamos los años previos a la recesión.

Este resultado es un buen ejemplo de los cambios de escenario a los que me refería antes. Con una deuda en el entorno del 70% del PIB como la que existía cuando se redactó la disposición transitoria, el objetivo del 60% podía parecer razonable en un horizonte de nueve años y era coherente con otros objetivos fiscales dispuestos en la propia ley. Con una deuda en la barrera del 100%, el objetivo se ha convertido en un imposible.

En tanto que la disposición contempla una revisión en 2015 de las sendas de reducción de la deuda pública y del déficit para el cumplimiento del objetivo referido en 2020, debería aprovecharse la oportunidad para modificarla sustancialmente. En este sentido, Marín (2014) ofrece una serie de alternativas razonables que, en esencia, pasan por ampliar el período de transición más allá de 2020 (al menos, 2025) y soslayar los duros requisitos sobre la dinámica del gasto para reducir el volumen de deuda.

En todo caso, debe quedar claro que la reducción de la deuda pública sobre el PIB será automática y rápida cuando se consolide la recuperación en marcha, el déficit estructural se aproxime a cero y el coste medio de la deuda se sitúe en niveles bajos o, al menos, razonables en perspectiva histórica. La excepción a esta dinámica correctora es la parte de la deuda que no procede del déficit. Las operaciones de rescate al sector financiero, pero también a las haciendas subcentrales, han contribuido a que la deuda pública se haya desbocado en el último quinquenio.

Más aun, y como acertadamente señalan Cuenca y Ruiz Almendral (2014), la forma en la que se están gestionando los mecanismos extraordinarios de liquidez está contribuyendo a generar expectativas de rescate financiero en los gobiernos autonómicos y agravar el problema de la restricción presupuestaria blanda; un problema arrastrado desde el origen por el modelo de financiación de las CC.AA. de régimen común. Problema que no solventa,

---

*Los nuevos mecanismos extraordinarios de liquidez suponen otro rescate encubierto que se concentra en la carga por intereses y que favorece en mayor medida a las comunidades más incumplidoras.*

---

más bien al contrario, el reciente Real Decreto Ley 17/2014, de 26 de diciembre, de medidas de sostenibilidad financiera de las CC.AA. y entidades locales. Los nuevos mecanismos extraordinarios de liquidez regulados en esta norma suponen otro rescate encubierto que se concentra en la carga por intereses y que favorece en mayor medida a las más incumplidoras.

## Referencias

- AIREF (2014a), *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones Públicas* (y Anexos).
- (2014b), *Informe complementario sobre las líneas fundamentales de Presupuestos 2015 de las Comunidades Autónomas*.
- BANDRÉS, E., y M.D. GADEA (2013), "Crisis económica y ciclos regionales en España", *Papeles de Economía Española*, 138: 2-30.
- CASTRO, P. DE; ESTRADA, A.; HERNÁNDEZ DE COS, P., y F. MARTÍ (2008), "Una aproximación al componente

<sup>10</sup> Porque no se deben perder de vista los efectos multiplicadores negativos si se quisiese pasar de forma fulgurante del actual déficit a una posición de superávit (Estrada y Vallés, 2013).

transitorio del saldo público en España", *Boletín Económico del Banco de España*, junio: 70-81.

COMÍN, F. (1996), *Historia de la Hacienda Pública II. España (1808-1995)*, Barcelona, Editorial Crítica.

CONDE-RUIZ, J.I.; DÍAZ, M.; MARÍN, C., y J. RUBIO-RAMÍREZ (2014), *Observatorio fiscal y financiero de las CC.AA. Séptimo informe*, Fedea, 17-10-2014.

CUENCA, A., y V. RUIZ ALMENDRAL (2014), "Budgetary stability in the autonomous regions: Beyond constitutional reform" *Spanish Economic and Financial Outlook*, 3 (4): 53-62.

ESTRADA, A., y J. VALLÉS (2013), "El debate de la consolidación fiscal tras la crisis de 2008", *Cuadernos de Información Económica*, 232: 65-74.

EYRAUD, L., y L. LUSINYAN (2011), "Decentralizing Spending more than Revenue: Does it Hurt Fiscal Performance?", *IMF Working Paper*, 11/226.

FERNÁNDEZ LEICEAGA, X., y S. LAGO (2013), "Sobre el reparto de los derechos de déficit entre las Comunidades Autónomas: ¿Qué nos dicen los datos?", *Revista de Economía Aplicada*, 63: 117-136.

FERNÁNDEZ LLERA, R. (2014), "No culpable: Veredicto sobre el endeudamiento local en España", *Revista General de Derecho Público Comparado*, 15: 1-28.

FERNÁNDEZ LLERA, R., y C. MONASTERIO (2010), "¿Entre dos o entre todos? Examen y propuestas para la

coordinación presupuestaria en España", *Hacienda Pública Española/Review of Public Economics*, 195: 139-163.

FOREMNY, D. (2014), "Sub-national deficits in European countries: The impact of fiscal rules and tax autonomy", *European Journal of Political Economy*, Vol. 34: 86-110.

HERNÁNDEZ DE COS, P., y J. PÉREZ (2013), "La nueva ley de estabilidad presupuestaria", *Boletín Económico del Banco de España*, abril: 65-78.

— (2015), "Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal", *Papeles de Economía Española*, 143:174-184.

LAGO, S. (2013), "The new budgetary stability in Spain: A centralizing approach", *IEB's Report on Fiscal Federalism '12*: 74-77.

LAGO, S., y X. FERNÁNDEZ LEICEAGA (2013), "Las finanzas autonómicas. Expansión y crisis, 2002-2012," *Papeles de Economía Española*, 138: 129-146.

MARÍN, J. (2014), "Entender la sostenibilidad financiera", Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, *Documento de trabajo DT/2014/1*.

RUIZ ALMENDRAL, V. (2013), "The Spanish legal framework to curb the public debt and the deficit", *European Constitutional Law Review*, Vol. 9: 189-204.

## Reformas recientes del entorno de negocio de España: realizaciones y tareas pendientes

Ramon Xifré\*

**A partir de 2012, el Gobierno español ha adoptado una serie de reformas estructurales que tienen como objetivo mejorar el entorno de negocio para las empresas. Los progresos más notables han tenido lugar con la reforma de la Ley concursal, que mejora el equilibrio en la distribución del riesgo entre acreedores y deudores e incluye nuevas disposiciones aplicables a las personas físicas. En cambio, no se ha hecho lo suficiente en la reforma de los servicios profesionales, pese a las promesas realizadas en este sentido. En el resto de áreas, los avances han sido dispares: la reforma de las autoridades de defensa de la competencia y regulatorias ofrece expectativas alentadoras para la toma de decisiones, pero suscita inquietud sobre la independencia y rendición de cuentas; en lo que a la iniciativa emprendedora se refiere, el Gobierno ha centrado sus esfuerzos en reducir los costes para la creación de nuevas empresas, pero sigue careciendo de una estrategia integral; por último, en algunos mercados concretos (electricidad) se han aprobado reformas o se ha incrementado la competencia (gestión de ferrocarriles y aeropuertos), pero no está claro que estas reformas sean suficientes para afrontar los retos pendientes.**

La adecuada regulación del entorno de negocio es una condición esencial para que empresas y países puedan prosperar. En el contexto de la Unión Europea–zona del euro, en el que los países han cedido la soberanía monetaria al Banco Central Europeo (BCE) y la política fiscal nacional está cada vez más bajo la supervisión de la Unión Europea, las reformas estructurales siguen siendo una de las pocas palancas de política económica que aún se rigen estrictamente por directrices nacionales. Por

esta razón, es importante examinar si se han realizado progresos adecuados en este campo.

En noviembre de 2011, las elecciones generales en España depararon un vuelco político, lo que muchos interpretaron como una oportunidad para introducir ambiciosos cambios en favor de la competencia en los principales ejes regulatorios que configuran el clima empresarial. Ahora, a escasos meses de que concluyan los cuatro años de la

\* ESCI–UPF y Public-Private Sector Research Center, IESE.

legislatura, parece un buen momento para hacer balance de los avances conseguidos desde principios de 2012, así como de las principales reformas que siguen estando pendientes.

Así pues, el presente trabajo se centra en las modificaciones regulatorias (es decir, en el ordenamiento jurídico) en las siguientes cinco áreas de política: Iniciativa emprendedora, Defensa de la competencia, Regulación de los mercados de productos y servicios, Ley concursal y Servicios profesionales.

## Seguimiento del progreso en la reforma del entorno de negocio en España

### Ámbito de las reformas

El ámbito de las reformas es muy extenso por lo que, de forma previa a cualquier otra conside-

ración, es necesario definir una estructura conceptual a partir de la cual delimitar los ejes de política a incluir en el análisis. De acuerdo con ello, el presente trabajo sigue la metodología del proyecto *Spanish Reforms*<sup>1</sup>, que clasifica la política económica en seis grandes áreas, divididas a su vez en 18 subáreas o apartados (véase cuadro 1).

Se optó por esta clasificación por ser conforme con la que aparece en los Programas Nacionales de Reforma (PNR) y en los grandes documentos de política económica elaborados por las principales instituciones económicas internacionales (Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y OCDE).

Sobre la base de esta clasificación, es posible seleccionar cinco áreas de política especialmente relacionadas con la reforma del entorno de negocio. Dichas áreas se muestran en el cuadro 2 y se abordarán con más detalle en la siguiente sección:

Cuadro 1

### Clasificación de áreas de política

(nomenclatura de *Spanish Reforms* para áreas y subáreas)

Área temática	Subárea
1. CRECIMIENTO Y COMPETITIVIDAD	1.1. I+D y sociedad del conocimiento 1.2. Internacionalización 1.3. Iniciativa emprendedora 1.4. Educación
2. COMPETENCIA Y REGULACIÓN	2.1. Defensa de la competencia 2.2. Regulación de los mercados de productos y servicios 2.3. Burocracia y entorno de negocio, incluida la Ley concursal 2.4. Servicios profesionales
3. MERCADO LABORAL	3.1. Regulación del mercado laboral 3.2. Políticas activas de empleo
4. SISTEMA FINANCIERO	4.1. Recapitalización y reestructuración 4.2. Otras medidas financieras
5. POLÍTICA FISCAL Y ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	5.1. Gobernanza económica 5.2. Consolidación y reforma fiscal 5.3. Reforma de la Administración Pública
6. ESTADO DEL BIENESTAR	6.1. Seguridad Social y pensiones 6.2. Sistema sanitario 6.3. Otras reformas del Estado del bienestar

Fuente: Proyecto *SpanishReforms*.

<sup>1</sup> *SpanishReforms* es un proyecto académico de carácter no gubernamental que pretende ser un punto de referencia para aquellos que buscan información independiente, rigurosa y actualizada sobre la economía española y el progreso de sus reformas económicas. El principal elemento del proyecto es un sitio web (<http://www.spanishreforms.com>) que realiza un seguimiento periódico del progreso de las reformas económicas adoptadas por el Gobierno español, además de brindar acceso al análisis elaborado por las principales instituciones internacionales sobre la economía española. *SpanishReforms* es una iniciativa de Public-Private Sector Research Center (PPSRC) del IESE Business School, en colaboración con Funcas, Evers y ESCI-UPF.

- √ Iniciativa emprendedora.
- √ Defensa de la competencia.
- √ Regulación de los mercados de productos y servicios.
- √ Ley concursal.
- √ Servicios profesionales.

Esta selección es evidentemente subjetiva, y uno podría alegar que existen otras dimensiones importantes de potencial relevancia para el entorno de negocio que no están cubiertas en detalle aquí. Algunas de las más importantes se

enumeran a continuación, seguidas de un breve repaso de los principales acontecimientos ocurridos desde 2012 en cada una de ellas.

- *Reforma del mercado laboral.* El Gobierno español introdujo profundos cambios en la regulación del mercado de trabajo, articulados en tres ejes: i) la negociación colectiva —facilitando que las empresas individuales puedan descolgarse de los acuerdos suscritos en un ámbito superior; ii) la flexibilidad interna —eliminando obstáculos y cortapisas a la movilidad funcional dentro de las empresas; y iii) el diseño de los contratos —reduciendo el coste de la indemnización por

Cuadro 2

### Principales reformas sobre el entorno de negocio aprobadas desde 2012 y actualmente en vigor, distinguiendo por áreas (nomenclatura de *SpanishReforms* para las subáreas)

Subárea	Reforma
Iniciativa emprendedora	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Real Decreto Ley 4/2013, 22 de febrero de 2013, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo de la creación de empleo.</li> <li>■ Ley 14/2013, 28 de septiembre de 2013, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.</li> <li>■ Real Decreto Ley 3/2014, de 1 de marzo de 2014, de medidas urgentes para el fomento del empleo y la contratación indefinida.</li> </ul>
Defensa de la competencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ley 3/2013, de 4 de junio de 2013, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).</li> </ul>
Regulación de los mercados de productos y servicios	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ley 20/2013, de 9 de diciembre de 2013, de Garantía de la Unidad de Mercado.</li> <li>■ Ley 24/2013, de 26 de diciembre de 2013, del Sector Eléctrico.</li> <li>■ Reformas, de 13 de junio de 2014, de liberalización del transporte ferroviario de pasajeros y entrada del capital privado en el gestor de aeropuertos (AENA).</li> </ul>
Ley concursal	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Real Decreto Ley 4/2014, de 7 de marzo de 2014, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.</li> <li>■ Real Decreto Ley 11/2014, de 5 de septiembre de 2014, de medidas urgentes en materia concursal.</li> <li>■ Ley 17/2014, de 30 de septiembre de 2014, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (modifica al RDL 4/2014).</li> <li>■ Real Decreto Ley 1/2015 de 28 de febrero de 2015, de mecanismo de segunda oportunidad.</li> </ul>
Servicios profesionales	Ninguna <sup>(*)</sup>

*Nota:* (\*) Las reformas adoptadas recientemente para la transposición a la legislación española de la Directiva europea de servicios han mejorado el modo en que los servicios profesionales funcionan en España. No obstante, se precisan acciones adicionales para sustituir las directrices vigentes, así como para mejorar el funcionamiento de las propias asociaciones y colegios profesionales, todo ello en aras de una mayor eficacia de las reformas.

Fuente: Proyecto *SpanishReforms*.

despido en los contratos existentes, e introduciendo una nueva modalidad de contrato para emprendedores que permite al empresario resolver el contrato sin pagar indemnización durante el primer año. Aún es pronto para valorar a fondo los efectos de la reforma pero, tras una evaluación preliminar, la OCDE (2013) concluyó que la reforma ha contribuido a la moderación salarial y ha promovido el uso de la contratación indefinida. A esto se contraponen cierta preocupación por su posible impacto macroeconómico sobre la renta disponible de los trabajadores poco cualificados y la extensión de la pobreza en España.

- **Reforma del sector financiero.** Desde 2009 ha tenido lugar una intensa actividad reformista centrada en el saneamiento de los balances bancarios y la recapitalización de las entidades. La *Evaluación Global* llevada a cabo por el BCE en 2014 examinó a quince bancos españoles, representativos del 90% de los activos del sistema financiero español, detectándose solo un caso de déficit significativo de capital.
- **Mecanismo de financiación de pago a proveedores.** En 2012 el Gobierno aprobó, junto con la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, un nuevo procedimiento para proporcionar liquidez a los proveedores de las administraciones locales y regionales (el FFPP, Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores). Entre 2012 y 2014 (fecha en que fue cerrado), dicho programa contó con una dotación de más de 42.000 millones de euros.

## Reformas implementadas

En el cuadro 2 se detallan las principales reformas legales relativas a las cinco áreas anteriormente citadas que han sido aprobadas por el Gobierno y se encuentran ya en vigor. A continuación se incluye una explicación de los efectos resultantes de dichas reformas sobre el entorno de negocio en España.

## Iniciativa emprendedora

Los principales esfuerzos del Gobierno para la promoción de la iniciativa emprendedora se han volcado en abaratar los costes de establecimiento de las nuevas empresas. Por ejemplo, una de las medidas más destacables incluidas en el RDL 4/2013 fue la drástica reducción de la cotización al régimen de autónomos que deben pagar los jóvenes que deseen establecerse, pasando de los 256 euros mensuales anteriores a los 50 euros. En esa misma línea, la Ley 14/2013 introdujo tímidas reformas en la regulación de la iniciativa emprendedora, con varias medidas *ad hoc*, como la creación de un régimen especial de IVA, las subvenciones fiscales a la I+D y un nuevo estatus jurídico para emprendedores por el que se limita su responsabilidad, orientado a facilitar una segunda oportunidad. Guiado por este mismo espíritu de ahorro de costes, el RDL 3/2014 reduce la aportación empresarial a la Seguridad Social en el supuesto de contratación indefinida de nuevos trabajadores. Así, si una empresa contrata a un trabajador indefinido y ello supone un incremento tanto del nivel de empleo indefinido como del empleo total en la empresa, la cotización a la Seguridad Social a cargo de esta se limita a 100 euros al mes.

No obstante, esta suerte de modelo *low cost* para estimular la iniciativa emprendedora contrasta con el enfoque internacional mayoritario, que tiende a ser más ambicioso, estructural e integral. Las mejores prácticas a favor de los emprendedores y las pymes de nueva creación en el ámbito internacional suelen ir ligadas a la internacionalización y la innovación, haciendo hincapié en impulsar las empresas de alto potencial de crecimiento e intentando garantizar un entorno de negocio que promueva, en su conjunto, la competencia (para una revisión de la situación en España en términos relativos frente a otros países de la OCDE, véase OCDE, 2014).

## Defensa de la competencia

La reforma de la autoridad nacional de la competencia y de los organismos reguladores sectoriales es una asignatura pendiente que lle-

vaba sin abordarse en España desde 2011. Tanto el Gobierno actual como los ejecutivos anteriores incluyeron en sus respectivos Programas Naciona-

---

*El modelo low cost para estimular la iniciativa emprendedora contrasta con el enfoque internacional mayoritario, que suele ir ligado a la internacionalización y la innovación.*

---

les de Reformas un compromiso de reforma del marco institucional de los órganos reguladores y de la competencia. Finalmente, la Ley 3/2013, por la que se crea la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), fue introducida en junio de 2013. La nueva Comisión integra las funciones de la anterior Comisión Nacional de la Competencia (CNC) junto con las de todas las autoridades regulatorias de España, a excepción del regulador del sector financiero. La nueva autoridad entró efectivamente en funcionamiento en octubre de 2013, y en noviembre se nombraron los nuevos cargos de directores generales.

Uno de los aspectos más controvertidos de la reforma es que podría haber sido aprovechada por el Gobierno para “devolver” parte de las competencias regulatorias en materia de competencia a los diversos Ministerios en detrimento de los organismos independientes (la CNC y los reguladores sectoriales). Incluso ha habido requerimientos formales de la Comisión Europea al Gobierno español urgiéndole a preservar la independencia de la nueva macroautoridad reguladora y de la competencia. En estos momentos, está pendiente de determinarse el grado de independencia y rendición de cuentas de la CNMC. Por último, en términos de dotación de personal, no parece que la reforma haya modificado la práctica común de recurrir fundamentalmente a servidores públicos para cubrir las posiciones clave. Como consecuencia, eminentes juristas y directivos de empresa, así como distinguidos académicos, han sido hasta la fecha orillados de los consejos de la nueva CNMC (para una explicación más detallada de la reforma de la CNMC véase Xifré, 2014).

## Regulación de los mercados de productos y servicios

### Ley de Garantía de la Unidad de Mercado

La Constitución Española establece que ninguna Administración Pública está facultada para

---

*La nueva Comisión (CNMC) integra las funciones de la anterior Comisión Nacional de la Competencia (CNC), junto con las de todas las autoridades regulatorias de España, a excepción del regulador del sector financiero. En estos momentos, está pendiente de determinarse el grado de independencia y rendición de cuentas de la CNMC.*

---

adoptar medidas que entorpezcan directa o indirectamente la libre circulación de personas y productos en el interior del territorio nacional o que supongan un obstáculo para el libre establecimiento de nuevas empresas. Tal y como consagra la Constitución, el país se organiza administrativamente como un Estado relativamente descentralizado, con ciertas competencias reguladoras transferidas a las comunidades autónomas o las entidades locales. En consecuencia, la posibilidad de regular formalmente la unidad de mercado en España (es decir, suprimir explícitamente las barreras al funcionamiento y la constitución de empresas) ha representado desde hace mucho tiempo un tema espinoso por sus connotaciones políticas.

La Ley 20/2013, de Garantía de la Unidad de Mercado, busca reducir la presunta segmentación del mercado en España para permitir a las empresas beneficiarse de las economías de escala. A tal efecto, el articulado de la Ley proclama el principio de que cualquier sociedad mercantil (o producto) que opere (o se distribuya) en una parte de España tendrá derecho a circular sin restricciones de ninguna clase dentro del territorio nacional. La Ley también incluye requisitos aplicables a la concesión de permisos y licencias para operar en toda España, con independencia del nivel de la

Administración (central, regional, local) competente para conceder la preceptiva autorización.

La principal dificultad a la que se enfrenta esta Ley es conciliar el respeto a las competencias nor-

---

*La principal dificultad a la que se enfrenta la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado es conciliar el respeto a las competencias normativas y potestades legislativas reconocidas por la Constitución Española a las administraciones locales y regionales y la necesidad de proteger la unidad de mercado en todo el territorio.*

---

mativas y potestades legislativas reconocidas por la Constitución Española a las administraciones locales y regionales y la necesidad de proteger la unidad de mercado. De vulnerarse este principio de "lealtad entre administraciones", la ley correría un alto riesgo de ser invalidada. En este sentido, el Gobierno catalán ha recurrido la Ley ante el Tribunal Constitucional aduciendo que invade sus competencias legales regionales amparadas por la Constitución.

### **Mercados de productos y servicios**

Desde 2012, ha habido cambios sustanciales en dos mercados: el sector eléctrico y el de transporte de viajeros (ferrocarriles y aeropuertos).

#### *Electricidad*

En diciembre de 2013 el Gobierno aprobó la Ley 24/2013 del Sector Eléctrico, que introdujo un modelo "flexible" en la remuneración de, fundamentalmente, las energías renovables (revisable cada seis años) con el objetivo final de reducir las ayudas a este segmento del mercado. La Ley dispone que los ingresos del sistema eléctrico deberán ser suficientes para cubrir todos los costes; por consiguiente, cualquier incremento de los costes en el sistema o disminución de los ingresos (debido a una menor demanda procedente de las empresas y familias) llevará aparejada una reducción de los pagos a los operadores. Además,

introduce un peaje obligatorio al autoconsumo (usuarios del sistema que generan una parte de la electricidad que consumen) y crea un régimen de precios voluntarios para pequeños consumidores que sustituye a la vieja Tarifa de Último Recurso (TUR).

Según la opinión mayoritaria, la Ley del Sector Eléctrico probablemente puede calificarse ya de insuficiente para resolver los problemas del sistema de la tarifa eléctrica. De hecho, en la misma semana en que la Ley superaba el último trámite de su recorrido parlamentario, el Gobierno anunció que modificará el actual mecanismo de fijación

---

*Según la opinión mayoritaria, la Ley del Sector Eléctrico probablemente puede calificarse ya de insuficiente para resolver los problemas del sistema de la tarifa eléctrica.*

---

del precio de la electricidad, mecanismo que aparecía ratificado en la nueva Ley.

#### *Transporte*

El Gobierno anunció en junio de 2014 el comienzo de dos procesos separados que deberían mejorar el funcionamiento del mercado de transporte y abrirlo a la iniciativa privada.

En el sistema ferroviario, el Gobierno permitirá que un operador privado preste servicios de transporte ferroviario de viajeros en competencia con el operador público (Renfe). El nuevo operador podrá establecer libremente los horarios, los precios y tendrá derecho a alquilar el material rodante de una filial de Renfe. Esta licencia se concederá por un plazo inicial de siete años, al término de los cuales se abrirá completamente la puerta a la libre competencia. Por lo que respecta al gestor aeroportuario (AENA), el Gobierno dio entrada al capital privado en la empresa. En febrero de 2015, la empresa salió a Bolsa y empezó a cotizar, conservando el Estado el 51% del capital.

Ambas decisiones parecen ir en la dirección correcta pero su alcance es, en los dos casos,

demasiado limitado. En lo que respecta al sistema ferroviario, la liberalización del transporte de viajeros afecta tan solo a un segmento relativamente pequeño de la red. Además, el verdadero cuello de botella del transporte por ferrocarril en España, el transporte de mercancías, no parece estar en la agenda reformista del Gobierno. En cuanto a la privatización de AENA, algunos expertos consideran que el verdadero habilitador para que el sistema

---

*Las decisiones relativas a los ferrocarriles y los aeropuertos parecen ir en la dirección correcta, pero su alcance es, en ambos casos, demasiado limitado.*

---

de aeropuertos españoles pueda crecer y generar valor añadido no estriba tanto en el tipo de propiedad (privada o pública) sino en el modo de gestionarlo (centralmente organizado frente a impulsado por la competencia). La reforma propuesta por el Gobierno no ahonda en esta segunda dimensión.

## La Ley concursal

En esta área, se han sucedido un gran número de cambios desde 2012. Las primeras reformas, que datan de 2009, iban dirigidas a ampliar los supuestos para poder acogerse al procedimiento simplificado de concurso de acreedores, a reducir los costes y a simplificar las instituciones preconcursales. Esta es una de las líneas en las que han incidido las reformas posteriores a 2012, en particular con el RDL 4/2014, el RDL 11/2014 y la Ley 17/2014. El RDL 4/2014 amplió las opciones disponibles para la reestructuración en los institutos preconcursales. El RDL 11/2014 (modificado luego por la Ley 17/2014) revisó los procedimientos judiciales de reestructuración de deuda y ofreció opciones para promover la liquidación como una solución integrada, en lugar de un punto de vista individual. Por último, la reforma más reciente, el RDL 1/2015, ha introducido la posibilidad de una segunda oportunidad para las personas físicas bajo ciertas limitaciones y concurriendo determinadas circunstancias. La necesidad de adoptar disposiciones legales que facilitasen una segunda oportunidad para las personas físicas fue una de

las recomendaciones más urgentes que las organizaciones internacionales formularon al Gobierno español (véase FMI, 2014).

---

*La necesidad de adoptar disposiciones legales que facilitasen una segunda oportunidad para las personas físicas fue una de las recomendaciones más urgentes formuladas por las organizaciones internacionales. Aunque resulta difícil hacer una valoración de las nuevas reformas de la Ley concursal, parece existir consenso en el sentido de que incentivan a los acreedores a absorber más riesgo en las actividades empresariales.*

---

Resulta difícil hacer una valoración de estas reformas de la Ley concursal. El texto de la Ley original, aprobada en 2003, ha sido modificado por doce reformas y las interpretaciones probablemente no sean concluyentes. No obstante, parece existir consenso en el sentido de que, esencialmente, las reformas permiten que los acreedores absorban más riesgo en las actividades empresariales y creen los incentivos adecuados para ello. Dado que la Ley concursal española mostraba de partida un claro sesgo a favor de los acreedores, las reformas parecen encaminadas a aportar las reglas para unas condiciones de mayor igualdad (para un análisis más extenso véase Celentani y Gómez, 2014).

## Servicios profesionales

Las instituciones internacionales han instado en múltiples ocasiones a España a reformar la regulación de los servicios profesionales (por ejemplo, una de las últimas veces, la del FMI, 2014 y la Comisión Europea, 2014b). Estas recomendaciones coinciden en general respecto a la dirección del cambio requerido: debería reducirse el número de profesiones en las que es obligatorio el registro para poder ejercerlas, y la transparencia y rendición de cuentas de los colegios profesionales debería mejorar con el objetivo general de abrir actividades injustificadamente reservadas en cuanto a su acceso y ejercicio en España. Según el Gobierno, este sector de actividad concentra el

30% del empleo de los titulados universitarios en España.

En el plano legislativo propiamente dicho, en agosto de 2013 el Gobierno publicó un anteproyecto de ley de reforma de servicios profesionales, sin que desde entonces se hayan constatado progresos, por lo que su regulación se mantiene inalterada y es muy probable que siga así hasta que finalice la actual legislatura. El retraso se debe en parte a las presiones y los esfuerzos de cabildeo en contra de la reforma por parte de diversos grupos de interés potencialmente afectados por la nueva regulación (ingenieros de varias especialidades –en algunos casos, con conflictos entre unas y otras–, arquitectos, abogados, farmacéuticos, etc.). Aun así, para ser justos, hay que decir que el Gobierno anterior también se propuso liberalizar este sector de actividad y fracasó en su empeño. La autoridad española de la competencia (CNMC) emitió una valoración del anteproyecto de reforma donde expuso un minucioso y exhaustivo análisis de la situación (CNMC, 2013).

fase de tramitación y que, en principio, deberían entrar en vigor antes del final de la legislatura. El cuadro 3 detalla estas reformas, cuyo objeto es seguir mejorando el marco para la creación de empresas en España.

La redacción de las nuevas leyes no está finalizada, dada la posibilidad de enmiendas al texto durante el proceso legislativo, lo que impide emitir una valoración sobre ellas. Aun así, el aliento de las dos reformas actualmente pendientes de aprobación es mejorar la financiación para las empresas y simplificar el funcionamiento de los puntos de atención al emprendedor.

*La nueva ley para mejorar la financiación empresarial supondrá avances en dos frentes: por un lado, hará más flexible y factible para las empresas el acceso a la financiación bancaria y, por otro, colocará los cimientos regulatorios para seguir desarrollando la financiación no bancaria a través de mercados alternativos.*

Por lo que respecta a la nueva ley para mejorar la financiación empresarial, el borrador aprobado por el Congreso en enero de 2015 puede consul-

## Reformas en el horizonte

Además de las reformas citadas, el Gobierno ha aprobado algunas otras que se encuentran en

Cuadro 3

### Principales reformas relacionadas con el entorno de negocio aprobadas desde 2012 pero aún no en vigor, distinguiendo por área temática

(nomenclatura de *SpanishReforms* para las subáreas)

Subárea	Reforma	Último hito conseguido	Próximo paso
Iniciativa emprendedora	■ Proyecto de Ley para el Fomento de la Financiación Empresarial.	Aprobado por el Congreso. Enero de 2015.	Pendiente de la aprobación del Senado.
	■ Borrador de Real Decreto Ley para simplificar los puntos de atención al emprendedor.	Borrador presentado por el Gobierno. Febrero 2015.	Debate en el Parlamento.
Defensa de la competencia	Ninguna.		
Regulación de mercados de productos y servicios	Ninguna.		
Servicios profesionales	Ninguna.		

Fuente: Proyecto *SpanishReforms*.

tarse públicamente. Sobre la base de dicho texto provisional, la ley supondrá avances en dos frentes: por un lado, hará más flexible y factible para las empresas el acceso a la financiación bancaria y, por otro lado, colocará los cimientos regulatorios para seguir desarrollando la financiación empresarial no bancaria (o directa) a través de mercados y medios alternativos.

En cuanto a los planes para simplificar los puntos de atención al emprendedor, el borrador del RDL aún no se ha remitido al Congreso. En su redacción actual, supone básicamente un desarrollo de la Ley 14/2013 y establece que la red para dar apoyo a quienes deseen crear una empresa se instrumente en forma de ventanilla única en España, con la misma denominación, imagen corporativa y cartera de servicios en todo el territorio.

## Valoraciones y conclusión

El Gobierno español ha mostrado una firme determinación en reformar el entorno de negocio, empujado en parte por las recomendaciones de las organizaciones internacionales como la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional. Estas reformas, que suelen denominarse como reformas estructurales, han incidido con más fuerza en algunas áreas de política que en otras.

Los esfuerzos reformistas del Gobierno han sido especialmente ambiciosos en lo que respecta a la Ley concursal, donde ha adoptado un gran número de las principales recomendaciones formuladas por las instituciones internacionales. La Ley concursal resultante, que ha sufrido frecuentes cambios desde su promulgación en 2003, permitirá equilibrar mejor los riesgos que asumen los acreedores y los deudores, algo que hacía una enorme falta en España.

En cambio, el Gobierno no ha hecho suficiente en lo concerniente a la modernización del sector de servicios profesionales, donde las recomendaciones internacionales son igualmente claras y coherentes. En este terreno, los avances durante los últimos cuatro años han sido escasos. Para agravar más la situa-

ción, el anterior Gobierno, de diferente adscripción política, mostró una ejecutoria similar, al fracasar también en su intento de aprobar una legislación debido a su carácter políticamente sensible.

Aparte de estos dos extremos, los esfuerzos reformistas aplicados sobre los demás ejes del entorno de negocio han arrojado resultados desiguales. La reforma de las autoridades de defensa de la competencia y regulatorias es imperfecta, al no estar claro si el nuevo megaregulador (CNMC) representa una mejora respecto a la arquitectura previa en lo tocante a su independencia y capacidad técnica. Los intentos de fomentar la iniciativa emprendedora parecen enfocarse hacia la reducción de costes, en lugar de perseguir una reforma integral, ambiciosa y verdaderamente estructural. En cuanto a la regulación de los mercados de productos y servicios, se han dado importantes pasos adelante para abrir determinados sectores a la entrada de capital privado, pero el modelo de los aeropuertos sigue adoleciendo de una organización demasiado centralizada.

En conjunto, las reformas del entorno de negocio en España no parecen estar a la altura de lo que requiere la complicada situación del país. Una conclusión preocupante, ya que las reformas estructurales serán probablemente una de las pocas herramientas de política que les quedan a los gobiernos para ejercer su soberanía económica nacional.

## Referencias

- CELENTANI, M., y F. GÓMEZ (2014), "La reforma de la ley concursal: II. ¿Qué esperar", Disponible en: *Nada es Gratis* blog: <http://nadaesgratis.es/celestani/la-reforma-de-la-ley-concursal-ii-qué-cabe-esperar>
- CIARRETA, A.; ESPINOSA, M., y A. ZURIMENDI (2014), "Reform of Spain's professional services market: Implementation of the EU Services Directive", *Spanish Economic and Financial Outlook*, vol.3, 4.
- CNMC (2013), *Informe de Proyecto Normativo 110/13 relativo al Anteproyecto de Ley de Servicios y Colegios Profesionales*, noviembre.

EUROPEAN COMMISSION (2014a), "Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece", *European Economy*, 5-2014.

– (2014b), "Spain – Post Programme Surveillance Autumn 2014 Report European Economy", *Occasional Papers* 206, diciembre.

IMF (2014), Article IV Consultation Spain 2014, *IMF Country Report*, 14/192.

OECD (2013), *The 2012 Labour Market Reform in Spain. A preliminary assessment*, diciembre.

– (2014), "Moving towards a more dynamic business sector in Spain", en *OECD Economic Survey on Spain*, capítulo 2.

XIFRÉ, R. (2014), "Competition and Regulation Reforms in Spain in 2013: The CNMC – An International perspective", *IESE WP-1108-E*.

# La retribución de las energías renovables: retos e incertidumbres

Arturo Rojas y Belén Tubío\*

**La Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico y el Real Decreto 413/2014, de 6 de junio, que regula la actividad de producción de energía eléctrica a partir de fuentes de energía renovables, cogeneración y residuos (el anterior Régimen Especial) han supuesto un cambio radical en el mecanismo de retribución para este tipo de energías y una reducción importante en la rentabilidad de la mayoría de las instalaciones de energías renovables. La seguridad y el nivel de los ingresos futuros que establecía el marco retributivo anterior impulsó el desarrollo de las energías renovables en España hasta alcanzar el 42,8% de la producción total en 2014, según Red Eléctrica de España. Esto nos permitió situarnos como el cuarto país del mundo en capacidad instalada eólica y el primero en termosolar, de acuerdo con el informe de IRENA *Renewable Energy Generation Costs* de enero de 2015. Con el actual marco retributivo, las energías renovables ya no cuentan con una tarifa predeterminada a largo plazo, ya que su retribución es revisable cada seis años. Estos cambios vendrán forzados por los posibles desequilibrios entre los ingresos y los costes regulados del sistema.**

## Desequilibrio del sistema eléctrico

El gran desarrollo de las energías renovables supuso un aumento de los costes para el sistema eléctrico, y por tanto una mayor presión sobre la situación deficitaria de ingresos del sistema. El Ministerio de Industria, Energía y Turismo (Ministerio de Industria) trasladó una parte del incremento en los costes a la tarifa, que aumentó un 63% entre 2003 y 2011, y otra parte al sistema regu-

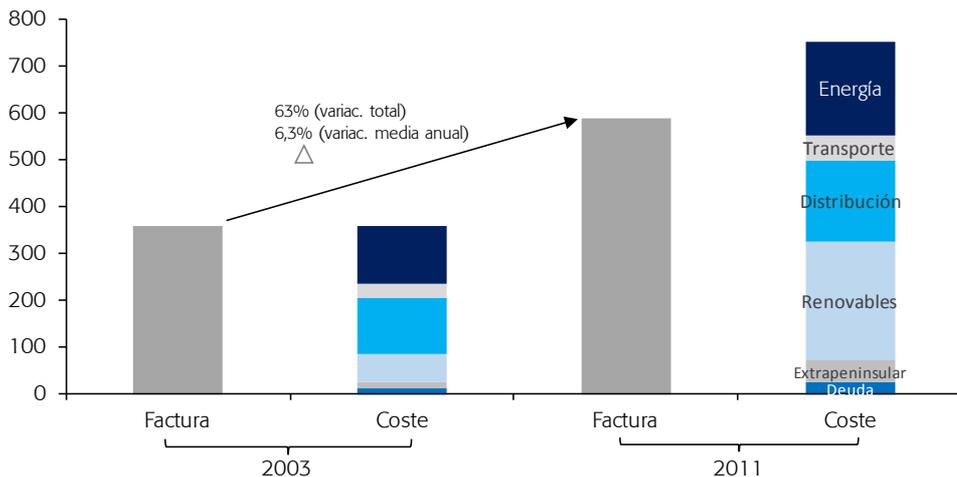
lado, mediante una reducción de su retribución, entre otras a las energías renovables.

El Ministerio de Industria adoptó desde 2012 diversas medidas para reducir los costes del sector, algunas de las cuales afectaron directamente a la retribución de las energías renovables: reducción de horas de funcionamiento a la solar fotovoltaica, eliminación de la opción de venta de energía a precio de *pool* más prima, y supresión de incen-

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

Gráfico 1

Factura anual de un consumidor medio (€/MWh)



	Coste	2003	2011	Incremento	Incremento medio anual
Deuda		12	24	100%	9,1%
Extrapeninsular		12	47	292%	18,6%
Renovables		60	253	322%	19,7%
Distribución		120	176	47%	4,9%
Transporte		31	52	68%	6,7%
Energía		125	199	59%	6,0%
<b>Total</b>		<b>360</b>	<b>751</b>	<b>109%</b>	<b>9,6%</b>

Fuente: Afi a partir de Ministerio de Industria.

tivos para la construcción de las instalaciones en Régimen Especial (RD 1/2012).

La corrección del déficit anual se alcanzó en 2014 con la aplicación de la Ley 24/2013, que tenía precisamente como objetivo dar sostenibilidad económica al sistema. Frente al déficit de tarifa de 3.540 millones de euros registrado en 2013, el último dato conocido (Liquidación 11/2014 de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia –CNMC–) sitúa el déficit de 2014 en 369 millones de euros, motivado principalmente por una demanda eléctrica por debajo de lo previsto en el cálculo de la parte regulada de la tarifa (peajes).

**Marco regulatorio actual**

La retribución de las instalaciones renovables gira sobre la base del concepto de “Rentabilidad Razonable”, que se aplica sobre una “Inversión Ini-

cial” teórica y que se calcula desde el momento en que la instalación entró en explotación. A cada tipo de tecnología se le asigna una Vida Útil Regulatoria, durante la cual podrán percibir un complemento de remuneración sobre la inversión, adicional a los ingresos que obtengan por la venta de energía al precio de mercado. Dicho complemento permite alcanzar la denominada “Rentabilidad Razonable”.

Para tecnologías con costes de operación más elevados (principalmente fotovoltaica, termosolar y cogeneración), la regulación también incluye una Retribución a la Operación por aquella parte de los costes de explotación que no se pueden recuperar a través de la venta de energía en el mercado.

Las instalaciones más penalizadas por el cambio de regulación, en comparación con el último Real Decreto impulsor de las energías renovables (RD 661/2007), han sido, por un lado, los parques eólicos más eficientes, aquellos con mayor

producción por MW instalado, ya que se retribuye la Inversión Inicial con la misma Rentabilidad Razonable independientemente de las horas reales de funcionamiento. Y por otro lado, los parques eólicos más antiguos, previos a 2005, ya que al haber disfrutado más años de la retribución anterior no precisan complemento de retribución para alcanzar la Rentabilidad Razonable desde que entraron en explotación hasta el final de su Vida Útil Regulatoria. Estas instalaciones no cuentan ahora con el componente de retribución a la inversión y, por tanto, su retribución se basa exclusivamente en la venta de energía al precio de mercado. Para estos parques, la caída en los ingresos ha llegado incluso a superar el 50%.

La regulación actual introduce otro riesgo en cuanto a la rentabilidad que perciben las instalaciones, derivado del perfil horario concreto de su producción. Para calcular la inversión regulada pendiente de recuperar o Valor Neto del Activo, el precio medio del mercado se ajusta por un "coeficiente de apuntamiento" único para cada tecnología. El coeficiente de apuntamiento refleja la diferencia entre el precio medio del mercado y los precios horarios efectivamente cobrados por las instalaciones.

Por ejemplo, este coeficiente en el caso de la eólica es menor a 1 (0,8889) ya que estas insta-

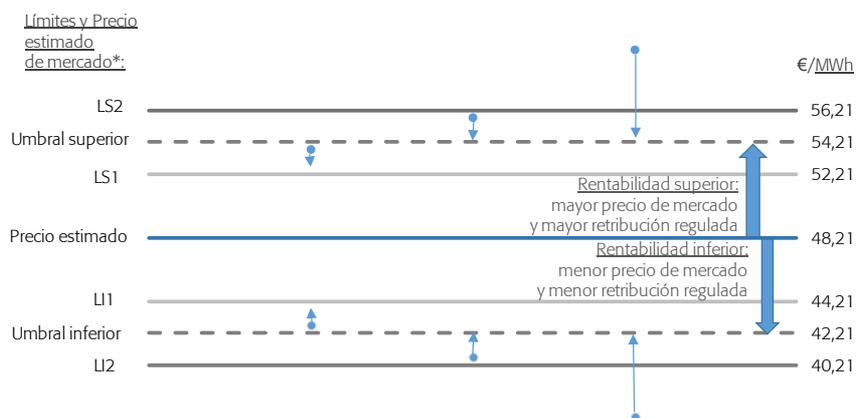
laciones producen en horas en las que el precio de mercado está por debajo de la media, en parte precisamente por la presión a la baja en los precios del mercado que ejerce la producción eólica. Sin embargo, el coeficiente de apuntamiento real no depende solo del tipo de tecnología sino también del emplazamiento, y por tanto, hay plantas que se ven beneficiadas y otras perjudicadas por utilizar un único coeficiente, lo cual afecta directamente a su rentabilidad.

La retribución regulada se revisa cada tres años de acuerdo a las estimaciones de ingresos por la venta de la energía generada valorada al precio medio anual del mercado diario e intradiario, en función de la evolución de los precios del mercado y las previsiones de horas de funcionamiento. Cuanto más alto sea el precio estimado de la energía en el mercado, la retribución regulada que reciben las energías renovables será menor, ya que con precios de mercado más altos se reduce la parte de la inversión que las instalaciones no pueden recuperar vía venta en el mercado.

Parte de la diferencia *ex post* entre el precio de mercado estimado y el precio real se ajusta en la retribución futura. Para cuantificar el ajuste, el Ministerio de Industria establece unos límites superiores (LS1 y LS2) e inferiores (LI1 y LI2) alrededor del precio estimado. Si el precio real supera

Gráfico 2

Mecanismo de ajuste de precios



Nota: (\*) Definidos para cada semiperiodo regulatorio.  
Fuente: Afi a partir de RD 413/2014.

al alza o la baja los límites interiores (LS1 y LI1), se origina un valor de ajuste que será compensado en la retribución regulada de la instalación para el resto de la vida regulatoria, tal y como se muestra en el gráfico 2.

*Las instalaciones más penalizadas por el cambio de regulación han sido, por un lado, los parques eólicos más eficientes, ya que se retribuye la inversión inicial con la misma rentabilidad razonable con independencia de las horas de funcionamiento, y por otro, los parques eólicos más antiguos, ya que no precisan complemento de retribución para alcanzar la rentabilidad razonable, por haber disfrutado más años de la retribución anterior.*

De acuerdo con el precio estimado y los límites que se han fijado para el período 2014 a 2016, el riesgo de variación de precios que asume la instalación queda limitado a un máximo del 12% al alza o a la baja sobre el precio estimado. No obstante,

el ajuste para desviaciones superiores o inferiores al 12% es asimétrico en términos de liquidez, ya que el ajuste se lamina a lo largo de toda la vida útil regulada pendiente. Si el precio del mercado se sitúa por encima del estimado, la instalación percibe todo el valor de mercado de su energía, y el ajuste se traduce en un menor valor de la inversión regulada pendiente de recuperar (Valor Neto de Activo). Por el contrario, si el precio de mercado se sitúa por debajo del estimado, las instalaciones reciben menos ingresos, aunque dispondrán de un mayor valor de la inversión por la parte que no han recibido del mercado, por encima de la franquicia del 12%.

Si la regulación anterior aislaba a las energías renovables de las variaciones en el precio de mercado, ahora las energías renovables están expuestas a la tendencia en el precio de mercado. Por ejemplo, en 2014, el precio medio del mercado diario se ha situado en 42,13 €/MWh, inferior en 6,38 €/MWh al previsto por la CNMC para el ejercicio 2014, con lo que se reducen los ingresos previstos en el corto plazo, provocando tensión en la liquidez. A partir del próximo semiperíodo regu-

Gráfico 3  
**Precio medio de mercado diario e intradiario histórico, precio estimado y límites definidos en la Orden IET/1045/2014**  
 (euros/MWh)



Fuentes: Afi a partir de OMEI y Orden IET 1045/2014.

latorio (que empieza en 2017) se comenzará a practicar el ajuste correspondiente hasta el final de la Vida Útil de las instalaciones.

Los precios estimados están en la media de los observados en el mercado en los últimos años.

## Estancamiento en la potencia instalada

La entrada en vigor del RD 1/2012, suprimió los incentivos económicos para nuevas plantas renovables, cogeneradoras y residuos, y se suspendió el proceso de preasignación. El resultado fue la finalización del proceso inversor en nuevas instalaciones de fuentes renovables, cogeneración y residuos, cuya capacidad instalada había estado creciendo a un ritmo promedio anual de 14% desde 2004.

En el futuro, el otorgamiento del actual régimen retributivo específico se establecerá mediante un procedimiento de concurrencia competitiva (RD 413/2014 y Ley 24/2013). No obstante, exis-

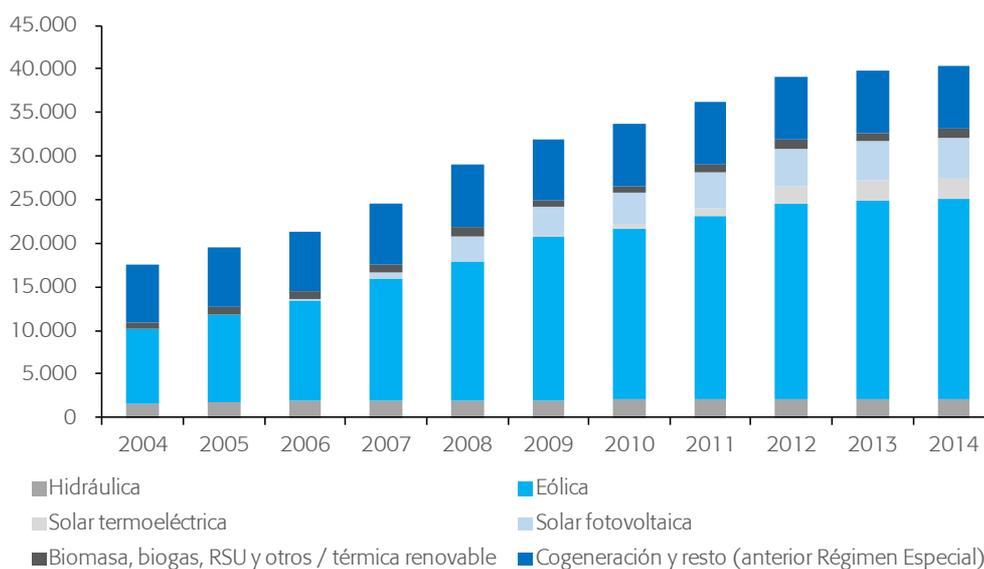
ten ciertas excepciones recogidas en la actual legislación: un cupo de 120MW disponible para instalaciones diferentes a la eólica y solar (principalmente cogeneración) y una convocatoria para parques eólicos por una potencia total de 450MW en territorio canario.

*En el futuro, el otorgamiento de incentivos a energías renovables se realizará mediante concurrencia competitiva, lo que facilitará la reducción de costes de generación. De hecho, los costes de generación de las renovables se han reducido en los últimos cuatro años hasta situarse en niveles cercanos a los de las energías convencionales.*

Para cumplir con el compromiso energético fijado por la Directiva 2012/27 de la Unión Europea, para 2020 se necesitarían instalar en España entre 6.600MW y 8.500MW de energías renovables, 76% eólica y 16% fotovoltaica que, junto con otras medidas de mejora en la eficiencia energética, permitieran reducir la intensidad energética

Gráfico 4

### Evolución de la potencia instalada de energías de fuentes renovables y cogeneración



Fuente: Afi a partir de Red Eléctrica de España Informe Anual.

final en un 1,6%, según el Plan de Desarrollo de la Red de Transporte de Energía Eléctrica 2015-2020 de Ministerio de Industria de noviembre de 2014.

El coste para el sistema de la introducción de esa nueva capacidad no debería implicar un incremento tan sustancial como en la experiencia anterior, en la medida en que el coste de generación de la mayor parte de las energías renovables (*Levelized Cost of Energy*) se ha reducido sobre todo en los últimos cuatro años, hasta situarse en niveles mucho más competitivos, esto es, más cercanos a los costes de generación convencionales. Según el estudio realizado por IRENA *Renewable Energy Generation Costs* de enero 2015, el gran desarrollo e instalación de capacidad de las distintas tecnologías renovables ha ayudado a reducir sus costes de generación significativamente en el período 2010-2014.

Con una capacidad instalada mundial mayor a 179 GW, el coste de la energía fotovoltaica a gran escala ha caído a la mitad desde 2009, hasta

situarse en 100-255 €/MWh, dependiendo de la ubicación (tipo de cambio USD/Eur 1,1x), gracias a una reducción tanto del coste de los módulos en un 75%, como de los costes de instalación. Con una capacidad instalada mayor a 350 GW en todo el mundo, el coste de generación de la energía eólica ha caído entre un 7% y un 12%, situándose entre 55-82 €/MWh. La tecnología termosolar aún se encuentra en un estado de desarrollo menos avanzado que las anteriores, con una capacidad de 5GW instalados en todo el mundo. Al igual que ha ocurrido con la eólica y la fotovoltaica, se espera que su coste de generación siga cayendo en la medida en que se acelere su desarrollo.

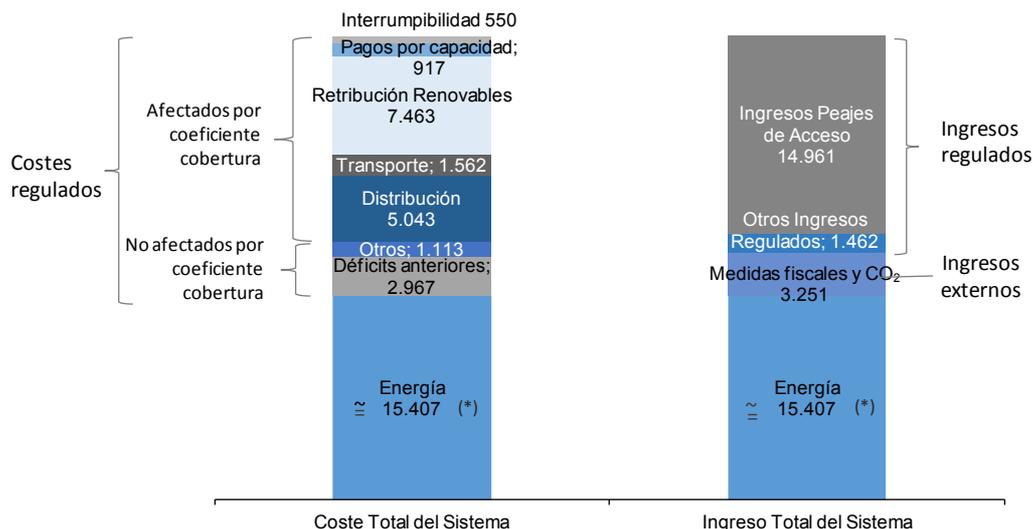
## Sostenibilidad del sistema: equilibrio entre ingresos y costes

La continuidad del modelo retributivo actual depende en gran medida de que no vuelvan a producirse déficits de tarifa. Los ingresos del sistema se componen de la tarifa eléctrica y de ingresos

Gráfico 5

### Ingresos y costes regulados del sistema, 2014

(millones de euros)



Nota: (\*) Considerando precio final según OMEI 57€/MWh (fuente OMEI) y generación eléctrica de 267,012GWh (fuente REE), 2014.

Fuentes: Afi a partir de datos de CNMC *Previsión de la Liquidación 2014*, OMEI y REE.

externos (medidas fiscales en apoyo de los ingresos del sistema), y han de ser suficientes para cubrir los costes del sistema eléctrico (coste de la energía y los costes regulados).

La actual normativa establece mecanismos para equilibrar los desvíos que afectarán a la retribución de las energías renovables:

*Coefficiente de cobertura.* La novedad más relevante de la Ley 24/2013 ha sido la supresión de la distinción entre las energías en Régimen Especial y las del Régimen Ordinario de las empresas eléctricas tradicionales. El Régimen Especial ha perdido la protección de ingresos y el trato diferencial en cuanto a la financiación de desvíos de ingresos, aunque siguen manteniendo prioridad de despacho (en el orden de prelación de vertido de la energía).

Cuando los ingresos regulados no son suficientes para pagar todos los costes del sistema, se establece un coeficiente de cobertura que se define como la relación entre costes e ingresos del sistema regulado.

El coeficiente de cobertura minorará los cobros de las actividades reguladas (incluida la retribución de las energías renovables). El desvío podrá ser de carácter intra-anual o persistir al cierre del ejercicio. De persistir estas diferencias al cierre del ejercicio, se originan derechos de cobro futuros que se deberán devolver en los siguientes cinco años. Como mitigante, ese déficit financiado por los sujetos del sistema tiene un límite. No podrá suponer más del 2% de la retribución anual y su deuda no podrá superar el 5% de los ingresos estimados del sistema para dicho ejercicio. En caso que se sobrepasaran esos límites, se deberán revisar los peajes o cargos que correspondan al menos en un total equivalente a la cuantía en que se sobrepasen los citados límites. La reducción de los ingresos que supondrá la aplicación del coeficiente de cobertura pone presión sobre la liquidez de los operadores de las energías renovables, quienes no están pudiendo financiarlos ya que no cuentan con certificación que dé lugar a los mencionados derechos de cobro.

*Modificación de la retribución de las energías renovables.* El Ministerio de Industria podrá ajustar la retribución de las renovables de acuerdo con “la situación cíclica de la economía, de la demanda eléctrica y la rentabilidad adecuada para estas actividades (art 14.4 Ley 24/2013)”, para lo cual puede modificar todos los parámetros de retribución salvo el valor de la Inversión Inicial y la Vida Útil.

Actualmente la Rentabilidad Razonable es el 7,389% para instalaciones con derecho a la percepción del régimen económico primado. Este nivel se ha definido como 300 puntos básicos por encima de la rentabilidad de los últimos diez años, de las obligaciones del Estado a diez años. La Rentabilidad Razonable se podrá revisar para cada período regulatorio de seis años en base a la rentabilidad de dichas Obligaciones del Estado durante los veinticuatro meses anteriores al mes de mayo previo al comienzo del nuevo período regulatorio.

Para el próximo período regulatorio, de mantenerse el diferencial en 300 puntos básicos, la Rentabilidad Razonable podría caer hasta el 5,2%, considerando los tipos *forward* de las obligaciones del Estado a diez años correspondientes (2,2% para el siguiente período regulatorio que empieza en 2020 y de 2,7% para el período regulatorio que empieza en 2026).

---

*Actualmente, la rentabilidad razonable es el 7,4%: 300 puntos básicos por encima de la rentabilidad de las obligaciones del Estado de los últimos diez años. Para el próximo período regulatorio, de mantenerse el diferencial de 300 puntos básicos, podría caer hasta el 5,2%, considerando los tipos forward de esos mismos títulos.*

---

## Riesgos de la retribución de las energías renovables

*Riesgo a variaciones en el precio del pool.* Una subida en los precios del mercado eléctrico por

encima de los precios estimados en el cálculo de la retribución regulada (49,5 €/MWh en 2015) supone directamente un aumento en los ingresos de las instalaciones de energías renovables. Una parte de la subida (al menos aquella que supere el 12%) se compensará a futuro mediante una reducción del Valor Neto de Activo.

Una subida intensa y prolongada en los precios del mercado eléctrico ejerce presión en el sistema, principalmente en la medida en que dicha subida venga ocasionada por un *shock* externo (y no por un aumento en la demanda eléctrica), al obligar a encarecer el coste para los consumidores. Existe el riesgo de que falte voluntad política para trasladar la subida del precio de mercado íntegramente a los consumidores. En este escenario entraría en juego, en primer lugar, el coeficiente de cobertura,

*El nivel de la retribución de las instalaciones de energías renovables ya no está aislado de la situación del mercado. Las tecnologías más competitivas, como es el caso de la eólica, están más afectadas por variaciones en el precio del pool, debido a que sus ingresos dependen en mayor medida de la venta en el mercado.*

que reparte la financiación del déficit entre todos los agentes con una reducción de hasta el 2% de sus ingresos; y en segundo lugar, el déficit de ingresos obligaría a una revisión a la baja de los costes del sistema, incluida probablemente una bajada en la retribución de las energías renovables.

Una subida de precios provocada por un aumento en la demanda, no pondría necesariamente presión sobre la tarifa, debido a que los ingresos del sistema aumentarían por este motivo, aliviando el riesgo de desvío entre ingresos y costes.

El escenario más favorable para las instalaciones de energías renovables es una subida moderada de los precios del *pool*, que los sitúe en la banda en los que la subida del precio de mercado no está afectada por el mecanismo de ajuste, y además no supone una presión excesiva sobre la tarifa eléctrica.

Las tecnologías más competitivas son las que más se benefician por el aumento en el precio de mercado, ya que su retribución depende en mayor medida de este último y por tanto están menos expuestas al riesgo regulatorio y político mencionado.

De hecho, si el aumento en el precio fuera lo suficientemente elevado, algunas tecnologías dejarían de necesitar retribución adicional a la de mercado, ya que podrían cubrir sus costes de explotación y la inversión con ingresos por venta de energía a mercado. En ningún caso el aumento de la retribución de mercado, hasta el punto de perder la retribución regulada, puede resultar en que la instalación tenga que devolver la retribución recibida.

Por el contrario, una caída en los precios del *pool* provocaría una reducción directa en los ingre-

Cuadro 1

### Contribución de ingresos del mercado y de la retribución regulada a la Retribución Total (\*)

(porcentaje)

Tecnología	Eólica		Solar	
	Más antiguas (hasta 2003)	Más nuevas (a partir de 2008)	Fotovoltaica	Termosolar
Ingresos por venta de energía a mercado	100	<50	13	17
Retribución a la inversión	0	>50	81	70
Retribución a la operación	0	0	6	13
	100	100	100	100

Nota: (\*) Porcentajes medios calculados para la retribución de 2014 tomando el precio estimado de mercado.

Fuente: Orden IET 1045/2014.

sos de las instalaciones, con las consiguientes tensiones de liquidez para la instalación renovable, aunque a largo plazo se compense parcialmente en el reconocimiento de un mayor valor neto actual de la inversión. Las tecnologías menos competitivas se encontrarían en mejor situación, porque dependen en menor medida del precio de mercado.

*Caída de la demanda eléctrica.* Las energías renovables, cogeneración y residuos cuentan con prioridad de despacho, lo cual implica que toda la energía que pueden producir la venden a mercado. No obstante, en el marco regulatorio actual las instalaciones de energías renovables están expuestas al riesgo de demanda. Una caída en la demanda eléctrica reduce los ingresos del sistema (peajes y cargos), mientras que los costes se mantienen en gran parte constantes, por lo que se generaría un déficit. Dicho desajuste en el corto plazo se financiaría por los sujetos del sistema, en principio, respetando los límites mencionados (del 2% y 5%), superados los cuales se debería proceder a modificar las tarifas de acceso. Debido a la posible reticencia de hacerlo, cabría otra vez la posibilidad de una disminución de la retribución de las energías renovables, vía reducción en la Rentabilidad Razonable.

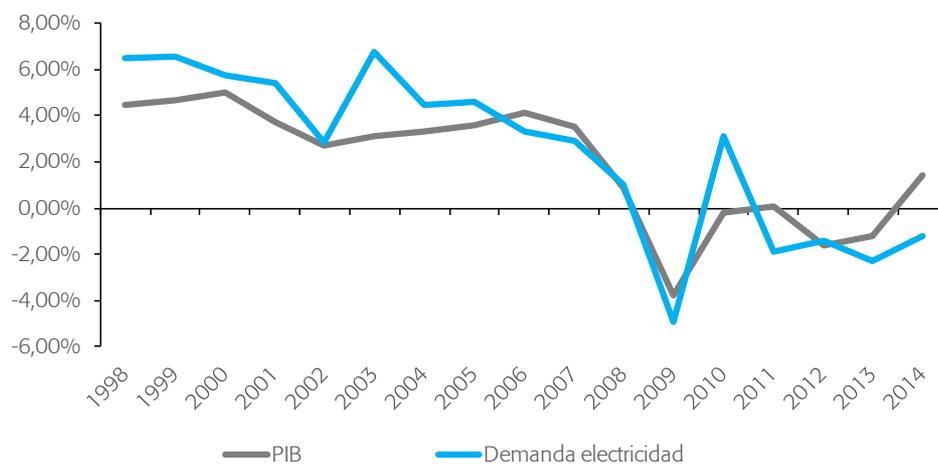
Una caída en la demanda podría venir acompañada de un descenso en el precio de mercado, reduciendo los ingresos de las instalaciones por doble vía, tal y como ocurrió en 2014, aunque de forma moderada. En el caso particular de 2014, los ingresos de las instalaciones de energías renovables no se han visto especialmente afectados, ya que excepcionalmente habían estado cobrando unas primas correspondientes al marco regulatorio anterior, que se han estado devolviendo en 2014. Con esta liquidez excedentaria, no han sufrido la restricción en sus ingresos provocada la caída en la demanda y precios de 2014.

El crecimiento previsto en el PIB para 2015 debería impulsar una recuperación de la demanda de energía eléctrica. Antes de la crisis de 2008, los aumentos en el PIB venían acompañados por aumentos aún mayores en la demanda energética (elasticidad  $> 1$ ). De igual manera, durante los últimos años la reacción de la demanda ha sido inferior al movimiento del PIB (gráfico 6). A largo plazo, la elasticidad de la demanda de electricidad al PIB podría situarse por debajo de la unidad, en sintonía con el resto de la UE, debido a una mejora en la eficiencia energética y/o a un cambio en la estructura productiva, hacia un *mix* menos intensivo en consumo energético, esto es, menos

Gráfico 6

### Demanda eléctrica y PIB

(tasa de crecimiento anual)



Fuente: Red Eléctrica de España.

dependiente en industria, construcción y transporte, y más dependiente en servicios.

El PIB creció un 1,4% en 2014, mientras que la demanda eléctrica cayó un 1,2% (-0,2%, corregida por los efectos de la laboralidad y la temperatura, según Red Eléctrica de España). La evolución de la demanda en 2015, con un crecimiento más asentado de la actividad, servirá para confirmar el posible cambio en la estructura de la demanda. Cabe destacar que en enero de 2015, la demanda ha crecido en 2,8% respecto de enero de 2014, apuntando otra vez a una elasticidad superior a la unidad.

## Apetito inversor

El nuevo marco regulatorio deja algunas incertidumbres en lo que se refiere al nivel de la retribución que, aunque se puedan considerar acotadas, exigirían una rentabilidad algo superior a la Rentabilidad Razonable.

El caso de la reciente salida a bolsa de Saeta Yield, S.A. sirve como referencia del nivel de rentabilidad que los inversores exigen para este tipo de activos regulados. El 16 de enero de 2015, ACS sacó a bolsa el 51% de una cartera de 538,5MW de parques eólicos y 149,8MW de termosolares en explotación, todas beneficiadas por el actual régimen retributivo específico para instalaciones

de energías renovables. Al precio de salida, el valor de la capitalización bursátil y la deuda financiera neta, por un total de 1.961 millones de euros, fue superior a la valoración de sus activos de acuerdo con la retribución (Valor Neto de los Activos de 1.560 millones de euros). De mantenerse la regulación actual, los inversores tendrían una expectativa de rentabilidad al precio de salida a bolsa, de un 6,3%, más la rentabilidad que se pueda obtener de la instalación con los precios de mercado una vez agotada la vida útil regulatoria (cuadro 2).

## Conclusiones

Los incentivos económicos de marcos regulatorios anteriores impulsaron el desarrollo de las energías renovables en España. Una vez que las instalaciones eléctricas de fuentes renovables han pasado a generar más del 40% de la energía demandada, su retribución no se ha podido mantener aislada de la situación del mercado eléctrico.

El marco retributivo actual deja abiertas variables de ajuste en la retribución a la situación del sector: el mecanismo de ajuste de precios, la financiación de posibles desvíos a través del coeficiente de cobertura y la modificación de los niveles de rentabilidad.

La financiación de nuevas instalaciones podrá estructurarse teniendo en cuenta los flujos de caja actuales, pero habrá que aplicar ratios de cobertura del servicio de la deuda que puedan encajar en escenario de revisiones a la baja en la retribución.

En cuanto a la capacidad ya instalada, el margen de maniobra es escaso, más allá de estrategias de integración de instalaciones para conseguir ahorros de costes por un mayor volumen.

El actual contexto de bajos tipos de interés favorece que exista interés inversor por activos regulados que ofrecen un razonable grado de previsibilidad en su generación de caja, y que en escenarios de estabilidad en el sector eléctrico, propiciados por una recuperación de la demanda de electricidad, ofrecerán una rentabilidad a largo plazo sobre la inversión reconocida superior al 5%.

Cuadro 2

### Salida a bolsa SAETA y expectativa de rentabilidad

Capitalización bursátil	852
Deuda financiera*	1.108
Valor empresa (millones de euros)	1.961
Valor regulatorio (VNA) (millones de euros)	1.560
Rentabilidad razonable de valor regulatorio	7,398%
Rentabilidad razonable x VNA/ (Capitalización+Deuda):	5,9%
<b>Coste de capital implícito (Estimación Afi)</b>	
Coste de la deuda (promedio actual)	4,5%
Coste Fondos Propios antes de impuestos	7,8%
<b>Coste Fondos Propios después de impuestos</b>	<b>6,3%</b>
Coste ponderado de capital antes de impuestos	5,9%

Nota: \* Considerando reducción de deuda según notificación a CNMV del 12/02/15 y la información del folleto del 30/1/2015.

Fuente: Estimación Afi.

## La exposición de la banca extranjera a España y de la banca española en el exterior

Joaquín Maudos\*

**El regreso de la economía española a tasas de crecimiento positivas desde mediados de 2013 ha tenido un impacto favorable sobre la recuperación de la confianza de la banca extranjera, que ha aumentado su exposición a España, tanto a la deuda emitida por los bancos como por el sector público. Si bien la exposición a la deuda de las empresas se ha reducido, la caída no debe interpretarse como una pérdida de confianza, ya que ha tenido lugar en un contexto de intenso desapalancamiento. En este mismo periodo de crecimiento económico, la banca española ha incrementado el valor de sus inversiones en el exterior, pero su exposición a los países con mayores riesgos geopolíticos (Grecia y Rusia) es ciertamente marginal. El objeto de este artículo es analizar los cambios en la exposición de la banca extranjera a la deuda española y de la banca española en el exterior, con particular atención al caso de Grecia.**

La crisis de la deuda que estalló en la eurozona en mayo de 2010 dio lugar a una fuga de capitales en diversos países de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El periodo de inestabilidad financiera con fuertes subidas de las primas de riesgo situó a la eurozona al borde del abismo, habiéndose producido fugas de capitales en los países periféricos. La tensión fue de tal intensidad que obligó a un compromiso conjunto de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Banco Central Europeo (BCE) apoyando el euro. Gracias sobre todo a las acciones

del BCE, desde mediados de 2012 se han relajado las primas de riesgo y regresado la confianza de los inversores.

En lo que se refiere a la economía española, la desconfianza inicial de la inversión extranjera dio paso en 2013 y 2014 a un periodo de recuperación tanto en la inversión directa como en cartera. Y este regreso de la confianza también ha tenido lugar en el caso concreto de la banca extranjera, que desde mediados de 2012 ha aumentado su exposición a la deuda pública española.

\* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del IVIE y colaborador del Cunef. Este artículo se inscribe en los proyectos de investigación ECO2013-43959-R del Ministerio de Ciencia e Innovación y PROMETEOII/2014/046 de la Generalitat Valenciana.

A la hora de interpretar los resultados de la variación de la exposición de la banca extranjera a un determinado país es muy importante tener en cuenta si tiene lugar en un contexto de endeudamiento o, por el contrario, de desapalancamiento. En el primer caso, si la banca extranjera aumenta su exposición será una buena señal de que confía en esa economía. Pero si la banca extranjera reduce su exposición en un contexto de desapalancamiento no debe interpretarse necesariamente como una pérdida de confianza, ya que sería un proceso lógico asociado a la amortización de la deuda. Este es un aspecto que debe ser tenido muy en cuenta en el caso español, ya que en los últimos años convive un desapalancamiento del sector privado como un aumento del endeudamiento del sector público. Por tanto, es importante analizar de forma desglosada la exposición de la banca extranjera, distinguiendo entre la exposición a la deuda pública y la exposición a la privada (tanto bancaria como de las empresas no financieras).

En este contexto, el objetivo de este artículo es examinar los cambios que se han producido antes y después del verano de 2012 en la exposición de la banca extranjera a España, distinguiendo entre deuda pública y privada, así como por países. También se analiza si con la recuperación del PIB desde la segunda mitad de 2013 se afianza la recuperación de la confianza de la banca extranjera. Asimismo, se desagrega la exposición de la banca española en el exterior, viendo en qué países y tipo de deuda invierte.

Un objetivo adicional del trabajo es analizar la exposición de la banca internacional a la economía griega, dado el interés actual por este tema tras los acontecimientos más recientes que se han producido en Grecia con un cambio de Gobierno y el riesgo geopolítico que ha dado lugar como consecuencia de su propuesta de reestructuración de la deuda. Para ello, se contempla la evolución de la exposición de la banca extranjera (entre ella la española) a Grecia desde diciembre de 2010 hasta septiembre de 2014 (último dato disponible que ofrece el Banco Internacional de Pagos de Basilea [BIS]), así como la imagen más reciente de dicha exposición.

## El regreso de la confianza de la banca extranjera hacia España

Como muestra el cuadro 1, el periodo más intenso de la crisis de la deuda soberana, que duró hasta mediados de 2012, supuso una reducción del 12,4% (122.200 millones de dólares) de la exposición total de la banca extranjera a España, siendo la caída del 25,7% en el caso de la exposición directa, mientras que la indirecta (avales, garantías, derivados, etc.) aumentó un 20,9%. Por tipo de deuda, la exposición a la deuda emitida por los bancos fue la que más cayó (un 41,7%), siendo también intensa la reducción de la exposición al sector público (31,6%).

Frente a esta “fuga de capitales”, desde mediados de 2012 ha regresado la confianza de la banca extranjera hacia España. Si bien la exposición total ha caído casi un 15,9%, se debe a la reducción de la exposición indirecta. En cambio, la banca extranjera ha aumentado con intensidad la tenencia de deuda pública española (en un 30,9%) y también la deuda emitida por los bancos (un 13,7%). La tenencia de deuda emitida por el sector privado no financiero ha caído, pero es importante tener en cuenta en la interpretación de esta caída que las empresas españolas han realizado un intenso desapalancamiento, que ha sido necesario para reducir el elevado nivel de endeudamiento. Así, de junio de 2012 a septiembre de 2014, la deuda de las sociedades no financieras españolas ha descendido un 17,2%, por lo que es lógico que la banca extranjera haya reducido sus tenencias de este tipo de deuda.

El desglose de la información que ofrece el BIS por países indica que en el caso de la deuda pública, ha sido la banca alemana y estadounidense las que más han incrementado la tenencia de deuda pública española (5.400 y 4.500 millones de dólares, respectivamente), mientras que la banca británica ha reducido su tenencia en 3.500 millones de dólares. En el caso de la deuda emitida por la banca española, es la banca francesa con diferencia la que más ha aumentado su exposición a España, con un incremento de deuda de 20.000 millones de dólares.

Cuadro 1

## Variación en la exposición de la banca extranjera a España

Jun 12 - Sep 14	Bélgica	Francia	Alemania	Italia	Japón	Suiza	Turquía	Reino Unido	Estados Unidos	Resto de países	Total
Millones de dólares											
<b>Total</b>	-1.386	12.010	-17.524	-1.737	1.621	4.638	160	-379	-121.127	-14.115	-137.839
<b>Exposición directa</b>	-1.361	16.108	-13.405	-741	-180	117	142	-20.446	639	-16.625	-35.752
Bancos	-159	19.990	-881	3.951	-293	-3.969	107	5.768	-1.398	-5.244	17.872
Sector público	927	3.899	5.403	600	2.459	1.581	0	-3.548	4.539	5.756	21.616
Sector privado no bancario	-2.131	-6.759	-17.927	-5.298	-2.346	2.654	35	-22.666	-2.502	-16.887	-73.827
<b>Exposición indirecta</b>	-25	-4.098	-4.119	-996	1.801	4.521	18	20.067	-121.766	2.510	-102.087
Variación (%)											
<b>Total</b>	-12,7	8,3	-10,9	-4,9	6,7	18,1	842,1	-0,3	-52,4	-12,9	-15,9
<b>Exposición directa</b>	-13,8	14,1	-10,9	-3,3	-0,8	0,7	1.092,3	-26,3	1,5	-17,5	-6,8
Bancos	-4,6	87,6	-2,3	83,7	-10,3	-44,5	1.783,3	47,0	-9,1	-24,5	13,7
Sector público	124,6	24,3	22,4	11,4	30,3	123,7	0,0	-78,6	75,0	148,2	30,9
Sector privado no bancario	-37,7	-9,1	-29,9	-43,2	-21,7	35,3	500,0	-37,2	-11,6	-24,2	-22,9
<b>Exposición indirecta</b>	-2,4	-13,2	-10,9	-7,6	78,7	58,8	300,0	43,6	-64,7	17,2	-29,9
Dic. 10 - Jun. 12	Bélgica	Francia	Alemania	Italia	Japón	Suiza	Turquía	Reino Unido	Estados Unidos	Resto de países	Total
Millones de dólares											
<b>Total</b>	-11.493	-30.024	-63.765	-7.273	-3.082	-30	-431	-18.606	55.453	-42.961	-122.212
<b>Exposición directa</b>	-11.625	-26.174	-59.367	-7.402	-1.687	-131	-427	-29.450	-1.736	-43.364	-181.363
Bancos	-7.037	-15.992	-36.955	-3.618	-1.943	1.025	-433	-8.840	-1.693	-17.734	-93.220
Sector público	-2.658	-14.245	-4.439	21	-726	-1.229	0,0	-5.075	2.285	-6.246	-32.312
Sector privado no bancario	-1.928	2.980	-17.973	-3.586	982	28	6	-15.536	-2.328	-19.567	-56.922
<b>Exposición indirecta</b>	132	-3.850	-4.398	129	-1.395	101	-4	10.844	57.189	403	59.151
Variación (%)											
<b>Total</b>	-51,2	-17,1	-28,5	-17,1	-11,4	-0,1	-95,8	-13,1	31,5	-28,1	-12,4
<b>Exposición directa</b>	-54,0	-18,6	-32,6	-25,0	-7,2	-0,7	-97,0	-27,5	-3,9	-31,3	-25,7
Bancos	-66,9	-41,2	-49,0	-43,4	-40,5	13,0	-98,6	-41,9	-9,9	-45,3	-41,7
Sector público	-78,1	-47,0	-15,5	0,4	-8,2	-49,0	0,0	-52,9	60,7	-61,7	-31,6
Sector privado no bancario	-25,4	4,2	-23,1	-22,6	10,0	0,4	600,0	-20,3	-9,7	-21,9	-15,0
<b>Exposición indirecta</b>	14,4	-11,0	-10,4	1,0	-37,9	1,3	-40,0	30,8	43,6	2,8	20,9

Fuente: BIS.

## Desapalancamiento privado vs. endeudamiento público

Si centramos la atención en cómo ha variado la exposición de la banca extranjera a España desde el apoyo del BCE al euro a mediados de 2012, tiene interés analizar si con la recuperación de la economía española desde mediados de 2013 (la tasa de crecimiento del PIB es positiva desde el tercer trimestre), se ha afianzado la confianza de la banca extranjera. Para ello, comparamos la variación de la exposición de la banca extranjera de junio de 2012 a junio de 2013, con la que ha tenido lugar desde junio de 2013 hasta septiembre de 2014.

*La confianza de la banca extranjera en la deuda española ha mejorado notablemente desde el apoyo del BCE al euro a mediados de 2012. En particular, los bancos extranjeros han incrementado desde entonces su exposición a la deuda pública española en 21.600 millones de dólares, especialmente desde que la economía española ha entrado en tasas de crecimiento positivas.*

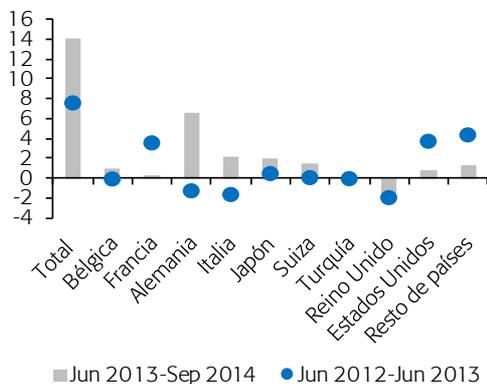
Como muestra el gráfico 1, en el caso de la exposición directa en forma de compra de deuda, el intenso desapalancamiento que ha realizado el sector privado de la economía española (tanto

Gráfico 1

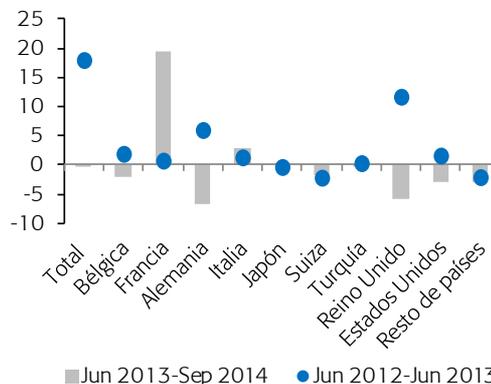
### Variación en la exposición de la banca extranjera a España: exposición directa

(miles de millones de dólares)

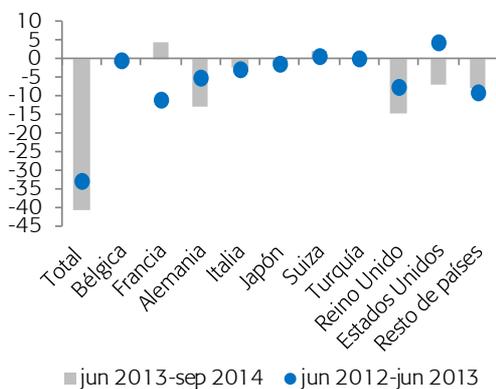
1.1 - Sector público



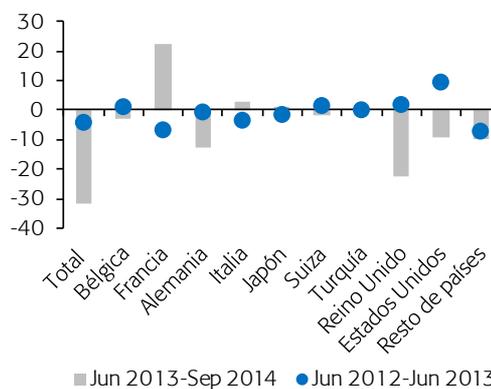
1.2 - Bancos



1.3 - Sector privado no bancario



1.4 - Total exposición directa



Fuentes: BIS.

empresas como familias) explica que la tenencia de deuda española en manos de la banca extranjera se haya reducido, con más intensidad desde junio de 2013. En concreto, la reducción ha sido de 31.800 millones de dólares de junio de 2013 a septiembre de 2014. Es la banca de Alemania y Reino Unido la que más ha disminuido su exposición a España. En cambio, la banca francesa ha incrementado sustancialmente su exposición a España (22.700 millones de dólares), siendo mucho menor el aumento de las compras de deuda española por parte de bancos italianos (2.600 millones de dólares).

Este comportamiento agregado esconde importantes diferencias por tipo de deuda como consecuencia del desapalancamiento del sector privado y el aumento del endeudamiento del sector público. En el primer caso, el desendeudamiento explica que la banca extranjera haya reducido la tenencia de deuda de empresas españolas en casi 74.000 millones de dólares desde mediados de 2012, siendo la caída continua desde entonces. La banca alemana y británica son las que más han reducido su exposición a la deuda de las empresas españolas, mientras que Francia ha aumentado su tenencia de deuda.

En cambio, la banca extranjera ha incrementado su exposición a la deuda pública española, con un aumento desde junio de 2012 de 21.600 millones de dólares, concentrándose especialmente en el periodo de crecimiento del PIB que se inició a partir de junio de 2013. Así, desde entonces, la banca extranjera ha incorporado a sus balances 14.000 millones de dólares de deuda pública española. La banca alemana es con diferencia la que más ha aumentado su exposición a la deuda pública española desde junio 2013, algo que contrasta con lo que hizo un año antes, en el que redujo su exposición. La banca del Reino Unido es la única que se ha desprendido de deuda pública española.

En el caso de la deuda emitida por bancos españoles, la que está en posesión de bancos extranjeros ha aumentado desde junio de 2012, aunque desde junio de 2013 no ha variado. Es la banca

francesa la que más ha confiado en la española, ya que desde junio de 2013 ha aumentado su exposición en casi 20.000 millones de dólares. En cambio, la banca alemana y la británica han reducido su exposición.

## La exposición de la banca extranjera a España: septiembre 2014

La información más reciente disponible referida a septiembre de 2014 muestra que es la banca francesa la que tiene una mayor exposición a España: el 22% en la exposición total y el 27% en la exposición directa. En este último caso, la banca francesa tiene en su balance deuda española por importe de 130.500 millones de dólares. El segundo país tenedor de deuda española es Alemania, cuya banca posee 109.100 millones de dólares. Por tanto, entre la banca francesa y alemana poseen casi el 50% de la deuda española.

---

*La exposición directa de la banca francesa a la deuda española es de 130.500 millones de dólares, mientras que en el caso de la banca alemana alcanza los 109.100 millones. En conjunto, ambas poseen casi el 50% de la deuda española en poder de la banca extranjera.*

---

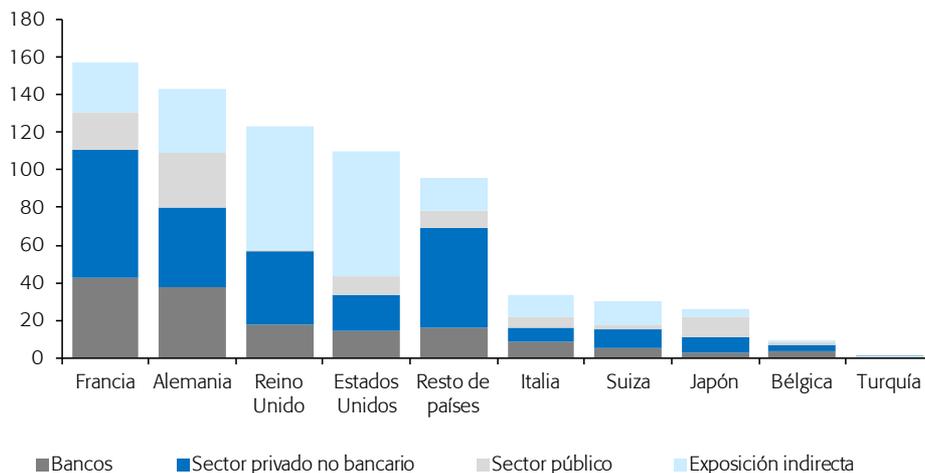
Centrando la atención en el caso de la deuda pública, es la banca alemana la que más exposición tiene a España, por importe 29.500 millones de dólares. La banca francesa es la segunda en importancia, con 20.000 millones de dólares. Estos dos sectores bancarios tienen algo más de la mitad (54%) de toda la deuda pública española en poder de bancos extranjeros, que a fecha septiembre 2014 es de 91.700 millones de dólares.

La deuda emitida por bancos españoles en poder de la banca extranjera asciende a 148.000 millones de dólares, poseyendo Francia y Alemania el 54%. Y en el caso de la deuda emitida por empresas españolas, la banca extranjera posee 249.000 millones de dólares, concentrando entre

Gráfico 2

**Exposición de la banca extranjera a España (septiembre de 2014)**

(miles de millones de dólares)



Fuente: BIS.

Francia, Alemania y el Reino Unido el 59%. Del total de la deuda española en manos de bancos extranjeros, la mitad es deuda empresarial.

centajes de inversión superiores al 1% del total están Portugal (4,8%), Alemania (3,5%), Italia (3,2%), Polonia (2,6%), Francia (2,4%) y Turquía (1,5%). La exposición de la banca española a los países que en estos momentos son el centro de atención por sus riesgos geopolíticos es marginal: 1.023 millones de dólares en Rusia y 399 millones de dólares en Grecia, siendo mayoritariamente inversiones en el sector empresarial no financiero.

**La exposición de la banca española en el exterior**

¿Hacia dónde ha orientado la banca española sus inversiones en el exterior? Con objeto de responder a esta pregunta, el cuadro 2 muestra las inversiones en el exterior a fecha septiembre de 2014 para el total de la exposición directa mediante la adquisición de deuda, así como su desglose por tipo de deuda. Esta "fotografía" más reciente de la exposición directa de la banca española en el exterior (grupos consolidados, incluyendo por tanto el negocio de las filiales de los bancos españoles en el exterior) muestra que el Reino Unido es con diferencia el principal destino de la inversión, con una exposición de 379.000 millones de dólares que representa el 24,8% del total de inversiones en el exterior. La exposición a los Estados Unidos es la segunda en importancia (15,5% del total, 236.000 millones de dólares). En Latinoamérica, Brasil y México concentran de forma conjunta el 22,6% de la exposición extranjera, con un volumen de inversión similar en cada país. Con por-

*El principal destino de la inversión exterior de la banca española es el Reino Unido, con un 24,8% del total, seguido por Estados Unidos, con un 15,5%. En Latinoamérica, Brasil y México concentran de forma conjunta el 22,6% de la exposición extranjera, con un volumen similar en cada país.*

La exposición a la deuda empresarial es la más importante ya que supone el 71% del total de las inversiones en el exterior de la banca española (1,1 billones de dólares). Reino Unido es nuevamente el principal destino de las compras de deuda empresarial, ya que este país concentra el 30,6% de este tipo de deuda. Estados Unidos es

Cuadro 2

## Exposición directa de la banca española en otros países (septiembre 2014)

Sector público			Bancos			Sector privado no bancario			Total exposición directa		
	Millones \$	%		Millones \$	%		Millones \$	%		Millones \$	%
México	68.832	20,4	Francia	22.941	18,1	Reino Unido	324.407	30,6	Reino Unido	378.568	24,8
Brasil	61.010	18,1	Reio Unido	18.795	14,8	Estados Unidos	167.353	15,8	Estados Unidos	236.202	15,5
Estados Unidos	52.887	15,7	Estados Unidos	15.962	12,6	Brasil	101.883	9,6	Brasil	175.915	11,5
Reino Unido	35.367	10,5	Brasil	13.023	10,3	México	89.582	8,4	México	168.984	11,1
Italia	29.973	8,9	México	10.570	8,3	Portugal	52.198	4,9	Portugal	73.100	4,8
Portugal	16.583	4,9	China	7.030	5,5	Alemania	45.990	4,3	Alemania	53.596	3,5
Polonia	9.290	2,8	Italia	5.346	4,2	Polonia	28.212	2,7	Italia	49.027	3,2
Turquía	6.501	1,9	Portugal	4.320	3,4	Turquía	15.169	1,4	Polonia	39.038	2,6
Japón	6.173	1,8	Suecia	2.956	2,3	Países Bajos	13.767	1,3	Francia	36.463	2,4
Francia	4.855	1,4	Alemania	2.915	2,3	Italia	13.708	1,3	Turquía	22.391	1,5
Alemania	4.691	1,4	Hong Kong SAR	2.550	2,0	Francia	8.667	0,8	Países Bajos	16.576	1,1
Suiza	1.812	0,5	Polonia	1.536	1,2	Noruega	7.052	0,7	Suecia	9.306	0,6
Países Bajos	1.383	0,4	Austria	1.433	1,1	Luxemburgo	5.610	0,5	Noruega	8.133	0,5
Bélgica	1.164	0,3	Luxumburgo	1.428	1,1	Suiza	4.538	0,4	China	8.099	0,5
Dinamarca	939	0,3	Países Bajos	1.426	1,1	Irlanda	4.318	0,4	Luxemburgo	7.042	0,5
Suecia	652	0,2	Irlanda	1.400	1,1	Hong Kong SAR	3.568	0,3	Japón	6.667	0,4
Austria	475	0,1	Bélgica	1.210	1,0	Dinamarca	2.350	0,2	Hong Kong SAR	6.570	0,4
Hong Kong SAR	452	0,1	Noruega	853	0,7	Austria	2.330	0,2	Irlanda	5.989	0,4
Irlanda	271	0,1	Australia	746	0,6	Finlandia	2.216	0,2	Austria	4.238	0,3
Noruega	228	0,1	Turquía	720	0,6	Islas Caimán	1.619	0,2	Bélgica	3.929	0,3
China	104	0,0	Dinamarca	510	0,4	Bélgica	1.555	0,1	Dinamarca	3.799	0,2
Finlandia	60	0,0	Canadá	510	0,4	Australia	1.431	0,1	Finlandia	2.760	0,2
Grecia	47	0,0	Suecia	468	0,4	Canadá	1.289	0,1	Australia	2.419	0,2
Corea de Sur	29	0,0	Japón	201	0,2	China	1.069	0,1	Canadá	2.177	0,1
Canadá	12	0,0	Corea del Sur	190	0,1	Rusia	935	0,1	Islas Caimán	1.811	0,1
Singapur	11	0,0	Nueva Zelanda	149	0,1	Singapur	785	0,1	Suecia	1.668	0,1
Rusia	9	0,0	Finlandia	143	0,1	Corea de Sur	487	0,0	Rusia	1.023	0,1
Luxemburgo	4	0,0	Singapur	112	0,1	Grecia	342	0,0	Singapur	907	0,1
Nueva Zelanda	0	0,0	Rusia	79	0,1	Japón	293	0,0	Corea del Sur	707	0,0
India	0	0,0	Islas Caimán	49	0,0	Suecia	136	0,0	Grecia	399	0,0
República Checa	0	0,0	India	47	0,0	India	128	0,0	Nueva Zelanda	212	0,0
China	0	0,0	República Checa	33	0,0	República Checa	99	0,0	India	176	0,0
Islas Caimán	0	0,0	Grecia	9	0,0	Nueva Zelanda	63	0,0	República Checa	132	0,0
Australia	0	0,0	China	1	0,0	China	4	0,0	China	109	0,0
Resto de países	33.878	10,0	Resto de países	7.101	5,6	Resto de países	157.414	14,8	Resto de países	196.893	12,9
<b>Total</b>	<b>337.692</b>	<b>100,0</b>	<b>Total</b>	<b>126.762</b>	<b>100,0</b>	<b>Total</b>	<b>1.060.567</b>	<b>100,0</b>	<b>Total</b>	<b>1.525.025</b>	<b>100,0</b>

Fuente: BIS.

el segundo país en importancia, con una exposición de 167.000 millones de dólares. Junto con Brasil, México y Portugal, cinco países concentran casi el 80% de la deuda de empresas extranjeras en manos de la banca española.

En el caso de la deuda pública emitida por terceros países, la exposición de la banca española es de 337.692 millones de dólares, siendo México, Brasil y EE.UU. el principal destino de esa inversión. En el caso de la deuda bancaria, la banca española posee 126.762 millones de dólares, concentrando Francia, Reino Unido, EE.UU., Brasil y México más del 60% del total.

## La exposición de la banca a Grecia

Especial interés tiene el análisis de la evolución de la exposición de la banca a Grecia, como consecuencia de los dos rescates que hasta ahora ha sufrido el país, así como la tensión actual tras la formación de un nuevo Gobierno con propuestas de reestructuración de la deuda.

Como muestra el gráfico 3, la exposición de la banca extranjera a Grecia se ha reducido a la tercera parte desde finales de 2010 a septiembre de

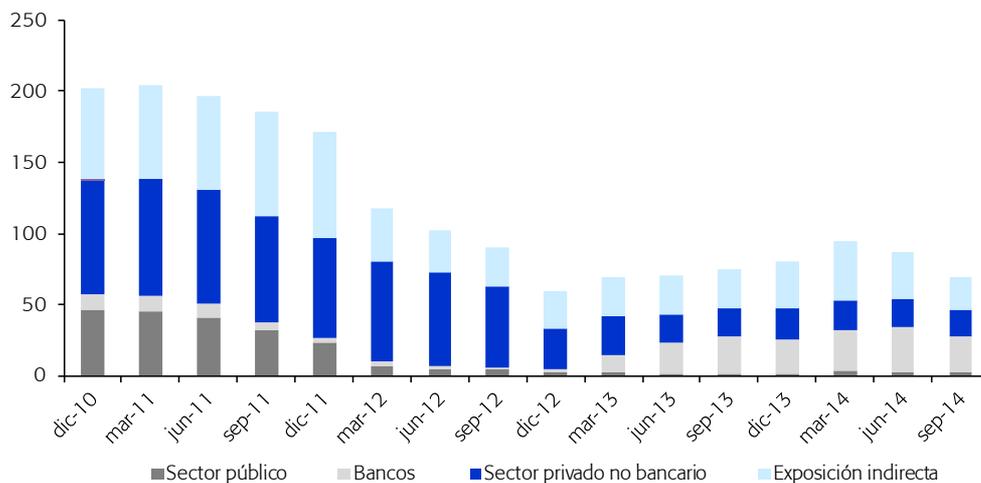
2014, pasando de 201.000 millones de dólares a 69.000. La caída más acusada ha tenido lugar en la deuda pública, que en septiembre de 2014 tan solo es el 5% de la que la banca extranjera tenía en 2010. Así, la última información disponible indica que la deuda pública griega en manos de la banca extranjera es de solo 2.400 millones de dólares.

La fuga de capitales también ha sido intensa en el caso de la deuda emitida por las empresas no financieras, que ha caído a la quinta parte. En cambio, en la deuda emitida por bancos griegos, tras la fuga de capitales que tuvo lugar después del primer rescate, desde finales de 2012 la banca extranjera aumentó su exposición, aunque puntualmente en el tercer trimestre de 2014 la ha vuelto a reducir.

¿Quiénes son en la actualidad los sectores bancarios más expuestos a Grecia? La banca de EE.UU., Reino Unido y Alemania concentran casi a partes iguales algo más de tres cuartas partes (76%) de la deuda griega, con una exposición total de 52.400 millones de dólares. Le sigue en importancia a mucha distancia Francia (3.200 millones de dólares), siendo marginal la exposición de la banca española a Grecia (757 millones de dólares).

Gráfico 3

### Exposición de la banca extranjera a Grecia (miles de millones de dólares)

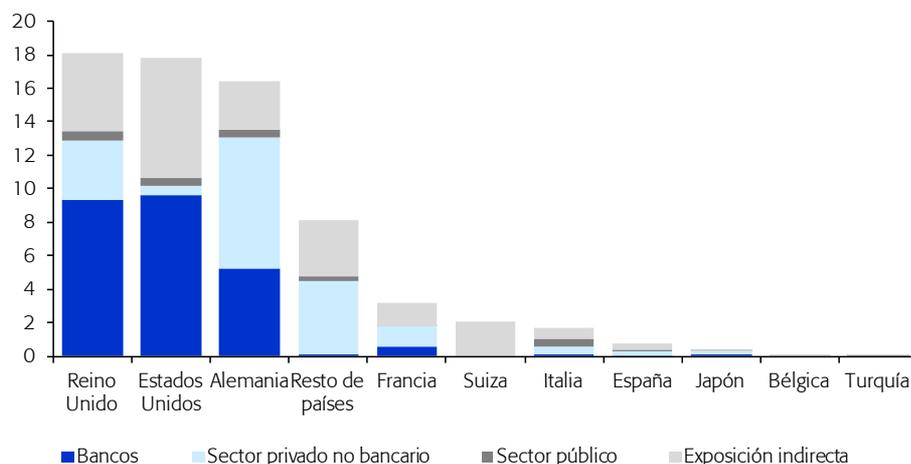


Fuente: BIS.

Gráfico 4

**Exposición de la banca extranjera a Grecia (septiembre 2014)**

(miles de millones de dólares)



Fuente: BIS.

En el caso de la deuda pública, la banca británica es la más expuesta a Grecia aunque siempre con cifras muy reducidas (588 millones de dólares), seguida de la italiana (511 millones de dólares), estadounidense (489 millones de dólares) y alemana (434 millones de dólares).

La banca española solo tiene en sus balances 47 millones de dólares de deuda pública griega.

De mayor cuantía es la exposición de la banca extranjera a la deuda emitida por los bancos y empresas griegas. En el primer caso, de los 25.200

Cuadro 3

**Exposición de la banca extranjera a Grecia (septiembre de 2014)**

(millones de dólares)

	Bancos	Sector privado no bancario	Sector público	Total exposición directa	Exposición indirecta	Total
Reino Unido	9.362	3.521	588	13.472	4.658	18.130
Estados Unidos	9.608	543	489	10.640	7.181	17.821
Alemania	5.255	7.826	434	13.515	2.938	16.453
Resto de países	120	4.343	278	4.742	3.418	8.160
Francia	580	1.179	52	1.812	1.371	3.183
Suiza	0	0	0	0	2.037	2.037
Italia	108	441	511	1.060	678	1.738
España	9	342	47	399	358	757
Japón	134	155	11	300	101	401
Turquía	4	8	22	54	2	56
Bélgica	0	38	0	39	9	48

Fuente: BIS.

millones de dólares de deuda, la banca del Reino Unido y EE.UU. son las más expuestas, ya que

---

*La exposición de la banca extranjera a la deuda pública de Grecia se ha reducido en un 95% entre 2010 y 2014. La banca española solo tiene en sus balances 47 millones de dólares de deuda pública griega.*

---

concentran el 75% del total. La banca alemana es la tercera más expuesta a los bancos griegos, con una deuda en sus balances de 5.200 millones de dólares. La exposición de la banca española a los bancos griegos es marginal: solo 9 millones de dólares. Y en el segundo caso, destaca la elevada exposición de la banca alemana a las empresas griegas, ya que posee 7.800 millones de dólares, lo que supone el 42,5% del total en poder de bancos extranjeros. Los bancos españoles poseen 342 millones de dólares de deuda emitida por empresas griegas.

## Conclusiones

El análisis realizado permite concluir que con la recuperación económica ha regresado el apetito de la banca extranjera por la deuda pública y bancaria española, mientras que la reducción de su exposición a la deuda privada de las empresas no financieras no debe interpretarse como una fuga de capitales, ya que se ha producido en un contexto de intenso desapalancamiento empresarial. Además, en este mismo periodo de crecimiento que se inició a mediados de 2013, el valor de las inversiones de la banca española en el exterior ha aumentado un 4,2% (61.000 millones de dólares), destacando el crecimiento en EE.UU. (29.000 millones de dólares), Brasil (11.300), México (19.400) e Italia (18.800). Afortunadamente, la exposición de la banca española a los países que constituyen en la actualidad un riesgo geopolítico es marginal, ya que la presencia de deuda griega y rusa en los balances de los bancos españoles es muy reducida: 399 y 1.023 millones de dólares, respectivamente.

# 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

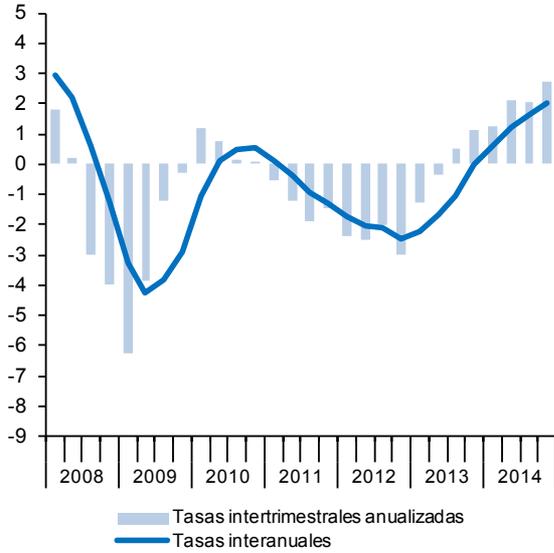
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción				Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
2008	1,1	-0,7	5,9	-3,9	-6,1	-6,1	-9,7	0,7	-0,8	-5,6	-0,4	1,6
2009	-3,6	-3,6	4,1	-16,9	-16,5	-16,5	-20,6	-17,7	-11,0	-18,3	-6,4	2,8
2010	0,0	0,3	1,5	-4,9	-10,1	-10,1	-11,6	5,4	9,4	6,9	-0,5	0,5
2011	-0,6	-2,0	-0,3	-6,3	-10,6	-10,6	-12,8	0,7	7,4	-0,8	-2,7	2,1
2012	-2,1	-2,9	-3,7	-8,1	-9,3	-9,3	-9,0	-6,4	1,2	-6,3	-4,3	2,2
2013	-1,2	-2,3	-2,9	-3,8	-9,2	-9,2	-7,6	3,4	4,3	-0,5	-2,7	1,4
2014	1,4	2,4	0,1	3,4	-1,5	-1,5	-1,8	9,1	4,2	7,6	2,2	-0,8
2015	3,0	3,5	0,6	6,5	5,1	5,1	3,3	8,1	5,2	7,3	3,5	-0,5
2016	2,8	2,9	0,5	5,6	4,5	4,5	4,8	6,8	5,5	6,7	3,0	-0,2
2014 I	0,6	1,3	0,3	0,8	-7,4	-7,4	-6,6	11,2	6,4	9,4	1,2	-0,6
II	1,2	2,3	0,3	3,9	-0,7	-0,7	-2,0	9,3	1,0	4,9	2,3	-1,1
III	1,6	2,7	0,3	3,9	0,1	0,1	-0,2	8,0	4,5	8,6	2,6	-1,0
IV	2,0	3,3	-0,5	5,1	2,4	2,4	2,1	8,0	4,7	7,7	2,7	-0,7
2015 I	2,6	3,6	-0,5	6,6	4,6	4,6	2,7	8,7	5,2	8,0	3,3	-0,7
II	3,0	3,5	0,9	6,4	5,1	5,1	3,2	7,7	5,1	7,5	3,5	-0,6
III	3,2	3,6	0,4	6,6	5,5	5,5	3,5	7,7	4,9	5,9	3,4	-0,2
IV	3,3	3,4	1,7	6,6	5,1	5,1	4,0	8,1	5,7	7,8	3,8	-0,5
2016 I	3,1	3,3	0,8	6,0	4,8	4,8	4,5	7,2	5,7	7,3	3,4	-0,3
II	2,8	3,0	-0,1	5,6	4,3	4,3	4,9	6,9	5,5	6,3	2,9	-0,1
III	2,7	2,8	0,7	5,5	4,4	4,4	4,8	6,6	5,2	6,3	2,9	-0,2
IV	2,5	2,6	0,5	5,5	4,5	4,5	5,1	6,5	5,6	7,1	2,8	-0,3
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2014 I	1,2	2,4	4,0	1,8	-3,5	-3,5	0,1	7,6	0,4	4,3	2,3	-1,1
II	2,1	4,0	-1,5	8,4	5,3	5,3	1,9	11,8	2,9	8,7	3,7	-1,5
III	2,1	3,2	-0,5	4,7	2,2	2,2	4,7	7,3	16,7	21,5	2,9	-0,8
IV	2,7	3,8	-3,9	5,7	5,8	5,8	1,7	5,6	-0,2	-2,3	2,0	0,7
2015 I	3,6	3,4	4,1	7,7	5,1	5,1	2,4	10,3	2,3	5,3	4,7	-1,2
II	3,5	3,6	4,2	7,5	7,2	7,2	4,0	7,7	2,5	6,8	4,9	-1,4
III	3,1	3,6	-2,7	5,7	3,9	3,9	5,8	7,4	15,6	14,4	3,1	0,0
IV	2,9	3,2	1,5	5,5	4,0	4,0	3,7	7,0	2,9	5,0	3,7	-0,8
2016 I	2,8	2,8	0,5	5,4	4,2	4,2	4,4	6,6	2,5	3,2	3,2	-0,4
II	2,5	2,6	0,5	5,7	4,9	4,9	5,6	6,5	1,7	2,9	3,1	-0,6
III	2,5	2,5	0,5	5,5	4,5	4,5	5,4	6,4	14,3	14,6	2,7	-0,3
IV	2,4	2,5	0,5	5,5	4,4	4,4	4,9	6,5	4,5	7,9	3,0	-0,6
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
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	1.058,5	59,0	19,2	18,9	9,6	4,1	5,4	9,3	32,0	29,6	97,6	2,4
2015	1.095,7	58,6	18,6	19,4	9,7	4,1	5,6	9,8	32,4	29,6	97,2	2,8
2016	1.131,9	58,8	18,1	20,1	9,9	4,2	5,7	10,2	33,4	31,2	97,7	2,3

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

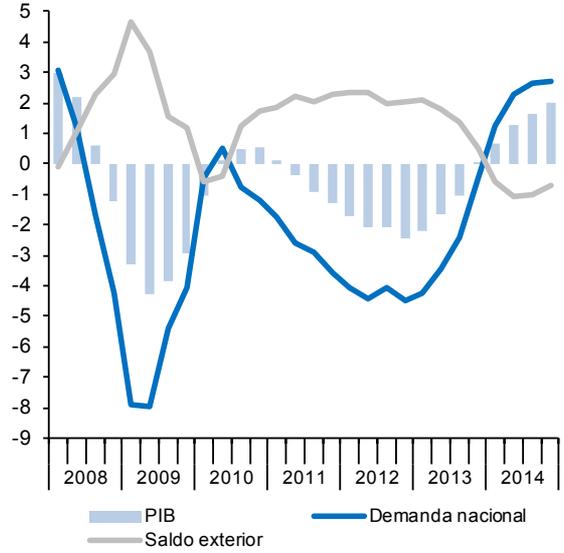
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

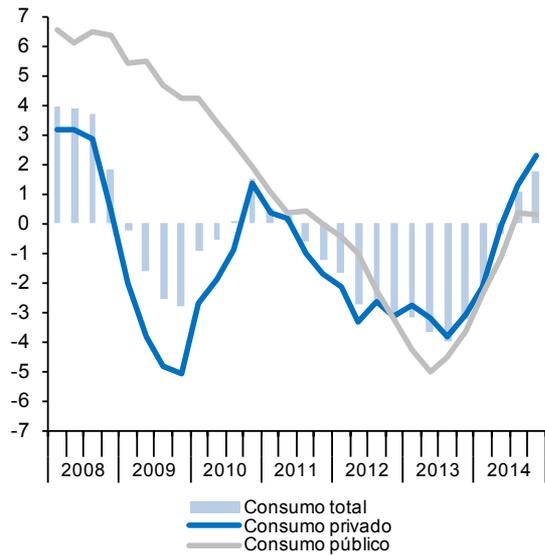
**Gráfico 1.1 - PIB**  
Tasas de crecimiento



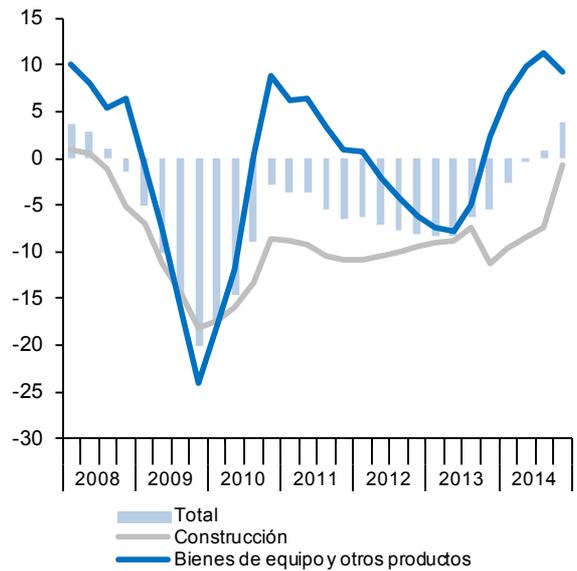
**Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**Gráfico 1.3 - Consumo final**  
Tasas de crecimiento interanuales



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



## Cuadro 2

## Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico\* (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

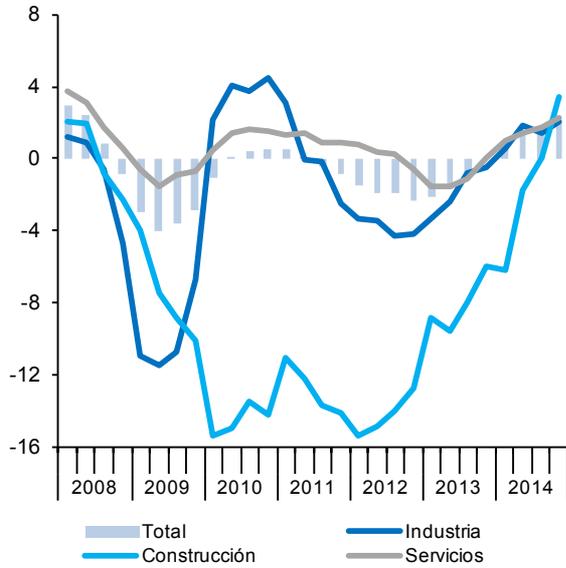
	Valor añadido bruto a precios básicos												Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Servicios								
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios	
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>													
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	1,5	3,3	1,5	-1,2	1,6	2,8	1,6	-5,5	2,0	2,6	0,5	2,9	0,6
2015	3,0	-0,8	2,6	6,5	2,9	3,7	2,9	0,1	3,4	4,6	1,4	3,3	3,5
2016	2,8	2,6	2,9	5,0	2,6	3,1	2,6	2,3	3,7	3,4	0,6	2,9	3,1
2014 I	0,7	10,3	0,5	-6,2	0,9	1,9	1,3	-6,5	1,3	1,4	0,2	3,6	0,0
II	1,3	1,6	1,9	-1,7	1,4	2,6	0,8	-5,3	1,9	2,0	0,6	2,4	0,5
III	1,7	5,3	1,5	0,0	1,7	3,0	2,0	-5,4	2,5	2,3	0,6	2,5	1,1
IV	2,1	-3,4	2,1	3,4	2,3	3,7	2,4	-4,6	2,3	4,8	0,5	3,0	1,0
2015 I	2,6	-3,3	2,1	5,7	2,7	4,0	2,9	-3,6	2,8	5,0	1,3	3,2	2,4
II	3,0	-0,4	2,3	7,0	2,9	4,0	3,0	-0,4	3,1	5,1	1,1	3,8	3,0
III	3,1	-2,4	2,7	7,6	3,1	3,8	2,8	1,5	3,7	5,0	1,4	3,3	4,3
IV	3,2	3,0	3,4	5,6	2,9	3,2	2,9	2,8	4,2	3,5	1,7	3,0	4,4
2016 I	3,0	3,9	2,9	5,3	2,9	3,6	2,5	2,7	3,9	3,4	1,1	2,6	3,8
II	2,8	3,2	2,7	4,8	2,7	3,4	3,0	2,5	3,8	3,5	0,5	2,8	3,3
III	2,7	1,9	2,9	4,9	2,5	3,0	2,6	2,2	3,6	3,3	0,4	3,1	2,7
IV	2,5	1,4	3,1	5,0	2,3	2,5	2,3	2,0	3,5	3,4	0,4	3,0	2,6
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>													
2014 I	1,3	-1,6	4,6	-3,4	1,1	1,6	0,5	-1,4	2,7	1,4	-0,9	3,7	0,3
II	2,0	-7,7	3,0	2,8	2,0	3,0	-0,5	-9,7	2,8	0,9	4,1	-0,3	3,9
III	2,6	15,2	0,6	1,8	2,6	4,7	5,4	-4,7	1,8	6,4	-0,4	4,0	-3,1
IV	2,7	-16,9	0,0	13,0	3,4	5,6	4,4	-2,2	2,0	10,8	-0,7	4,7	2,8
2015 I	3,3	-1,0	4,7	5,6	2,9	2,9	2,6	2,7	4,6	2,0	2,4	4,5	6,0
II	3,2	4,0	3,9	7,7	2,7	2,9	-0,1	2,8	4,0	1,4	3,0	2,0	6,4
III	3,2	6,1	2,4	4,4	3,2	3,8	4,4	2,9	4,2	6,0	0,8	2,1	2,2
IV	2,9	3,0	2,6	4,5	2,9	3,1	4,6	3,0	4,0	4,6	0,7	3,3	3,0
2016 I	2,7	2,6	2,8	4,7	2,5	4,5	1,2	2,0	3,5	1,5	0,1	3,0	3,7
II	2,3	1,0	3,1	5,4	2,0	2,2	1,8	2,0	3,5	1,8	0,5	3,0	4,2
III	2,7	1,2	3,3	5,0	2,4	2,3	3,0	2,0	3,5	5,5	0,5	3,0	0,1
IV	2,4	1,0	3,3	4,9	2,0	1,2	3,2	2,0	3,5	5,0	0,5	3,0	2,4
<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>													
<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>													
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	965,1	2,5	17,5	5,6	74,4	24,1	4,0	3,9	12,2	7,4	18,6	4,3	9,7
2015	998,8	2,5	17,3	5,7	74,5	24,4	3,9	4,0	12,2	7,4	18,3	4,3	9,7
2016	1.031,4	2,5	17,3	5,8	74,3	24,3	3,8	4,0	12,4	7,5	17,9	4,4	9,8

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

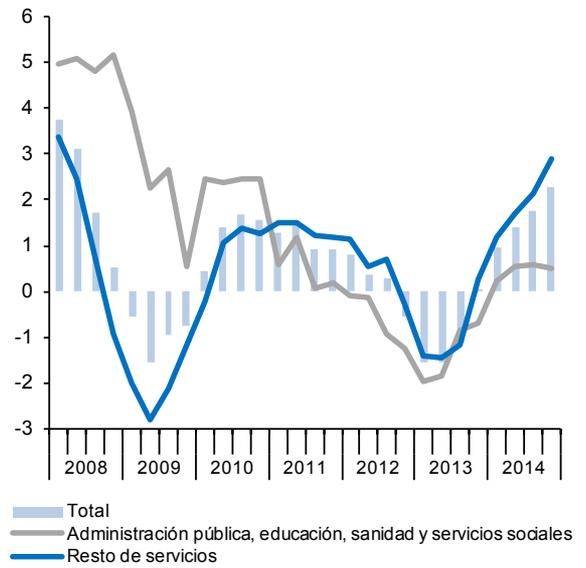
**Gráfico 2.1 - VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



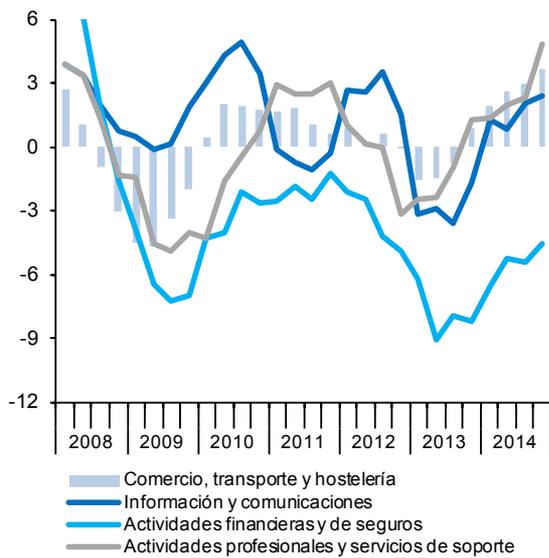
**Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)**

Tasas de crecimiento interanuales



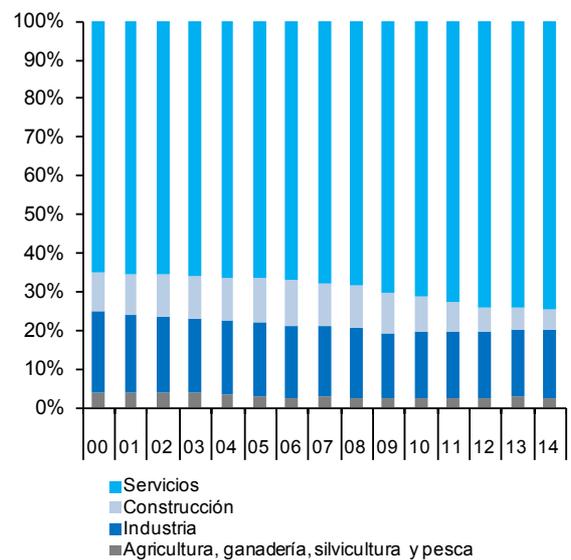
**Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)**

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)

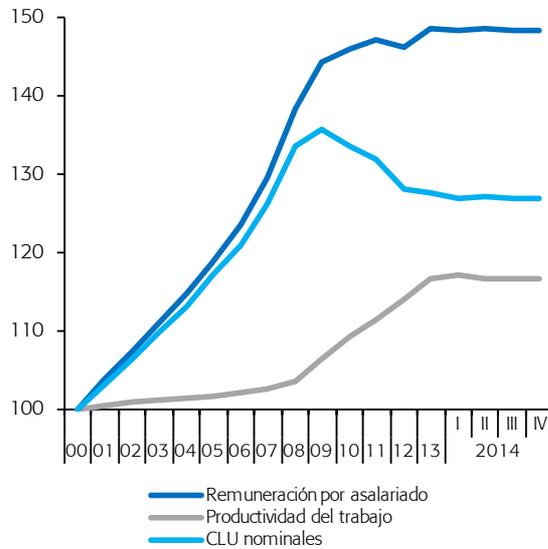
Previsiones en azul

	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>													
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	121,4	103,9	116,8	148,4	127,0	94,1	96,4	68,7	140,3	166,5	118,6	93,9	
2015	125,0	106,6	117,3	148,8	126,9	93,6	99,5	--	--	--	--	--	
2016	128,5	109,0	117,9	149,9	127,1	93,3	102,6	--	--	--	--	--	
2013	I	119,6	103,2	115,9	148,6	128,2	94,5	94,2	69,7	135,1	161,7	119,7	93,2
	II	119,5	102,6	116,5	148,6	127,6	94,0	94,1	68,6	137,2	162,7	118,6	92,6
	III	119,7	102,5	116,8	148,7	127,3	93,9	94,4	67,6	139,7	163,9	117,4	91,5
	IV	120,0	102,4	117,2	149,0	127,2	93,8	94,2	67,6	139,4	164,1	117,7	91,6
2014	I	120,4	102,8	117,1	148,5	126,8	94,0	95,7	67,8	141,1	165,1	116,9	93,0
	II	121,0	103,6	116,8	148,5	127,2	94,2	96,3	68,4	140,9	165,1	117,2	92,9
	III	121,6	104,2	116,8	148,3	127,0	94,0	96,5	69,0	139,9	167,1	119,5	94,3
	IV	122,4	104,9	116,7	148,3	127,0	94,3	97,0	69,6	139,5	166,1	119,1	94,1
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>													
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	1,2	0,2	-0,2	-0,4	0,1	2,3	0,5	1,8	1,5	-0,3	1,3	
2015	3,0	2,6	0,4	0,3	-0,1	-0,6	3,2	--	--	--	--	--	
2016	2,8	2,3	0,5	0,7	0,2	-0,3	3,2	--	--	--	--	--	
2013	I	-2,2	-4,3	2,2	0,5	-1,6	-2,5	-2,9	-4,7	1,9	0,4	-1,4	-2,9
	II	-1,7	-3,9	2,3	1,0	-1,3	-2,2	-1,2	-4,6	3,6	0,8	-2,7	-3,6
	III	-1,0	-3,0	2,0	1,4	-0,6	-1,0	-0,6	-5,2	4,8	1,1	-3,5	-3,8
	IV	0,0	-1,8	1,8	3,8	2,0	1,5	0,4	-3,5	4,0	2,2	-1,7	0,1
2014	I	0,6	-0,4	1,1	-0,1	-1,1	-0,5	1,5	-2,8	4,5	2,1	-2,3	-0,3
	II	1,2	1,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	2,4	-0,3	2,7	1,5	-1,1	0,2
	III	1,6	1,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	2,3	2,1	0,1	1,9	1,8	3,1
	IV	2,0	2,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,5	3,0	2,9	0,1	1,2	1,1	2,7

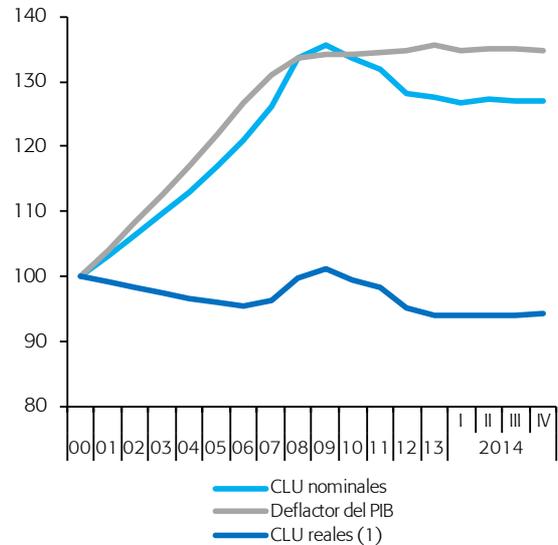
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

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

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

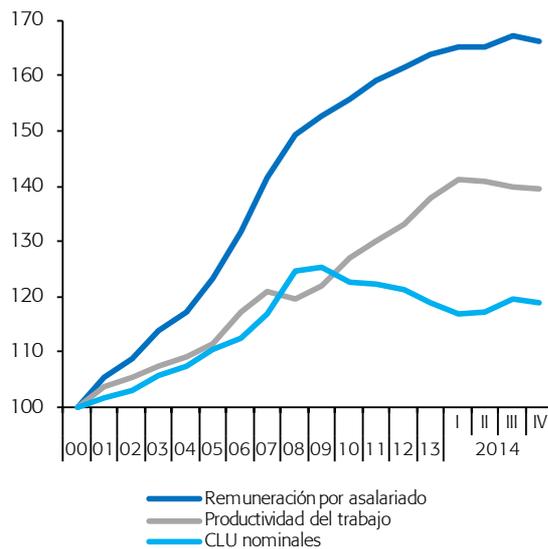


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

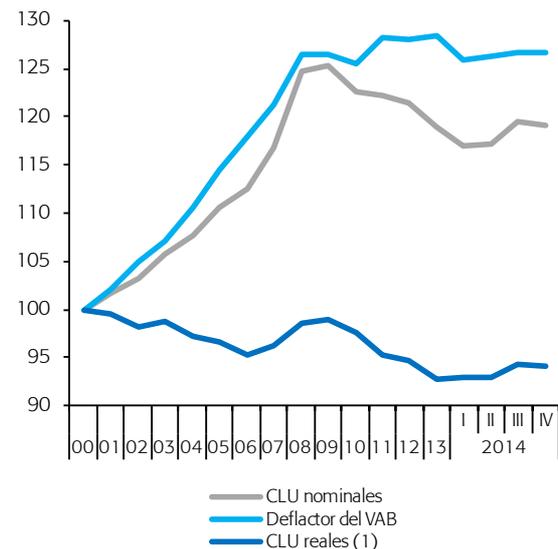


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

**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)

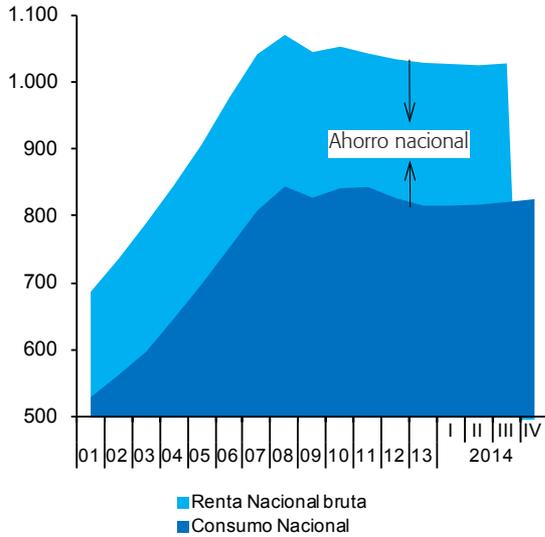
Previsiones en azul

	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 transferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres											Porcentaje del PIB		
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	1.058,5	496,9	458,1	103,5	-11,9	1.046,5	-12,0	1.034,5	827,3	207,3	46,9	43,3	9,8
2015	1.095,7	513,2	475,2	107,3	-9,9	1.085,8	-12,0	1.073,8	845,7	228,1	46,8	43,4	9,8
2016	1.131,9	529,3	489,1	113,6	-7,9	1.124,0	-12,2	1.111,8	871,6	240,2	46,8	43,2	10,0
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	1.049,4	489,6	458,3	101,4	-8,8	1.040,6	-13,5	1.027,1	816,0	211,1	46,7	43,7	9,7
II	1.050,6	491,6	457,6	101,4	-12,2	1.038,4	-13,2	1.025,2	819,9	205,3	46,8	43,6	9,7
III	1.054,3	493,9	458,1	102,3	-14,1	1.040,2	-12,2	1.028,0	824,2	203,8	46,8	43,5	9,7
IV	1.058,5	496,9	458,1	103,5	-11,9	1.046,5	-12,0	1.034,5	827,3	207,3	46,9	43,3	9,8
Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior		
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	0,9	1,3	-0,1	3,2	65,0	0,4	-8,4	0,6	1,6	-3,3	0,2	-0,4	0,2
2015	3,5	3,3	3,7	3,6	-17,2	3,8	0,0	3,8	2,2	10,1	-0,1	0,1	0,0
2016	3,3	3,1	2,9	5,9	-20,3	3,5	1,5	3,5	3,1	5,3	-0,1	-0,2	0,2
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	-0,1	5,9	13,5	-0,2	18,2	-0,4	-0,2	-1,2	-0,6	0,0	0,5
II	0,2	0,2	-0,3	2,9	105,1	-0,4	6,5	-0,5	1,0	-6,1	0,0	-0,2	0,3
III	0,6	1,2	-0,4	3,1	120,3	-0,1	-6,7	0,0	1,7	-6,3	0,2	-0,5	0,2
IV	0,9	1,3	-0,1	3,2	65,0	0,4	-8,4	0,6	1,6	-3,3	0,2	-0,4	0,2

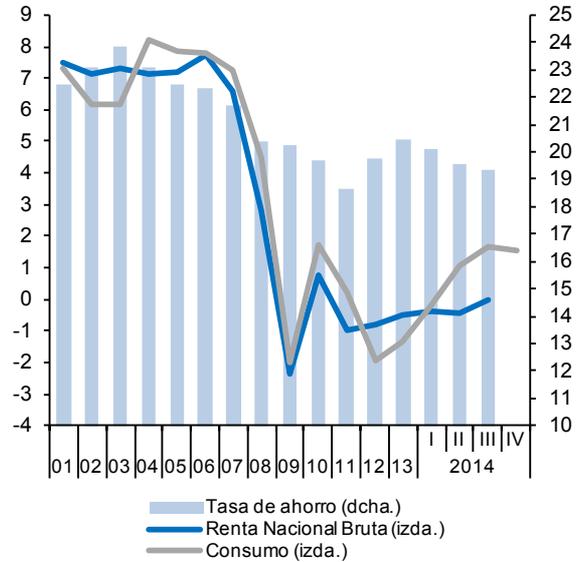
(1) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

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

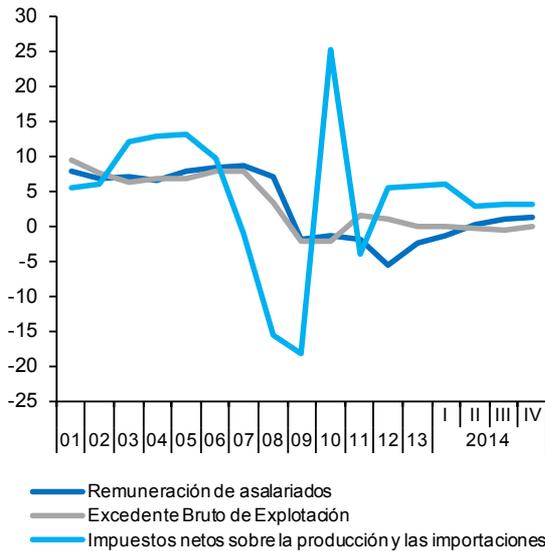
**Gráfico 4.1.- Renta Nacional, consumo y ahorro**  
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



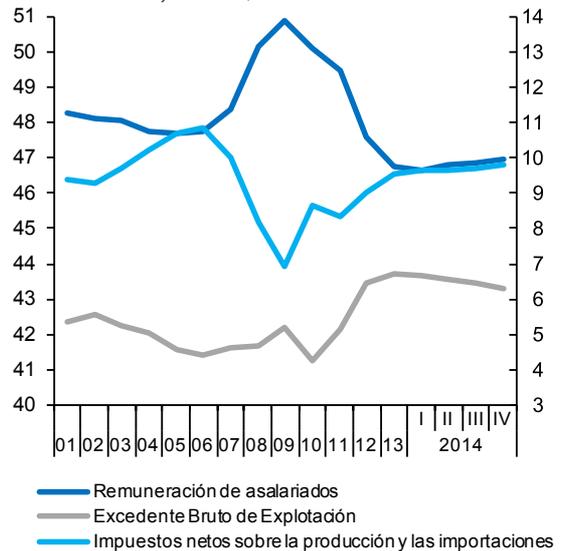
**Gráfico 4.2.- Renta Nacional, consumo y tasa de ahorro**  
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.



**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>												
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	25,2	-21,4	28,8	17,8	-11,9	-12,0	1,2	4,4	5,6	207,3	206,0	1,2
2015	30,3	-16,2	29,5	17,0	-9,9	-12,0	8,4	4,8	13,3	228,1	219,7	8,4
2016	25,2	-22,8	30,5	17,4	-7,9	-12,2	5,1	4,8	10,0	240,2	235,1	5,1
2013 I	23,1	-21,9	27,3	17,7	-7,8	-11,4	3,9	6,2	10,1	213,5	209,6	3,9
II	30,7	-14,8	27,7	17,8	-5,9	-12,4	12,4	7,1	19,5	218,5	206,2	12,4
III	34,3	-12,5	28,1	18,8	-6,4	-13,1	14,9	6,9	21,7	217,4	202,6	14,9
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	33,8	-14,7	28,6	19,9	-8,8	-13,5	11,5	7,0	18,5	211,1	199,6	11,5
II	29,2	-18,8	28,8	19,2	-12,2	-13,2	3,8	6,4	10,1	205,3	201,5	3,8
III	26,7	-20,6	28,7	18,6	-14,1	-12,2	0,4	5,8	6,2	203,8	203,4	0,4
IV	25,2	-21,4	28,8	17,8	-11,9	-12,0	1,2	4,4	5,6	207,3	206,0	1,2
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>												
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	2,4	-2,0	2,7	1,7	-1,1	-1,1	0,1	0,4	0,5	19,6	19,5	0,1
2015	2,8	-1,5	2,7	1,6	-0,9	-1,1	0,8	0,4	1,2	20,8	20,1	0,8
2016	2,2	-2,0	2,7	1,5	-0,7	-1,1	0,5	0,4	0,9	21,2	20,8	0,5
2013 I	2,2	-2,1	2,6	1,7	-0,7	-1,1	0,4	0,6	1,0	20,3	20,0	0,4
II	2,9	-1,4	2,6	1,7	-0,6	-1,2	1,2	0,7	1,9	20,8	19,7	1,2
III	3,3	-1,2	2,7	1,8	-0,6	-1,2	1,4	0,7	2,1	20,8	19,3	1,4
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	19,0	1,1
II	2,8	-1,8	2,7	1,8	-1,2	-1,3	0,4	0,6	1,0	19,5	19,2	0,4
III	2,5	-2,0	2,7	1,8	-1,3	-1,2	0,0	0,5	0,6	19,3	19,3	0,0
IV	2,4	-2,0	2,7	1,7	-1,1	-1,1	0,1	0,4	0,5	19,6	19,5	0,1

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

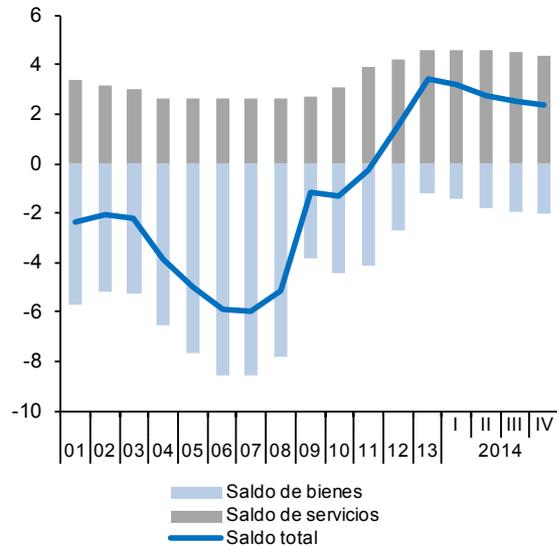


Gráfico 5.2.- Balanza de servicios

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

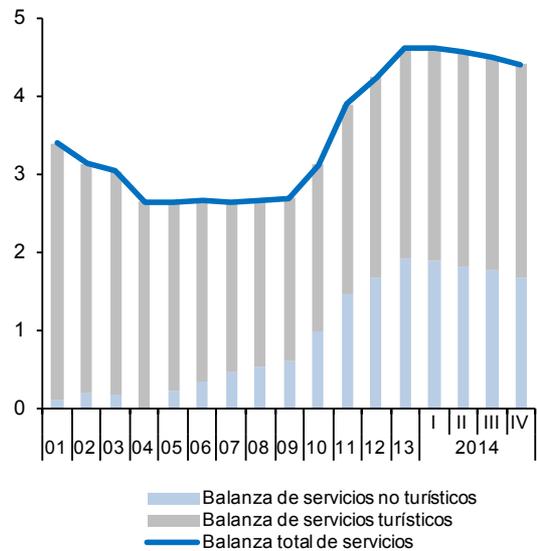


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

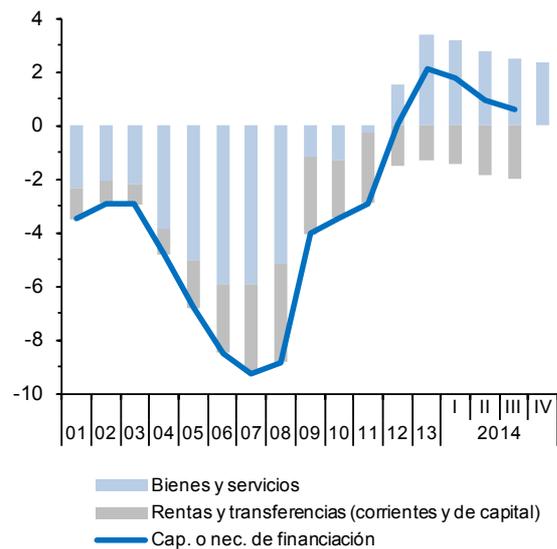
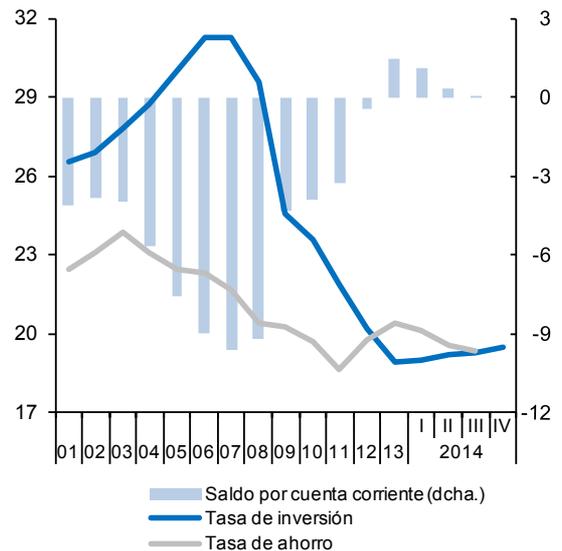


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

## Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

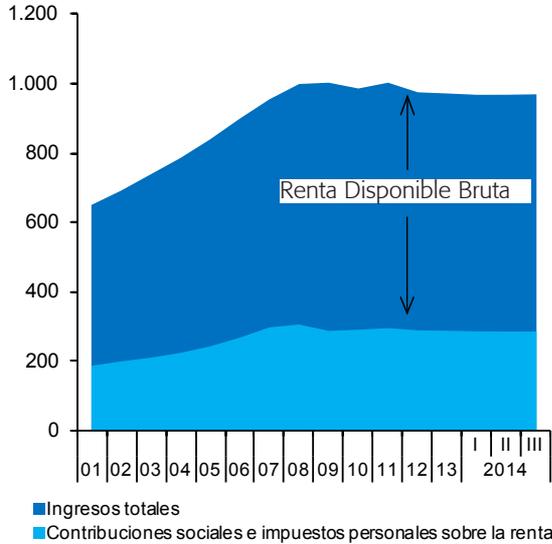
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto 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>													
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	685,6	498,9	226,3	246,0	200,6	85,0	624,6	59,9	8,7	0,4	36,2	24,1	2,3
2015	708,3	515,3	237,0	248,4	208,0	84,4	642,2	64,9	9,2	0,4	39,1	26,1	2,4
2016	733,3	531,4	248,3	251,9	213,4	84,9	666,2	65,9	9,0	0,3	41,6	24,5	2,2
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>
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	-1,4	-0,3	2,2	2,3	-15,8	-1,7	-10,0	8,5	-	-1,4
2015	3,3	3,3	4,7	1,0	3,7	-0,6	2,8	8,4	0,4	-10,0	8,1	-	0,1
2016	3,5	3,1	4,7	1,4	2,6	0,6	3,7	1,5	-0,2	-8,0	6,4	-	-0,2
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).

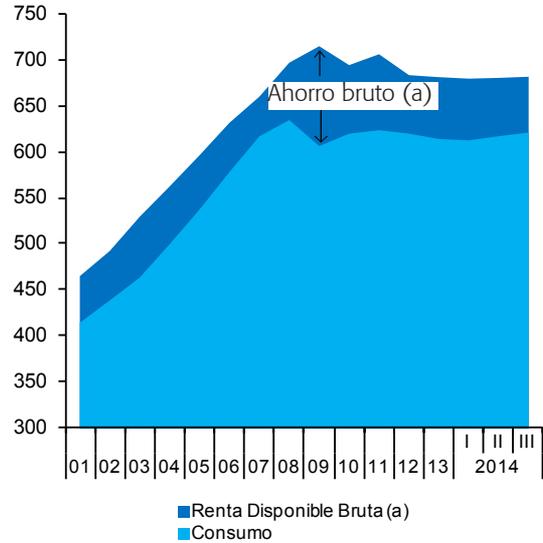
**Gráfico 6.1.- Hogares: Renta Disponible Bruta**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



**Gráfico 6.2.- Hogares: Ahorro Bruto**

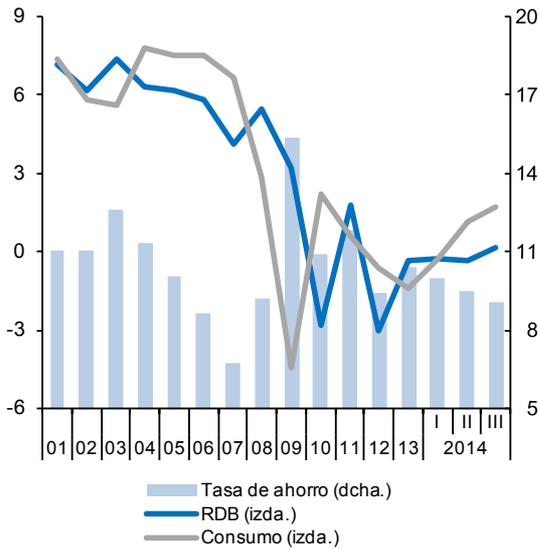
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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

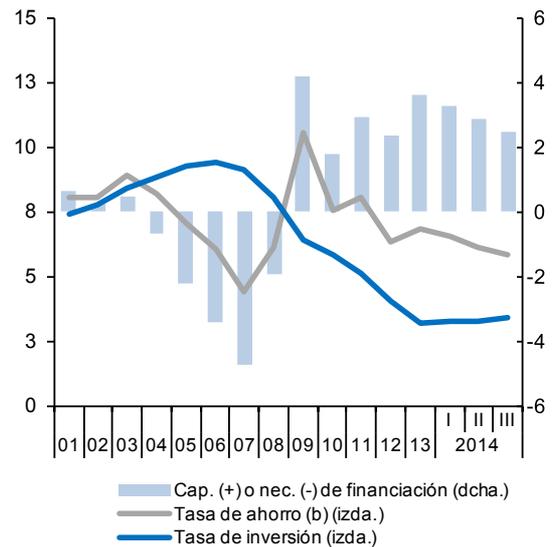
**Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro**

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



**Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit**

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(b) Incluye transferencias netas de capital.

Cuadro 7

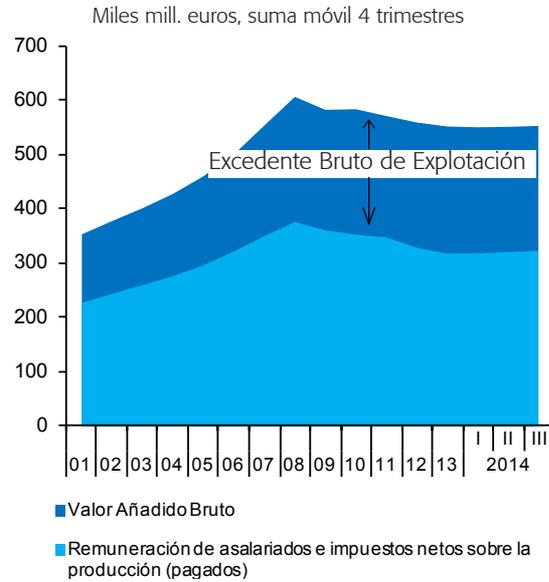
## Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

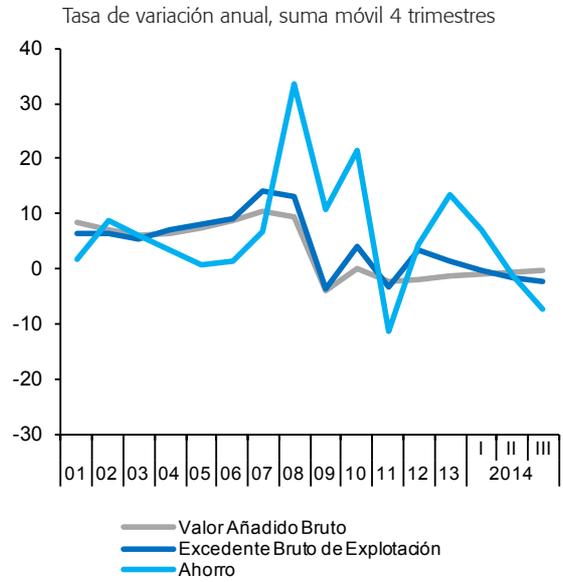
	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) 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>													
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	554,5	326,7	227,8	-50,6	-6,8	18,1	152,2	6,8	141,3	17,7	1,7	41,1	25,5
2015	577,0	341,5	235,5	-44,6	-7,0	21,3	162,6	6,8	150,3	19,1	1,7	40,8	26,0
2016	595,5	355,6	239,9	-35,2	-7,3	21,4	176,0	6,8	162,5	20,3	1,8	40,3	27,3
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>	
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	0,9	3,1	-2,1	11,5	3,5	2,1	-6,6	-5,0	3,5	--	-1,5	-1,2	0,6
2015	4,1	4,5	3,4	-11,9	3,0	17,9	6,8	0,0	6,4	--	0,1	-0,3	0,6
2016	3,2	4,1	1,9	-21,1	3,5	0,7	8,2	0,0	8,1	--	0,0	-0,5	1,2
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).

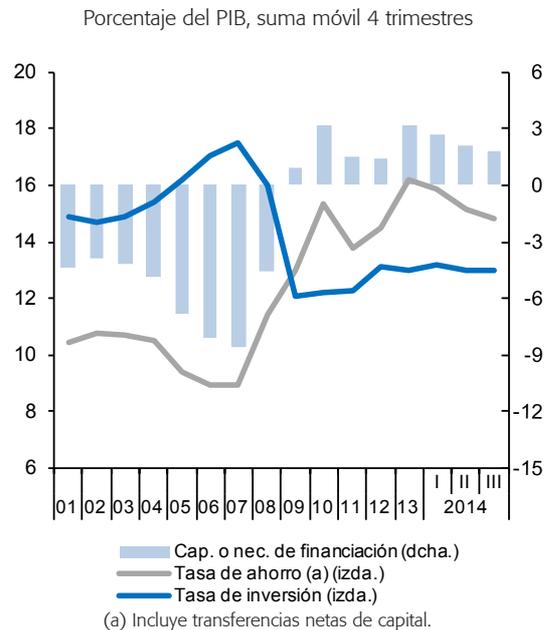
**Gráfico 7.1.- Sociedades no financieras: Excedente Bruto de Explotación**



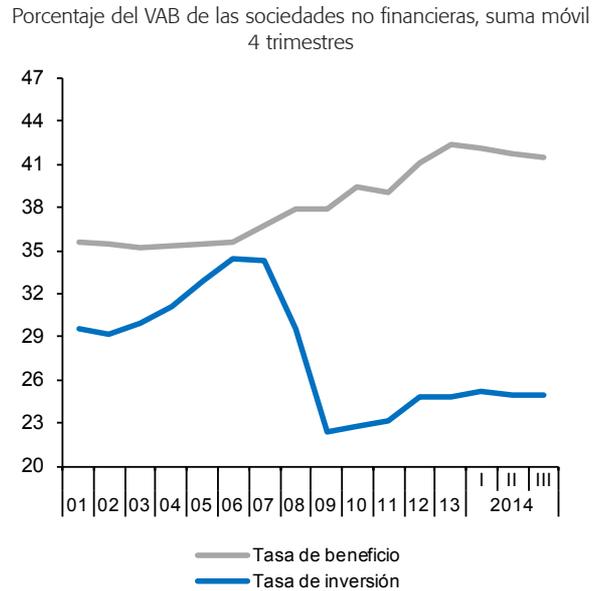
**Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y Ahorro**



**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

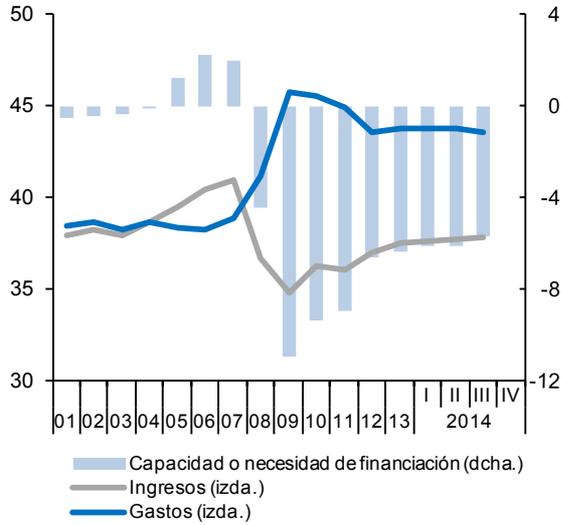
## Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas (SEC 2010, Base 2010)

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>														
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	141,5	119,2	107,4	129,1	112,8	24,4	169,1	23,3	167,6	202,7	-35,1	23,6	-58,7	-57,9
2015	143,0	123,4	110,8	134,5	113,7	23,0	170,7	24,1	180,3	203,5	-23,3	24,9	-48,1	-48,1
2016	144,6	129,6	111,5	138,3	114,7	20,5	172,4	23,0	193,4	205,4	-12,0	25,0	-37,0	-37,0
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>														
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	13,4	11,3	10,1	12,2	10,7	2,3	16,0	2,2	15,8	19,2	-3,3	2,2	-5,5	-5,5
2015	13,1	11,3	10,1	12,3	10,4	2,1	15,6	2,2	16,5	18,6	-2,1	2,3	-4,4	-4,4
2016	12,8	11,5	9,9	12,2	10,1	1,8	15,2	2,0	17,1	18,1	-1,1	2,2	-3,3	-3,3
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	12,2	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

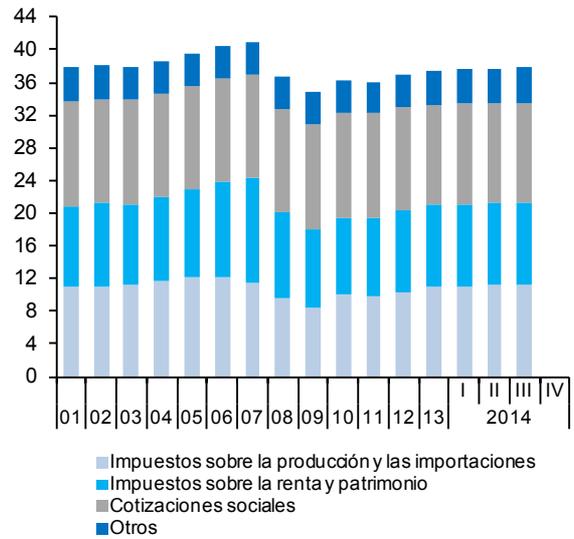
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

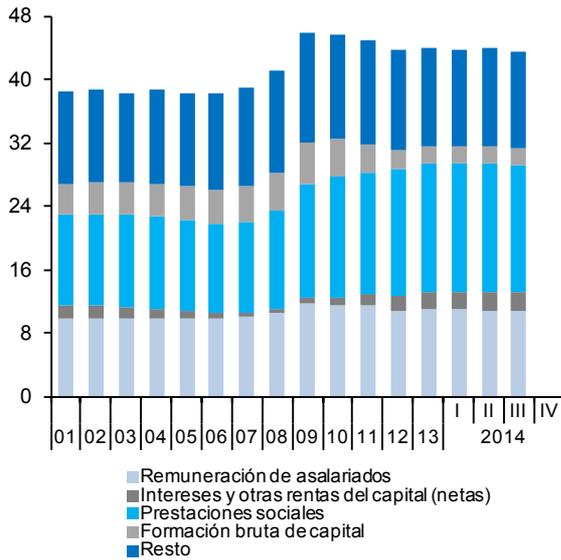


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

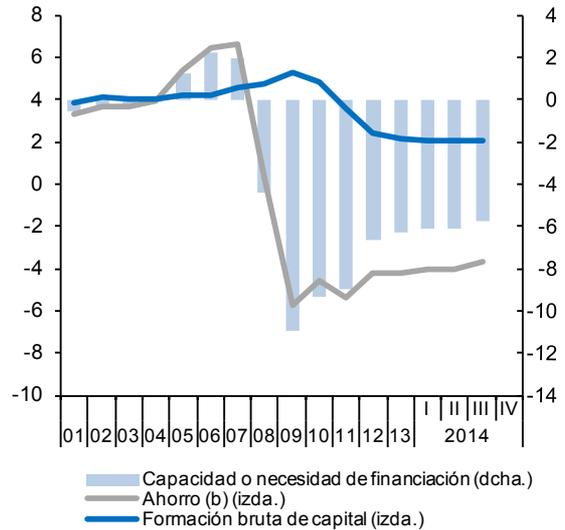
**Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos**  
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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



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



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

Cuadro 9

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

Previsiones en azul

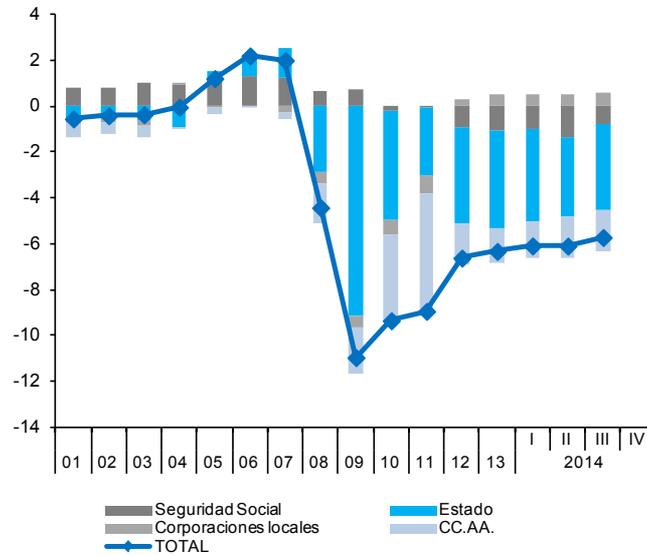
	Déficit					Deuda				
	Admón. Central (a)	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. (a)	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
2008	-32,3	-19,1	-5,4	7,4	-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	-35,7	-18,0	5,3	-9,5	-57,9	--	--	--	--	1.034,0
2015	-26,8	-14,2	2,2	-9,3	-48,1	--	--	--	--	1.102,6
2016	-20,0	-10,2	2,3	-9,1	-37,0	--	--	--	--	1.154,6
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>				
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	-3,4	-1,7	0,5	-0,9	-5,5	--	--	--	--	97,7
2015	-2,4	-1,3	0,2	-0,9	-4,4	--	--	--	--	100,6
2016	-1,8	-0,9	0,2	-0,8	-3,3	--	--	--	--	102,0
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	82,5	21,4	4,0	1,6	94,9
II	-3,5	-1,7	0,5	-1,3	-6,1	84,3	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).

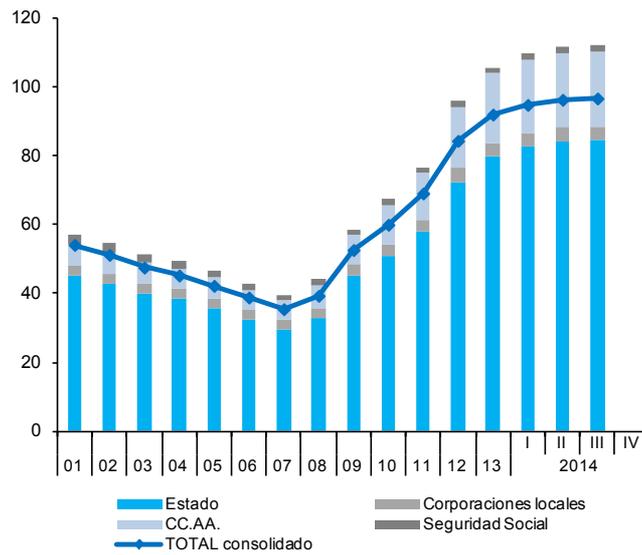
### Gráfico 9.1.- Déficit público

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	
														CVE
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones							Porcentaje							
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	22,9	--	17,8	--	5,1	--	75,4	58,5	22,3	--	--	--	
2016	30,3	22,9	--	18,2	--	4,7	--	75,6	60,1	20,4	--	--	--	
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
		Tasas de crecimiento (d)							Diferencia sobre el año anterior en pp					
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	-0,1	--	2,7	--	-8,8	--	0,2	1,7	-2,1	--	--	--	
2016	0,0	-0,1	--	2,4	--	-8,8	--	0,2	1,6	-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

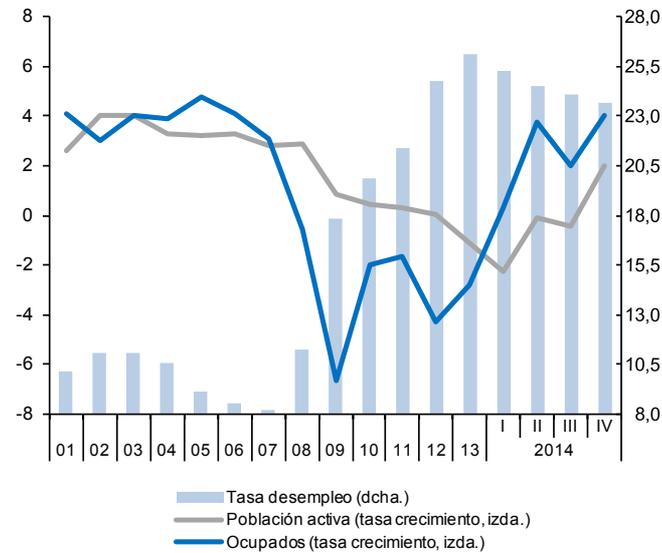
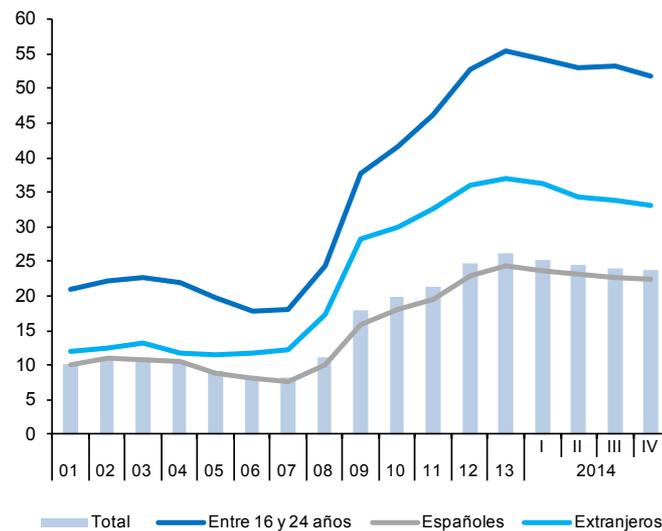


Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



Cuadro 11

## Índice de precios al consumo

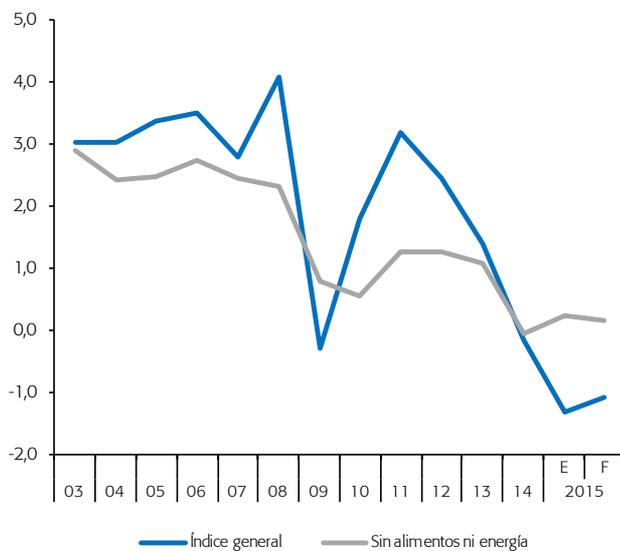
Previsiones en azul

	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	103,2	102,6	103,4	101,1	103,5	107,3	106,6	100,2	107,1	
<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	-0,5	0,3	0,3	0,0	0,4	0,7	1,9	-7,3	1,0	
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	-1,3	0,2	0,2	-0,1	0,5	-0,1	-0,7	-11,4	-0,3
	Feb	-1,1	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,9	-10,2	0,3
	Mar	-0,7	0,2	0,2	-0,1	0,4	0,2	1,5	-7,8	0,6
	Abr	-0,6	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,5	1,6	-7,8	0,8
	May	-0,6	0,2	0,3	0,0	0,3	0,6	2,4	-8,0	1,2
	Jun	-0,5	0,2	0,3	0,0	0,3	0,9	2,5	-7,9	1,4
	Jul	-0,4	0,3	0,4	0,1	0,4	0,8	2,8	-7,7	1,4
	Ago	-0,4	0,3	0,4	0,0	0,4	1,0	2,7	-7,5	1,5
	Sep	-0,5	0,3	0,4	0,1	0,5	0,9	2,8	-8,5	1,5
	Oct	-0,4	0,3	0,4	0,1	0,5	0,9	1,4	-6,8	1,1
	Nov	0,1	0,4	0,5	0,2	0,5	0,9	2,0	-3,9	1,2
	Dic	0,7	0,4	0,5	0,2	0,5	1,0	3,0	1,1	1,6

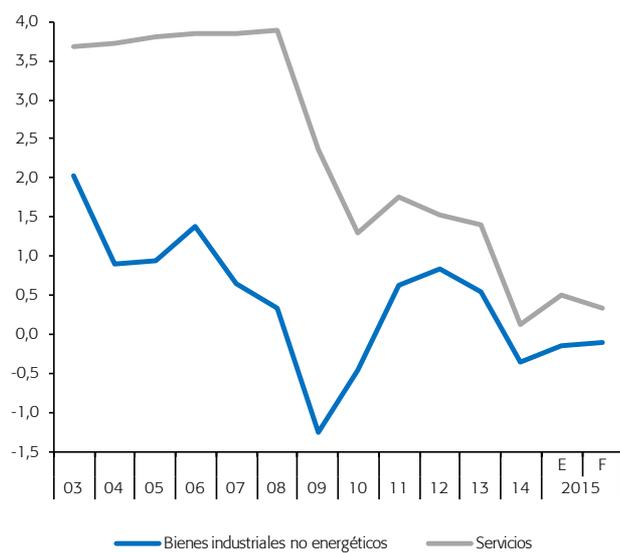
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

**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	135,6	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,1	155,3	--
2014	135,0	110,2	105,9	64,4	70,9	51,5	141,4	138,2	151,3	153,2	--
2015 (b)	--	107,4	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2013 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	162,7	--
2014 I	134,9	109,8	105,7	63,6	71,0	50,8	139,8	135,2	154,0	145,6	--
II	135,1	110,6	105,8	64,7	71,0	52,5	145,9	144,5	150,2	153,8	--
III	135,1	111,2	106,0	64,8	70,8	51,2	138,5	134,8	149,7	160,3	--
IV	134,7	109,1	105,8	65,0	71,2	55,9	149,1	149,2	148,9	162,2	--
2015 I (b)	--	107,4	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2014 Nov	--	109,1	105,8	--	--	--	--	--	--	--	--
Dic	--	107,9	105,7	--	--	--	--	--	--	--	--
2015 Ene	--	107,4	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	0,7	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,6
2014	-0,5	-1,3	-0,8	-0,2	-3,1	-7,7	-0,2	-0,1	-0,8	0,3	0,5
2015 (c)	--	-2,8	0,0	--	--	--	--	--	--	--	--
2013 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	1,4	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	-0,6	-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	-0,3	-0,9	-0,4	0,3	-2,6	-3,3	-0,4	-0,1	-1,4	-0,2	0,6
IV	-0,6	-2,1	-0,1	1,8	-0,3	5,2	-0,5	-0,2	-1,6	-0,3	0,6
2015 (c) I	--	-2,2	0,1	--	--	--	--	--	--	--	0,6
2014 Nov	--	-1,5	-0,2	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Dic	--	-3,6	0,0	--	--	--	--	--	--	--	0,6
2015 Ene	--	-2,8	0,0	--	--	--	--	--	--	--	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)

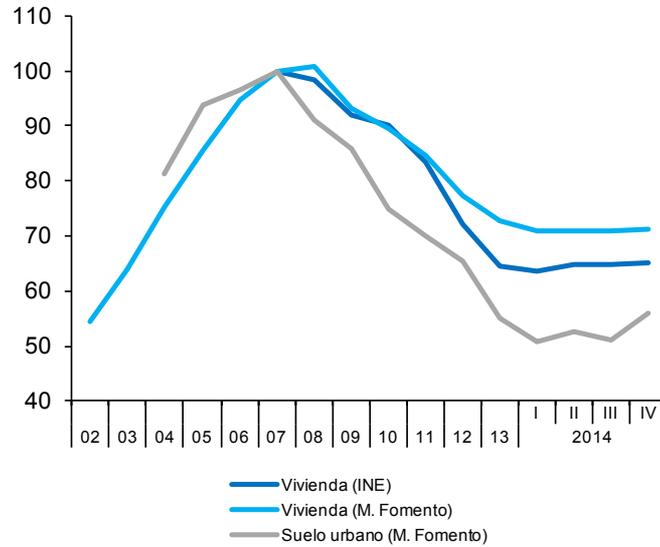
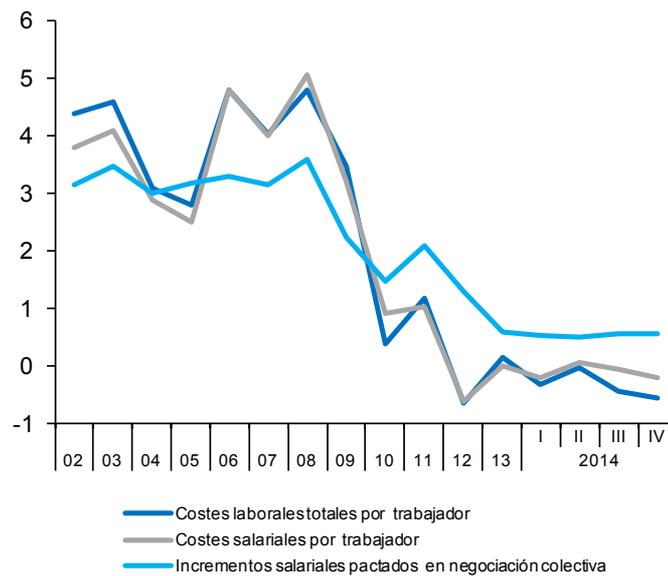


Gráfico 12.2.- Costes laborales  
Tasas de crecimiento interanual



## Cuadro 13

**Desequilibrios: comparación internacional**

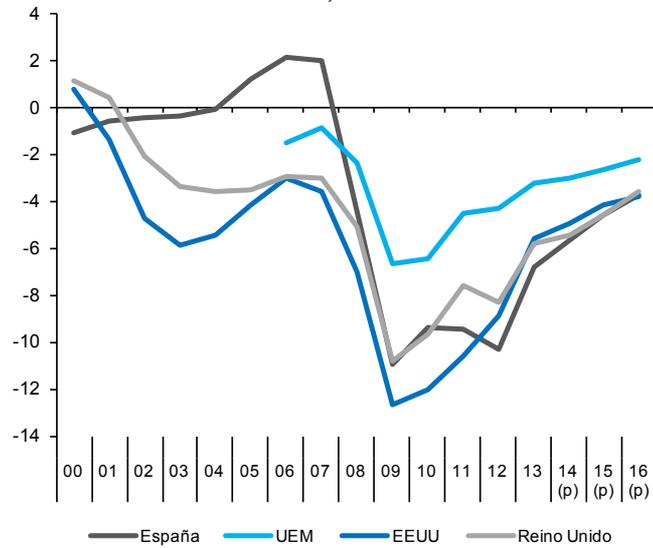
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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	23,3	-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	16,6	-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	-85,1	-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	14,6	-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	34,9	-447,9	-40,6
2011	-101,3	-541,3	-1.646,9	-122,3	743,5	10.224,4	15.379,2	1.324,2	-35,0	63,8	-480,5	-27,0
2012	-108,9	-531,6	-1.434,2	-137,3	891,0	10.862,6	16.627,2	1.421,1	-4,5	151,8	-482,2	-61,9
2013	-71,3	-401,7	-933,3	-99,3	966,2	11.209,8	17.558,5	1.494,7	15,4	196,5	-422,2	-76,7
2014	-59,5	-380,1	-854,2	-98,1	1.039,0	11.742,4	18.285,9	1.593,5	-1,0	229,2	-438,3	-73,8
2015	-49,2	-345,1	-758,3	-86,0	1.099,8	12.096,1	18.984,1	1.684,3	7,0	276,3	-425,2	-71,0
2016	-41,3	-300,0	-730,6	-69,3	1.149,0	12.415,3	19.914,7	1.767,9	5,6	281,6	-502,0	-64,7
<b>Porcentaje del PIB</b>												
2005	1,2	--	-4,2	-3,5	42,3	--	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	87,8	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	-4,5
2014	-5,6	-3,0	-4,9	-5,5	98,3	91,7	104,9	88,7	-0,1	1,8	-2,5	-4,1
2015	-4,5	-2,6	-4,2	-4,6	101,5	91,5	104,3	90,1	0,6	2,1	-2,3	-3,8
2016	-3,7	-2,2	-3,8	-3,6	102,5	90,7	103,9	91,0	0,5	2,1	-2,6	-3,3

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

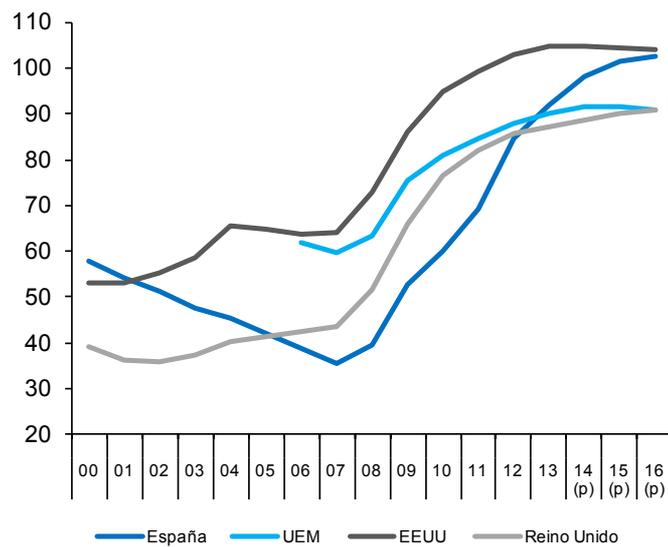
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.



## 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1  
Población

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-27 (%)
2006	44.708.964	40,63	16,74	77,71	84,16	47,49	24,63	10,82	840.844	37,57
2007	45.200.737	40,76	16,66	77,79	84,14	47,41	24,55	11,61	958.266	41,69
2008	46.157.822	40,81	16,54	78,23	84,34	47,47	24,49	13,10	726.009	28,40
2009	46.745.807	40,92	16,65	78,63	84,66	47,81	24,61	13,83	498.977	31,98
2010	47.021.031	41,12	16,87	79,06	85,05	48,63	25,03	14,05	464.443	35,54
2011	47.190.493	41,36	17,15	79,32	85,16	49,43	25,51	14,15	454.686	36,87
2012	47.265.321	41,63	17,40	79,38	85,13	50,39	26,14	14,30	370.515	36,32
2013	47.129.783	41,87	17,69	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
2014			133.643			

Fuentes: ID INE ID INE CGPJ ID INE ID INE ID INE

Cuadro 2 (continuación)

## Hogares y familias

	Fecundidad					
	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)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
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, en parte, 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	1.059.799	27,0	5.558.964	999,8	929.484	915,6	2.348.388	624,0
2015	969.148♦	27,2♦	5.618.470♦	1.012,7♦	928.015♦	920,9♦	2.353.311♦	628,2♦

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo		Seguridad Social		Otras
			Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número			
2006	558.702	276.920	204.844	82.064	
2007	575.675	270.980	203.401	71.818	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626	
2009	960.888	260.908	197.126	56.396	
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535	
2011	1.331.316	254.295	194.712	43.116	
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310	
2013	1.313.986	250.815	195.478	30.725	
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842	
2015	1.190.480♦	253.361♦	198.747♦	24.965♦	

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO BEL

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

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

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

• Los datos se refieren a enero.

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	4,6	5,4	1,4	0,72	51,27
2007	1.918,90	1.373,40	4,6	5,4	1,4	0,74	
2008	2.061,20	1.497,40	4,7	5,5	1,4	0,75	
2009	2.134,40	1.586,40	4,8	5,6	1,4	0,74	
2010	2.133,10	1.575,70	4,8	5,7	1,4	0,74	
2011	2.160,90	1.575,90	4,9	5,8	1,4		58,70
2012			3,8	5,3			

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.

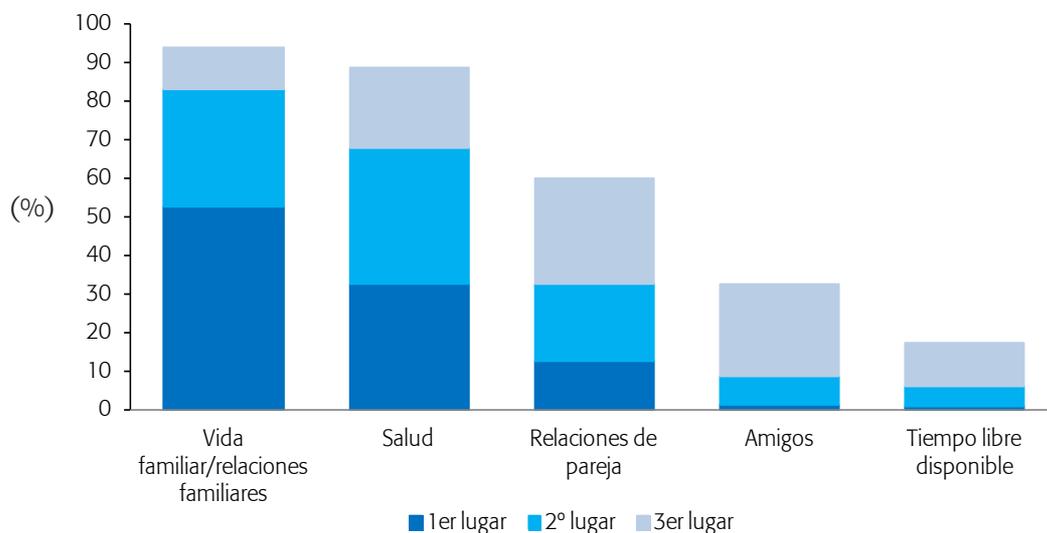
## 2. FLASH SOCIAL

De acuerdo con el barómetro de opinión de febrero de 2015 publicado por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), los españoles conceden a la familia una importancia primordial en sus vidas. Preguntados por los tres aspectos de la vida que consideran más importantes, algo más de la mitad de los entrevistados (52%) sitúan la vida familiar en primer lugar (frente al 32% que antepone la salud). Sumando los porcentajes de quienes nombran la vida familiar en primer o segundo lugar de importancia, el resultado se acerca al 85% (gráfico 1).

Si la importancia atribuida a la familia es máxima, la satisfacción con ella también registra valores muy altos: 8,62 puntos de media en una escala de 0 a 10. De la comparación de los resultados de este barómetro con otro realizado en 2010 se desprende que la satisfacción con las relaciones personales y el tiempo libre disponible ha aumentado en los últimos años, mientras que la satisfacción con la salud ha disminuido (gráfico 2).

Gráfico 1

## Importancia de determinadas cuestiones en la vida (febrero de 2015)

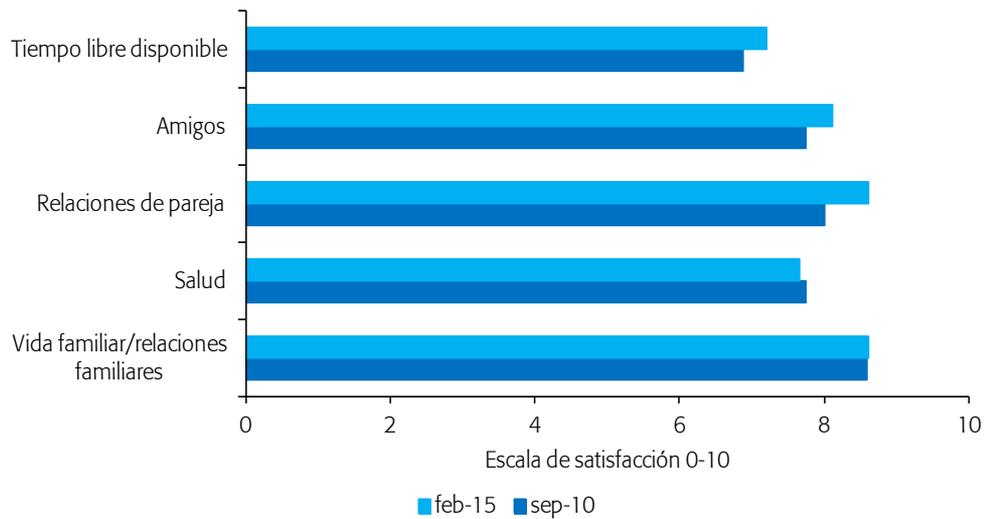


Pregunta: "Y de todos estos aspectos, ¿cuáles son para Ud. los tres más importantes?".

Fuente: Barómetro del CIS de febrero de 2015 [avance de resultados] ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 2

## Satisfacción con determinados aspectos de la vida: escala 0-10 (febrero de 2015)



*Pregunta:* "¿En qué medida se siente Ud. satisfecho con cada uno de los siguientes aspectos de su vida? Utilice para valorarlos una escala que va del 0 a 10, en la que 0 significa 'completamente insatisfecho/a' y 10 'completamente satisfecho/a'".

*Fuente:* Barómetro del CIS de febrero de 2015 [avance de resultados] ([www.cis.es](http://www.cis.es)).



## Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,6	Diciembre 2014
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,3	Diciembre 2014
Dudosos (% var. mensual medio)	-2,3	Diciembre 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	481.684	Febrero 2015
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	132.010	Febrero 2015
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	48.280	Febrero 2015
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 1999-2012	2013	2014	2015 febrero	2015 15 marzo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,8	2,3	1,9	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,68	0,22	0,21	0,04	0,02	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	2,95	0,54	0,48	0,23	0,21	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,6	4,6	2,7	1,25	1,14	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	4,6	3,9	2,3	1,68	-	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": Continúa la caída de los tipos de interés interbancarios, tras iniciarse el programa de compra de deuda soberana del Banco Central Europeo. La referencia a tres meses se reduce hasta el 0,02% a 15 de marzo, mientras que el euríbor a 1 año ha disminuido hasta el 0,21%. Este entorno de reducidos tipos de interés se mantendrá por un tiempo prolongado, como anunció el propio BCE. En cuanto al bono del Estado a 10 años, su rentabilidad se ha reducido hasta el 1,14% en un contexto de mejora generalizada de las condiciones de financiación.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 diciembre	2015 enero	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	24,5	84,7	82,9	68,9	68,1	(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	53,5	76,0	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,6	1,7	1,9	0,9	1,0	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	2,2	3,2	3,4	3,1	(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	1.037,8	1.068,4	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	-2,3	3,4	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	-14,2	16,2	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.029,6	824,7	1.011,98	1.042,5	1.120,5(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.989,3	7.583,2	8.715,6	10.279,5	11.033,8(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	26,1	21,4(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 diciembre	2015 enero	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,4	-15,1	-23,5	37,2	-33,9	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	73,9	80,7	7,6	-3,5	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	0,1	0,1	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,8	-10,8	15,8	1,3	22,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	7,8	54,1	-22,8	18,4	-37,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se observa un aumento en la contratación de las operaciones simples al contado con letras de Tesoro del 68,1%, mientras que por otro lado se observa un incremento de las operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado del 76,0%. El Ibex-35 continúa su recuperación, con considerable volatilidad en cualquier caso, y ya ha avanzado hasta los 11.033 puntos, mientras que el índice general de la Bolsa de Madrid alcanza los 1.120 puntos. Por otro lado, se observa un incremento de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 22,4%, mientras que se ha producido una reducción de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 37,9%.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2005-2011	2012	2013	2014 II T.	2014 III T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,4	-0,2	-1,4	1,0	0,5	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	1,1	1,3	3,7	3,0	3,9	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	267,4	305,7	307,1	317,0	315,5	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 2005-2011	2012	2013	2014 II T.	2014 III T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,8	79,4	75,2	73,9	72,4	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	3,7	-0,6	7,8	4,0	-0,6	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	7,0	-4,3	-5,6	0,1	-1,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el tercer trimestre de 2014, se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 0,5% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se incrementa, pasando del 3% en el primer trimestre de 2014, al 3,9% en el tercer trimestre. Sin embargo, se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 72,4% del PIB, frente al 73,9% del trimestre precedente. Finalmente, se registra una ligera reducción del *stock* de activos financieros de las familias del 0,6%, si bien la caída es aún mayor (1,3%) para los pasivos, lo que permite que el patrimonio financiero neto de los hogares siga aumentando.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 noviembre	2014 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	12,8	-10,4	-9,5	0,5	-0,6	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	0,6	-0,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,0	23,2	-5,1	-1,0	-2,9	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	16,4	3,1	8,9	-0,2	-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	-6,1	-5,9	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 noviembre	2014 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	34,9	20,0	17,8	-0,9	-2,3	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-3,3	0,3	6,5	-5,1	35,1	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	0,7	-0,9	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, a diciembre de 2014, muestra una ligera reducción del crédito así como de los depósitos al sector privado del 0,6% y el 0,3%, respectivamente. Asimismo, los valores de renta fija y de las acciones y participaciones presentan una disminución de su peso en balance del 2,9% y del 0,8%, respectivamente. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 2,3% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2011	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	481.684(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	132.010(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 1999-2011	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	48.280(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a febrero de 2015.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En febrero de 2015, la apelación neta al eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 27,41% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona, lo que supone una reducción de 9.480 millones de euros respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2011	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 143. La nueva reforma de la financiación autonómica: Análisis y propuestas

**PANORAMA SOCIAL**

N.º 20. Pobreza infantil

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

N.º 244. Tareas pendientes: deuda, competitividad y empleo

**SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 4, N.º 1 (2015). The changing dynamics of Spain's debt burden

**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)



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

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

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

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28

28013 Madrid (España)

Teléfono: 91 596 54 81

Fax: 91 596 57 96

[publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)

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

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

Edición digital, gratuita

