# Cuadernos de Información Económica

julio/agosto 2015

# Nuevas tendencias en la financiación de las empresas

ECONOMÍA Y FINANZAS

El crecimiento supera las expectativas

Financiación bancaria y pymes

Financiación alternativa

Tendencias de la deuda corporativa

Estabilidad fiscal: escenarios de futuro

¿Se puede reindustrializar España?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Consolidación fiscal, reformas y desigualdad

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS



### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

#### **EDITOR**

Eduardo Bandrés Moliné

#### **CONSEJO DE REDACCIÓN**

Carlos Ocaña Pérez de Tudela Santiago Carbó Valverde Mª 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 avala los datos que estos, bajo su responsabilidad, aportan.

Edita: Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas)

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Diseño

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

Impresión: **Cecabank**Depósito Legal: M-402 - 1987

#### © 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

julio/agosto 2015



#### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

#### Página

- 1 El crecimiento de la economía española supera las expectativas Ángel Laborda y María Jesús Fernández
- 15 ¿Ha mejorado el acceso de las pymes a la financiación bancaria?: España en el contexto europeo Joaquín Maudos
- 29 Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 39 Tendencias en la emisión de deuda corporativa Pablo Guijarro, Isabel Gaya y Jorge Pardo
- 47 Estabilidad fiscal: ¿será suficiente con la mejora de la coyuntura económica?

  Santiago Lago Peñas
- 55 ¿Se puede reindustrializar España? José Carlos Fariñas y Ana Martín Marcos

#### ECONOMÍA INTERNACIONAL

#### Página

69 Efectos redistributivos de las reformas económicas: el caso de España en el contexto de la UE Ramon Xifré

#### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página
- 82 Indicadores económicos
  Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 109 Indicadores sociales
  Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 115 Indicadores financieros
  Dirección de Estudios Financieros de Funcas

#### Carta de la Redacción

a evolución reciente de la economía española ha superado las expectativas de tan solo hace unos meses. Los shocks externos positivos, los factores endógenos de estímulo fiscal y los efectos de las reformas estructurales han impulsado el proceso de recuperación económica, alcanzando mejores resultados de lo esperado y dando lugar a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. El artículo de ÁNGEL LABORDA V María Jesús Fernández, con el que se abre este número, sitúa esas previsiones en una tasa del 3,3% en 2015 y del 3,0% en 2016, con la demanda interna como factor determinante de la expansión. De confirmarse estas expectativas, a finales de 2016, y tras un periodo de nueve años, se habría recuperado la totalidad del PIB perdido durante la recesión. El empleo, en cambio, tendrá que esperar algún tiempo más para volver a los niveles de antes de la crisis. En el mismo escenario de 2016, el empleo recuperado alcanzará la tercera parte del que se destruyó y la tasa de paro quedará en torno al 20% de la población activa. Sin embargo, el agotamiento progresivo de los efectos expansivos de algunos de los factores que han impulsado la reciente recuperación dará lugar, muy probablemente, a una desaceleración de la tasa de crecimiento a partir del tercer trimestre de 2015. En una perspectiva de largo plazo, se recomienda por tanto una estrategia de política económica que incremente el potencial de crecimiento de la economía española afrontando las debilidades y deficiencias del sistema productivo.

Tres artículos de este número de *Cuadernos de Información Económica* se dedican a analizar los cambios y tendencias más recientes en la financiación de

las empresas españolas. Joaquín Maudos disecciona las condiciones de acceso de las empresas a la financiación bancaria, con especial atención a las pymes, a partir de las encuestas del Banco Central Europeo (BCE). Tras el fuerte impacto que la crisis tuvo en el acceso al crédito en España, en 2014 tiene lugar un cambio de tendencia que se manifiesta en un aumento de stock de crédito vivo a las empresas, un volumen creciente de crédito nuevo en operaciones de menos de un millón de euros (que son las propias de las pymes), una fuerte caída del diferencial de tipo de interés respecto a las empresas europeas y una tasa de rechazo de las peticiones de crédito inferior al promedio de la eurozona. Las empresas españolas reconocen que la banca ha aumentado su disposición a financiarlas y que han mejorado también las condiciones de los préstamos. A todo ello ha contribuido el avance hacia la unión bancaria, la política monetaria expansiva del BCE, la reestructuración del sistema bancario español y la mayor demanda solvente de crédito tras el ajuste de las empresas no financieras. No cabe duda que esta notable mejora de la financiación bancaria es uno de los factores que han impulsado la recuperación económica desde finales de 2013.

Una de las cuestiones que han suscitado un mayor interés durante los años en los que la financiación bancaria a las empresas se vio afectada por la crisis, es el desarrollo de fuentes de financiación alternativa más allá de los bancos y los mercados de capital tradicionales. El artículo de Santiago Carbó y Francisco Rodríguez analiza, en primer lugar, las iniciativas regulatorias sobre mecanismos alternativos de financiación llevadas a cabo en España, deteniéndose, a continuación, en el alcance

real de estos nuevos canales de financiación empresarial. La Ley de fomento de la financiación empresarial y la Ley por la que se regulan las entidades de capitalriesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado son las dos normas principales aprobadas en 2014 y dirigidas tanto a flexibilizar la financiación bancaria como a fortalecer otras fuentes de financiación no bancaria. La reforma del marco legal insta a los bancos a titulizar el crédito a pymes, a la vez que se simplifican los mecanismos para la emisión de títulos de renta fija por las sociedades limitadas, se impulsa el mercado alternativo bursátil (MAB) y se desarrolla un marco legal para los fondos participativos: el denominado crowdfunding. Por otra parte, la nueva regulación de las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva trata también de promover la recaudación de fondos entre los inversores como alternativa a la financiación bancaria. En todo caso, algunas de estas iniciativas, como el crowdfunding o el crédito empresarial P2P, presentan todavía un desarrollo muy limitado en España, si bien otras como el mercado alternativo bursátil v las entidades de capital-riesgo son alternativas particularmente prometedoras para las empresas en un futuro próximo. Los autores concluyen que el desarrollo de estas nuevas fuentes de financiación alternativa no significa necesariamente una disminución del papel de los bancos, sino que estos tendrán que encontrar nuevas formas de servir a las pymes explotando sus ventajas informacionales en el negocio de la intermediación financiera.

El tercero de los artículos dedicado a las nuevas fuentes de financiación empresarial, de Pablo Guijarro, ISABEL GAYA y JORGE PARDO, se centra en la reciente expansión del mercado de deuda corporativa. El menor peso relativo de la financiación por medio del mercado de capitales en las empresas de Europa continental en comparación con las anglosajonas limitó considerablemente su acceso a fondos ajenos durante la reciente crisis financiera. Sin embargo, en los últimos meses se asiste a una creciente propensión en la emisión de bonos, obligaciones y pagarés de empresa que se han convertido en un importante complemento de la financiación bancaria. Las tendencias observadas en el conjunto de Europa se han extendido también a España ante la reducción de los tipos de interés oficiales, la caída de la prima de riesgo y la mejora de las cuentas de las propias empresas, siendo a su vez destacable el papel que está desempeñando el mercado alternativo de renta fija (MARF), dado que sus condiciones de acceso son más flexibles y menos costosas que las exigidas en los mercados secundarios oficiales. No obstante, el acceso a los mercados de capitales y a otros alternativos de renta fija afecta principalmente a las empresas grandes y medianas; las pequeñas empresas, cuyas limitaciones estructurales impiden su acceso a este tipo de mercados, se ven también beneficiadas por la mayor oferta de fondos disponibles por parte de las entidades financieras, resultado de estas tendencias.

Un aspecto fundamental en la corrección de los desequilibrios principales de la economía española es el proceso de consolidación fiscal que se somete periódicamente a revisión en el Programa de Estabilidad del Reino de España. El artículo de Santiago Lago analiza las nuevas sendas de ingresos y gastos que se dibujan en los próximos años a la luz de las proyecciones macroeconómicas de dicho Programa, así como sus consecuencias sobre el futuro del gasto público. La corrección del déficit público en el cuatrienio 2015-2018 se cifra en un 69% en los efectos automáticos de la mejora de la coyuntura económica sobre los ingresos y gastos públicos, mientras el 31% restante corresponde a medidas discrecionales que se distribuyen casi a partes iguales entre ambos lados del presupuesto. El horizonte de consolidación se percibe como factible, pero ambicioso y sujeto a riesgos no desdeñables, por la mayor incertidumbre de la coyuntura a partir de 2017, la renuncia a la vía de incremento de los ingresos y la indefinición de algunas de las medidas de ahorro. Adicionalmente, de cumplirse las perspectivas del gasto público contempladas en el Programa, el gasto en educación se situaría previsiblemente a la cola de los países de la Unión Europea y el gasto sanitario se vería congelado en términos corrientes, ensanchando la brecha con los países del entorno.

¿Se puede reindustrializar España? Esta es la pregunta que da título al artículo de José Carlos Fariñas y Ana Martín Marcos, con el que se cierra la sección de Economía y Finanzas Españolas. El fuerte impacto negativo de la reciente crisis económica sobre la producción y el empleo de las manufacturas españolas, junto con la tendencia declinante del sector industrial en la economía han abierto un nuevo e interesante debate sobre el papel de la industria y de la política industrial en los países avanzados. El hecho es que desde el año 2000, y teniendo en cuenta su renta per cápita, España

viene sufriendo una desindustrialización más intensa que la del promedio de países de la OCDE. Resulta, sin embargo, muy complicada la consecución de objetivos de incremento del peso relativo de la industria en el producto interior bruto. Primero, porque el mayor crecimiento de la productividad respecto de los demás sectores dará lugar a una reducción de sus precios relativos lo que, en un contexto de menor demanda relativa de los bienes respecto a los servicios, reducirá la participación de la industria en el PIB. Segundo, porque la penetración de las importaciones procedentes de países con menores costes de producción erosiona la actividad del sector. Y tercero, porque el proceso de terciarización de la industria hace que cada vez sea más difícil aislar la producción propiamente industrial de la de los servicios. Por todo ello, la respuesta a la pregunta inicial es que no es posible reindustrializar España en el sentido de incrementar el peso relativo de las manufacturas. Pero sí se requiere una política industrial dirigida a favorecer el cambio tecnológico que tiene lugar en el sector, promoviendo la innovación, ampliando el gasto en investigación y desarrollo, y aprovechando las posibilidades de la digitalización en el desarrollo de nuevos materiales y productos, y en la creación de nuevos modelos de negocio con las redes de clientes y suministradores.

Finalmente, la sección de Economía Internacional incluye un artículo de RAMON XIFRÉ sobre los efectos

redistributivos de los procesos de consolidación fiscal y reformas estructurales llevados a cabo en la Unión Europea, con particular atención a España. Las políticas de consolidación fiscal pueden aumentar la desigualdad tanto de forma directa como a través de su impacto sobre el crecimiento -especialmente en los casos de educación o sanidad—, mientras que las reformas estructurales tienen efectos indirectos que terminan también por afectar a la distribución personal de la renta, como sucede por ejemplo con la reforma laboral. La literatura comparada muestra que la reducción del gasto en educación y sanidad no solo empeora la desigualdad, sino que daña el propio crecimiento de la economía; en cambio, si el ajuste se realiza mediante el aumento de los impuestos sobre la renta y la riqueza, el efecto negativo se traslada únicamente al crecimiento, con una menor desigualdad. El hecho es que España se sitúa en el grupo de países europeos con mayor reducción del gasto en educación y sanidad, lo que determina un sesgo regresivo en este importante frente del proceso de consolidación fiscal. No obstante, han sido los efectos de la crisis económica sobre el empleo y los salarios, los principales intérpretes del aumento de la desigualdad en España. Y aunque por el momento no existe evidencia suficiente para evaluar los efectos de la última reforma laboral sobre la desigualdad, algunos indicadores sugieren que podríamos estar ante un posible efecto adverso en términos distributivos.

#### FCONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

# El crecimiento de la economía española supera las expectativas

Ángel Laborda y María Jesús Fernández\*

Desde el inicio de su recuperación, la economía española ha sorprendido favorablemente por su inesperado dinamismo, dando lugar a constantes revisiones al alza de las previsiones de crecimiento tanto por parte de las instituciones públicas como privadas. En el primer trimestre de 2015 creció un 3,8% intertrimestral –en tasa anualizada–, y los indicadores económicos apuntan a que en el segundo trimestre se ha producido una aceleración. Para los próximos trimestres se espera una progresiva ralentización a medida que se agota el efecto de diversos *shocks* externos, pese a lo cual las previsiones tanto para 2015 como para 2016 han sido revisadas al alza. No obstante, no debe olvidarse que la economía española sigue siendo muy vulnerable ante episodios de tensión en los mercados financieros debido a su elevado endeudamiento, y, sobre todo, no debe perderse de vista el largo plazo, para el cual las perspectivas son de un crecimiento sensiblemente más moderado.

#### Contexto internacional

La debilidad de la economía europea, la pérdida de dinamismo de las economías emergentes y las incertidumbres y los riesgos para la estabilidad financiera mundial asociados a la subida de los tipos de interés en Estados Unidos y a la situación de Grecia, son los principales rasgos que han caracterizado el contexto económico internacional en los últimos meses.

La economía de Estados Unidos sufrió una contracción del 0,7% en tasa anualizada en el primer trimestre de este año, pero se asume que dicho resultado negativo obedeció a las malas condicio-

nes climatológicas del invierno y a una huelga de trabajadores portuarios, e incluso a alguna deficiencia en la elaboración de las cifras de la contabilidad nacional. No obstante, los principales indicadores económicos, como el índice de producción industrial, el índice de gestores de compras (PMI), los pedidos y las ventas minoristas, ofrecen todos ellos señales de debilitamiento en la tendencia económica desde el inicio del ejercicio. Además, la creación de empleo a lo largo de los primeros cinco meses de 2015 ha sido, de media, inferior a la observada durante la mayor parte de 2014. Todo ello ha retrasado la perspectiva de un aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

<sup>\*</sup> Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

China creció en el primer trimestre solo un 7% interanual, la tasa más baja de los últimos siete años. En cuanto al resto de economías emergentes, las perspectivas para Brasil, Turquía y Rusia se han deteriorado notablemente. Los dos primeros se encuentran entre los más vulnerables ante cualquier acontecimiento que pueda desestabilizar los mercados financieros internacionales, debido a su inestabilidad macroeconómica y sus déficits por cuenta corriente. Rusia está sufriendo el impacto de la caída del precio del crudo y de las sanciones internacionales. Como consecuencia, las divisas de todos ellos se han depreciado entre un 20% y un 30% frente al dólar en el último año.

La zona del euro ganó algo de impulso en el primer trimestre de este año, pero su crecimiento siguió siendo débil, un 1,6%, y las previsiones para el conjunto del año apuntan apenas a un 1,5%. Los últimos meses han estado marcados por la incertidumbre generada por la falta de avances en las negociaciones entre las instituciones europeas y el Fondo Monetario Internacional (FMI), por un lado, y Grecia por el otro, con el fin de liberar el último tramo de ayuda financiera a dicho país. El temor a una posible salida de Grecia del euro ha tensionado los mercados financieros, al propiciar la huida de inversiones hacia destinos seguros, lo que ha elevado de nuevo las rentabilidades de la deuda de los países periféricos y sus primas de riesgo, entre ellos, España.

# Evolución reciente de la economía española

El PIB de España creció un 0,9% en el primer trimestre de 2015 sobre el trimestre anterior, tasa que en términos anualizados equivale a un crecimiento del 3,8% —en estos términos es como se expresarán en adelante las tasas de crecimiento—. El avance sobre el mismo trimestre del año anterior fue del 2,7%. La aportación de la demanda nacional al crecimiento trimestral anualizado fue de 3,4 puntos porcentuales (pp), mientras que la aportación del sector exterior fue de 0,4 pp, positiva por segundo trimestre consecutivo.

El consumo privado moderó su crecimiento en el primer trimestre desde las elevadas tasas registradas en los trimestres precedentes, comparables a las observadas en los años anteriores a la crisis. Al inicio del segundo trimestre las ventas minoristas seguían creciendo de forma intensa, al igual que las matriculaciones, aunque estas últimas, a un ritmo más moderado. El índice de confianza del consumidor, por su parte, continuaba su trayectoria ascendente situándose en el nivel más elevado desde el año 2000, al igual que el índice de confianza del comercio minorista, que se encuentra en máximos históricos absolutos. Todo ello en su conjunto apunta a la continuación de un ritmo elevado de crecimiento para este componente de la demanda en el segundo trimestre del año (gráficos 1.1 y 1.2).

El consumo público registró un repunte en términos reales después de tres trimestres en negativo. En términos nominales, el crecimiento fue del 24,6%, que, al menos en parte, obedece a la devolución de una parte de la paga extraordinaria a los empleados públicos eliminada en diciembre de 2012.

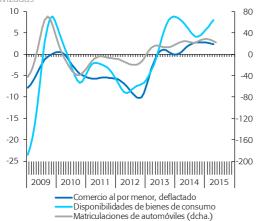
La inversión en bienes de equipo y otros productos creció un 4% en el primer trimestre. Al inicio del segundo, las matriculaciones de vehículos de carga ralentizaron algo su ascenso, aunque este seguía siendo muy intenso, mientras que la cartera de pedidos de bienes de inversión de abril y mayo registró una sensible mejoría (gráficos 1.3 y 1.4). En cuanto a la inversión en construcción, la de vivienda ralentizó su crecimiento, mientras que la inversión en otras construcciones se intensificó. El mercado inmobiliario continúa recuperándose, como indica el aumento de las ventas de viviendas y el ascenso de sus precios; según el indicador de precios de la vivienda del Instituto Nacional de Estadística (INE), estos crecieron un 1,5% interanual en el primer trimestre, aunque el indicador de precios elaborado por el Ministerio de Fomento apunta más bien a una estabilización de los mismos.

Las exportaciones de bienes descendieron, pero las totales crecieron un 1%, gracias al fuerte incremento de las de servicios no turísticos. Esta circunstancia anómala y excepcional es la que ha

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

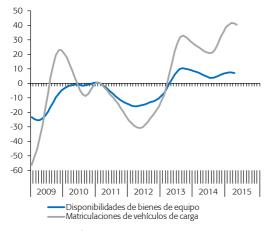
1.1 - Indicadores de consumo (I)

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



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

1.3 - Indicadores de inversión en bienes de equipo (I) Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas

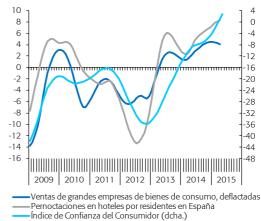


Fuentes: Ministerio de Economía, DGT y Funcas.

hecho posible que la aportación del sector exterior al crecimiento trimestral del PIB haya sido positiva en el primer trimestre, lo cual no se debe interpretar, por tanto, como un indicio de cambio en el patrón descompensado de aportaciones al crecimiento de la demanda nacional y del sector exterior habitual desde el inicio de la recuperación. Las importaciones, por su parte, registraron un incremento que, en el caso de los bienes, ha sido inferior a lo esperado. Los datos de Aduanas de abril de comercio exterior de bienes indican una

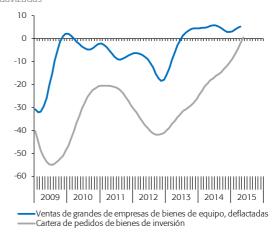
1.2 - Indicadores de consumo (II)

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



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

1.4 - 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.

tendencia de mayor crecimiento en las importaciones que en las exportaciones (gráfico 3.1).

Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto (VAB) creció en todos los sectores. El mayor crecimiento fue en la industria, seguido de la construcción y los servicios. En cuanto a los indicadores de actividad en la industria disponibles para el segundo trimestre, el índice de producción industrial de abril continuaba en un nivel elevado tras los fuertes ascensos de los dos meses anterio-

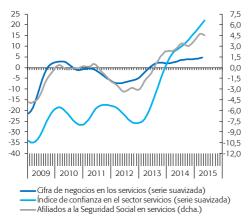
#### Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

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



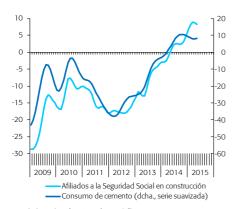
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

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



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

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



Fuentes: Ministerio de Empleo, Oficemen y Funcas.

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



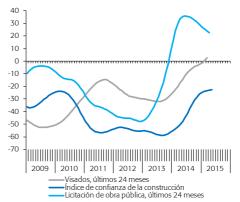
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

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.

2.6 - 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.

res, mientras que el índice PMI de mayo escalaba hasta el nivel más alto desde 2007. El índice de confianza de la industria también ha ascendido hasta niveles anteriores a la crisis. Por otra parte, el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector, con datos hasta mayo, ha crecido durante diecisiete meses consecutivos, lo que no había sucedido nunca en la serie histórica de este indicador que comienza en 2001, y a tasas que son, además, las más elevadas de toda la serie (gráficos 2.1 y 2.2).

El número de afiliados a la Seguridad Social en la industria ha crecido durante diecisiete meses consecutivos, lo que no había sucedido nunca en la serie histórica de este indicador que comienza en 2001, y a tasas que son, además, las más elevadas de toda la serie.

Con respecto a los servicios, el índice de cifra de negocios de abril continuaba en una trayectoria de aceleración, el índice PMI se disparaba en abril y mayo hasta máximos desde el año 2000, y el índice de confianza del sector se situaba en el nivel más elevado desde 2002. La entrada de turistas al inicio del segundo trimestre seguía acelerando su crecimiento, y el número de afiliados a la Seguridad Social crecía en abril y mayo a un ritmo intenso, si bien algo más moderado que en los meses anteriores (gráficos 2.3, 2.4 y 3.2).

Los indicadores de actividad en la construcción, como el consumo de cemento, visados de nuevas viviendas o de reforma y licitación oficial, apuntan a una continuación del crecimiento de la actividad. El índice de confianza del sector ha empeorado algo recientemente, pero desde un nivel relativamente alto en comparación con los mínimos alcanzados durante la crisis. El indicador más llamativo es el crecimiento en el número de afiliados a la Seguridad Social. Ahora bien, en buena parte este fuerte repunte de la actividad constructora parece estar ligado al aumento de la obra pública en los meses previos a las elecciones locales y autonómicas de mayo, por lo que cabe prever una

pérdida de pulso a partir del tercer trimestre, como parecen indicar los datos de afiliados y de licitación oficial (gráficos 2.5 y 2.6).

El empleo, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, aumentó un 3,1% en el primer trimestre, destacando especialmente el avance del mismo en el sector de la construcción. Dicho resultado se encuentra en línea con la evolución de la afiliación a la Seguridad Social, aunque las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondientes al mismo periodo reflejaban un crecimiento más modesto. La tasa de paro desestacionalizada se redujo seis décimas porcentuales hasta el 23,1%. Por otra parte, uno de los rasgos más sobresalientes de la última EPA es que el empleo entre los jóvenes ya ha comenzado a crecer. En los meses de abril y mayo la tendencia del empleo seguía siendo muy favorable, según se desprende de la evolución del número de afiliados a la Seguridad Social y del desempleo registrado (gráficos 4.1 a 4.4).

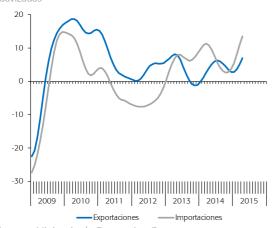
La remuneración por asalariado también aumentó con fuerza en el primer trimestre, pero ello fue debido a la mencionada devolución de la paga extra a los empleados públicos. Excluyendo los servicios ligados a la Administración Pública, así como la agricultura, en el resto de sectores -es decir, en los sectores de mercado no agrarios- la remuneración por asalariado en el trimestre experimentó un pequeño ascenso, que rompe la tendencia ligeramente descendente de los últimos trimestres. Los costes laborales unitarios crecieron en el conjunto de la economía debido al mencionado efecto de la devolución de la paga extra a los empleados públicos. En el sector manufacturero se redujeron en el trimestre, aunque en el último año han crecido un 1.2%.

La tendencia a la baja de los precios de consumo tocó fondo en enero último, con una tasa interanual de -1,3%, explicada en su totalidad por la caída de los precios del petróleo. El posterior repunte de los mismos ha llevado esta tasa hasta -0,2% en mayo. La tasa subyacente mantiene una suave pendiente ascendente desde el mínimo del -0,1% alcanzado en noviembre del pasado año hasta el 0,5% registrado en mayo del actual (gráficos 5.1 y 5.2).

#### Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

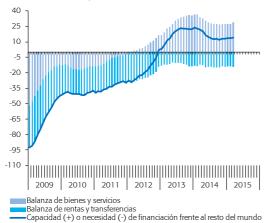
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía y Funcas.

3.3 - Balanza de pagos

Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses

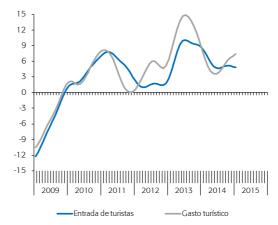


Fuente: Banco de España.

El superávit de la balanza comercial en el primer trimestre del año fue superior al obtenido en el mismo periodo del año anterior, ayudado por la caída de los precios de los productos energéticos. El saldo comercial de bienes no energéticos, por el contrario, registró un empeoramiento. El déficit de la balanza de rentas fue muy semejante al registrado en el primer trimestre del año pasado, de modo que la balanza por cuenta corriente arrojó un saldo negativo de

#### 3.2 - Turismo

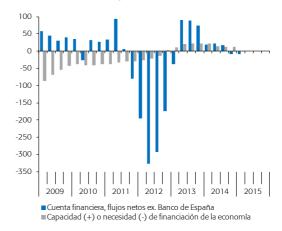
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Industria.

#### 3.4 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros, suma móvil 4 trimestres



Fuente: Banco de España.

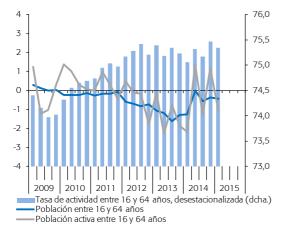
1,5 miles de millones de euros, frente al déficit de 3,7 miles de millones contabilizado el año pasado (gráfico 3.3).

La balanza financiera excluyendo el Banco de España anotó en el primer trimestre un déficit de casi 15 mil millones de euros, muy cercano al obtenido en el mismo periodo del año pasado, a pesar de que las inversiones del exterior en España se duplicaron, lo que se explica por el fuerte creci-

#### Mercado de trabajo

#### 4.1 - Oferta de empleo

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



Fuente: INE (EPA).

#### 4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

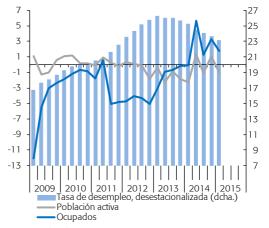
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y miles, series desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

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

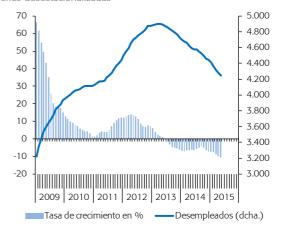
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA)

#### 4.4 - Desempleo registrado

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



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

miento de las inversiones españolas en el exterior, fundamentalmente en cartera (gráfico 3.4).

Con respecto a la evolución de la tasa de ahorro nacional, el último periodo para el que se dispone de datos es el cuarto trimestre de 2014. La tasa correspondiente al conjunto del ejercicio fue del 20,1% del PIB, tres décimas porcentuales menos que el año anterior, debido a la reducción de la misma en los hogares y en las sociedades no finan-

cieras, mientras que la tasa de ahorro público experimentó un ligero ascenso –fue menos negativa que en el año anterior— (gráficos 7.1 y 7.2).

Como consecuencia de esta ligera reducción en la tasa de ahorro nacional, unido a un incremento de la tasa de inversión, la capacidad de financiación de la economía (superávit frente al resto del mundo) descendió desde el 2,1% del PIB hasta el 1%. Tanto los hogares como las empresas no

#### Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios de consumo

Variación interanual en %



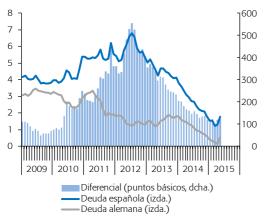
Fuente: INE (IPC).

financieras registraron un excedente financiero, aunque decreciente, el cual, como en años anteriores, fue destinado en gran parte a reducir el endeudamiento, sobre todo en el caso de las empresas. Así, la deuda de los hogares representaba al final de 2014 el 108,8% de su renta disponible bruta, 6,6 puntos porcentuales menos que un año antes. En el caso de las sociedades no financieras, la deuda suponía el 111,1% del PIB, frente a un 117,5% a finales de 2013 (gráfico 7.4).

#### Gráfico 6

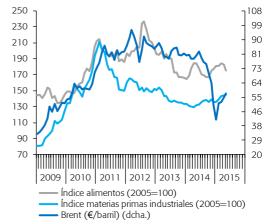
#### Indicadores financieros

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



Fuentes: BCE y Banco de España.

5.2 - Precios materias primas en euros Euros e índice

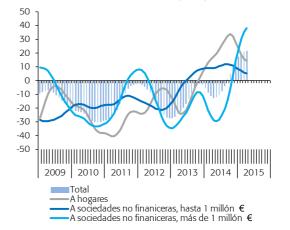


Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

El saldo de las cuentas de las Administraciones Públicas (AA.PP.) en 2014, excluyendo las ayudas a las entidades financieras, fue del 5,7% del PIB, seis décimas porcentuales menos que el año anterior (gráfico 7.3). En el primer trimestre de 2015, el saldo consolidado excluyendo las Administraciones Locales —es decir, Administración Central, comunidades autónomas y Fondos de la Seguridad Socialse había situado en el -0,78% del PIB, frente al -0,69% en el mismo periodo del año anterior. La

#### 6.2 - Crédito nuevo

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

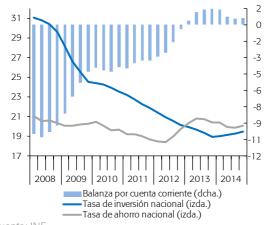


Fuente: Banco de España.

#### **Desequilibrios financieros**

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

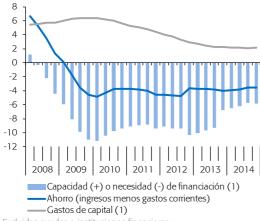
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

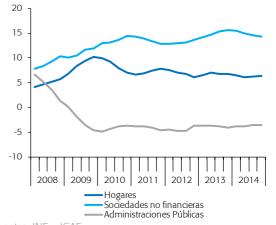


(1) Excluidas ayudas a instituciones financieras *Fuentes:* INE (CTNFSI) e IGAE.

Administración Central incrementó su déficit y los Fondos de la Seguridad Social redujeron su superávit, mientras que las comunidades autónomas en su conjunto experimentaron una pequeña mejoría en sus resultados. No obstante, los primeros meses del año son poco representativos.

Las tensiones en los mercados financieros provocadas por la incertidumbre con respecto a la situación de Grecia han elevado la rentabilidad de la deuda española desde mínimos del 1,10% a mediados de marzo hasta el 2,35% a mediados

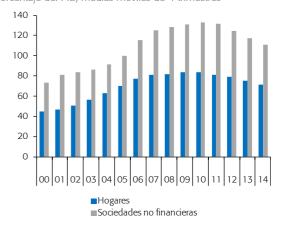
7.2 - Tasas de ahorro Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuentes: INE e IGAE

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras)

de junio. La prima de riesgo también ha aumentado en el mismo periodo desde valores inferiores a 100 puntos básicos hasta en torno a 150 (gráfico 6.1). No obstante, las tensiones se relajaron en la última semana de junio ante la expectativa de un acuerdo entre Grecia y las instituciones, haciendo descender la rentabilidad de la deuda y la prima de riesgo.

Aunque el saldo (*stock*) de la financiación concedida a las empresas y hogares continúa descendiendo, reflejando el proceso de desapalancamiento

de los mismos, el flujo de crédito nuevo creció en el primer trimestre de 2015 un 21% en tasa intertrimestral anualizada, y las cifras correspondientes a abril apuntan al mantenimiento de la misma tendencia. El crédito a las familias, tanto para vivienda como al consumo, está en positivo desde mediados de 2013, así como el crédito a las empresas por valor de menos de un millón de euros -fundamentalmente crédito a pequeñas y medianas empresas-. El resto del crédito, es decir, a empresas por valor de más de un millón de euros, comenzó a registrar ascensos más tarde, en el último trimestre del pasado año, si bien las empresas grandes, a las que va destinado este crédito preferentemente, han dispuesto y utilizado otros canales de financiación distintos al crédito bancario (gráfico 6.2).

#### **Previsiones 2015-2016**

Los indicadores disponibles relativos al segundo trimestre, aunque todavía incompletos, apuntan a una aceleración del crecimiento en dicho periodo hasta un 4,3% anualizado, lo que supone un resultado mejor de lo esperado en el anterior escenario de previsiones. Como consecuencia de esta evolución mejor de la esperada en el segundo trimestre, la previsión de crecimiento del PIB para 2015 se ha revisado tres décimas porcentuales al alza, hasta el 3,3% (cuadro 1).

La economía está siendo impulsada tanto por factores endógenos cíclicos y mejoras estructurales, como por el impacto de un conjunto de *shocks* 

A partir del tercer trimestre del año se espera el agotamiento progresivo del impacto expansivo de algunos de los shocks externos que han impulsado la reciente recuperación, por lo que es previsible una desaceleración del ritmo de crecimiento.

externos de carácter transitorio, entre los que destaca la caída del precio del petróleo, la devolución a los empleados públicos de parte de la paga extraordinaria que fue eliminada en diciembre de 2012, la rebaja del impuesto sobre la renta, la fuerte caída de los tipos de interés y la relajación del gasto público como consecuencia del ciclo electoral. A partir del tercer trimestre se espera el agotamiento progresivo del impacto expansivo de algunos de dichos shocks, por lo que se espera una desaceleración del ritmo de crecimiento (gráfico 8.1).

Por el mismo motivo, el crecimiento previsto para 2016 se sitúa en el 3,0%, es decir, por debajo del esperado para 2015, aunque dos décimas porcentuales por encima de lo estimado en las anteriores previsiones. En ambos años el crecimiento del PIB provendrá enteramente de la aportación de la demanda interna, ya que la del sector exterior será negativa del orden de medio punto porcentual (gráfico 8.2).

Desde que se inició la recuperación, en el tercer trimestre de 2013, la economía ha crecido un 3,4%, lo que significa que se ha recuperado el 39% del PIB real que se había destruido durante la recesión, y, conforme al escenario actual de previsiones, al final de 2016 se habrá recuperado la totalidad del mismo.

Dado el elevado nivel de endeudamiento de la economía española y su dependencia de la financiación exterior, el principal riesgo de incumplimiento de este escenario procede de un posible aumento de la prima de riesgo y de una reducción del acceso a dicha financiación, ya sea motivado por factores internos o externos.

El consumo de los hogares, que se ha revisado al alza, crecerá este año un 3,8%, impulsado por el crecimiento de la renta disponible de las familias tanto en términos nominales como reales. Este aumento procederá de varios factores, principalmente la creación de empleo, el descenso de los pagos por intereses y por impuestos y la caída del precio de los productos energéticos. Todo ello permitirá, además, un ligero repunte de la tasa de ahorro familiar. El año próximo el crecimiento de la renta en términos reales será más moderado que el año actual, debido a la finalización del impacto

de los *shocks* extraordinarios que han actuado en 2015 y la vuelta de la inflación a tasas positivas, lo que ralentizará el crecimiento del consumo privado (gráfico 8.3) y hará descender la tasa de ahorro.

Con respecto al consumo público, se hace el supuesto de que el crecimiento del 1% esperado para este año, relativamente elevado por el efecto del ciclo electoral, se moderará hasta el 0,8% el año próximo.

Desde que se inició la recuperación, en el tercer trimestre de 2013, se ha recuperado el 39% del PIB real que se había destruido durante la recesión, y conforme al escenario actual de previsiones, al final de 2016 se habrá recuperado la totalidad del mismo.

La previsión de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo para 2015 se ha revisado a la baja hasta el 7,0%, debido a que el resultado de este agregado en el primer trimestre fue inferior a lo esperado. Para 2016 se prevé un crecimiento similar al de 2015. En cuanto a la inversión en construcción, aumentará este año un 4,9%, algo menos de lo estimado en las anteriores previsiones, debido también al resultado inferior al previsto en el componente de vivienda en el primer trimestre del año. Se espera, en cualquier caso, una tasa de crecimiento positiva tanto para dicho componente como para el de otras construcciones. En 2016 se ralentizará la inversión en construcción a causa del final del efecto del ciclo electoral sobre el componente de otras construcciones, pese a lo cual también registrará una tasa de crecimiento positiva. La inversión en vivienda se acelerará.

Las exportaciones crecerán este año un 4,6% y las importaciones un 6,2%, de tal modo que el sector exterior detraerá cuatro décimas porcentuales al crecimiento del PIB. Ambas variables se acelerarán el año próximo, y la aportación conjunta al crecimiento será semejante a la de 2015. Se mantendrá, por tanto, tanto este año como el próximo, el mismo patrón que se observa desde el inicio

de la recuperación, consistente en un mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones, debido al fuerte empuje de la demanda interna en un contexto internacional relativamente débil, dando lugar a una aportación negativa al crecimiento del sector exterior.

El empleo, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, aumentará un 3% en 2015 y un 2,5% en 2016, en ambos casos más de lo estimado en las anteriores previsiones. Esto supone la creación de más de 900.000 empleos a lo largo de los dos ejercicios (gráfico 8.4). Esto significa que, si hasta el primer trimestre de 2015 se había recuperado el 13% del empleo que se había perdido durante la crisis, al final de 2016 se habrá recuperado la tercera parte del mismo. La tasa de paro media anual descenderá 2,2 puntos porcentuales de la población activa en 2015 y otros 2 puntos en 2016, hasta el 22,2% y 20,2% respectivamente. Los costes laborales unitarios aumentarán ligeramente en los dos ejercicios, aunque sin agotar el crecimiento de la productividad (gráfico 8.5).

Hasta el primer trimestre de 2015 se había recuperado el 13% del empleo que se había perdido durante la crisis, y al final de 2016 se habrá recuperado la tercera parte del mismo, quedando la tasa de paro en el 20,2% de la población activa.

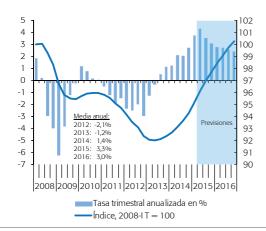
La ausencia de presiones por parte de los costes y de la demanda mantendrá la inflación generada por la economía española en cifras moderadas, esperándose un aumento del deflactor del PIB inferior al 1% tanto en 2015 como en 2016. Debido a los precios de las importaciones, la inflación de los precios de consumo se situará notablemente por debajo de esta cifra en este año (-0,2%) y algo por encima en el próximo.

A pesar de la aportación negativa del sector exterior al crecimiento, el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente será en 2015 del 0,6% del PIB, igual que el pasado año, lo que se explica por la caída del precio del petróleo (gráfico 8.6). En cuanto al año próximo, dado que

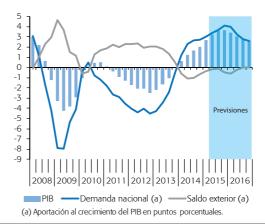
#### Previsiones para la economía española 2015-2016

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

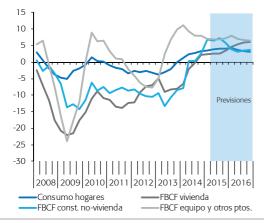




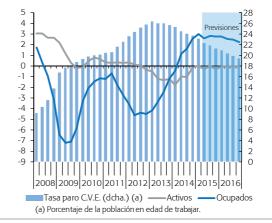
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



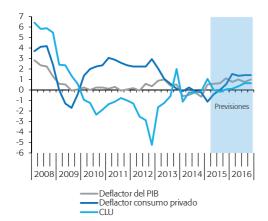
8.3 - Agregados de la demanda nacional



8.4 - Empleo y paro

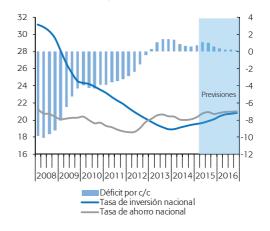


8.5 - Inflación



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

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



Cuadro 1 **Previsiones económicas para España, 2015-2016**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	201
. PIB y agregados, precios constantes								
PIB, pm	3,8	-1,1	-1,2	1,4	3,3	3,0	0,3	0
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-1,9	-2,3	2,4	3,8	3,5	0,3	C
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,8	-2,9	0,1	1,0	0,8	0,4	(
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,3	-3,8	3,4	6,0	5,7	-0,6	(
Construcción	5,4	-10,3	-9,2	-1,5	4,9	4,4	-0,2	-(
Construcción residencial	7,4	-11,9	-7,6	-1,8	2,7	5,5	-0,6	(
Construcción no residencial	3,8	-8,4	-10,5	-1,3	6,6	3,6	0,2	-(
Equipo y otros productos	8,3	-2,3	3,4	9,1	7,0	7,0	-1,0	(
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,3	4,2	4,6	5,4	-0,6	-(
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	-0,5	7,6	6,3	7,2	-1,0	(
Demanda nacional (b)	4,5	-2,8	-2,7	2,2	3,7	3,4	0,2	(
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	1,4	-0,8	-0,4	-0,4	0,1	-(
PIB precios corrientes: - millardos de euros			1.049,2	1.058,5	1.100,7	1.143,2		
- % variación	7,4	-0,5	-0,6	0,9	4,0	3,9	0,5	(
. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	3,5	0,6	0,7	-0,5	0,7	0,9	0,2	(
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	1,0	-0,1	-0,3	1,4	0,4	(
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,1	-3,3	1,2	3,0	2,5	0,4	(
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,1	2,1	0,2	0,3	0,5	-0,1	(
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,0	-2,3	1,3	3,9	3,5	0,6	(
Excedente bruto de explotación	6,9	0,3	0,1	-0,1	4,1	3,6	0,3	(
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,4	1,7	-0,2	0,5	0,9	0,2	(
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,4	0,3	(
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	26,1	24,4	22,2	20,2	-0,1	-0
Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)	,-	,_	,-	,-	,_	,_	-,-	
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,9	20,4	20,1	20,6	20,8	-0,8	-1
- del cual, ahorro privado	18,6	23,1	24,5	23,6	23,0	22,1	-0,8	- '
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	19,0	19,5	20,0	20,7	0,0	-(
- de la cual, inversión privada	23,0	19,4	16,8	17,5	18,0	18,7	0,0	-(
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,3	1,5	0,6	0,6	0,2	-0,7	-(
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	2,1	1,0	1,0	0,6	-0,7	-(
- Sector privado	-2,8	5,7	8,9	6,8	5,6	4,0	-0,8	-1
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-6,8	-5,8	-4,6	-3,4	0,1	(
- Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin.		-7,8	-6,3	-5,7	-4,6	-3,4	0,1	C
Deuda pública bruta	52,2	66,3	92,1	97,7	100,1	100,8	-0,8	-1
. Otras variables								
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,8	11,2	10,4	9,7	9,9	9,1	-0,1	-(
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	81,5	125,0	115,5	108,8	102,0	97,0	-0,6	-1
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,4	127,8	117,5	111,1	102,8	96,9	-0,4	-(
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,2	158,4	154,7	160,1	156,9	151,5	-0,2	-(
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,5	0,5	0,2	0,4	-0,1	-(
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)  (a) Variación en puntos porcentuales entre las pre	5,0	4,7	4,6	2,7	1,9	2,1	0,7	(

Fuentes: 1996-2014: INE y Banco de España; Previsiones 2015-2016: Funcas.

<sup>(</sup>b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

el efecto del abaratamiento del crudo no se repetirá, el superávit descenderá. Este escenario de previsiones parte del supuesto de que el barril se situará de media en 62 dólares este año —hasta mayo el precio medio había sido de 57 dólares— y el año próximo se elevará hasta 69 dólares. En cuanto al tipo de cambio del euro frente al dólar, el valor medio anual este año será 1,112 y en 2016 descenderá hasta 1,063.

El déficit de las Administraciones Públicas descenderá hasta el 4,6% del PIB este año y hasta el 3,4% del PIB el año próximo, seis décimas por encima en ambos casos de lo previsto en el Programa de Estabilidad. La deuda pública se situará este año en torno al 100% del PIB y superará ligeramente esta cifra en el próximo.

En conclusión, la economía española sigue sorprendiendo por su dinamismo, obligando tanto a instituciones públicas como privadas a revisar continuamente al alza sus previsiones para este año y el próximo. En marzo del año pasado, cuando Funcas ofreció por primera vez previsiones de crecimiento para 2015, la cifra estimada fue del 1,8%, que coincidió con la previsión de consenso de los analistas privados españoles. La previsión de abril del mismo año del FMI era del 1%, y la de la Comisión Europea de febrero era del 1,7%. Ahora, las previsiones más recientes del consenso apuntan a un 3,0%, mientras que las del FMI y la Comisión Europea se sitúan en un 3,1% y un 2,8%

respectivamente. La magnitud de estas revisiones al alza no solo responde al surgimiento durante este periodo de tiempo de *shocks* favorables no esperados, sino también a la sorprendente fortaleza con la que la economía ha evolucionado desde entonces.

Es necesaria una estrategia de política económica que afronte las debilidades y deficiencias del sistema productivo, que son el origen del tradicional patrón de crecimiento desequilibrado de la economía española, cuyo retorno se observa, aunque de manera atenuada, desde que se inició la actual recuperación.

No obstante, en una perspectiva de largo plazo, debe recordarse que el ritmo de crecimiento potencial de la economía española, una vez se elimine el *output gap* generado en los últimos años, muy probablemente se situará por debajo de las tasas de crecimiento que vamos a observar este año y el próximo. Es, por tanto, el momento de plantear una estrategia de política económica dirigida a afrontar las debilidades y deficiencias del sistema productivo, en las cuales se encuentra el origen del tradicional patrón de crecimiento desequilibrado de la economía española, cuyo retorno se observa, aunque de manera atenuada, desde que se inició la recuperación actual.

# ¿Ha mejorado el acceso de las pymes a la financiación bancaria?: España en el contexto europeo

Joaquín Maudos\*

Los datos más recientes muestran con claridad la mejora que se ha producido en el acceso de las empresas españolas al crédito bancario, y así lo reconocen las propias empresas: ha aumentado la disponibilidad de financiación y a un menor coste, ha disminuido la tasa de rechazo en la petición de crédito y ha aumentado la disposición de los bancos a dar crédito. Esta mejora viene confirmada por el hecho de que el crédito a nuevas operaciones está creciendo con fuerza, a la vez que el sobrecoste que pagan las empresas españolas frente a las europeas se ha reducido drásticamente. En paralelo, los diferenciales que aplican los bancos españoles sobre el euribor en los nuevos préstamos que conceden a las pymes han caído desde mediados de 2013. Si bien las pymes han mejorado el acceso al crédito, son las microempresas las que menos se han beneficiado de la mejora.

La reciente crisis financiera supuso un drástico endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito bancario por parte de las empresas españolas. Tras el intenso crecimiento en los años de expansión, el crédito bancario experimentó tasas de crecimiento negativas que en gran parte se debieron al necesario desapalancamiento empresarial, aunque las restricciones por el lado de la oferta también jugaron un papel importante. A todo ello se unió la fragmentación del mercado financiero europeo, que supuso un aumento en el coste de la financiación para los países más golpeados por la crisis de la deuda soberana (entre ellos España).

La actuación del Banco Central Europeo (BCE) y el proyecto de unión bancaria han supuesto un

punto de inflexión en la fragmentación financiera que ha beneficiado a las condiciones de la financiación y han propiciado la salida de la recesión. En España, desde mediados de 2013 se ha reducido el diferencial en el tipo de interés que pagan las empresas por un préstamo bancario en relación a la eurozona. El stock de crédito ha seguido cayendo, pero a tasas más reducidas, y el crédito nuevo se ha recuperado. Por tanto, estas dos variables (cantidad y precio) ya muestran claramente el cambio de tendencia que se ha producido en el acceso al crédito bancario por parte de las empresas, a lo que ha contribuido tanto el lado de la oferta (los bancos, relajando los criterios de concesión) como la demanda (que es más solvente en un entorno de crecimiento del PIB).

<sup>\*</sup> 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.

En este contexto, el objetivo de este artículo es profundizar en el análisis de las condiciones en el acceso de las empresas a la financiación bancaria, poniendo el énfasis en las pymes, que por su tamaño son las empresas más dependientes del crédito bancario. Pero dentro de las pymes hay todo un universo de empresas con enormes diferencias en las condiciones de las micro (menos de 10 empleados), pequeñas (entre 10 y 49 empleados) y medianas (entre 50 y 249 empleados). Para ello, se utiliza la riqueza de información que suministra la encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación, comparando la situación de las empresas españolas con la de otros países de la eurozona, así como entre tamaños.

La última encuesta del BCE publicada en junio de 2015 hace referencia a la situación existente de octubre de 2014 a marzo de 2015, lo que permite analizar el impacto que las medidas del BCE y la puesta en marcha de la unión bancaria han tenido sobre las condiciones de acceso a la financiación. Dado que los cortes anteriores de la encuesta llegan a 2009 (ya se han publicado un total de doce encuestas), es posible analizar tanto el impacto de la crisis como de la recuperación, con objeto de detectar un posible cambio estructural de las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

En 2014 se produce un cambio de tendencia en la evolución del crédito bancario a las empresas y del tipo de interés, ya que el stock ha dejado de caer y el diferencial de precio con la eurozona se está corrigiendo; además el nuevo crédito en operaciones de menos de un millón de euros crece con fuerza a la vez que cae también el diferencial en ese tipo de crédito con respecto al euribor a doce meses.

Como se muestra a continuación, los resultados permiten afirmar que si bien la crisis tuvo un mayor impacto en el deterioro en el acceso al crédito en España, desde finales de 2014 la mejora está siendo de mayor intensidad, tanto en términos de disponibilidad de crédito como de las condiciones de la financiación. Además, la evidencia muestra que el crédito a nuevas operaciones de las pymes está creciendo con fuerza y que el coste de la financiación está cayendo, tanto en comparación con el tipo de interés que pagan las empresas europeas como teniendo en cuenta el menor diferencial que aplica la banca española en relación al euribor a doce meses.

## Evolución reciente del crédito a las empresas y del tipo de interés

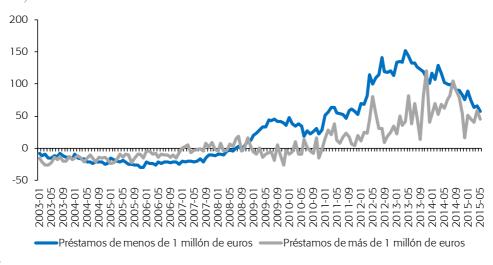
Desde el valor máximo que alcanzó a finales de 2008, el crédito bancario al sector privado de la economía española ha caído un 26%, lo que muestra la intensidad del desapalancamiento realizado. En el caso del crédito a las empresas, la caída ha sido superior (un 34% hasta finales de 2014), siendo de destacar por la intensidad de la caída, el destinado a la construcción y a las actividades inmobiliarias. Si comparamos la caída del crédito a las empresas en España con la eurozona, de 2008 a 2014 la que ha tenido lugar en España cuadriplica a la media de la eurozona, siendo la reducción sufrida por las empresas españolas la tercera más intensa de la eurozona, solo por detrás de Irlanda y Eslovenia. La información disponible muestra que el crédito a las empresas españolas ha caído de forma ininterrumpida desde finales de 2010 a septiembre de 2014, habiéndose roto esa tendencia con un ligero aumento en el stock en el último trimestre de 2014.

La diferencia entre el tipo de interés que paga una pyme española por un préstamo bancario y el que paga una europea ha caído a más de la mitad desde finales de 2013, siendo el sobrecoste actual de 57 puntos básicos.

En el caso del tipo de interés de los préstamos a las empresas, en operaciones de menos de un millón de euros (las típicas de las pymes), las empresas españolas pagaban un coste inferior a las de la eurozona hasta mediados de 2008. Pero la situación cambió por completo a partir de entonces, abriéndose una brecha perjudicial para

Gráfico 1

Diferencia entre el tipo de interés de un préstamo bancario a una empresa en España y en la eurozona (puntos básicos)



Fuente: BCE.

España que alcanzó un máximo de 152 puntos básicos (pb) en abril de 2013. Desde entonces, la brecha se ha ido cerrando hasta los 57 pb en mayo de 2015. En el caso de los préstamos de más de un millón de euros, el diferencial con la eurozona alcanzó 120 pb a finales de 2013 y ha caído a 45 pb en mayo de 2015.

En síntesis, esta primera información de la evolución del crédito bancario a las empresas y su tipo de interés muestra un cambio de tendencia en 2014, ya que el *stock* ha dejado de caer y el diferencial de precio con la eurozona se está corrigiendo. Además, el nuevo crédito en operaciones de menos de un millón de euros crece con fuerza, a la vez que está cayendo el diferencial de tipo de interés de ese crédito con respecto al euribor a 12 meses. En concreto, el *spread* ha caído 91 pb en los últimos doce meses (de mayo 2014 a mayo 2015), y lleva reduciéndose desde mayo de 2013 (156 pb desde entonces).

# La magnitud del problema de acceso a la financiación de las empresas

Un indicador de la encuesta del BCE que da una primera valoración de lo importante que puede ser el acceso a la financiación para el correcto funcionamiento de una empresa es su mayor o menor importancia en comparación con otras variables que afectan a su rentabilidad, como es la búsqueda de clientes, la competencia, la regulación, etcétera.

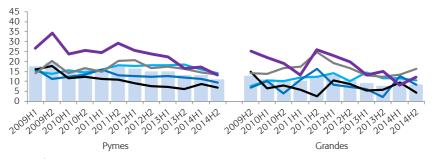
Como muestra el gráfico 2, las pymes españolas siempre han manifestado una mayor preocupación por la dificultad de acceso a la financiación, llegando a ser su principal problema en algunos momentos, incluso por encima de otros como conseguir clientes. En la segunda mitad de 2009 la distancia con las empresas de la eurozona alcanzó un máximo de 14,7 puntos porcentuales, ya que el 34,2% de las pymes españolas identificaban el acceso a la financiación como su principal problema, frente al 19,5% de las pymes de la eurozona.

Desde mediados de 2011 el porcentaje de pymes españolas que declaran que el acceso a la financiación es su principal inconveniente ha caído con mucha más intensidad que en la eurozona, de forma que el diferencial entre unas y otras empresas se ha reducido. No obstante, la información más reciente todavía sitúa el porcentaje de España 2 puntos porcentuales (pp) por encima

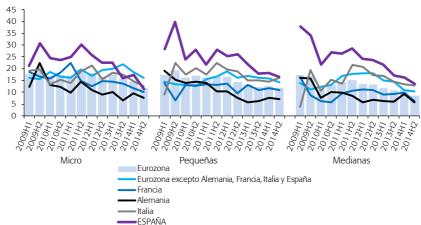
Gráfico 2

#### Porcentaje de empresas que declaran que su principal problema es el acceso a la financiación

a) Pymes y grandes empresas



b) Micro, pequeñas y medianas empresas



Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

de la media de la eurozona, con un 13,1% frente al 11,1% de la eurozona. En relación a los grandes países de la eurozona, el porcentaje de las pymes españolas supera al de Alemania (6,7%) y Francia (9,4%), pero es similar al de Italia (13,1%).

Si bien no se refleja en el gráfico, en la actualidad el problema más importante de las pymes españolas es encontrar clientes (lo es para el 27,2% de las empresas), seguido de la competencia (18%). Esta situación contrasta con la que tuvo lugar en la segunda mitad de 2009, en la que el acceso a la financiación era el principal problema por encima de encontrar clientes.

La información por tamaño empresarial muestra que el problema del acceso a la financiación es menor conforme aumenta el tamaño, tanto en España como en el resto de países. En el caso concreto de las grandes empresas, salvo en un

El problema de acceso a la financiación es menor conforme aumenta el tamaño empresarial, tanto en España como en el resto de países. Aunque ha existido una notable mejoría, un 13,1% de las pymes españolas sitúan el acceso a la financiación como su principal dificultad. En la actualidad, sin embargo, el problema más importante de las pymes —para un 27,2%— es encontrar clientes.

periodo puntual (la encuesta de finales de 2014), las españolas siempre han estado por encima de las de la eurozona en el porcentaje que identifica el acceso a la financiación como su principal problema, siendo la diferencia actual de 3,6 pp (12,1% vs. 8,6%).

Un hecho a destacar en el caso español es que en la última encuesta disponible prácticamente ha desaparecido la diferencia que había entre pymes y grandes empresas a la hora de identificar el acceso a la financiación como su mayor problema, ya que aquella no llega a un punto porcentual, frente a 9,2 pp. en la anterior encuesta.

El análisis desagregado por tamaños dentro de las pymes sitúa en general a las empresas españolas por encima de las europeas a la hora de identificar el acceso a la financiación como su principal problema. En todos los tamaños las diferencias entre España y la eurozona se han ido acortando, y han desaparecido por completo en las microempresas, siendo la diferencia de alrededor de 5 pp en la pequeñas y medianas empresas. Son las pequeñas empresas españolas las que tienen un mayor porcentaje que identifica el acceso a la financiación como su principal problema (16,4%).

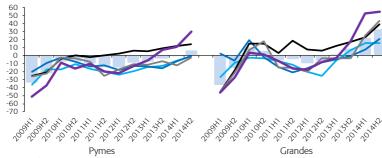
## ¿Ha mejorado la disponibilidad de crédito bancario?

El cuestionario del BCE pregunta a las empresas si ha habido cambios en la disponibilidad de financiación, es decir, si ha mejorado o empeo-

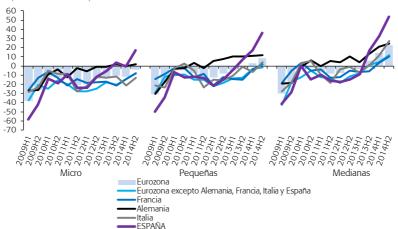
Gráfico 3

### Diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que ha aumentado la disponibilidad de crédito bancario y el que opina que ha disminuido

a) Pymes y grandes empresas



b) Micro, pequeñas y medianas empresas



Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

rado. El gráfico 3 muestra la diferencia entre el porcentaje de empresas que cree que ha mejorado y el que opina lo contrario. Así, un valor positivo en este porcentaje supone una mejora neta de la disponibilidad de crédito y uno negativo un empeoramiento.

En el caso de las pymes españolas, el primer rasgo a destacar es que hasta mediados de 2013 el porcentaje de empresas que consideraba que había disminuido la disponibilidad de crédito bancario superaba al que opinaba lo contrario. Desde entonces se ha producido una importante mejora, hasta alcanzar un porcentaje neto positivo de 30 pp en la encuesta más reciente de junio de 2015. Ha sido tal la mejora en la percepción sobre la disponibilidad de crédito que en la actualidad el porcentaje neto de España supera en 23 pp a la media de la eurozona.

Si bien la mejora en la disponibilidad de crédito bancario también ha tenido lugar en las grandes empresas desde mediados de 2013, en estas el porcentaje neto de respuesta supera en gran cuantía a las pymes, siendo la diferencia de 32 pp en junio de 2015 (55 vs. 23 pp). Es también en la última encuesta disponible cuando las grandes empresas manifiestan una mayor mejora en la disponibilidad de financiación.

Dentro de las pymes españolas, existe a su vez una clara relación positiva entre tamaño y disponibilidad de crédito bancario. Así, en los años pasados en los que predominaba el porcentaje de empresas que opinaba que disminuía la financiación, eran las microempresas las que más sufrían las restricciones en el acceso al crédito. De igual forma, en los últimos años de recuperación, también son las microempresas las que perciben la mejora en menor cuantía, con un porcentaje neto de 17 pp en la última encuesta, frente a 36 y 54 pp de pequeñas y medianas empresas, respectivamente. Son por tanto las empresas más pequeñas (las de menos de 10 trabajadores) las que sufren en mayor medida las restricciones en el acceso al crédito y las que perciben la recuperación en menor medida.

## Disposición de los bancos a dar crédito

Además de que ha mejorado la cantidad disponible de financiación bancaria, también las empresas perciben que los bancos han aumentado su disposición a dar crédito. En el caso de las pymes españolas, atrás quedan los años en los que predominaba el porcentaje de empresas que opinaba que la banca no estaba predispuesta a dar crédito, con una diferencia entre las que declaraban que aumentaba la disposición y las que opinaban que disminuía que llegó al -54%. Desde la segunda mitad de 2013 el porcentaje neto es positivo y superior al de la eurozona, alcanzándose la máxima diferencia del 42,7% en la última encuesta disponible. En las grandes empresas españolas la evolución es similar, pero con porcentajes netos superiores, siendo el más reciente del 71,9%.

Entre las pymes, en todos los tamaños las empresas perciben la mayor disposición de los bancos a dar financiación, siendo las microempresas las que lo perciben con menor intensidad, ya que el porcentaje neto de respuestas actual es del 28,4%, frente al 49,9% de las pequeñas y el 71% de las medianas. En los tres grupos de empresas, los porcentajes superan a la media europea.

## Acceso al crédito bancario: tasa de rechazo

¿Qué porcentaje de las peticiones de crédito bancario han sido rechazadas por los bancos?

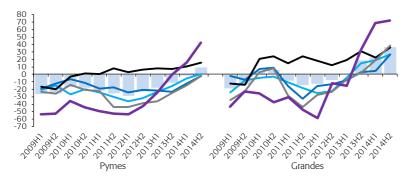
La tasa de rechazo de las peticiones de crédito de las pymes españolas es inferior a la de la eurozona desde la segunda mitad de 2013, siendo en la actualidad del 7% frente al 8,1% del promedio europeo.

Como muestra el gráfico 5, la tasa de rechazo de las pymes españolas es inferior a las de la euro-

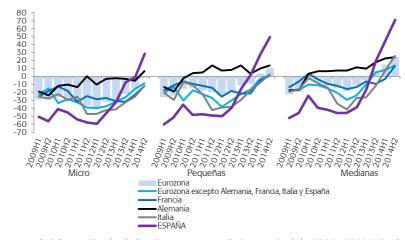
Gráfico 4

### Diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que los bancos han aumentado su disposición a dar crédito y el que opina que la han disminuido

#### a) Pymes y grandes empresas



#### b) Micro, pequeñas y medianas empresas



Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

zona desde la segunda mitad de 2013, siendo en la actualidad del 7%, frente al 8,1% del promedio europeo. Desde que hay información, la tasa de rechazo nunca había sido tan baja ni en España ni en la eurozona.

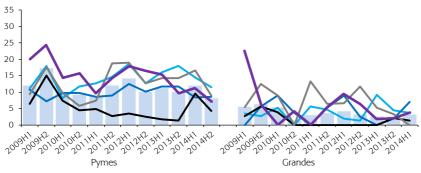
La tasa de rechazo en las grandes empresas es mucho más reducida, aunque la diferencia con las pymes se ha estrechado hasta ser de solo 2,1 pp en España en la última encuesta disponible, diferencia que es menor a la que tiene lugar en la eurozona (5,8 pp). En la actualidad el 4,9% de las solicitudes de crédito bancario por parte de gran-

des empresas españolas son rechazadas, mientras que en la eurozona es del 2,3%.

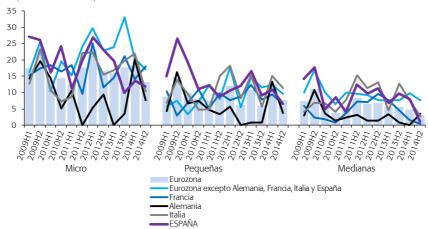
Nuevamente, existen importantes diferencias dentro de los tres grupos de pymes, de forma que la probabilidad de obtener un crédito bancario es mayor conforme crece el tamaño. En la actualidad, la tasa de rechazo en España es del 11,9% para una microempresa, del 6,7% para una pequeña empresa y de solo el 1,2% en una mediana, siendo llamativo que en este último tipo de empresa la tasa de rechazo sea inferior a la de una gran empresa (2,6%). En los tres tipos de

#### Porcentaje de préstamos bancarios a las empresas que han sido denegados

a) Pymes y grandes empresas



b) Micro, pequeñas y medianas empresas



Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

pymes españolas, las tasas de rechazo han caído en 2015 y se sitúan por debajo de la eurozona.

# Las condiciones en el acceso al crédito bancario: tipos de interés, comisiones y exigencia de garantías

La disponibilidad de crédito es fundamental para la financiación del consumo y la inversión y afortunadamente, como ha hemos comentado, el crédito a nuevas operaciones está creciendo en España en las operaciones de menos de un millón de euros con las empresas y también en el crédito al consumo y a las compra de vivienda de las familias.

Pero no solo es importante que aumente la disponibilidad de crédito bancario, sino que mejoren las condiciones en términos de tipo de interés, comisiones y exigencia de garantías, principalmente.

En el caso del tipo de interés, la última información disponible muestra un claro punto de inflexión para las pymes españolas, ya que es la primera vez desde que el BCE realiza la encuesta que es mayor el porcentaje de empresas que declara que el tipo de interés ha caído que el porcentaje que opina lo contrario, con un resultado neto de respuesta del -33% (gráfico 6). Es un dato a resaltar teniendo en cuenta que ese porcentaje neto llegó a un valor positivo del 80% en la primera mitad de

2011 y se mantuvo en niveles elevados hasta la segunda mitad de 2013. También es de destacar que es la primera vez que la situación en España es mejor que en la eurozona, ya que en la actualidad frente a un porcentaje neto de respuestas del -35%, en la eurozona es del -25%.

En el caso de las grandes empresas españolas, la reducción del coste de la financiación se inició antes, ya que desde la segunda mitad de 2013 es mayor el porcentaje de empresas que opina que el tipo de interés ha disminuido que el porcentaje que opina que ha aumentado. En la actualidad,

el porcentaje neto de respuestas es del -70,2%, muy superior al de las pymes (-33%). También las grandes empresas españolas perciben en mayor medida que las europeas la reducción del tipo de interés, con porcentajes netos de respuesta de -70,2% y -56,5%, respectivamente.

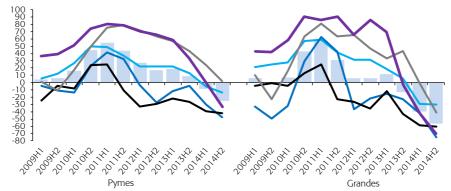
Una vez más, dentro de las pymes, son las microempresas las que perciben en menor medida la caída del coste de la financiación, ya que la diferencia entre las que opinan que la banca ha aumentado tipos de interés y las que opinan que los ha disminuido es en la actualidad del -12,3%,

Gráfico 6

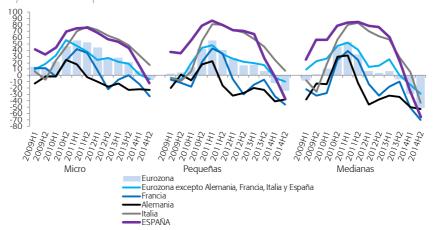
### Condiciones en el acceso al crédito bancario. Diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que ha aumentado y el que opina que ha disminuido la variable analizada

A) Tipo de interés

a) Pymes y grandes empresas



b) Micro, pequeñas y medianas empresas



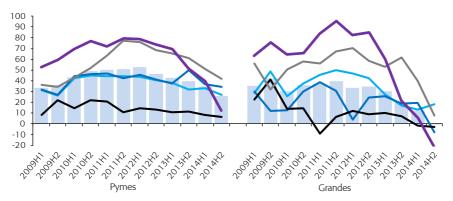
Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

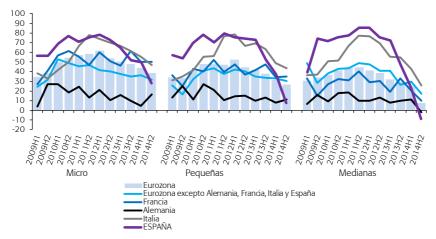
#### Gráfico 6 (continuación)

### Condiciones en el acceso al crédito bancario. Diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que ha aumentado y el que opina que ha disminuido la variable analizada

- B) Otros costes de la financiación
- a) Pymes y grandes empresas



b) Micro, pequeñas y medianas empresas



Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

frente al -36,8% en las pequeñas y del -65% en las medianas empresas. Además, mientras que en las microempresas el porcentaje neto de respuestas solo es negativo en la última encuesta, en las pequeñas y mediadas ya fue negativo en la anterior encuesta referida al periodo abril-septiembre de 2014. Otro aspecto a destacar es que los porcentajes netos negativos de los tres tipos de pymes son superiores (en valor absoluto) en España que en la eurozona, por lo que la caída de

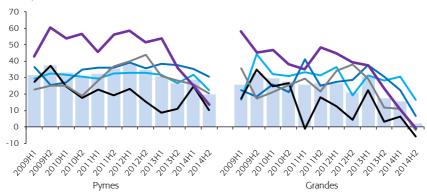
tipos de interés del préstamo bancario se percibe con más intensidad en las empresas españolas.

Además de que el tipo de interés del préstamo bancario se ha reducido, también ha mejorado el resto de costes de la financiación, como las comisiones bancarias, si bien eso no implica que hayan caído. De hecho, en el caso de las pymes españolas, todavía es superior el porcentaje de empresas que considera que esos costes han aumentado

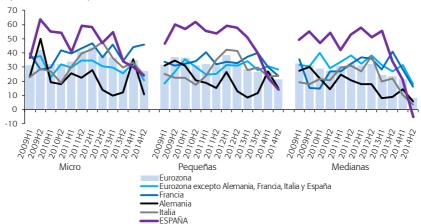
Gráfico 6 (continuación)

### Condiciones en el acceso al crédito bancario. Diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que ha aumentado y el que opina que ha disminuido la variable analizada

- C) Exigencia de garantías
- a) Pymes y grandes empresas



b) Micro, pequeñas y medianas empresas



Nota: Los gráficos recogen la información desde la primera encuesta (primera mitad de 2009=2009H1) a la décimo segunda (octubre 2014-marzo 2015=2014H2).

Fuente: BCE.

que el que opina lo contrario, aunque el porcentaje neto se ha reducido con intensidad. En concreto, de alcanzar el porcentaje neto un valor cercano al 80% a finales de 2011 y principios de 2012, en la actualidad ha caído al 12,5% y se sitúa por primera vez debajo del promedio europeo (26%) y solo por encima de Alemania.

En el caso de las empresas grandes, también ha caído con intensidad el porcentaje neto de respuesta (-21,5%) que es mucho mayor en valor absoluto a la eurozona (-1%).

Dentro de las pymes, la mejora es común a los tres tipos de tamaños, llegando a ser negativo el

La información más reciente muestra claramente una mejora en el acceso de las empresas españolas a la financiación bancaria, rompiendo así la tendencia de los últimos años.

porcentaje neto de respuestas en las medianas (-9%), con un valor absoluto incluso superior a

sus homólogas en Alemania. En las microempresas, todavía hay un 28% más de empresas que considera que los costes de la financiación distinto al tipo de interés han aumentado que el que opina que han disminuido, aunque ese valor del 28% es el menor de todo el periodo analizado.

Finalmente, en el caso de la exigencia de garantías a la hora de obtener un crédito bancario, la visión es parecida a la obtenida en términos de los costes de la financiación: a) ha mejorado la situación, aunque todavía el porcentaje neto de respuestas es positivo en las pymes españolas (13,6%, frente al 19,8% de las europeas); b) en las grandes empresas españolas el porcentaje neto de respuesta es negativo por primera vez (-1,1% frente a un valor positivo del 2% en la eurozona); y c) son las microempresas las que perciben con menor intensidad la mejoría en términos de exigencia de garantías, aunque la situación actual es la mejor desde que disponemos de información.

## La recuperación del crédito bancario: principales mensajes

La visión conjunta que se desprende de la información disponible sobre diversas variables relacionadas con el acceso de las empresas españolas a la financiación bancaria (evolución de crédito a nuevas operaciones, tipos de interés, opinión de las empresas sobre las condiciones en el acceso al crédito, tasa de rechazo en la obtención de un crédito, etc.) permite afirmar que:

- A finales de 2014 se ha producido un punto de inflexión en la evolución del stock vivo de crédito a las empresas, ya que es la primera vez desde 2010 que el stock ha aumentado.
- Desde finales de 2013, el crédito a nuevas operaciones de menos de un millón de euros (operaciones propias de las pymes) está creciendo. En los últimos doce meses (de junio 2013-mayo 2014 a junio 2014-mayo 2015), ese crédito ha aumentado un 10,3%. En las operaciones de mayor importe, ha empezado a crecer desde febrero de 2015, y

- aunque el acumulado en los últimos doce meses ha caído un 9%, esa caída se sitúa muy por debajo de la que tuvo lugar en los doce meses anteriores (-19,8%).
- La diferencia entre el tipo de interés que paga una pyme española por un préstamo bancario y el que paga una europea ha caído a más de la mitad desde finales de 2013, siendo el sobre coste actual de 57 pb. También el diferencial se ha reducido en los préstamos de más de un millón de euros, siendo en la actualidad (45 pb). En mayo de 2015 (último dato disponible), una pyme española paga un tipo de interés que es 142 pb superior al que soporta una gran empresa, siendo la diferencia parecida a la que existe en la eurozona (130 pb).
- El spread sobre el euribor a doce meses que aplica la banca española en un préstamo de menos de un millón de euros a las empresas ha caído 91 pb en los últimos doce meses (de mayo 2014 a mayo 2015), y en los de mayor importe se ha reducido 23 pb en el mismo periodo. En los de menos de un millón de euros el spread lleva cayendo desde mayo de 2013 (156 pb desde entonces).
- A pesar de la mejora en el acceso a la financiación, esta sigue siendo el principal problema para un 13,1% de las pymes españolas, siendo ese porcentaje ligeramente superior al de las pymes europeas (11,1%). Desde 2009 que disponemos de las encuestas del BCE, en la última (referida al periodo octubre 2014-marzo 2015) ese porcentaje es el más reducido y es un hecho positivo a destacar teniendo en cuenta que llegó a ser el principal problema para un 37,7% de las pymes españolas, un problema incluso más importante que encontrar clientes.
- La tasa de rechazo de una petición de crédito bancario por parte de una pyme española es en la actualidad del 7%, porcentaje que es inferior al de las pymes europeas (8,1%). La

probabilidad de rechazo es inferior para una empresa grande (4,9% en España, frente a 2,3% en la eurozona). Dentro de las pymes, la tasa de rechazo disminuye con el tamaño, ya que las microempresas presentan una tasa del 11,9%, las pequeñas del 6,7% y las medianas del 1,2%. Las tres tasas son en la actualidad menores en España que en la eurozona, lo que es un claro indicador de la mejoría que se ha producido en España en el acceso al crédito.

- Las empresas españolas perciben que la banca ha aumentado su disposición a dar financiación, siendo esta percepción más intensa en la última encuesta del BCE y superior a las empresas europeas. En la actualidad, en el caso de las pymes españolas, la diferencia entre el porcentaje que opina que la banca está más predispuesta a dar crédito y el que opina lo contrario es del 42,7% (frente al 9% de la eurozona), aumentando esa diferencia hasta el 71,9% en las grandes empresas (36,4% en la eurozona), pero disminuyendo al 28,4% (-1,7% en la eurozona) en las microempresas.
- Además de que las propias empresas españolas reconocen que se han reducido los

tipos de interés de los préstamos bancarios, también consideran que ha mejorado el resto de condiciones en el acceso a la financiación (comisiones y exigencia de garantías), aunque en las pymes sigue siendo mayor el porcentaje de las que opina que se han aumentado que las que opinan lo contrario. En cambio, en las grandes empresas, son mayoría las que opinan que las condiciones han mejorado. Es en la última encuesta disponible cuando más ha mejorado el resto de condiciones de la financiación.

En resumen, si unimos todas las piezas (evolución del crédito, tipos de interés, márgenes, tasa de rechazo, condiciones de acceso al crédito, etc.), la información más reciente disponible muestra claramente una mejora en el acceso de las empresas españolas a la financiación bancaria, rompiendo así la tendencia de los últimos años. A ello ha contribuido el avance hacia la unión bancaria (que reduce las diferencias en el coste de financiación entre países), las medidas del BCE (que reducen el coste del crédito y aumenta su disponibilidad), la reestructuración del sector bancario español (que permite a la banca prestar más y en mejores condiciones) y la recuperación económica (que beneficia a la demanda solvente de financiación).

# Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España

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

La financiación alternativa se ha convertido en una cuestión comúnmente discutida en muchas economías cuando la crisis ha propiciado una reducción de la financiación disponible para las empresas —en particular, de las pymes— en un contexto de racionamiento del crédito. Algunas disposiciones regulatorias recientes en España se han orientado a diversificar la variedad de recursos financieros disponibles para las empresas así como a incentivar a los bancos a prestar más atención al crédito a las pymes. Algunos de estos mecanismos, como el mercado alternativo bursátil y las entidades de capital-riesgo, están mostrando signos prometedores de mejoría, aunque todavía es pronto para otros canales más nuevos, como el *crowdfunding* o el crédito empresarial *P2P*, que están todavía en una etapa muy incipiente de desarrollo.

# Banca y financiación alternativa

Existe algo de confusión sobre lo que significa realmente financiación alternativa hoy en día. Tradicionalmente, describe la financiación de empresas e individuos más allá de los bancos y los mercados de capital tradicionales. En el ambiente empresarial actual, hay definiciones más restrictivas que solo se refieren a las actividades financieras que se desarrollan a través de nuevos canales como el crédito *online business-to-business* (B2B) o el *crowdfunding*.

En este artículo se adopta un enfoque práctico al definir financiación alternativa como la financiación no bancaria para particulares y pymes. Estos son los agentes económicos que dependen en gran medida de la financiación bancaria en un país como España. Esta definición, por tanto, asemeja las alternativas de financiación con desintermediación bancaria. A comienzos de la década de los noventa el concepto de desintermediación ganó popularidad en un entorno en el cual los bancos de los EE.UU. mostraron una creciente competencia de fondos de inversión y de pensiones, compañías de seguros y otros competidores financieros no bancarios. Había incluso algunas voces que señalaban que los bancos perderían rápidamente su papel en el sistema financiero y que otros intermediarios ganarían peso. No obstante,

<sup>\*</sup> Bangor Business School y Funcas.

<sup>\*\*</sup> Universidad de Granada y Funcas.

la revocación de la *Glass-Stegal Act* y la aprobación de la *Gramm-Leach-Bliley Act* en los EE.UU., permitió a los bancos comerciales involucrarse en varias actividades que habían sido restringidas o prohibidas anteriormente (*i.e.* comercialización de activos, participaciones industriales). Como resultado, los bancos mantuvieron su papel como intermediarios de crédito en el sistema financiero de los EE.UU.

En países como España, y también en Alemania o Japón, a los bancos se les ha permitido ofrecer un amplio rango de servicios bajo el denominado "modelo de banca universal". Por tanto, más que una desintermediación, los bancos españoles han disfrutado de una "intermediación reorientada". En particular, en lugar de afrontar una creciente competencia de otros intermediarios, se convirtieron en grandes jugadores en seguros, fondos de pensiones y otros negocios relacionados. Esto incrementó la dependencia del sector privado de la financiación bancaria. Veinte años después, el sector privado español todavía depende en gran medida de la financiación bancaria. Los analistas y los decisores de política económica han abogado tradicionalmente por una variedad más amplia de recursos financieros para los hogares y las empresas, en particular el capital-riesgo y los mercados de deuda.

La reestructuración del sistema financiero español durante la crisis reciente ha prestado también atención a los mecanismos alternativos de financiación. La vigilancia del sector financiero español bajo el programa de ayuda financiera a los bancos españoles ha conllevado recomendaciones de la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central Europeo (BCE) en este frente. Un ejemplo reciente viene dado en el informe del FMI Spain: Concluding Statement of the 2015 Article IV Mission donde se afirma que: "los esfuerzos deben continuar para fortalecer el acceso de las PYMES a la financiación basada en los mercados. El crédito bancario permanecerá dominante, y las iniciativas como por ejemplo el Plan Juncker (un plan paneuropeo de inversión) será útil en este sentido. No obstante, la financiación no bancaria debe desarrollarse, incluyendo

vías alternativas, entidades de capital-riesgo, y titulizaciones, mientras se mejora la transparencia y la exactitud de la información financiera".

De acuerdo con las consideraciones del FMI, desde la perspectiva de la demanda, la financiación alternativa se refiere a la disponibilidad de canales de financiación no estándar para las empresas. Estos canales se están desarrollando en un nuevo entorno en el sector servicios en el que los costes marginales están cayendo rápidamente y la digitalización y la interacción social están dominando la transformación de muchos sectores. En este sentido, Allen et al. (2012) sugieren que, en el futuro y en todo el mundo, la financiación de fuentes diferentes a los mercados y a la banca probablemente será tan importante como la financiación bancaria.

Desde la perspectiva de la demanda, la financiación alternativa se refiere a la disponibilidad de canales de financiación no estándar para las empresas. Algunos autores sugieren que, en el futuro, la financiación de fuentes diferentes a los mercados y a la banca será probablemente tan importante como la financiación bancaria.

Considerando este énfasis desde la esfera pública y privada en la creciente importancia de los canales alternativos de financiación, podría pensarse que los bancos tendrán un papel cada vez menos importante en la economía en un futuro próximo. No obstante, esto no es necesariamente cierto. La financiación alternativa puede emerger como un complemento más que como un sustituto de la financiación bancaria. Una referencia reveladora en este punto es el trabajo de Berger y Udell (2006), quienes sugieren que el crédito puede desarrollarse mediante tecnologías diferentes y que la estructura de estas tecnologías, sin embargo, suele simplificarse en exceso. Una simplificación común es ofrecer el crédito de forma homogénea independientemente del cliente, lo que suele ser especialmente perjudicial para las pymes. Otra conclusión engañosa es que

las entidades bancarias de mayor tamaño están en desventaja para prestar a las pymes. La evidencia empírica reciente sugiere que los bancos han estado buscando nuevas vías de generación de crédito relacional con empresas y también que los mismos bancos han desarrollado tecnologías como el factoring, leasing y otras formas de financiación no tradicionales.

En el contexto de la crisis del sistema financiero español, se observa que están emergiendo nuevas formas de financiación no bancaria, pero también que los bancos afrontan el desafío de encontrar nuevas vías de financiación a pymes. En este sentido, la financiación alternativa es también un reto para los bancos porque implica una transformación de su negocio.

En este artículo, se analizan algunas de las regulaciones recientes orientadas a promover nuevas formas de financiación en España y también la evolución de algunos de esos canales.

# El ambiente regulatorio

Existen varias iniciativas regulatorias sobre la promoción de mecanismos alternativos de financiación en España. Muchas de ellas se aprobaron en 2014 y están tomando forma en 2015. La principal es la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial que fue publicada en abril de 2014. La ley está dirigida tanto directa como indirectamente al negocio bancario en cuanto a que apunta a hacer la financiación bancaria más flexible y más accesible y, al mismo tiempo, fortalecer otras fuentes de financiación no bancaria. También busca reforzar los poderes de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La ley fue motivada por la observación de que, según señalaba el Gobierno, el 75% de la financiación a pymes provenía de los bancos. La ley establece que si un banco o institución de crédito deseara reducir la financiación que provee a una pyme –que esté al corriente de sus obligaciones de pago- se le requerirá notificar esta decisión a la pyme con tres meses de antelación. Asimismo, la pyme tiene derecho a solicitar su

historial de pago al banco, incluyendo su informe crediticio (*credit score*).

Además, se reforma el marco legal de la titulización de crédito para simplificarlo y hacerlo más transparente. Es importante señalar que se insta a los bancos a titulizar no solo hipotecas y préstamos de grandes empresas sino también crédito a pymes.

La Ley de Fomento de la Financiación Empresarial también trata de impulsar nuevos instrumentos de financiación. En particular, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Se añade flexibilidad en los requisitos para las compañías que deseen trasladarse desde el MAB al mercado oficial de valores español, lo que se produce, de acuerdo con la ley, cuando el capital social de una compañía cotizada en el MAB alcanza un umbral de 500 millones de euros.

La ley también busca ayudar a las sociedades limitadas que emitan títulos de renta fija simplificando los mecanismos y los requisitos para hacerlo. También fortalece los poderes de supervisión, inspección y penalización asignados a la CNMV.

La promoción de mecanismos alternativos de financiación en España se ha manifestado en la reforma del marco legal de la titulización de crédito, el impulso del Mercado Alternativo Bursátil, la regulación del crowdfunding y la nueva legislación sobre entidades de capital-riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Una característica particularmente innovadora de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial es la regulación del *crowdfunding*. Por vez primera en España se introduce un marco legal para la actividad de las plataformas de Internet que promueven los llamados fondos participativos. La idea es asegurar que estas plataformas sean transparentes, y proveer y/o facilitar una conexión entre inversores y proyectos de inversión en con-

diciones tales que requieran autorización y supervisión de la CNMV con apoyo –especialmente en términos de actividad crediticia- del Banco de España. Se definen dos tipos de inversores para el negocio de *crowdfunding*: acreditados y no acreditados. Los primeros son instituciones, compañías de alrededor de 1 millón de euros en activos, un volumen de negocio de 2 millones de euros o 300.000 euros de capital y alguna persona física o jurídica cuyo nivel de ingresos exceda los 50.000 euros por año o tener un valor de activos de más de 100.000 euros y expresamente requeridos para ser tratados como tales. Los demás son los inversores no acreditados, que no podrán depositar más de 3.000 euros por empresa ni más de 10.000 euros por año y plataforma.

Desde el lado de la supervisión, las plataformas de *crowdfunding* se someten a la autorización, supervisión, inspección y sanción de la CNMV. La ley restringe el rango de servicios que estas plataformas pueden proveer. En particular, no tienen permitido ofrecer asesoramiento de inversión o procesos de pagos (a menos que soliciten una licencia como instituciones híbridas de pago). Un aspecto importante de la regulación del *crowdfunding* es que protege a los inversores no profesionales. Se requiere a las plataformas publicar cierta información sobre los solicitantes y sus proyectos.

Otro aspecto representativo de los mecanismos alternativos de financiación son las entidades de capital-riesgo, así como los fondos creados para concentrar recursos para financiar inversiones en proyectos *start-up*. El 12 de noviembre del pasado año, el Congreso aprobó la nueva Ley 22/2014, por la que se regulan las entidades de capitalriesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Esta ley armoniza la regulación española con la Directiva 2011/61/EU, del Parlamento Europeo sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativa (AIFMD).

La Ley 22/2014 deroga la anterior Ley 25/2005, que hasta ahora regulaba las entidades de capitalriesgo españolas y capital privado y establece un nuevo marco regulatorio para las entidades de capital-riesgo y los gestores de inversiones y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Introduce importantes medidas para promover la recaudación de fondos entre los inversores (incluyendo beneficios fiscales) y promueve alternativas a la financiación bancaria. Con esta ley, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado se diferencian de las de tipo abierto de en dos aspectos.

En España las fuentes de financiación distintas de los préstamos pueden estar ganando peso en el sector financiero. No obstante, los mercados de financiación alternativa, como el crowdfunding o el crédito empresarial P2P presentan un desarrollo aún muy limitado.

Primero, en las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado la enajenación tiene lugar simultáneamente con respecto a todos los inversores. Segundo, en estas entidades, cada inversor será remunerado sobre una base individualizada, de acuerdo con las regulaciones y los reglamentos aplicables en cada clase de acciones. En este sentido, las entidades de capital-riesgo y entidades de capital privado se consideran entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, pudiendo ser incorporadas como compañías (entidades de capital riesgo) o fondos (fondos de capital riesgo).

## **Evolución reciente**

Considerando las nuevas iniciativas regulatorias, cabe preguntarse en qué medida el sistema financiero español está adoptando la financiación alternativa y cómo está evolucionando en España, en comparación con otros países europeos. La consultora Allen and Overy (2014) llevó a cabo una encuesta entre directores financieros de empresas europeas y encontraron algunas respuestas interesantes sobre las percepciones actuales y futuras de la penetración de la financiación alternativa. La financiación alternativa representa un 41% del *mix* de fondos totales, ligeramente más que en 2009 (39%) y justo detrás del crédito bancario (43% en

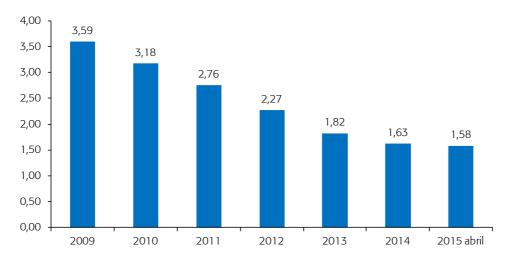
2014 y 44% en 2009), y los mercados públicos de capitales representan el 16% (17% en 2009). La encuesta se orientó a grandes empresas y esto hace que las fuentes de financiación no bancarias parezcan menos representativas, pero los datos son bastante reveladores sobre los cambios que se están produciendo.

En cuanto a España, un primer análisis se refiere al tamaño relativo de la financiación bancaria comparado con la financiación de capital. Una medida sencilla –aunque no necesariamente exhaustiva- es la ratio de préstamos de las entidades de crédito al sector privado sobre la capitalización de la Bolsa de Madrid. Como muestra el gráfico 1, esta ratio ha caído considerablemente desde 2009 (3,59) hasta abril de 2014 (1,58). Esto no significa necesariamente que los mercados de valores estén liderando la financiación del sector privado en España, puesto que el crédito bancario ha estado particularmente afectado de forma negativa durante la crisis. En todo caso, parece que los mercados financieros españoles están volviendo a un equilibrio más estable entre mercados e instituciones.

El Banco de España ofrece análisis mensuales sobre la evolución de la financiación al sector privado que proporciona una visión más cercana al crédito bancario frente a otras alternativas de financiación. El gráfico 2 muestra la variación anual de préstamos y valores de deuda (diferentes de acciones) como fuentes de financiación para los las empresas y hogares españoles. La ratio de crecimiento del crédito bancario ha permanecido en registros negativos durante los años de la crisis. La variación anual de los préstamos fue de -5,8% en 2009 y alcanzó el -7,1% en 2010. Esta ha ido mejorando ligeramente desde entonces y, en abril de 2015, la tasa fue de -3,8%. Durante 2015, se espera que el crecimiento interanual de los préstamos sea positivo a finales de año. En cualquier caso, como se describe en anteriores ediciones de Cuadernos de Información Económica, estos datos se refieren a saldos vivos y hay que tener en cuenta que la tasa de crecimiento de los nuevos préstamos se ha incrementado desde comienzos de 2015.

En cuanto a los valores distintos de acciones y participaciones (mayormente deuda), estos crecieron un 14,2% en 2009. Aunque su crecimiento ha

Gráfico 1 Préstamos de las instituciones de crédito/capitalización de la Bolsa de Madrid

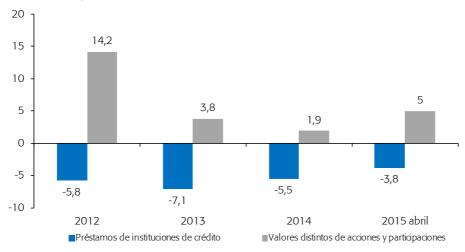


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

# Fuentes de financiación al sector privado. Préstamos de las instituciones de crédito y valores distintos de acciones y participaciones

(tasa de crecimiento anual)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

sido modesto en los años recientes, ha sido siempre positivo, alcanzando el 5,5% en abril de 2015.

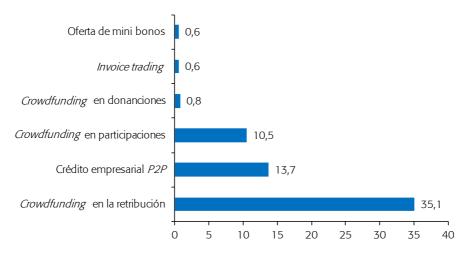
En España las fuentes de financiación distintas de los préstamos pueden estar ganando peso en el sector financiero. No obstante, los mercados de financiación alternativa, como el *crowdfunding* o el crédito empresarial *P2P* presentan un desarrollo aún muy limitado.

Los datos de los gráficos 1 y 2 sugieren que las fuentes de financiación distintas de los préstamos

Gráfico 3

# Nuevo mercado financiero alternativo en España, 2014

(millones de euros)

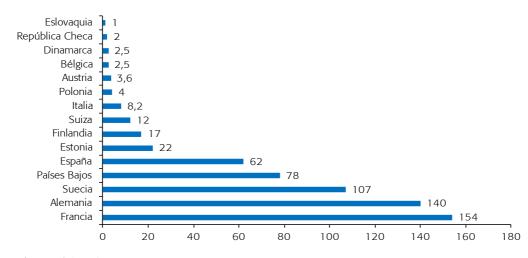


Fuente: Statista y elaboración propia (http://www.statista.com/).

Gráfico 4

Mercado financiero alternativo *online* europeo, 2014

(millones de euros)



Fuente: Wardrop et al. (2015).

pueden estar ganando peso en el sector bancario español. No obstante, es difícil determinar si estos nuevos mecanismos representan las principales vías de financiación alternativa, tal y como se consideran hoy en día. Algunos datos de Statista sugieren que los mercados de nueva financiación alternativa son todavía incipientes en España (gráfico 3). El saldo vivo del *crowdfunding* fue de 45,6 millones de euros en España en 2014.

El crédito empresarial *on-line Peer-to-peer* (P2P) contaba con 10,5 millones de euros. Otras fuentes de nueva financiación alternativa presentan un desarrollo aún más limitado. El *crowdfunding* 

El mercado alternativo bursátil (MAB) y las entidades de capital-riesgo representan alternativas particularmente prometedoras para las empresas españolas en un futuro próximo.

basado en donanciones, el *invoice trading*, y las ofertas de *mini bonds* se situaron por debajo del millón de euros en 2014. Estos números revelan que las vías más innovadoras de financiación alter-

nativa son todavía muy limitadas en su alcance cualitativo en España.

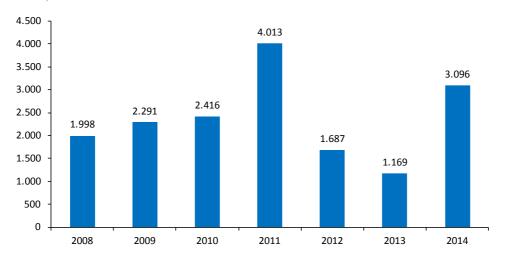
La Universidad de Cambridge y Ernst and Young proporcionan una estimación muy similar a la anterior sobre el alcance de los nuevos canales de financiación alternativa en España: sumarían 62 millones de euros en 2014. Este dato es todavía bajo comparado con el Reino Unido (2.300 millones de euros, dato que no se muestra en el gráfico por razones de comparación en niveles similares), y también menor que en Francia (154 millones), Alemania (140 millones), Suecia (107) o los Países Bajos (78). No obstante, es mayor que en Finlandia (17) o Italia (8,2).

Considerando la penetración relativamente reducida de los canales de financiación alternativa más novedosos, es quizás conveniente relajar la definición de financiación alternativa para incluir las posibilidades de financiación de empresas (en particular, para pymes) más allá de la financiación bancaria y el crédito comercial. El gráfico 5 muestra la evolución de la financiación de empresas no pertenecientes al IBEX-35 en la Bolsa española. La evolución ha sido irregular a lo largo de los últimos

Gráfico 5

### Financiación en los mercados de las empresas no pertenecientes al IBEX-35

(millones de euros)

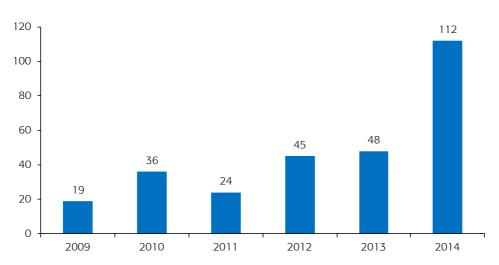


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME) y elaboración propia.

Gráfico 6

#### Financiación para las empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

(millones de euros)

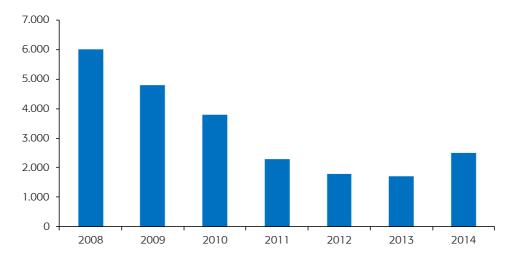


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME) y elaboración propia.

años. Fue creciendo desde 2008 a 2011, cuando alcanzó los 4.013 millones de euros. Posteriormente cayó, en medio de las tensiones de mercado relacionadas con la crisis de deuda soberana, pero creció de nuevo en 2014 hasta los 3.096 millones de euros.

La financiación del gráfico 5 se refiere principalmente a las grandes empresas puesto que las pymes no tienen acceso a los principales mercados bursátiles. El gráfico 6 muestra la evolución de la financiación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Su crecimiento ha sido continuo desde

Gráfico 7
Fondos disponibles (*dry powder*) para inversión de las entidades de capital-riesgo españolas (millones de euros)



Fuentes: Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) y elaboración propia.

2009, con excepción de 2011. En 2014 la financiación del MAB se incrementó hasta 112 millones de euros.

En cuanto a las entidades de capital-riesgo, este mercado funciona en España desde hace años y las nuevas regulaciones tratan de impulsarlo. Como muestra el gráfico 7, los fondos disponibles para inversión (*dry powder*) de las entidades de capital-riesgo cayeron desde los 6.000 millones de euros en 2008 hasta los 1.700 millones de euros en 2013. No obstante, empezaron a crecer de nuevo en 2014, cuando se alcanzaron los 2.500 millones de euros.

# **Conclusiones**

La valoración de la situación y las perspectivas de la financiación alternativa en España dependen de la definición adoptada. Si nos referimos al concepto más restrictivo que solo considera como alternativos los nuevos canales de financiación (i.e. crowdfunding, P2P) el desarrollo ha sido bastante limitado. Esto no significa que las perspectivas sean pobres, dado que se espera que estos

mecanismos crezcan considerablemente en los años venideros.

Una perspectiva más amplia de financiación alternativa, como la no bancaria y la que se refiere al acceso al mercado de las pymes sugiere que ha habido una mejoría relativa en el conjunto de recursos financieros para las pymes en los años recientes. El Mercado Alternativo Bursátil y las entidades de capital-riesgo representan alternativas

El desarrollo de fuentes de financiación alternativa no significa necesariamente una disminución del papel de los bancos, sino que estos tendrán que encontrar nuevas formas de servir a las pymes explotando sus ventajas informacionales en el negocio de la intermediación financiera.

particularmente prometedoras para las empresas españolas en un futuro próximo. Las regulaciones aprobadas recientemente que promueven esos canales alternativos deberían ayudar a incrementar la heterogeneidad de los recursos financieros dis-

ponibles para las empresas en España. De forma importante, esto no significará necesariamente una disminución del papel de los bancos, sino que estos tendrán que encontrar nuevas formas de servir a las pymes, explotando sus ventajas informacionales en el negocio de la intermediación financiera.

#### **Referencias**

ALLEN, F.; CARLETTI, E.; QIAN, J. "QJ", y P. VALENZUELA (2012), "Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors", EUI Working Papers, ECO 2012/11, Department of Economics, European

- University Institute; (http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/21455/ECO\_2012\_11.pdf?sequence=1).
- ALLEN y Overy (2014), Funding European business: What's the alternative?, noviembre.
- Berger, A., y G. Udell (2006), "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance", *Journal of Banking and Finance*, 30: 2945–2966.
- Wardrop, R.; Zhang, B.; Rau, R., y M. Gray (2015), *The European Alternative Finance Benchmarking Report*, February 2015, University of Cambridge and Ernst and Young.

# Tendencias en la emisión de deuda corporativa

Pablo Guijarro, Isabel Gaya y Jorge Pardo\*

La crisis financiera internacional ha supuesto un antes y un después en el sistema financiero a nivel global. La escasez en la concesión de préstamos por parte de la banca, el entorno global de tipos de interés en mínimos históricos, derivado de la actuación de los bancos centrales, y el impacto de una regulación bancaria más estricta han impulsado el interés del mercado por los títulos de deuda. Aunque la mayor participación de las empresas no financieras en el mercado de capitales se circunscribe a las de tamaño grande y mediano, también se derivan consecuencias favorables para la pequeña empresa, puesto que las entidades financieras pueden así destinar una mayor oferta de fondos a cubrir sus necesidades de recursos.

El estallido de la crisis financiera en 2008 y su impacto sobre el sistema financiero pusieron de manifiesto la relevancia de la diversificación de las fuentes de financiación para el sostenimiento de la actividad económica. Las turbulencias financieras no solo desvelaron excesos en determinados sectores de actividad como el inmobiliario, sino que afloraron debilidades estructurales asociadas a la excesiva dependencia de una sola fuente de financiación.

De este modo, el tejido empresarial europeo ha experimentado grandes dificultades para acceder a fondos ajenos con los que dar sostenimiento a su actividad, operativa e inversora, dado el peso que la financiación a través del sector bancario representa sobre el total (prácticamente el 80% de los recursos ajenos captados por las empresas provienen, aún hoy, de entidades financieras). Por el contrario, en las economías anglosajonas el efecto de la debilidad de las entidades financieras estuvo más acotado en el tiempo, y no ha tenido un eco tan prolongado en la financiación de la actividad privada (con datos a 2014, prácticamente el 75% de los fondos ajenos captados por las empresas provienen del mercado de capitales).

Durante los últimos meses estamos asistiendo a una corrección paulatina de esta profunda diferencia estructural en el mercado de financiación. Las empresas en Europa continental están apostando cada vez con mayor recurrencia por acceder al mercado de capitales, diversificando sus fuentes de financiación ajena mediante la emisión de

<sup>\*</sup> Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A..

bonos que en muchos casos complementan a la financiación bancaria y en otros —los menos— han llegado incluso a sustituirla por completo. Esta propensión a la emisión de deuda (bonos, obligaciones, pagarés) ha cobrado fuerza incluso a pesar de que las condiciones de financiación en los mercados de capitales ya no se encuentran en los niveles más favorables de precio (los diferenciales corporativos han repuntado de forma sistemática a lo largo de 2015).

En el presente artículo se detallan en primer lugar los principales pilares del cambio que se está observando en la dinámica de financiación del sector privado, para posteriormente desgranar las tendencias generales observadas en el mercado europeo, y culminar con una visión del mercado español.

# Tendencias generales en el mercado de deuda corporativa

A lo largo de los últimos años se ha observado un aumento de la propensión de la empresa a acudir al mercado de capitales para captar fondos con los que financiar su actividad. Detrás de esta dinámica subyace el argumento general de diversificar las fuentes de financiación para evitar la repetición de episodios de estrangulamiento financiero como el vivido a raíz de la crisis de 2008.

Como primer gran matiz a este entorno de mayor participación de la empresa no financiera en el mercado de capitales, es importante destacar que esta es una alternativa solo accesible a las grandes empresas, y no para las pymes. Son las primeras las que gozan de una estructura que les permite llevar a cabo las gestiones administrativas y de transparencia que se requieren, además de ser las que tienen unas necesidades de financiación ajustadas a los volúmenes de emisión que normalmente se realizan en el mercado (250 millones de euros como referencia mínima).

También son las grandes empresas las que tienen una mayor capacidad para absorber los costes fijos que toda emisión supone, con lo que el coste promedio para ellas disminuye<sup>1</sup>. Para aliviar este matiz muchos países, entre ellos España, han puesto en marcha mercados alternativos de renta

Se ha producido un cambio estructural en las condiciones de financiación a favor de los mercados de capitales. Las empresas grandes están reduciendo su gran dependencia con la banca, pero la pequeña empresa seguirá siendo dependiente de la financiación tradicional.

fija para permitir que empresas de dimensión mediana puedan acceder también al mercado de capitales. La pequeña empresa, sin embargo, seguirá siendo dependiente de la financiación bancaria, ya que su estructura no le permite afrontar emisiones en cualquiera de los dos mercados mencionados.

Por esta razón resulta crítico el desarrollo del mercado de capitales, puesto que permite dar cobertura a las necesidades de financiación de medianas y grandes empresas, y da margen a las entidades financieras para dar respuesta a la demanda de fondos por parte de las pequeñas empresas.

Una vez hecho este matiz, detallamos los factores que han impulsado la dinámica de emisión de deuda en los mercados de capitales por parte, principalmente, de grandes empresas, y en menor medida, y a través de sistemas multilaterales de negociación, de medianas empresas:

Acceso a fuentes de financiación con esquemas de amortización a vencimiento, y a plazos generalmente más largos, que contrastan con el sesgo de corto plazo de

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> En el caso de las pymes, hay una clara falta de información y de calificaciones externas sobre su solvencia, hecho que tiende a encarecer la financiación externa y provoca que las empresas de menor tamaño acudan mayoritariamente a la financiación bancaria.

la financiación bancaria, dominada a su vez por los esquemas amortizantes. Estas características han movido a las empresas a optar por la emisión de deuda aun cuando el coste pudiera ser superior al registrado en el canal bancario tradicional.

- El refuerzo de los requerimientos regulatorios de la banca europea.
- El saneamiento de las cuentas públicas en la mayor parte de economías de la zona del euro, que ha permitido una reducción de los costes de financiación del sector público en el mercado de capitales. Esta reducción ha aliviado de forma substancial el efecto *crowding out* observado entre 2009 y 2011, facilitando a la empresa acceder a condiciones más favorables de financiación en el mercado.
- La búsqueda de alternativas de inversión en un entorno de tipos de interés singularmente bajos en los activos libres de riesgo, motivado por la política monetaria expansiva de los bancos centrales y, en concreto, el Banco Central Europeo (BCE).

 La mayor confianza de los agentes, derivada de la mejora cíclica de la zona del euro y la solidez económica de Estados Unidos.

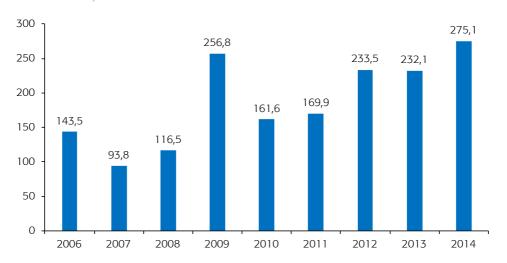
Como consecuencia, se observa una lenta corrección de los elevados niveles de dependencia de la financiación bancaria que el mercado europeo ofrecía en el ejercicio 2008. El peso representado por la financiación no bancaria en Europa ha aumentado en 8 puntos porcentuales hasta situarse en el entorno del 20% en la actualidad, frente al 12% que registraba en 2008. Existe mucho camino por recorrer, especialmente si se contrasta este porcentaje con el que registra EE.UU., una economía en la que el peso del mercado de capitales en la financiación del sector privado se situaba en el 60% en 2008, y que en la actualidad incluso se ha incrementado hasta niveles del 75%.

## **Tendencias en Europa**

Como previamente se ha mencionado, el programa de compra masiva de deuda pública implementado por el BCE ha multiplicado el apetito por los bonos corporativos. El efecto depresor que el

Gráfico 1

Volumen de emisiones de deuda de empresas y entidades financieras en Europa (miles de millones de euros)



Fuentes: Banco de España, Dealogic, Afi.

Quantitative Easing ha tenido sobre las rentabilidades de los bonos emitidos por Estados soberanos ha incrementado el atractivo relativo de las emisiones del sector privado. Con todo, hemos asistido a un aumento del volumen de emisión de los bonos corporativos en euros de un 64% interanual en el primer trimestre de 2015, así como a un aumento de las duraciones a las que se emiten estos bonos.

Así, en el primer trimestre de 2015 el mercado europeo ha alcanzado el máximo volumen de emisión de la serie histórica. En el marco general de esta dinámica se observan dos tendencias muy importantes: el incremento de la emisión de EMTN (Euro Medium Term Notes) y la irrupción de los reverse yankee bonds.

### Euro Medium Term Notes

Las grandes emisiones de empresas como Gas Natural, Iberdrola o Telefónica se han realizado mediante programas EMTN, consistente en la emisión de bonos de empresas multinacionales fuera de su país a través del "euromercado" de forma continuada (programa), lo cual implica unos menores costes que una emisión mayor realizada de una sola vez.

Gracias a estos programas, las entidades se benefician de unas exigencias de emisión mucho más laxas y en un período de tiempo inferior, además de su mayor liquidez.

#### Reverse Yankee Bonds

Al movimiento tradicional de empresas europeas hacia el mercado americano al que numerosos emisores europeos han acudido para captar financiación en dólares (yankee bonds), le acompaña ahora uno de sentido contrario, que ha crecido significativamente en el último año, y que es el de compañías estadounidenses que realizan emisiones en euros en los mercados europeos.

Así, estimamos que en lo que llevamos de 2015 el importe de los bonos de empresas estadounidenses en euros triplica los niveles del ejercicio anterior, y son numerosas las grandes corporaciones americanas que, por primera vez, han captado financiación en los mercados europeos. Estas emisiones se están conociendo como reverse yankees, una denominación que simboliza el sentido contrario del proceso tradicional de financiación.

#### Cuadro 1

## Volumen de emisiones de deuda de empresas y entidades financieras de Estados Unidos en euros

(millones de euros)

Emisiones a sector financ	le empresas y iero de EE.UU.	Emisiones de empresas de EE.UU. (sin sector financiero)				
2014	72.173	2014	37.218			
2015 (*)	57.944	2015 (*)	39.463			

Nota: (\*) datos hasta mayo de 2015.

Fuente: Bloomberg, Afi.

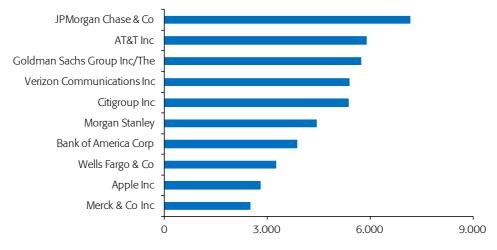
Uno de los factores que explica este movimiento es el aprovechamiento de los tipos de interés en niveles mínimos históricos en Europa, por debajo de los registrados en Estados Unidos. Las perspectivas económicas de ambas áreas y las medidas adoptadas por los responsables de política monetaria apuntan a que este diferencial de

A las tradicionales emisiones de deuda de empresas europeas en dólares, se suma ahora una nueva corriente en sentido contrario (corporaciones americanas que emiten deuda en euros) que recibe el nombre de reverse yankees.

tipos se prolongará en el tiempo, y que incluso podría amplificarse en la parte final de 2015 y primer semestre de 2016. El atractivo de las emisiones en euros es por lo tanto un factor que puede tener un peso muy marcado en la dinámica del mercado de capitales durante los próximos doce meses.

Ligado con lo anterior, los emisores estadounidenses están encajando su política de financia-

Gráfico 2
Emisores de deuda de empresas y entidades financieras de Estados Unidos en euros, enero-mayo 2015
(millones de euros)



Fuente: Bloomberg, Afi.

ción en euros dentro de su estrategia de gestión del riesgo cambiario, altamente relevante en el contexto actual de apreciación del dólar. La captación de recursos en euros en compañías con negocios en Europa permite una cobertura natural del riesgo cambiario, pues el repago de la deuda se realiza en la misma divisa en la que se generan los ingresos. Asimismo, en la medida en que las compañías tengan previsiones de continuidad en la apreciación del dólar, el coste efectivo de la financiación puede abaratarse, pues el servicio de la deuda en dólares se reduciría.

Para el mercado europeo la llegada de emisores estadounidenses es, sin duda, una buena noticia. Por un lado, permite aumentar el tamaño y la liquidez de los mercados de deuda, que es uno de los objetivos perseguidos en el proceso de desintermediación bancaria. Y, por otro, ofrece a los inversores en euros un producto con el que diversificar sus carteras y acceder a emisores de alta calidad crediticia y con exposición a otras geografías. En definitiva, y aunque las colocaciones en dólares de emisores europeos continuarán siendo preponderantes en el mercado, el aumento del flujo en sentido contrario pone de manifiesto una mayor apertura del mercado de capitales europeo

que ha de ser necesariamente bienvenida como un elemento de desintermediación financiera a nivel global.

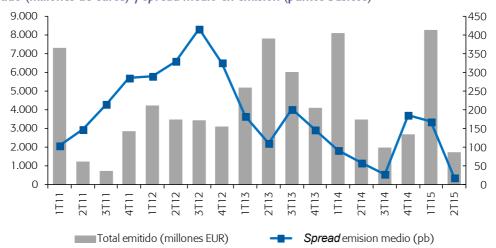
# Tendencias observadas en España

La evolución observada en el mercado de capitales a nivel europeo ha encontrado réplica en el mercado español, muy afectado entre 2008 y 2011 por el impacto del deterioro de las cuentas públicas. Este deterioro, junto con la desconfianza de los inversores en la sostenibilidad de la zona del euro, motivó un aumento sin precedentes del coste de financiación del sector público que prácticamente expulsó del mercado a los emisores privados, no solo por el coste que debían soportar, sino también por la ausencia de oferta de fondos.

El buen comportamiento del mercado de renta fija en España se ha manifestado en: i) la caída de la TIR media, desde niveles del 6,3% en 2011 a niveles del 2,4% en el segundo trimestre de 2015 (lo que supone una caída en términos acumulados del 62,4%) y ii) el crecimiento del volumen de emisión (+42,3% acumulado entre el segundo trimestre de 2011 y el segundo trimestre

Gráfico 3

Total emitido (millones de euros) y *spread* medio en emisión (puntos básicos)



Fuentes: Banco de España, Bloomberg, Afi.

de 2015). El aumento del volumen de emisión de deuda corporativa contrasta con el retroceso registrado en la concesión de préstamos a grandes empresas, que se ha contraído un 37,3% entre 2011 y abril de 2015.

Como apuntábamos en la introducción, gran parte de la explicación del buen comportamiento del mercado de deuda corporativa reside en la vinculación que esta tiene con la deuda pública, dado

La fuerte expansión del mercado de deuda corporativa en España se ha visto fomentada por: i) la reducción de los tipos de interés oficiales, derivada de la actuación del BCE, ii) la caída de la prima de riesgo española y iii) la mejora de las cuentas de las empresas no financieras.

que los tipos de financiación de las empresas no son sino la suma de los tipos de interés oficiales más el diferencial aplicado en funcion de la calidad crediticia de la compañía.

En este contexto, teniendo un *spread* medio de emisión de 142 puntos básicos (pb) y una vida media de 12,4 años en 2015, la TIR exigida

ha sido de un 2,4%, cuando en 2011, para un spread similar y una vida media de 6,1 años, la TIR exigida era del 6,3%. Además de la consolidación de las expectativas de recuperación económica, traducidas en aumento de la rentabilidad y solvencia de las empresas, es incuestionable el efecto tan positivo que la reducción de la prima de riesgo de la economía española ha tenido en la apertura del mercado de capitales, al caer de 630 pb a 115 pb en la actualidad.

Este apetito inversor por la deuda corporativa ha fomentado que a los emisores habituales se les hayan unido nuevas compañías, no necesariamente cotizadas, como es el caso de El Corte Inglés, que por primera vez emitió este tipo de deuda a finales de 2014, o de empresas públicas como Adif o Canal de Isabel II. De la misma manera, ha permitido alargar los plazos, además de posibilitar incluso emisiones sin *rating* (tómese como ejemplo ACS, que emitió un bono sin *rating* por importe de 500 millones de euros a cinco años con una TIR del 2,7%).

Adicionalmente, es destacable el papel que está jugando el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) en el fomento del mercado de renta fija. En su primer año de creación, admitió a negociación

Cuadro 2 Evolución de las características de las emisiones de deuda en España

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Volumen (millones de euros)	12.125	10.800	23.161	16.317	10.025	72.428
Vida media (años)	6,07	6,15	7,15	7,84	12,41	7,72
TIR media (%)	6,28	4,73	3,36	3,06	2,36	3,92
Spread medio (pb)	157,91	340,42	156,74	92,32	141,97	167,77
Fuente: Bloomberg Afi						

Fuente: Bloomberg, Atı.

Cuadro 3

Volumen de emisiones de deuda por tipo de agente

(miles de millones de euros)

`							
Emisión	Entidad emisora	Sector	Vencimiento	Saldo en emisión	Spread	TIR	Rating
14-ene-15	ARCELORMITTAL	Siderurgia	14-ene-22	750	265,00	3	BB+
21-ene-15	GAS NATURAL FENOSA FINAN	Electricidad	21-ene-25	500	75,00	1	BBB
27-ene-15	IBERDROLA INTL BV	Electricidad	27-ene-23	600	65,00	1	BBB+
28-ene-15	ADIF ALTA VELOCIDAD	Transporte	28-ene-25	1.000	119,40	2	BBB
6-feb-15	ENAGAS FINANCIACIONES S.A.	Gas	6-feb-25	600	65,00	1	A-
19-ene-15	HIPERCOR SA	Comercio	19-ene-22	600	-	3	NR
26-feb-15	CANAL ISABEL II GESTION	Agua	26-feb-25	500	98,00	2	BBB
13-mar-15	CAMPOFRIO FOOD GROUP S.A.	Alimentación	15-mar-22	500	-	0	BB-
25-mar-15	ENAGAS FINANCIACIONES S.A.	Gas	25-mar-23	400	53,00	1	NR
1-abr-15	ACS ACTIVIDADES CONS Y S.	Ingeniería y construcción	1-abr-20	500	271,70	3	NR
31-mar-15	obrascón huarte lain s.a.	Ingeniería y construcción	15-mar-23	325	-	6	B+
25-mar-15	REPSOL INTL FINANCE	Hidrocarburos		1.000	356,00	4	BB+
25-mar-15	REPSOL INTL FINANCE	Hidrocarburos	25-mar-75	1.000	395,00	5	BB+
24-abr-15	RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	Electricidad	24-abr-25	500	65,00	1	BBB+
5-jun-15	INMOBILIARIA COLONIAL S.A.	Inmobiliarias	5-jun-19	750	-	2	BBB-
5-jun-15	INMOBILIARIA COLONIAL S.A.	Inmobiliarias	5-jun-23	500	-	0	BBB-
Fuenta · Bloomh	perg Afi						

Fuente: Bloomberg, Afi.

un total de 231 millones de euros en bonos y obligaciones<sup>2</sup> y dos programas de pagarés por valor de 130 millones de euros. Gracias al MARF, se ha mejorado el acceso directo a ciertos recursos financieros por parte de las empresas que por sus circunstancias particulares no podían acceder a los mercados secundarios oficiales (véase el caso de las empresas de mediano tamaño). Las condiciones de acceso son, por tanto, más flexibles y

menos costosas que las exigidas en los mercados secundarios oficiales, como la AIAF.

# **Perspectivas y conclusiones**

El mercado de renta fija corporativa ha experimentado un fuerte dinamismo en los últimos meses tanto a nivel europeo como español, rom-

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Tamaño medio de las emisiones: 42,5 millones de euros.

piendo parcialmente la dependencia tradicional que la empresa no financiera tiene de la financiación bancaria en el mercado de Europa continental.

A pesar de esta tendencia, las diferencias estructurales entre el mercado de financiación de las economías anglosajonas y las europeas se mantienen, toda vez que el peso que la financiación no bancaria representa en el fondeo de empresas no financieras en Europa continental se sitúa aún en el 20%, muy alejado de los niveles del 80% que registra, por ejemplo en EE.UU. Existe margen, por lo tanto, para que la captación de recursos ajenos en los mercados gane peso en Europa.

En este sentido, la consolidación del proceso de diversificación afecta especialmente a la empresa grande y mediana, toda vez que la pequeña empresa tiene condicionantes estructurales que impiden su acceso a los mercados de capitales y a los mercados alternativos de renta fija. No obstante, la apertura del mercado de renta fija no solo es beneficiosa para la gran empresa, permitiendo una mayor protección ante eventuales episodios de inestabilidad en el sistema bancario, sino que también es importante para la pequeña empresa, puesto que las entidades financieras podrán destinar una mayor oferta de fondos a cubrir sus necesidades de recursos.

# Estabilidad fiscal: ¿será suficiente con la mejora de la coyuntura económica?

Santiago Lago Peñas\*

La Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2015-2018 ha supuesto un cambio sustancial respecto a las magnitudes económicas y fiscales proyectadas por el Gobierno central. El objetivo de este trabajo es someter a una revisión crítica el nuevo escenario. En primer lugar, se analiza el marco macroeconómico perfilado hasta 2018. En segundo lugar, se evalúa el encaje de este con la evolución de gastos e ingresos públicos, a la luz de las medidas discrecionales contempladas en el propio documento y que afectan a ambos lados del presupuesto. Finalmente, se abordan las consecuencias e implicaciones de la senda fiscal prevista hasta 2018 para la gestión de los servicios públicos y su calidad en perspectiva comparada en el seno de los países de la Unión Europea. Entre las principales conclusiones se señala que el horizonte de la consolidación fiscal hasta 2018 es percibido como factible, pero ambicioso y sujeto a riesgos no desdeñables, a la vez que llaman la atención las perspectivas de gasto en educación, sanidad y asuntos económicos.

#### El nuevo escenario macroeconómico

La actualización del Programa de Estabilidad incluye un cuadro macroeconómico para el cuatrienio 2015-2018 que aparece sintetizado en el cuadro 1. A efectos analíticos cabe distinguir entre dos bienios. Para 2015-2016 contamos con diversas estimaciones realizadas por organismos internacionales y analistas privados. En general, las perspectivas del Gobierno central encajan bien con las previsiones de la OCDE, el Fondo Monetario Internacional,

la Comisión Europea y el Consenso de Funcas (cuadro 2). De hecho, las estimaciones de Funcas más recientes reflejan crecimientos del PIB real superiores (3,3% en 2015 y 3,0% en 2016). La coyuntura internacional aparece hoy más despejada que hace apenas seis meses. Y los vientos de cola siguen soplando con fuerza (FMI, 2015). Nos ayudan la cotización del petróleo, la depreciación del euro, la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo y la rebaja del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF).

<sup>\*</sup> Catedrático de Economía Aplicada y Director de GEN. Universidad de Vigo. Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez (GEN).

Cuadro 1

#### Perspectivas macroeconómicas

(tasa de crecimiento en porcentaje)

	2014	2015	2016	2017	2018
1. PIB real	1,4	2,9	2,9	3,0	3,0
2. PIB nominal	0,9	3,6	3,8	4,2	4,6
Componen	tes del PIB re	al			
3. Gastos en consumo final nacional privado (*)	2,4	3,3	2,9	2,7	2,5
4. Gastos en consumo final de las AA.PP.	0,1	0,1	0,1	1,0	1,5
5. Formación bruta de capital fijo	3,4	6,3	5,8	5,9	5,9
6. Variación de existencias (% PIB)	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Exportación de bienes y servicios	4,2	5,4	6,0	5,8	5,7
8. Importación de bienes y servicios	7,6	6,7	6,4	6,3	6,2

*Nota:* (\*) Incluye a los hogares y a las ISFLSH (instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares). *Fuente:* Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2014 y 2015).

Otra cosa es el bienio 2017-2018. En ese caso, desaparecen la mayoría de las estimaciones de referencia antes señaladas; las proyecciones no pasan de ser orientativas; y el componente de voluntad política, los objetivos que se fija el Gobierno, gana peso a costa del componente estrictamente técnico en los cálculos. En este sentido, la solución por la que se decanta el Gobierno central es comprensible. La dura recesión que azotó la economía española durante el quinquenio 2009-2014 exige ahora un largo período de expansión económica para así normalizar los indicadores laborales, rebajar sustancialmente las ratios de deuda pública y exterior expresadas como porcentaje del PIB y contribuir al cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal. Entre la prudencia y la ambición, el Gobierno español ha optado por la segunda, consciente de que ello puede favorecer la propia recuperación en el muy corto plazo a través de la mejora de las expectativas. Sin duda, los planes de reducción del déficit para el bienio 2017-2018 están sujetos a una mayor incertidumbre sobre su ejecución efectiva. En lo fundamental, dependen de que se mantenga una coyuntura económica favorable, a pesar de que los factores de impulso exógeno antes señalados y el actual output gap se vayan diluyendo (Fernández-Sánchez, 2015; AIReF, 2015). Y a ello hay que sumarle el hecho de que a finales de 2015 se celebrarán unas elecciones generales que pueden conllevar cambios de ejecutivo y, por consiguiente, posibles alteraciones en la estrategia de consolidación fiscal para lo que resta de década.

#### Cuadro 2

## Perspectivas de crecimiento del PIB real para España. Organismos internacionales y Consenso de Funcas

(tasa de crecimiento en porcentaje)

()-)		
	2015	2016
Comisión Europea (mayo 2015)	2,8	2,6
FMI (junio 2015)	3,1	2,5
OCDE (junio 2015)	2,9	2,8
Banco de España (marzo 2015)	2,8	2,7
Funcas (junio 2015)	3,3	3,0
Consenso Funcas (mayo 2015)	2,9	2,7
Fuente: Elaboración propia.		

# Las nuevas sendas para gastos e ingresos públicos

En el cuadro 3 aparecen recogidas dos sendas de gastos e ingresos públicos no financieros expresadas como porcentaje del PIB: la proyección del vigente Programa 2015-2018 y las que aparecían en el Programa de Estabilidad 2014-2017. Además, se recoge el déficit público que resultaría si no se llevasen a cabo las medidas de ajuste sobre

Cuadro 3 **Proyecciones de gastos, ingresos y déficit, 2014-2018** 

(en porcentaje sobre el PIB)

		2014	2015	2016	2017	2018
	Total ingresos	37,8	37,8	37,8	38,0	38,1
Programa de estabilidad	Total gastos	43,5	42,0	40,6	39,5	38,4
2015-2018	Saldo	-5,7	-4,2	-2,8	-1,4	-0,3
	Saldo sin medidas	-5,7	-4,8	-3,9	-3,0	-2,0
Programa de estabilidad 2014-2017	Total ingresos	38,5	38,8	38,9	39,0	
	Total gastos	44,0	43,0	41,7	40,1	
	Saldo	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1	

Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2014 y 2015).

gasto e ingresos previstas por el Gobierno. Una información que aparece recogida en el propio documento para el cuatrienio 2015-2018.

Este cuadro permite hacer varias comparaciones. La primera es la que se centra en el efecto de las medidas discrecionales planificadas por el Gobierno. Para el conjunto del período, la caída proyectada en el déficit público es de 5,4 puntos del PIB, de los cuales el 31% serían consecuencia directa de las medidas del Gobierno y el 69% restante estarían asociadas a la mejora de la coyuntura económica y otros factores al margen de unas iniciativas que afectarían ligeramente más al gasto

Para el cuatrienio 2015-2018, la caída proyectada en el déficit público es de 5,4 puntos de PIB, de los cuales el 31% serían consecuencia directa de las medidas del Gobierno, casi a partes iguales entre ingresos y gastos, y el 69% restante estarían asociados a la mejora de la coyuntura y otros factores.

que a los ingresos. En el gráfico 1 se representa esta descomposición del ajuste fiscal. Además, el componente automático del ajuste gravita fundamentalmente en la ratio de gasto. Mientras los ingresos se estabilizan en el 38% del PIB, los desembolsos caerían cinco puntos en el cuatrienio 2015-2018 como consecuencia del incremento del denominador, de la caída de partidas de gasto

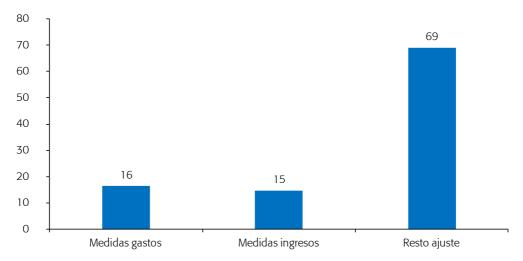
como los intereses de la deuda o las prestaciones por desempleo, y de la práctica congelación del gasto en la mayoría de las funciones, como veremos en el apartado siguiente.

La segunda de las comparaciones de interés es la propia actualización del programa de estabilidad presupuestaria. Aunque los objetivos de déficit para 2015 y 2016 son idénticos, se produce un cambio significativo en la senda de gastos e ingresos públicos. La referencia para los ingresos cae del 39% al 38%, por lo que el gasto intensifica su caída para situarse un punto por debajo de lo previsto en el programa 2014-2017 y llegar a 2018 ligeramente por encima del 38%. Este cambio en el lado del gasto vendría explicado por el hecho de que el mayor crecimiento económico reduce más de lo previsto el año pasado las partidas señaladas y la ratio profundiza su caída. Por el lado de los ingresos, la nueva senda podría estar anticipando nuevas rebajas impositivas más allá de las ya aprobadas (en este mismo sentido se pronuncia Bankia, 2015). Rebajas que anularían el efecto que genera un sistema tributario elástico respecto al crecimiento del PIB; y de la prometida intensificación en la lucha contra el fraude fiscal. De hecho, la propia AIReF (2015) califica las previsiones de ingresos hasta 2018 como muy prudentes, sobre todo en los impuestos indirectos, teniendo en cuenta el patrón histórico de recuperación cíclica de la recaudación tributaria.

Finalmente, el déficit previsto para 2017 aumenta tres décimas respecto a la anterior versión

Gráfico 1

Descomposición porcentual del ajuste presupuestario 2015-2018



Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2015).

del Programa de Estabilidad, fruto íntegramente de unos ingresos menores. Esta relajación en la senda de la consolidación fiscal contrasta con la significativa mejora en el cuadro macroeconómico.

Las cifras para el déficit público proyectadas por el Gobierno para el bienio 2015-2016 son más optimistas que las que manejan instituciones y organismos internacionales. La reciente previsión de Funcas¹ sitúa el déficit público en el 4,6% del PIB en 2015 y en el 3,4% en 2016, lo que supone 4 y 6 décimas más que lo previsto en el Programa de Estabilidad 2015-2018. El Consenso de Funcas hecho público en mayo de 2015 apunta cifras algo inferiores, pero por encima de las del Gobierno: 4,4% y 3,2%. La Comisión Europea, por su parte, considera que el déficit se situará en el 4,5% y el 3,5%, respectivamente (Comisión Europea, 2015).

Especialmente informativo es el análisis desagregado para el conjunto del período 2015-2018 que hace la AIReF (2015). A su juicio, el objetivo de reducción de déficit es alcanzable, pero ambicioso. Es en el gasto donde se perciben los riesgos de incumplimiento, sobre todo en lo que tiene que ver con la adopción de medidas y de decisiones de política presupuestaria. En síntesis:

- Las medidas contempladas en el Programa (la no reposición completa de trabajadores que causan baja por jubilación) no serían suficientes para generar la caída prevista en la partida de remuneración de asalariados (-1,3% del PIB).
- La AlReF expresa ciertas dudas sobre la eficacia de las medidas de racionalización de gasto adoptadas en el marco de la Comisión para la Reforma de las Administraciones Públicas (CORA) y el nuevo instrumento de racionalización del gasto sanitario en fase de aprobación para hacer caer los consumos intermedios y las transferencias en especie en la magnitud prevista (-1% del PIB).
- La formación bruta de capital fijo se situaría en mínimos históricos (2% del PIB), lo que puede chocar con el aplazamiento en los años de crisis de inversiones previamente comprometidas.
- En comparación con el ajuste que se produjo en 1995-1999, de una dimensión relativa similar, existen varios elementos que hacen el actual más exigente y difícil de aplicar. El crecimiento del PIB nominal será sustancial-

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> http://www.funcas.es/prensa/NotasPrensa.aspx?file=170

mente inferior (tasa anual media 6,7% vs. 4,0%), los ingresos ayudaron entonces al ajuste sustancialmente más de lo ahora previsto (+1,3% vs. +0,4% del PIB), el recorte en la inversión pública en 1995-1999 fue muy superior al proyectado para 2015-2018 (-1,2% vs. -0.3%), gracias a que el punto de partida era muy superior. Y lo mismo ocurre con la reducción en la carga por intereses (-1,5 vs. -0,8%). Todo ello hace particularmente preocupante la incertidumbre sobre la incidencia de las medidas que afectan a la remuneración de asalariados, a los consumos intermedios y a las transferencias en especie apuntadas antes, y que constituyen una pata central del actual proceso de consolidación fiscal.

Finalmente, y desde una perspectiva institucional, los mayores riesgos se situarían en la Seguridad Social y en el nivel autonómico de gobierno.

La Comisión Europea y la AIReF coinciden en que la estrategia de consolidación se basa sobre todo en la mejora sustancial y sostenida de la coyuntura económica, obviando que los riesgos aumentan a medida que nos alejamos en el tiempo. La Comisión considera también que la mejora del déficit estructural es insuficiente y algunas medidas de ahorro carecen de concreción.

La reciente evaluación de la Comisión Europea (2015) coincide en lo fundamental con el diagnóstico de la AIReF, aunque de forma menos detallada. Insiste, lo que implica una crítica implícita, en que la estrategia de consolidación se basa sobre todo en una mejora sustancial y sostenida de la coyuntura económica, obviando que los riesgos aumentan a medida que nos alejamos en el tiempo. Además, considera que la mejora en el déficit estructural es insuficiente y que los ahorros previstos hasta 2018 son de incierta materialización, dada la falta de concreción de algunas de las medidas anunciadas.

Finalmente, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2015) incide de nuevo en la necesidad de concretar las medidas anunciadas y centra su atención en el ámbito regional de gobierno y los desafíos que plantea para la consolidación fiscal. Primero, señala la existencia de márgenes para el ahorro y para introducir copagos en sanidad y educación. Segundo, aboga por una reforma de la financiación autonómica que incremente la capacidad y los incentivos de las comunidades autónomas (CC.AA.) para consolidar sus cuentas. Tercero, recomienda mejorar la supervisión y control del cumplimiento de los objetivos fiscales. Y cuarto, explorar la fijación de objetivos de déficit autonómicos asimétricos, en función de las diferencias estructurales en las necesidades de ajuste y las capacidades (sobre las reformas en el ámbito regional de gobierno en España, veáse Lago-Peñas, 2015).

En definitiva, el horizonte de la consolidación fiscal en España hasta 2018 es percibido como factible, pero ambicioso y sujeto a riesgos no desdeñables. En primer lugar, porque depende, sobre todo, del crecimiento del PIB y la corrección del amplio output gap negativo generado en el quinquenio 2009-2013. Aunque las perspectivas son muy buenas, parte de los factores de impulso que hoy benefician a la economía española podrían comenzar a diluirse a partir de 2016. Segundo, porque la consolidación renuncia a la vía de incrementar significativamente los ingresos y gravita sobre ajustes en la remuneración de asalariados, los consumos intermedios y la inversión en medida muy superior a lo que se hizo en la anterior consolidación fiscal en España (1995-1999). Tercero, porque buena parte de las medidas anunciadas en los

Las dudas sobre los resultados que alcancen las comunidades autónomas han vuelto a aparecer de la mano de las desviaciones en la ejecución de los presupuestos de 2014 en buen número de autonomías.

capítulos de gasto señaladas no aparecen perfectamente definidas y los ahorros resultan inciertos.

Y cuarto, porque las dudas sobre los resultados que alcancen las CC.AA. han vuelto a aparecer de la mano de las desviaciones en la ejecución de los presupuestos 2014 en un buen número de autonomías. Sin duda, resta trabajo por hacer.

# Algunas reflexiones adicionales sobre las metas fiscales para 2018

En el cuadro 4 se compara el gasto real en términos per cápita en 2013 y 2018 desde una perspectiva funcional. La fuente es, de nuevo, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2015). Se ofrecen datos en términos de PIB y el porcentaje de variación acumulado en términos reales y per cápita, que son prácticamente iguales que en términos normales y absolutos porque la variación del deflactor del PIB y de la población se compensan mutuamente<sup>2</sup>. Destaca el recorte en los servicios públicos generales, vinculado a la reforma

de la Administración Pública y a la caída prevista en el servicio de la deuda; así como el gasto en sanidad, que se contraerá sustancialmente en términos de PIB y se estancará en términos absolutos. El gasto en protección social también se va a reducir de forma notable, sobre todo por la caída esperada en las prestaciones por desempleo. Finalmente, la educación aparece entre las categorías más expansivas del gasto público, pero pierde una décima parte de su peso en términos de PIB.

¿Qué implicaciones tiene lo anterior? En primer lugar, los objetivos del Gobierno situarían el gasto público en los mínimos que se alcanzaron la década pasada, por lo que el anunciado 38,4% no debería verse como una anomalía en perspectiva temporal (gráfico 1). No obstante, es verdad que volver a ese nivel probablemente conduciría de nuevo a una amplia brecha respecto a la media de los países de la OCDE y la UE: alrededor de los cuatro puntos porcentuales.

Cuadro 4

## Estructura del gasto por funciones en 2013 y 2018

(en porcentaje)

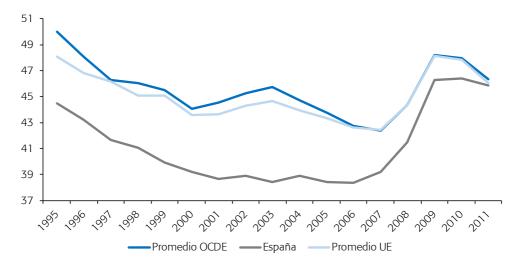
( F)-/				
	Gasto/PIB 2013(*) (1)	Gasto/PIB 2018 (2)	(1)-(2)	Variación del gasto real per cápita en porcentaje acumulado
Servicios públicos generales	6,9	5,5	-1,3	-7,1
Defensa	0,9	0,8	-0,1	1,2
Orden público y seguridad	2,0	1,7	-0,3	-1,7
Asuntos económicos	4,0	3,7	-0,3	6,7
Protección del medio ambiente	0,8	0,7	-O, 1	-2,9
Vivienda y servicios comunitarios	0,5	0,4	-0,1	-2,3
Salud	6,0	5,3	-0,8	0,6
Actividades recreativas, culturales y religiosas	1,1	1,0	-0,2	-0,7
Educación	4,0	3,7	-0,4	4,0
Protección social	17,6	15,7	-1,9	2,7
Gasto total	43,8	38,4	-5,4	0,9

Nota: (\*) La cifra de 2013 no incluye ayuda financiera a la banca. Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2015).

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> En concreto, para los años 2014 a 2018 la serie prevista para el deflactor del consumo público por el Ministerio es la siguiente: -0,9%; 0,0%; +0,1%; +0,7%; +0,7%. La variación acumulada sería de +0,6%. Según las proyecciones del INE, la población española en 2018 será de 46.237.861 habitantes, lo que supone una variación de -0,8% respecto a la población en 2013 (46.593.236).

Gráfico 2

Total de gastos públicos como porcentaje del PIB en España, la OCDE y la UE, 1995-2011



Fuentes: Lago-Peñas y Martínez-Vazquez (2015) a partir de OECD National Accounts at a Glance (2014), General Government Expenditure by Function (Eurostat, 2015).

Cuando se desagrega la anterior serie de gasto público por funciones resulta el cuadro 5. Al contemplarlo de forma combinada con el cuadro 4, llaman especialmente la atención las perspectivas en gasto educativo, sanitario y asuntos económicos. En educación, con una inversión del 3,7% del PIB nos situaremos en los puestos de cola de ambas organizaciones (UE y OCDE). Teniendo en cuenta además que existe evidencia empírica

En educación, con una inversión del 3,7% del PIB, nos situaremos a la cola de la Unión Europea y de la OCDE. Teniendo en cuenta la evidencia sobre una menor eficiencia en la utilización de los recursos, el panorama es sombrío e incoherente con la relevancia que la Comisión Europea otorga a la inversión educativa.

que apunta a que los recursos utilizados no alcanzan la eficiencia de otros países (Lago-Peñas y Martínez-Vázquez, 2015), el panorama es sombrío e incoherente con la relevancia que la Comisión Europea otorga a la inversión educativa. En el caso del gasto sanitario, en cambio, los estudios

apuntan a una considerable eficiencia en el uso de los recursos, pero los planes para 2018 suponen la congelación del gasto en términos corrientes y una brecha significativa con los países del entorno. Finalmente, el desembolso en asuntos económicos

En sanidad, los planes para 2018 suponen una congelación del gasto en términos corrientes y una brecha significativa con los países del entorno.

se situará en mínimos históricos. En este capítulo aparecerían partidas tan relevantes como la I+D+i y la inversión en infraestructuras. En el primer caso, el diferencial negativo para España es bien conocido. El avance que se produjo la década pasada se perdió en buena medida como consecuencia de los recortes. En cambio, en inversión pública, España se caracteriza por una apuesta intensa desde los años ochenta, que ha permitido compensar déficits históricos y que, desafortunadamente, ha estado también trufada de proyectos de dudosa rentabilidad social. Por consiguiente, la distribución interna del gasto en asuntos económi-

Cuadro 5

Gasto público total y por funciones en porcentaje del PIB. Promedios para el período 1995-2011
(en porcentaje del PIB)

	Gasto total	Servicios públicos generales	Defensa	Orden público y seguridad	Asuntos económicos	Protección del medio ambiente	Vivienda y servicios comunitarios	Salud	Actividades recreativas. cultura y religión	Educación	Protección social
OCDE	45,6	6,8	1,7	1,7	4,9	0,7	0,9	6,2	1,3	5,7	15,9
España	41,2	5,6	1,1	1,9	5,0	0,9	1,0	5,6	1,4	4,5	14,0
Unión Europea	45,1	6,7	1,5	1,8	5,0	0,7	0,3	5,8	1,2	5,5	15,9

Fuentes: Lago-Peñas y Martínez-Vázquez (2015) a partir de OECD National Accounts at a Glance (2014), General Government Expenditure by Function (Eurostat, 2015).

cos en el próximo cuatrienio debería poner más el acento en lo inmaterial (I+D+i) que en lo físico y, sin duda, ser más selectivo en lo que se hace a través de la aplicación generalizada de análisis de rentabilidad social *ex-ante*. La cultura de la evaluación es una asignatura pendiente en España. Y visto que la austeridad en los recursos públicos sigue dominando el horizonte, se debería tomar más en serio para que los horizontes financieros tengan el menor coste posible en términos de calidad de los servicios públicos que se prestan a los ciudadanos y a las empresas.

#### **REFERENCIAS**

AIReF (2015), Informes sobre el proyecto de actualización del Programa de Estabilidad del reino de España 2015-2018, 5-5-2015.

Bankia (2015), España: programa de Estabilidad 2015-2018 (https://www.bankiabancaprivada. es/Ficheros/CMA/ficheros/BPR\_PDF\_Programa\_Estabilidad\_2015-2018.PDF), 7-5-2015.

Comisión Europea (2015), Assesment of the 2015 Stability Programme for Spain (http://ec.europa.

eu/economy\_finance/economic\_governance/sgp/pdf/20\_scps/2015/09\_es\_scp\_en.pdf), 27-5-2015.

Fernández-Sánchez, M.J. (2015), *Un programa difícil de cumplir* (http://blog.funcas.es/un-programa-dificil-de-cumplir/), 18-5-2015.

FMI (2015), Spain: Concluding Statement of the 2015 Article IV Mission (http://www.imf.org/external/np/ms/2015/060815.htm), 8-6-2015.

Lago-Peñas, S. (2015), "Remaining challenges to budgetary stability", *Spanish Economic and Financial Outloot*, SEFO 4(2): 53-60.

Lago-Peñas, S., y J. Martínez-Vázquez (2015), "El gasto público en España en perspectiva comparada: ¿Gastamos lo suficiente? ¿Gastamos bien?", Papeles de Economía Española, de próxima aparición.

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2014), Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2014-2017.

 (2015), Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2015-2018.

# ¿Se puede reindustrializar España?

José Carlos Fariñas\* y Ana Martín Marcos\*\*

La concatenación de dos factores ha hecho renacer el interés por la industria y la política industrial en la mayoría de los países desarrollados y también en España. Por una parte, la crisis económica internacional tuvo un enorme impacto negativo sobre la producción, el empleo y la demografía empresarial de las manufacturas españolas; por otra, el impacto ha coincidido temporalmente con un proceso tendencial de reducción del peso de la industria en la producción y el empleo del país. La desindustrialización afecta a casi todos los países de la OCDE y a todos los sectores manufactureros, y son numerosos los gobiernos que abordan cambios significativos en su política industrial con medidas horizontales y sectoriales. Sin embargo, el cambio estructural asociado a la productividad y demanda del sector manufacturero continuará limitando el peso relativo de la industria en el conjunto de la economía. De ahí que los esfuerzos deban orientarse, más que a aumentar ese peso, a favorecer el desarrollo de nuevas actividades ligadas con el cambio tecnológico en el sector, así como a la mejora de la financiación y la formación.

Un reciente informe del Consejo de Análisis Económico de Francia, que asesora al Primer Ministro francés en materias de interés económico, lleva el expresivo título: ¿No hay futuro sin industria? De él son autores tres economistas europeos, Lionel Fontagné, Pierre Mohnen y Gustram Wolff, que reconocen que la respuesta a la pregunta no es sencilla y señalan la necesidad de redefinir el concepto de industria y de política industrial (Fontagné, Mohnen y Wolff, 2014). Este informe y otros de enfoque similar han proliferado

en los últimos tiempos porque la crisis ha hecho renacer el interés por la industria. La situación de declive en que se encuentra la actividad industrial respecto a los servicios ha dado un impulso a la reflexión sobre el sector industrial y sobre todo a la política industrial. Rodrik (2010) habla de "retorno de la política industrial" al constatar el amplio conjunto de países y organizaciones que proponen dar un giro a la política industrial. En este artículo se examinan algunas tendencias recientes del sector manufacturero en España.

<sup>\*</sup> Universidad Complutense de Madrid.

<sup>\*\*</sup> Universidad Nacional de Educación a Distancia.

### Las manufacturas durante la crisis

La actividad manufacturera ha sido, después de la construcción, el sector más afectado por la crisis económica en España. El gráfico 1 que recoge las series de valor añadido real y empleo publicadas recientemente por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en la Contabilidad Nacional base 2010, da una idea de la magnitud del impacto de la crisis en el sector. En 2009 la actividad manufacturera se desplomó con una caída del valor añadido real de más del 10%. Desde 2007, en el que se alcanza el pico del ciclo anterior, hasta 2013, el empleo manufacturero a tiempo completo se ha reducido en 750 mil personas. Esta reducción supone casi el 30% del empleo manufacturero existente en 2007.

Una comparación más homogénea debería tomar como referencia dos años cíclicamente similares. Esos años podrían ser 1995 y 2014. En ambos se produjo una ligera recuperación del empleo manufacturero y con ellos se inicia la salida del valle de las dos últimas fases recesivas. Si se compara el nivel de empleo a tiempo completo de ambos años, la reducción alcanza las 400 mil personas, en torno al 20% del existente en 1995. Esta última cifra es también indicativa de la intensidad de la crisis por la que ha atravesado el sector manufacturero en los últimos años.

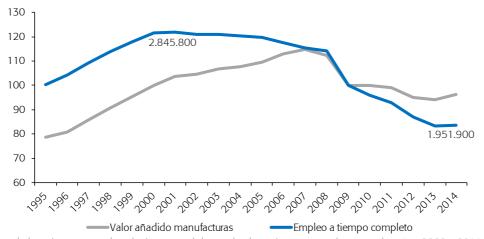
La magnitud de la crisis industrial que ha experimentado España se pone de manifiesto, de manera más nítida si cabe, cuando se compara con la evolución del sector en la Unión Europea (UE). Tomando como referencia los datos del índice de producción industrial que proporciona Eurostat para el conjunto de países de la UE, el índice de España a finales de 2014 es un 30% inferior al nivel que tenía en 2007. En el conjunto de países de la eurozona la caída es del 7% y muchos países tienen niveles de producción superiores al de 2007 (Alemania, por ejemplo, está un 5% por encima del nivel de 2007). En toda la UE, solo Grecia y Malta están por debajo de España en la evolución de su sector manufacturero.

El registro del número de empresas que proporciona el Dirce es otro dato representativo de la difícil situación por la que ha atravesado el sector. El número de empresas manufactureras se ha reducido casi el 30%, siendo más intenso en el tramo de empleo comprendido entre 10 y 49 trabajadores. En Comisión Europea (2014a) se destaca que España es el país, entre los grandes de la UE, con mayor destrucción de empresas manufactureras, superando a países de la periferia sur como Portugal e Italia.

Todos los datos, desde la producción al empleo, pasando por el número de empresas, son indica-

Gráfico 1

Empleo y valor añadido real en las manufacturas: España 1995-2014 (2010=100)



*Nota:* Los valores de la serie corresponden al número total de empleados a tiermpo completo entre los años 2000 y 2014. *Fuente:* INE, *Contabilidad Nacional de España, Base 2010.* 

tivos de una pérdida de tejido productivo importante en el sector manufacturero. La magnitud del deterioro ha sido muy superior al de la media de los países de la UE. Aunque se desconocen los factores que explican este comportamiento diferencial del sector en España, se ha argumentado que el intenso ajuste del sector de la construcción, demandante significativo de productos industriales, ha contribuido a la reducción de la producción manufacturera (Tiana, 2012).

Los datos de 2014 y del primer trimestre de 2015 han supuesto un cambio de tendencia importante en el sector. El año 2014 ha sido el primero, desde el inicio de la crisis, en el que la producción y el empleo de las manufacturas han tenido crecimientos positivos. Además, de manera un tanto excepcional, el crecimiento del sector, que alcanzó el 2,3%, superó el 1,4% del conjunto de la economía. En parte este comportamiento se explica por el bajo nivel alcanzado por la producción manufacturera en los últimos años, pero no deja de ser significativo en el contexto de los últimos quince años. De manera ininterrumpida desde 2000 las manufacturas han crecido menos que el conjunto de la economía, por tanto 2014 es un año de comportamiento excepcional en el contexto de los quince últimos.

Este buen comportamiento de las manufacturas durante el último año y medio no puede hacernos olvidar las tendencias de largo plazo del sector. España ha experimentado continuos desplazamientos en el *ranking* de países con mayor cuota de producción mundial en el ámbito de las manufacturas. En 1990 España ocupaba la posición novena y en 2010 ocupa la décimo cuarta, siendo superada durante el período por Brasil, Corea del Sur, India, Rusia, México e Indonesia (véase OCDE, 2013).

Los desplazamientos en el *ranking* mundial son reflejo de modificaciones importantes en la distribución global de la actividad durante las últimas décadas. Desde 1970, la UE ha perdido 15 puntos porcentuales de participación en la producción manufacturera mundial, Norteamérica ha reducido su peso relativo en 7 puntos porcentuales, mientras que los nuevos países industrializados (Brasil,

Rusia, India, China, Sudáfrica, Indonesia y Turquía) la han incrementado en 20 puntos. Estas tendencias se han acelerado en el período 2000-2014. En cuanto a España, su evolución se inscribe en la tendencia señalada: representaba en 1970 el 2,3% de la producción manufacturera mundial y ha pasado en la actualidad al 1,7% (véase Fariñas, Martín Marcos y Velázquez, 2015).

Hay por tanto dos fenómenos que se concatenan entre sí. Por una parte, la crisis mundial 2008-2009 ha tenido un enorme impacto negativo sobre la producción, el empleo y la demografía empresarial de las manufacturas españolas. Por otra parte, el impacto ha coincidido temporalmente con una alteración profunda de la estructura mundial del sector, especialmente intensa desde el año 2000.

# El proceso de desindustrialización en España

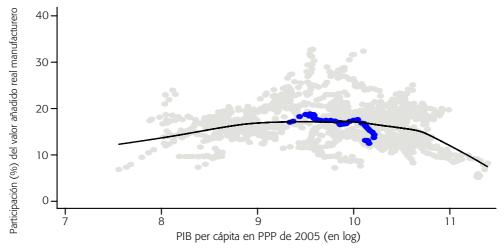
En este apartado se examina la evolución del peso de las manufacturas en el PIB. En las últimas décadas se ha producido en la mayoría de países desarrollados una pérdida de peso relativo de las manufacturas en el PIB y el empleo. Esta reducción se conoce con el nombre de desindustrialización (Rowthorn y Ramaswamy, 1997) y, desde hace algunos años se viene manifestando también de manera prematura en los países en desarrollo (Rodrik, 2015).

En España las manufacturas llegaron a representar el 22% del empleo y en torno al 30% del PIB en términos nominales en la primera mitad de la década de 1970. Desde entonces no ha dejado de reducirse su participación en la actividad económica. Según la *Contabilidad Nacional Base 2010*, en 2013 las manufacturas representaron el 13% del PIB a precios básicos y dieron empleo en torno a 2 millones de personas, el 12% del total. ¿Está esta reducción dentro del patrón medio observado en los países de la OCDE o hay rasgos propios que distancian a España del resto de países?

La literatura económica ha analizado los fenómenos de desindustrialización contextualizándolos

Gráfico 2

# Relación entre el peso del valor añadido real manufacturero y el PIB per cápita en los países de la OCDE, 1970-2013



Nota: en azul, los valores para España.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de National Accounts Main Aggregates Database de Naciones Unidas.

en el proceso de transformación estructural que acompaña al crecimiento económico. En este sentido, se ha identificado una relación en forma de U invertida entre el peso relativo del sector y los niveles de renta per cápita de los países. El peso relativo del sector crece en las fases iniciales hasta alcanzar un máximo y a partir de él se produce un descenso en su participación en la actividad económica (McKinsey Global Institute, 2012 y Sposi y Grossman, 2014).

En el gráfico 2 están representadas las trayectorias de los países de la OCDE en el período 1970-2013. El conjunto de puntos gris representa a los países de la OCDE. El trazo negro es la trayectoria media aproximada mediante un estimador que suaviza localmente el valor promedio de la nube de puntos. Los puntos azules corresponden a la trayectoria seguida por España. La variable que se ha utilizado para medir la participación relativa de las manufacturas es el valor añadido del sector sobre el PIB, ambos en términos reales. Los rasgos principales de dicho ejercicio pueden resumirse en los siguientes puntos:

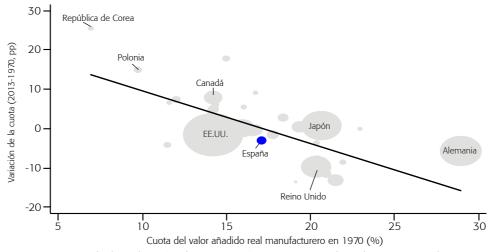
La trayectoria promedio tiene forma de U invertida.

- España ha seguido una trayectoria muy próxima a la del promedio de la OCDE.
- España se sitúa en la mayor parte del período en la rama descendente, con pérdida de peso relativo de su industria. Desde el año 2000, aproximadamente, hay una divergencia creciente que indica que España, teniendo en cuenta su renta per cápita, está desindustrializándose a un ritmo más intenso que la media de países de la OCDE.

El gráfico 3 ofrece información sobre las diferencias entre países, poniendo en relación el nivel inicial de participación relativa y la variación en la cuota entre 1970 y 2013. La superficie del círculo que representa a cada país es proporcional a la dimensión relativa de su sector manufacturero en el total de las manufacturas de la OCDE. La relación entre ambas variables es negativa: los países con mayor cuota inicial de las manufacturas reducen más su participación y los países con menor cuota inicial la reducen en menor cuantía o la aumentan. Sin embargo, más que esta relación negativa, que cabía esperar, son interesantes las diferencias que se aprecian entre países. A continuación se destacan algunas:

Gráfico 3

Relación entre el peso del valor añadido de las manufacturas en 1970 y su variación en el período 1970-2013 en los países de la OCDE (valor añadido en términos reales)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de National Accounts Main Aggregates Database de Naciones Unidas.

- Entre los países que han aumentado la participación de sus manufacturas, hay que destacar a Corea (18%), un grupo amplio de países de la Europa del Este (Polonia, Hungría, República Checa, etc.) y una relación corta de países que incluye Canadá (8%), Turquía (7%), Irlanda (7%), Finlandia (6%), Suecia (5%) y Japón(1%).
- El resto de países ha reducido la participación de sus manufacturas. España (-4%) lo ha hecho por debajo de la media que le correspondería dado su nivel inicial de partida (se encuentra por debajo de la recta promedio). Este comportamiento confirma lo señalado en el gráfico 2, que la trayectoria de España implica una desindustrialización más intensa que la del promedio de países de la OCDE.
- Alemania, en cuanto a la intensidad de su proceso de desindustrialización, puede señalarse como contrapunto de España. Reduce, como España, la cuota de sus manufacturas, -6%, pero está por encima de la recta promedio. Es decir, su desindustrialización, dado su punto de partida, es menos intensa en términos relativos respecto al nivel medio.

Los rasgos anteriores ponen de manifiesto una cierta heterogeneidad en la intensidad de los procesos de desindustrialización cuando se compara el conjunto de países de la OCDE.

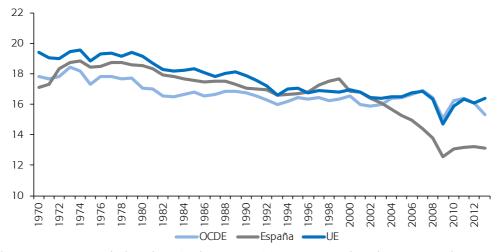
Para confirmar si las trayectorias de España y del conjunto de países de la OCDE son distintas a partir del año 2000, el gráfico 4 representa dichas trayectorias desde el año 1970 (se incluye también la de la UE-28). Como se puede apreciar, España está en una trayectoria de desindustrialización mucho más intensa que la del conjunto de países de la OCDE. Esta es, por tanto, otra de las conclusiones que se extrae del análisis estadístico.

El buen comportamiento de la industria manufacturera española durante el último año y medio no debe hacernos olvidar las tendencias de largo plazo. Desde el año 2000, y teniendo en cuenta su renta per cápita, España ha sufrido una desindustrialización más intensa que la del promedio de países de la OCDE.

¿Qué factores explican los procesos de desindustrialización? Hay que destacar tres. En primer

Gráfico 4

Evolución de la participación del valor añadido de las manufacturas sobre el valor añadido total (en términos reales), 1970-2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de National Accounts Main Aggregates Database de Naciones Unidas.

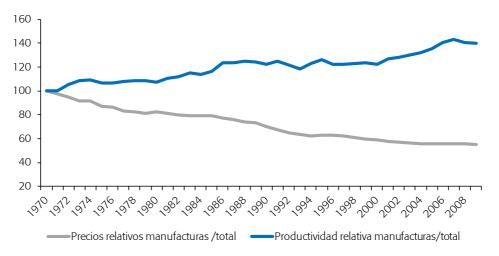
lugar, la reducción del peso de la industria se debe a la evolución de su productividad relativa. Este factor ha sido destacado ampliamente por la literatura (Rowthorn y Ramaswamy, 1997; Lawrence y Edwards, 2013; Veugelers, 2013) y podría identificarse con el proceso de cambio estructural que acompaña al crecimiento y altera la composición de la actividad productiva. Los crecimientos más rápidos de la productividad de la industria respecto al resto de sectores hace que esperemos que a

Los crecimientos más rápidos de la productividad de la industria respecto al resto de sectores implican, a largo plazo, una reducción de sus precios relativos que, unida al menor crecimiento de la demanda relativa de bienes respecto a los servicios, ocasiona una reducción de la participación del sector industrial en la actividad económica.

largo plazo se produzca una reducción de sus precios relativos (véase Lawrenece y Edwards, 2013 para un análisis más detallado de esta asociación). Si, además, la demanda relativa de los bienes respecto a los servicios no aumenta, como ha ocurrido en las últimas décadas, la consecuencia inevitable es que el sector industrial reduzca su participación en la actividad económica, tanto en términos de empleo como de *output*. El grafico 5 ilustra cómo ha sido la evolución a largo plazo de la productividad relativa y de los precios relativos del sector manufacturero español. La información confirma las tendencias de aumento de la primera y de reducción de los precios relativos.

En segundo lugar, se ha destacado también el comercio exterior (Lawrence y Edwards, 2013 y Veugelers, 2013) como otro factor que ha favorecido la reducción del peso de la industria. Una demanda interna abastecida de manera creciente por importaciones acabará erosionando la actividad del sector que está localizada en el mercado interior. Este es un factor, en todo caso, más controvertido y objeto de discusión que el citado anteriormente. El artículo de Autor, Dorn y Hanson (2013) ha dado apoyo empírico a quienes defienden esta hipótesis. Los autores analizan el impacto de las importaciones chinas sobre la estructura de especialización productiva de 741 áreas metropolitanas de EE.UU., que aproximan mercados de trabajo relativamente homogéneos. El resultado que obtienen indica que las importaciones procedentes de China durante el período 1990-2007

Gráfico 5
Productividad relativa y precios relativos de las manufacturas en España (1970-2009; índice 1970=100)



Fuente: Elaboración propia a partir de EU KLEMS Growth and Productivity Accounts.

han sido un elemento importante de reducción del empleo manufacturero: el 25% de la caída del empleo manufacturero se explica por el incremento de las importaciones chinas. Este resultado debe ser interpretado como un análisis de equilibrio parcial. No indica, por tanto, cuánto empleo manufacturero adicional habría en EE.UU., de no haberse producido las importaciones procedentes de China. Sin embargo, el estudio establece un vínculo, cuantitativamente muy significativo, entre la reducción observada en el empleo de las manufacturas y la penetración de las importaciones chinas. Estas han estado vinculadas en EE.UU., en muchos casos, al fenómeno del offshoring, es decir a la deslocalización de actividades hacia China. Es interesante señalar que hay un estudio similar hecho para España por Donoso, Martín y Minondo (2014), en el que se examinan las importaciones de manufacturas procedentes de China, teniendo en cuenta información desagregada por provincias, y en el que se obtienen resultados muy similares.

En tercer lugar, hay un último conjunto de factores, entre los que se incluyen la externalización de ciertas actividades y la terciarización de la industria. Estos factores que están relacionados con cambios organizativos profundos de las manufacturas y con alteraciones en su naturaleza, también contribuyen a explicar parte de su pérdida de peso relativo. Respecto a la externalización de actividades, se trata de un proceso que lleva tiempo manifestándose, que afecta a un conjunto muy amplio de servicios, desde la limpieza, vigilancia y seguridad hasta la subcontratación de sistemas de información. En la medida que este fenómeno de subcontratación de servicios, en forma de consumos intermedios, representa una fracción creciente del output total (Falk y Jarrocinska, 2010), reduce el valor añadido industrial y la dimensión del sector.

El segundo elemento que hay que incluir en esta categoría de cambios organizativos es la terciarización creciente de la industria. Las empresas industriales producen cada vez más servicios. La frontera entre ambas actividades tiende a difuminarse y en el límite puede ocurrir que las empresas que han tenido una actividad manufacturera como actividad principal pasen a ser empresas de servicios porque la producción de los mismos supere el 50% de la cadena de valor desarrollada dentro de la empresa. Un estudio reciente sobre el proceso de desindustrialización de Dinamarca encuentra que la mitad de la pérdida de peso relativo de las manufacturas de ese país se explica por el proceso de terciarización de empresas que

han pasado de tener una actividad principal manufacturera a otra de servicios (Bernard, Smeets y Warzynski, 2014).

No es fácil medir la contribución de los tres factores señalados –cambio estructural, comercio exterior y externalización/terciarización— a la desindustrialización. En Fariñas, Martín Marcos y Veláquez (2015) se ha realizado un análisis de correlación para confirmar algunas de las interpretaciones anteriores. A continuación se resumen los resultados obtenidos.

Se aprecia una correlación negativa por sectores entre el crecimiento de la productividad (en desviaciones respecto a la media de las manufacturas) y la variación de la cuota relativa de empleo: los sectores manufactureros en los que ha crecido más la productividad son los sectores en los que se ha reducido más la cuota relativa de empleo. Simultáneamente, los sectores que más han incrementado su participación en la demanda final (aproximada por el consumo aparente) son los que más han aumentado también su cuota relativa de empleo. El sentido de ambas correlaciones es por tanto consistente con la explicación del cambio estructural. Esta explicación está basada, como se ha dicho ya, en la idea de que los crecimientos más rápidos de la productividad combinados con una evolución de la demanda relativa desfavorable para los bienes industriales, producen la desindustrialización o pérdida de peso relativo del sector. Aunque correlación no implica causalidad, en este caso el sentido de la correlación es consistente con la explicación y por tanto refuerza su validez.

También se obtiene evidencia respecto a la explicación relacionada con el comercio exterior. Los sectores en los que más se ha incrementado la penetración de las importaciones respecto al consumo aparente y en donde la ratio importaciones/exportaciones ha crecido más, son los sectores en los que ha disminuido más su cuota relativa de empleo. Por tanto, dichas correlaciones son también consistentes con la explicación del comercio exterior.

Respecto a la explicación que pone el acento en la externalización/terciarización no ha sido posible llevar a cabo el análisis de correlación por sectores.

En resumen, el cambio estructural es un reflejo del comportamiento de variables básicas como la productividad relativa del sector, sus precios y su demanda relativa. Este factor explica una parte sustancial del fenómeno de la desindustrialización, y, previsiblemente, seguirá actuando y erosionando la participación relativa de las manufacturas en el PIB y en el empleo. Asimismo, la cobertura de la demanda interior con importaciones será otro factor que se mantenga activo en la medida en que la globalización sea un proceso sostenido en el tiempo. Por último, la externalización y la terciarización son fenómenos que no solo no se van a revertir sino que se intensificarán en el futuro. La desindustrialización, entendida como pérdida de peso relativo de las manufacturas en el conjunto de actividades económicas, es previsible, por las razones apuntadas, que se mantenga en los próximos años.

# El retorno de la política industrial

La Gran Recesión 2008-2009 ha promovido el retorno y una cierta revitalización de la política industrial. La crisis ha hecho renacer el interés por la industria y en particular por las manufacturas. La situación de declive en la que se encuentra el sector en muchos países ha dado impulso a la idea de desarrollar políticas que promuevan una actividad manufacturera estable y una especialización en sectores de elevado valor añadido por unidad producida.

Rodrik (2010) habla explícitamente de "retorno de la política industrial". Stiglitz, Lin y Monga (2013) señalan la necesidad de "rejuvenecer la política industrial" y constatan los abundantes ejemplos de países que han dado un giro a sus políticas en este terreno. Recientemente, la OCDE ha promovido a través de su Comité de Industria, Innovación y Emprendimiento una reflexión sobre la evaluación de las políticas industriales, en donde se tratan en profundidad los problemas metodológicos asociados con dicha evaluación (Warwick y

Nolan, 2014). En este apartado se revisan a continuación algunas de estas iniciativas y también se señala cuál es la posición de España, siguiendo en parte la presentación contenida en Fariñas (2015).

EE.UU. ha introducido algunos cambios significativos en su política industrial en los últimos años. En su Discurso del Estado de la Unión de 2012, Barack Obama, tras afirmar "mi agenda para la recuperación económica comienza por las manufacturas", ha propuesto un conjunto de medidas cuyo objetivo es promover la relocalización de actividades manufactureras. El offshoring en las manufacturas ha sido muy intenso en EE.UU. y se propone la eliminación de deducciones fiscales a empresas que practican el outsourcing internacional de puestos de trabajo y la concesión de ayudas financieras a empresas que relocalicen su producción en EE.UU.

La frontera entre la industria y los servicios tiende a difuminarse y en el límite puede ocurrir que la producción de servicios en una empresa industrial se convierta en la actividad más importante de su cadena de valor. Por ello, fijar objetivos de manera separada para industria y servicios es cada vez más difícil.

Las medidas anteriores fueron completadas en el Discurso de la Unión de 2013 con un esquema de política industrial más amplio, consistente en la creación de una Red de Institutos orientados a promover la innovación en las manufacturas avanzadas (National Network for Manufacturing Innovation). Con participación pública y privada y con apoyo del presupuesto federal, el objetivo de esta iniciativa es promover la innovación en las manufacturas avanzadas creando en los próximos años 45 institutos focalizados cada uno en una tecnología y en una actividad manufacturera distinta (véanse más detalles en Advanced Manufacturing Portal: http://www.manufacturing.gov/welcome. html).

Estas iniciativas no tienen precedentes recientes en EE.UU. y han dado lugar a la aprobación de una Ley de revitalización de las manufacturas en diciembre de 2014 (Revitalize American Manufacturing and Innovation Act). Esta ley sanciona un enfoque de política industrial que constituye un giro de 180 grados en la concepción de este tipo de políticas en EE.UU.

En fechas recientes también se han producido cambios en la orientación de la política industrial de la UE. Si uno se remonta a las décadas de 1990 y 2000, incluyendo el periodo de vigencia de la Agenda de Lisboa, la política industrial europea ha sido un ejemplo perfecto de lo que se ha denominado "enfoque horizontal integrado" (Vives, 2013). Sin embargo, en el año 2012, en el documento de la Comisión Europea COM2012-582, se describe un esquema nuevo de política industrial que comienza con la premisa: "Europa ha de invertir la tendencia al declive de su industria para afrontar el siglo XXI. Esta es la única manera de conseguir un crecimiento sostenible...". La comunicación define como objetivo "reindustrializar Europa" y lo cuantifica al indicar que hay que "pasar del actual porcentaje del 16% del PIB hasta el 20% en 2020". La Comisión insiste en su tradicional enfoque horizontal con los habituales instrumentos vinculados con "el mercado único, las políticas orientadas a las Pymes, la política de competencia y la de investigación". Sin embargo, da un giro al señalar objetivos más próximos a un enfoque vertical de política industrial y proponer: "concentrar la inversión y la innovación en seis líneas prioritarias de actuación: tecnologías avanzadas de fabricación, tecnologías facilitadoras esenciales, bioproductos, materiales sostenibles para la construcción, vehículos limpios y redes inteligentes".

La UE, a través del actual presidente de la Comisión Europea, ha renovado este planteamiento reindustrializador al presentar sus orientaciones políticas al Parlamento Europeo, en julio de 2014, insistiendo en el objetivo de incrementar hasta el 20% el peso relativo de la industria en 2020.

Se trata de un cambio sustancial, aunque quizá no sea tan radical como el de EE.UU. El objetivo de reindustrialización se perseguirá a través de políticas horizontales. De todas ellas, la Comisión destaca tres. El primer motor será la política de innovación orientada a la financiación de I+D+i. En este sentido, el *Programa Horizonte 2000* dedicará 80.000 millones de euros a la innovación relacionada, entre otras, con las tecnologías facilitadoras esenciales.

El segundo motor son las políticas de acceso a la financiación. Estas son parte esencial de los instrumentos para alcanzar los objetivos de la política industrial. La financiación es un aspecto crucial, especialmente para las pymes que son más dependientes que las empresas grandes de la financiación bancaria. La crisis ha fragmentado el mercado interior del crédito bancario de modo que las empresas españolas pagan tipos de interés con diferenciales de 2-3 puntos respecto a las pymes de los países centrales de la eurozona.

El tercer motor, destacado por la Comisión como prioridad en su Agenda 2020, es la mejora de los sistemas de educación y formación profesional. El desajuste entre las capacidades profesionales demandadas por el mercado laboral y la oferta de capacidades es una de las principales dificultades de la industria de la UE. Además, lo seguirá siendo en los próximos años porque los avances tecnológicos harán crecer la demanda de capacidades y formaciones específicas.

En España, el Ministerio de Industria, Energía y Turismo ha presentado, en julio de 2014, una Agenda para el fortalecimiento de la industria en España que se suma al criterio de que la industria "aumente su peso en el conjunto del PIB", sin cuantificar, como la Comisión Europea, el objetivo a alcanzar. La Agenda contiene una lista muy amplia de medidas, 97 actuaciones, que pertenecen al ámbito de las políticas horizontales (I+D+i, apoyo a la internacionalización, pymes, etc.). Dichas medidas no están cuantificadas en términos de recursos. Solo se indica que se dedicarán, en 2015, 745 millones de euros a préstamos para reindustrialización y fomento de la competitividad industrial. En este sentido, hasta que la Secretaría General de Industria no haga un informe de seguimiento de las medidas contenidas en la Agenda, según se indica en ella, no se conocerá el alcance preciso de las mismas y su grado de cumplimiento.

A diferencia del documento COM(2012) 582, la Agenda española no formula objetivos sectoriales o tecnológicos prioritarios. Esta es una diferencia importante entre el documento que concreta la política que está aplicando el gobierno español y el que define la política industrial de la UE.

# Recapitulación sobre algunos cambios ocurridos en las manufacturas

En este último apartado se hace un balance de los puntos tratados y se añaden algunas reflexiones sobre los cambios que están teniendo lugar en el sector manufacturero.

La Gran Recesión ha tenido un enorme impacto negativo sobre la producción, el empleo y la demografía empresarial del sector manufacturero de España. Si se comparan 2014 y 1995, dos años muy parecidos desde el punto de vista del ciclo, las manufacturas han perdido, en términos de empleo, casi el 20% del tejido productivo.

Los países de la OCDE están experimentando un proceso de desindustrialización, entendiendo por tal la pérdida de peso relativo de su sector manufacturero, tanto en términos de empleo como de valor añadido. Si se relaciona con el nivel de renta per cápita de los países, el patrón medio de desindustrialización sigue una trayectoria en forma de U invertida. Este proceso refleja fundamentalmente el comportamiento de variables básicas como la productividad relativa del sector, sus precios y su demanda relativa. Se trata de comportamientos que van a seguir presentes y previsiblemente seguirá reduciéndose la participación del sector en el PIB y el empleo. Asimismo, se ha constatado que la cobertura creciente de la demanda interior con importaciones es otro factor que ha actuado en la misma dirección. Y, en tercer lugar, la externalización de ciertos servicios y la terciarización creciente de actividades que emprenden muchas empresas manufactureras, que pasan por esta razón a pertenecer al sector servicios, contribuyen también a la pérdida de peso de las manufacturas. Este conjunto de factores identifica las causas últimas que están impulsando el proceso de desindustrialización.

En el conjunto del período 1970-2013, la trayectoria del proceso de desindustrialización de España se parece a la del promedio de países de la OCDE. Sin embargo, se aprecia un creciente distanciamiento de España respecto al patrón de comportamiento de los países de la OCDE. España está experimentando una desindustrialización más intensa desde comienzos de la década del 2000. Este fenómeno se aprecia tanto en la trayectoria que ha seguido el empleo como el valor añadido del sector.

El declive de la producción industrial continuará en los próximos años, porque seguirán actuando los factores que son responsables de dicha evolución, sobre todo el cambio estructural asociado a la productividad y demanda relativas del sector manufacturero. El declive afectará por igual a los sectores de alta y baja tecnología. En este sentido y a modo de ejemplo, la pérdida de cuota de la electrónica de la UE es un indicio de que la sofisticación tecnológica per se no es una protección suficiente contra la desindustrialización (Veuglers, 2013). Las pérdidas de empleo se concentrarán en el segmento de puestos de trabajo de menor cualificación. Incluso en sectores de tecnología baja, como calzado o confección, los nuevos empleos se concentrarán en actividades que exiian elevados niveles de cualificación. La desindustrialización es un fenómeno que afecta a todos los sectores manufactureros y dentro de cada sector a las actividades de menor valor añadido por unidad producida.

La interrelación servicios-industria es un aspecto clave de la evolución futura de las manufacturas. El cambio hacia actividades de mayor valor añadido en la industria está estrechamente correlacionado con una creciente terciarización (Veuglers, 2013). Esta conexión es de doble direc-

ción, muchos sectores manufactureros compran y venden, de modo creciente, servicios mientras que muchos servicios, a través de un uso intensivo de las TIC, se organizan de forma creciente como actividades manufactureras (De Backer, Desnoyers-James y Moussiegt, 2015). Las fronteras entre industria y servicios son cada vez más tenues y fijar objetivos de manera separada para ambos tipos de actividades es cada vez más difícil.

Ha habido en los últimos años un giro en el planteamiento de la política industrial. Un "retorno" a la política industrial, como ha dicho Dany Rodrik. Tanto en EE.UU. como en la UE se han introducido medidas que, o bien apoyan directamente objetivos de reindustrialización, o apuestan por políticas que definen objetivos de tipo vertical y tratan, por tanto, de promover la innovación en lo que se denominan manufacturas avanzadas o, en terminología de la UE, tecnologías facilitadoras esenciales. En definitiva, una política industrial que busca centrar sus efectos en la innovación capaz de generar mayores externalidades tecnológicas.

Para mantener un sector manufacturero sólido, España debe aplicar políticas industriales más activas que sigan la tendencia emprendida por otros

Para mantener una industria manufacturera sólida, España debe definir prioridades y dedicar más recursos a las políticas tecnológicas, de financiación y de formación.

países. Para ello debe definir prioridades en el sector manufacturero y dedicar más recursos a las políticas tecnológicas, de financiación y de formación orientadas al sector. Esta nueva política industrial debe estar integrada en una reinterpretación sobre el papel cambiante de las manufacturas en el sistema económico, sobre todo en las relaciones industria-servicios, y despreocuparse de objetivos de reindustrialización, muy difíciles de alcanzar como se argumenta en el texto.

La respuesta a la pregunta que aparece en el título de este artículo (¿Se puede reindustria-

lizar España?) es "No". No es posible reindustrializar España en el sentido de incrementar de nuevo el peso relativo de sus manufacturas. Los esfuerzos deben orientarse a favorecer el desarrollo de nuevas actividades ligadas con el cambio tecnológico que tiene lugar en el sector. Lo que sí hay que frenar es que España esté entre los países que encabezan el proceso de desindustrialización de la OCDE. Esto último es más importante que fijarse objetivos inalcanzables de reindustrialización.

No es posible reindustrializar España en el sentido de incrementar el peso relativo de sus manufacturas. Lo que sí hay que frenar es que España esté entre los países que encabezan la desindustrialización en la OCDE. Los esfuerzos deben orientarse a favorecer el desarrollo de nuevas actividades ligadas con el cambio tecnológico que tiene lugar en el sector.

Hay un alejamiento en la ejecución de la política industrial de España respecto al esquema definido por la UE. La mejor expresión de este alejamiento es la creciente divergencia en que se encuentra España en cuanto a la intensidad de los recursos que dedica a la innovación. Sin duda las políticas de innovación son la clave de la nueva política industrial de la UE. Sin embargo, en 2013 la intensidad del gasto en I+D se ha situado en el 1,2%, con una reducción de dos décimas respecto al máximo alcanzado en 2010. Además, España ha rebajado su objetivo de gasto en I+D al 2% del PIB en 2020, cuando el objetivo de la UE es el 3%. Con estos objetivos, en el próximo quinquenio, aumentará la divergencia entre España y el resto de la UE (Comisión Europea, 2014b) y previsiblemente aumente también la desindustrialización relativa de España.

Por último, hay que destacar que la digitalización afectará de manera intensa a las manufacturas en los próximos años. Dicho efecto se producirán en tres direcciones. En primer lugar, creará nuevas tecnologías de producción en el sector. En segundo lugar, permitirá el desarrollo de nuevos materiales y productos y, en tercer lugar, posibilitará el desarrollo de nuevos modelos de negocio vinculados a nuevas relaciones con las redes de clientes y suministradores. Todo ello constituye una buena oportunidad para el sector que España debería aprovechar.

### Referencias

- Autor, D.; Dorn, D., y G. Hanson (2013), "The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States", *American Economic Review,* 103(6): 2121–2168.
- Bernard, A.; Smeets, V., y F. Warzynski (2014), "Rethinking Deindustrialization", (http://www.valeriesmeets.com/webpage/Rethinking.pdf).
- Comisión Europea (2012), Una industria europea más fuerte para el crecimiento y la recuperación económica, COM(2012) 582.
- (2014a), "Business Demography in the EU", Monthly update on industrial policy indicators and analysis, 4/2014.
- (2014b), "Research and innovation performance in Spain", Country profile, 2014".
- DE BACKER, K.; DESNOYERS-JAMES, I., y L. MOUSSIEGT (2015), "Manufacturing or services That is (not) the question: the role of manufacturing and services in OECD countries", OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, no. 19.
- Donoso, V.; Martín, V., y A. Minondo (2014), "Do Differences in the Exposure to Chinese Imports Lead to Differences in Local Labour Market Outcomes? An Analysis for Spanish Provinces", *Regional Studies*.
- Falk, M., y E. Jarocinska (2010), "Linkages between Services and Manufacturing in EU countries" SERVICEGAP Review Paper 1, (http://www.servicegap.org/).
- Fariñas, J.C. (2015), La industria española entre el cambio tecnológico y la competencia global, (mimeo).

- FARIÑAS, J.C.; MARTÍN MARCOS, A., y F.J. VELÁZQUEZ (2015), "La desindustrialización de España en el contexto europeo", *Papeles de Economía Española*, núm. 145.
- Fontagné, L.; Mohnen, P., y G. Wolff (2014), "No industry, no future?," *French Council of Economic Analysis*, n. 13 junio.
- LAWRENCE R.Z., y L. EDWARDS (2013), "US Employment Deindustrialization: Insights from History and International Experience", *Policy Brief n. PB13-27.* Peterson Institute for International Economics.
- McKinsey Global Institute (2012), Manufacturing the future: the next era of global growth and innovation, McKinsey and Co.
- OCDE (2013), Perspectives on Global Development 2013, Industrial Policies in a Changing World, OCDE, Development Center.
- RODRIK, D. (2010), "The Return of Industrial Policy", *Project Syndicate*, 13 abril.
- (2015), "Premature Deindustrialization," NBER Working Paper No. 20935, febrero.

- ROWTHORN, R., y R. RAMASWAMY (1997), "Deindustrialization: Its causes and implications" *Economic Issues* n. 10, Fondo Monetario Internacional.
- Sposi, M., y V. Grossman (2014), "Deindustrialization Redeploys Workers to Growing Service Sector", *Economic Letter* vol. 9, no. 11, Dallas Fed.
- STIGLITZ, J.; LIN, J., y C. Monga (2013), "The Rejuvenation of Industrial Policy", *Policy Research Working Paper* 6628, Banco Mundial.
- Tiana, M. (2012), "El impacto de la crisis económica sobre la industria española", *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.
- Veugelers, R. ed. (2013), *Manufacturing Europe's future*, Bruegel Blueprint 21.
- VIVES, X. (2013), "Globalización, crisis y política industrial", *Economía Industrial*, número 387.
- Warwick, K., y M. Nolan (2014), "Evaluation of industrial policy: methodological issues and political lessons" *OECD Science, Technology and Policy Papers*, no. 16, OCDE.

# Efectos redistributivos de las reformas económicas: el caso de España en el contexto de la UE

Ramon Xifré\*

FCONOMÍA INTERNACIONAL

Las reformas económicas (programas de consolidación fiscal y reformas estructurales) adoptadas por algunos países de la UE -entre ellos España- como respuesta a la reciente crisis económica probablemente han agravado el ya de por sí creciente nivel de desigualdad existente. El presente artículo analiza las consecuencias redistributivas de las citadas reformas económicas mediante una revisión de la evidencia disponible, obteniendo dos conclusiones básicas. Primera: que el gasto público en educación y sanidad ejerce un doble efecto favorable sobre el crecimiento y la igualdad, lo que vendría a apoyar algunas evidencias de que los países con mayor presión para aplicar programas de consolidación fiscal que han reducido dichos gastos presentan peores resultados en su nivel de desigualdad. Segunda: aunque todavía es pronto para extraer conclusiones definitivas sobre los efectos de las reformas estructurales, las evidencias preliminares apuntan que alguna de ellas, como la del mercado laboral de 2012, probablemente haya tenido un efecto regresivo sobre los trabajadores con salarios más bajos y que más cambiaron de empleo. En suma, parece que España y los demás países de la UE más afectados por la crisis han experimentado tres oleadas de desigualdad: la primera, con la tendencia mundial a un aumento de la desigualdad a partir de la década de los 70; la segunda, durante la crisis de 2008, que castigó con especial dureza a estos países en términos de destrucción de empleo; y la tercera, a raíz de las recetas económicas aplicadas tras la última crisis, que quizá hayan alejado a los países del precipicio, pero han agravado la desigualdad.

La desigualdad está adquiriendo mayor visibilidad en la agenda económica, política y social de los líderes mundiales, como se puso de manifiesto en las recientes declaraciones del presidente Obama, que la calificó como "el reto que marcará nuestra era".

A lo largo de la historia, la relación causa-efecto entre desigualdad y crecimiento económico se ha debatido con tesón en el marco de un análisis más amplio sobre los posibles efectos del capitalismo. Este debate histórico se ha reactivado con el reciente trabajo de Piketty (2014), que afirma

<sup>\*</sup> ESCI – Universitat Pompeu Fabra y Public-Private Research Center, IESE Business School.

que en las economías en que la tasa de retorno del capital supera la tasa de crecimiento del PIB, la riqueza patrimonial heredada siempre crecerá más rápido que los ingresos obtenidos a través del trabajo.

La última crisis económica también ha colocado el foco de atención sobre este tema secular, pues algunos países de la UE, notablemente España, han implementado desde 2010 programas de reformas económicas y de consolidación fiscal que han tenido un impacto en el nivel de desigualdad ya existente. Por ejemplo, los gobiernos han aprobado baterías de reformas (en materia laboral, de seguridad social, regulación sobre vivienda, etc.) o han adoptado sesgos de política presupuestaria más restrictivos que han afectado de forma evidente las condiciones de vida de los ciudadanos.

El objetivo de este artículo es aportar un marco básico de análisis sobre las consecuencias redistributivas de las reformas en general, así como revisar las evidencias disponibles sobre este tema en lo que a España se refiere. Dos son las clases de reformas consideradas: la consolidación fiscal y las reformas estructurales. En cuanto a las segundas, el análisis para el caso de España se centra en el impacto de la reforma laboral, pues el escaso tiempo transcurrido desde la adopción de la mayoría de las demás reformas estructurales hace imposible valorar aún sus efectos. El artículo también ofrece una panorámica de la literatura sobre el efecto de las políticas económicas en la desigualdad.

# Datos y marco conceptual relativos a la desigualdad

## Desigualdad: datos, causas y consecuencias

La relación entre desigualdad y crecimiento económico ha sido largamente objeto de estudio. Algunas de las aportaciones académicas más recientes a este debate son las de Piketty (2014) y Atkinson (2015), que se unen a las procedentes

de instituciones, como la OCDE [(Cingano, 2014) y (OCDE, 2015)], el FMI (Dabla-Norris *et al.,* 2015) y la Comisión Europea (Pichelmann, 2015).

El examen de esta literatura arroja algunas pinceladas básicas. Primero, la desigualdad parece haber ido en aumento en la mayoría de los países occidentales desde la década de los 70, según todos los indicadores observados (Piketty, 2014; Cingano, 2014; Atkinson, 2015; OCDE, 2015).

El progreso tecnológico y el diferencial de habilidades resultante de ello, unido a la erosión de determinadas condiciones laborales, son probablemente los principales determinantes de la creciente desigualdad en las economías desarrolladas, mientras que la profundización financiera está asociada más al aumento de la desigualdad en los países emergentes y en desarrollo.

Segundo, la tendencia a la desigualdad ha sido menos acusada en los países emergentes y en desarrollo; de hecho, la brecha se ha estrechado en algunos países grandes, principalmente China (Dabla-Norris et al., 2015).

Existe también cierto consenso respecto a los principales factores que explican estas tendencias sobre desigualdad. Para empezar, el progreso tecnológico y el diferencial de habilidades resultante de ello, unido a la erosión de determinadas condiciones laborales, son probablemente los principales determinantes de la creciente desigualdad en las economías desarrolladas, mientras que la liberalización o "profundización financiera" está asociada más al aumento de la desigualdad en los países emergentes y en desarrollo. De hecho, como señala Rognlie (2015), la dispersión o concentración de la renta podría tener otros muchos determinantes aparte de la diferencia entre el ritmo de crecimiento del PIB y la tasa de rentabilidad obtenida por el capital, como se menciona en Piketty (2014). Por citar solo algunos, dichos determinantes son, según Pichelmann (2015), las instituciones educativas, la globalización, los cambios en la estructura de los mercados de capitales, y el funcionamiento del mercado de la vivienda.

En cuanto al tan discutido tema de la relevancia económica de la desigualdad, las evidencias disponibles sugieren que la distribución de la renta no es indiferente para el crecimiento. En concreto, Dabla-Norris et al. (2015) constatan que, para una muestra de 159 países desarrollados, emergentes y en desarrollo, el impacto derivado de aumentar la participación del factor trabajo en la renta generada por el país depende cualitativamente del quintil de población. Cuando la participación en la renta del 20% de la población más adinerado aumenta, el PIB disminuye a medio plazo. No obstante, un aumento de la participación del 20% de la población menos acomodado está asociado a un mayor crecimiento del PIB. Este hallazgo es acorde con los resultados empíricos para los países de la OCDE, donde se estima que el aumento de la desigualdad entre 1985 y 2005 redujo en casi 5 puntos porcentuales el crecimiento acumulado entre 1990 y 2010 (OCDE, 2015).

Los mecanismos a través de los que se materializa el impacto entre la desigualdad y un ritmo de crecimiento inferior difieren según el grupo de

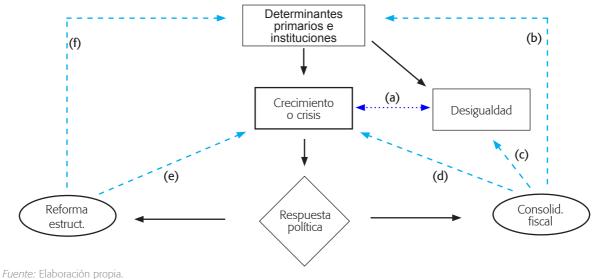
países de que se trate. En el bloque de países en desarrollo, la desigualdad es sintomática de privaciones materiales (alimentación, salud, educación, vivienda), lo que, a su vez, amenaza el desarrollo fundamental de las personas. En cambio, en las economías desarrolladas, las conexiones serán probablemente más indirectas: la elevada concentración de la renta limita las oportunidades de inversión disponibles para la sociedad en general (OCDE, 2015), podría dar lugar a las condiciones que suelen preceder a una crisis financiera al intensificar el apalancamiento y fomentar una excesiva concesión de créditos (Rajan, 2010), e incluso podría permitir que los grupos de presión influyan en favor de la desregulación financiera (Acemoglu, 2011). Por último, en casos extremos, la desigualdad (junto con otras lacras sociales, como la corrupción) podría desembocar en un deterioro de la confianza y la cohesión social, con una costosa factura debido a la conflictividad.

# Marco conceptual

Partiendo de una revisión de la literatura existente, el gráfico 1 muestra la relación probable entre reformas económicas y desigualdad.

Gráfico 1

Marco conceptual de relaciones entre respuestas de política económica y desigualdad



El comienzo del ciclo son los determinantes primarios o fundamentales del crecimiento económico: la cantidad y calidad de determinados tipos de capital (humano, físico, tecnológico), las instituciones y el entramado legal fundamental que crean las condiciones para un crecimiento sostenible (facilidad para hacer negocios, sistemas de salud y educación, etc.) e incluso otros inputs más intangibles, pero muy importantes, como la seguridad jurídica, la confianza y la cohesión social. Este bloque fundamental tiene dos clases de impactos en la desigualdad: uno directo, estrechamente relacionado con el capital humano del país; y el otro indirecto, principalmente a través del crecimiento económico que, de distribuirse adecuadamente, podría reducir la desigualdad.

En aquellos casos en los que se requiere reactivar el crecimiento, como en la fase posterior a una crisis, hay dos grandes tipos de intervenciones posibles: la consolidación fiscal (vía recortes del gasto y/o aumentos de los ingresos) y las reformas estructurales (es decir, vía regulación).

Este simple marco genera seis tipos de relaciones, identificadas de la (a) a la (f) en el gráfico 1, y que se analizan brevemente a continuación.

La relación entre crecimiento y distribución de la renta es un tema muy controvertido (véase lo ya comentado anteriormente) y está representada en el gráfico 1 por la Relación (a).

Las políticas de consolidación fiscal pueden tener tres efectos diferentes. Determinados recortes de gastos (o aumentos de ingresos) generan un impacto estructural en el funcionamiento correcto de los sistemas sanitario, educativo o judicial (por citar solo algunos). Estas políticas podrían incrementar la desigualdad a medio o largo plazo y poner en peligro el crecimiento –Relación (b)—. Incluso si los instrumentos de consolidación fiscal no tienen efectos estructurales sobre los determinantes fundamentales del crecimiento, acaban teniendo un impacto bien sobre la desigualdad –Relación (c)—bien sobre el crecimiento –Relación (d) –.

El impacto de las reformas estructurales en la desigualdad tiende a ser más indirecto a través de su impacto en el modelo de crecimiento. Algunas reformas, como las relativas a los mercados laboral y de productos (incluida la vivienda), el entorno de negocio y ciertas áreas de la Administración Pública, tienen un impacto directo en el crecimiento –Relación (e)—. Otras reformas pretenden abordar determinantes más estructurales de la actividad económica, como la escolarización y el sistema educativo, así como ciertos planes y ayudas en materia de bienestar, salud y familia –Relación (f)—.

Para ejemplos de estas relaciones, consúltese Barkbu *et al.* (2012) y Varga y Veld (2014), donde se aportan estimaciones del impacto de las reformas estructurales sobre el crecimiento en la UE. En cuanto a la consolidación fiscal, Cournède *et al.* (2013) presentan una taxonomía de los instrumentos de consolidación fiscal y evalúan su probable impacto sobre el crecimiento y la desigualdad, tanto a corto como a largo plazo, para los países de la OCDE (cuadro 1).

De la observación del cuadro 1 es posible extraer varias conclusiones. A corto plazo, la mayoría de los programas de consolidación fiscal son dañinos para el crecimiento y, en algunos casos, su efecto adverso perdura a medio y largo plazo. Es el caso, particularmente, de los recortes en educación e inversión pública, así como de los aumentos del impuesto sobre la renta (tanto de

A corto plazo, la mayoría de los programas de consolidación fiscal son dañinos para el crecimiento y, en algunos casos, su efecto adverso perdura a medio y largo plazo. La desigualdad también tiende a aumentar tras programas de consolidación fiscal.

las personas físicas como de sociedades) y de las cotizaciones a la Seguridad Social. A largo plazo, hay una serie de ajustes fiscales que podrían mejorar el crecimiento, pero cada instrumento fiscal requiere un análisis por separado. Por ejemplo, para que los efectos estimuladores del crecimiento

Cuadro 1

Resumen de los efectos de los instrumentos de consolidación fiscal sobre el crecimiento y la igualdad en los países de la OCDE

en los países de la OCDE				
	Crecii	miento	Igua	ldad
	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo
Recortes de gastos				
Educación			-	
Sanidad		-		-
Otro consumo de las AA.PP.		+	-	
Pensiones		++		
Pagos por enfermedad y discapacidad	-	+		-
Prestaciones por desempleo	-	+	-	
Gastos relacionados con la familia	-	-		
Suvenciones	-	++	+	+
Inversión pública				
Aumentos de ingresos				
Impuesto sobre la renta de las personas físicas	-		+	+
Cotizaciones a la Seguridad Social	-		-	-
Impuesto sobre sociedades	-		+	+
Tasas medioambientales	-	+	-	
Impuestos al consumo	-	-	-	
Impuestos recurrentes sobre los inmuebles	-			
Otros gravámenes sobre la propiedad	-		++	+
Ventas de bienes y servicios	-	+	-	-
Fuente: Cournède et al. (2013).				

Fuente: Cournède et al. (2013).

de un recorte de las prestaciones por desempleo se materialicen, no debe existir un déficit estructural de demanda y la reforma no debería ser ineficiente a la hora de casar vacantes y desempleados. De forma similar, los recortes en gastos de dependencia solo promoverán el crecimiento en la medida en que exista margen de mejora en el sistema nacional de protección de las personas dependientes (p. ej., reduciendo los resquicios que permiten a trabajadores relativamente capaces acceder a prestaciones por incapacidad). Los argumentos para reducir las subvenciones públicas son más evidentes, ya que ello contribuye a eliminar distorsiones. Con todo, en general, es importante recalcar que no existe una base teórica o empírica que determine cuál es el tamaño óptimo del sector público en la economía.

En cuanto a las repercusiones de las políticas de consolidación fiscal sobre la igualdad, los efectos más adversos corresponden a los recortes de gastos en servicios básicos, como sanidad, educación y gastos familiares. Por tanto, de acuerdo con el trabajo desarrollado por la OCDE, aplicar estos tipos de políticas no representa un compromiso o trade-off entre crecimiento e igualdad, pues produce un empeoramiento en ambas dimensiones. En cambio, dicho compromiso sí está presente al considerar subidas de los impuestos a las personas físicas y a las sociedades, ya que ello tiene un notable impacto positivo en la igualdad pero negativo en el crecimiento. Esto es consistente con lo observado por Darvas y Tschekassin (2015), que llegan a la conclusión de que la desigualdad tiende a aumentar tras programas de consolidación fiscal.

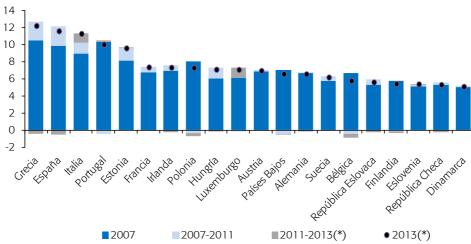
# La situación de España en el contexto de la UE

## La situación anterior a la crisis y a las reformas

El gráfico 2 representa la ratio 90/10, es decir, la relación entre el ingreso medio del 10% de la los ingresos de los hogares, ha contribuido de forma significativa a este aumento de la desigualdad. El gráfico 3 descompone el aumento del coeficiente de Gini de los ingresos salariales entre 2007 y 2011 en dos categorías: el aumento de la desigualdad debido a la pérdida del empleo (efecto empleo) y el debido a la reducción salarial (efecto salarios).

Gráfico 2

Ratio 90/10 de ingresos por quintiles de población: ratio entre el ingreso medio del 10% de la población que más gana y el ingreso medio del 10% de la población que menos gana



Nota: (\*)2013 representa el último año disponible. Los últimos datos disponibles para Hungría se refieren a 2014; en el caso de Finlandia y de Países Bajos, a 2013, y en el resto de países, a 2012. Los datos mostrados para 2011 se refieren a 2012 en el caso de Hungría. Los datos mostrados para 2007 se refieren a 2008 en los casos de Francia, Alemania, España y Suecia.

Fuente: OCDE (2015).

población con mayor nivel de renta y el ingreso medio del 10% de la población más pobre, para el conjunto de países de la UE para el que la OCDE publica datos. La ratio 90/10 se considera uno de los indicadores básicos de la desigualdad y la polarización.

Atendiendo a este parámetro, el gráfico 2 muestra que España era el segundo país con mayor desigualdad en 2007, solo superado por Grecia, y que es el país en el que la polarización en la distribución de la renta se agravó más durante el periodo de 2007 a 2011. Desde 2011, en España y en la mayoría de los países, se ha producido una ligera corrección de dicha polarización.

En España, el funcionamiento del mercado laboral, que es uno de los principales determinantes de

En línea con el resultado anterior, España es el país en el que la desigualdad en la distribución de los ingresos salariales se incrementó en mayor medida entre 2007 y 2011, algo que en su mayoría tuvo que ver con el fuerte repunte del desempleo tras la crisis de 2008.

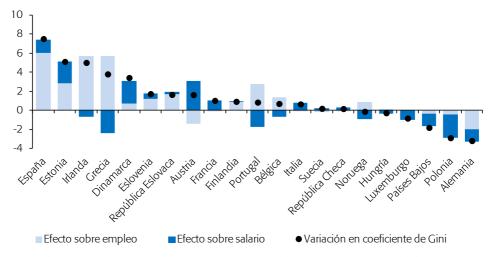
# La situación posterior a la crisis y a las reformas

### Consolidación fiscal

Como se ha mencionado anteriormente, se suele considerar que la reducción del gasto público en educación y sanidad perjudica tanto el crecimiento económico como la igualdad, tanto a corto, como a medio o largo plazo. Es pues impor-

Gráfico 3

Descomposición de la variación del coeficiente de Gini de los ingresos salariales: variación en puntos porcentuales del coeficiente de Gini, 2007-2011, individuos en edad de trabajar (\*)



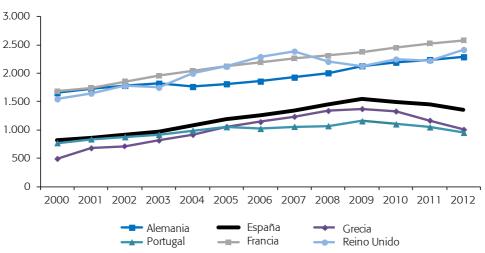
Nota: (\*) Coeficiente de Gini calculado a partir de los ingresos salariales de toda la población en edad de trabajar, asignando ingresos iguales a cero a los desempleados. Los residuos han sido excluidos.

Fuente: OCDE (2015).

tante hacer un seguimiento de lo ocurrido con este tipo de gasto como consecuencia de la consolidación fiscal que varios países de la UE llevan aplicando desde 2010.

Los gráficos 4 y 5 representan el gasto público total general per cápita, a precios corrientes, destinado a sanidad y educación, respectivamente, entre 2000 y 2012 en las tres economías más

Gráfico 4 **Gasto público per cápita en sanidad de determinados países de la UE**(en euros corrientes)

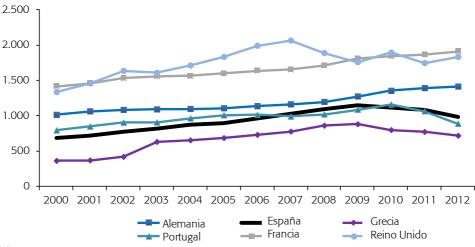


Fuente: Eurostat.

Gráfico 5

Gasto público per cápita en educación de determinados países de la UE

(en euros corrientes)



Fuente: Eurostat.

grandes de la UE (Alemania, Reino Unido y Francia) y en los tres países de la UE que se han embarcado en los programas de consolidación fiscal más ambiciosos (Grecia, Portugal y España).

Aunque los países del segundo grupo han gastado sistemáticamente menos que los del primero, sobre todo en sanidad, en los seis países el gasto público en ambas áreas registró un incremento constante entre 2000 y 2009. No obstante, desde 2009 las trayectorias de los dos grupos de países divergen.

Los tres mayores países de la UE han seguido expandiendo el gasto en dichas áreas, mientras que los tres países sometidos a presiones de consolidación fiscal lo han reducido. Esto ha tenido como consecuencia que los gobiernos de Grecia y Portugal destinen casi la mitad en términos per cápita a inversión en sanidad y educación que los gobiernos de Francia y el Reino Unido en 2012, mientras España se sitúa a medio camino entre ambos, pero muestra convergencia hacia el grupo que menos invierte.

Centrándonos en el periodo posterior a la crisis, y acorde con las observaciones de Darvas y Tschekassin (2015), el cuadro 2 muestra la variación del gasto público en sanidad y educación,

entre 2009 y 2012, en cada uno de los países de la UE-27, así como para el conjunto de la UE-27 y la UE-15. Las variaciones del gasto se muestran a precios corrientes y ajustadas por población. El cuadro 2 también incluye la tasa acumulada de inflación en el periodo 2009-2012.

Entre 2009 y 2012 el gasto público en educación y sanidad disminuyó en tan solo 5 de los países de la UE-15: Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia. En España, la reducción fue más acusada en educación (-14,1% en términos ajustados por población y -13% en precios corrientes) que en sanidad (-12,3% y -11,2%, respectivamente). Para poner estas variaciones en contexto, es útil tomar como referencia los cambios experimentados en dos indicadores. En primer lugar, en el bloque UE-15, se observa un aumento del 5,5%

En cuanto a los recortes del gasto en sanidad y educación, se observa una marcada divergencia entre España y el grupo de países de la UE-15 y la UE-27.

en sanidad y del 3% en educación (en términos ajustados por población). Por tanto, hay una

Cuadro 2 Variación del gasto público en sanidad y educación, 2009-2012, a precios corrientes y ajustado por población. Promemoria: variación de precios (IAPC) 2009-2012 (porcentaje)

	San	idad	Educ	ación	Variación
	Precios corrientes	Ajust. por población	Precios corrientes	Ajust. por población	de precios memo.
UE-27*	6,6	5,6	4,2	3,5	8,0
UE-15	6,7	5,5	4,1	3,0	7,0
Bélgica	14,1	10,6	11,9	8,4	8,5
Bulgaria	24,5	26,9	-7,3	-5,5	9,1
República Checa	9,2	8,3	8,0	7,2	7,0
Dinamarca	8,0	6,6	8,4	7,1	7,5
Alemania	7,3	7,5	10,8	11,0	5,9
Estonia	15,1	16,0	12,2	13,1	12,5
Irlanda	-13,4	-14,5	-2,5	-3,8	1,5
Grecia	-27,3	-26,6	-19,3	-18,5	9,1
España	-11,2	-12,3	-13,0	-14,1	7,7
Francia	10,1	8,6	7,3	5,8	6,4
Italia	-0,1	-0,7	-7,8	-8,4	8,0
Chipre	4,6	-3,3	-2,9	-10,3	9,4
Letonia	-1,5	4,2	-2,9	2,7	5,3
Lituania	9,2	15,8	1,4	7,4	8,7
Luxemburgo	13,7	6,9	23,4	16,1	9,7
Hungría	10,0	11,1	-4,4	-3,5	15,0
Malta	26,1	24,1	26,0	24,0	8,0
Países Bajos	12,7	11,0	3,0	1,5	6,4
Austria	7,2	6,2	7,8	6,8	8,0
Polonia	10,6	10,8	20,1	20,3	10,6
Portugal	-17,8	-17,6	-18,4	-18,3	7,9
Rumanía	-9,7	-8,2	-18,0	-16,5	16,0
Eslovenia	-1,7	-2,8	-2,1	-3,2	7,2
Eslovaquia	-10,4	-10,8	0,3	-0,1	8,7
Finlandia	14,9	13,4	7,7	6,2	8,4
Suecia	34,2	31,0	31,5	28,4	4,3
Reino Unido	16,2	13,5	6,6	4,2	11,0

Nota: (\*) UE-27 es UE-28 excluyendo Croacia al no existir datos para este país. UE-15 incluye a Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, España, Reino Unido, Austria, Finlandia y Suecia.

Fuente: Eurostat.

marcada divergencia entre España y el grupo de países de la UE-15 y la UE-27. En segundo lugar, la tasa acumulada de inflación en España entre 2009 y 2012 fue del 7,7%, por lo que la variación a precios corrientes subestima la reducción registrada en términos reales por el gasto público en sanidad y educación.

#### Reformas estructurales

Como es sabido, debe pasar algún tiempo para que las reformas estructurales den los resultados que se esperan de ellas. Una de las reformas estructurales más relevantes acometidas en España ha sido la reforma laboral de 2012 (véase García Pérez y Jansen 2015 para un análisis general de la reforma y Fernández Kranz 2015 para una evaluación específica del impacto de la reforma sobre los salarios).

La evidencia preliminar apunta a un efecto redistributivo adverso de la reforma laboral.

La valoración inicial realizada por Fernández Kranz (2015) sugiere que el grupo de trabajadores conocido como movers, es decir, aquellos que cambiaron de empleo y podrían haber pasado algún tiempo en el desempleo, fueron los que más sufrieron las consecuencias del ajuste. En concreto, por término medio, entre 2008 y 2013 los salarios descendieron un 17% entre los movers y un 1,6% entre los stayers (es decir, los trabajadores que permanecieron estables en la misma empresa durante todo el periodo analizado). Estas cifras reflejan variaciones medias en toda la distribución salarial, pero la variación interquintil muestra que los salarios en el quintil inferior de movers, o sea, el 20% de *movers* que perciben los salarios más bajos, han disminuido más de un 20% entre 2008 y 2013. Si bien esta evidencia es preliminar y limitada, apunta a un efecto redistributivo adverso de la reforma laboral.

# **Conclusiones**

La grave crisis económica que azotó España y una serie de países de la UE en 2008 obligó a tomar medidas contundentes, tanto en materia de disciplina fiscal como de reformas estructurales que estimularan el crecimiento. Una vez que el escenario más sombrío parece esquivado, es el momento de evaluar los "efectos colaterales" redistributivos producidos por las medidas adoptadas desde 2010, año en que el programa de reformas cobró impulso. Es un hecho generalmente aceptado que en las sociedades occidentales la desigualdad se ha acentuado desde la década de los 70, por lo que conviene preguntarse si la crisis y la reacción a la misma adoptada en el ámbito de las políticas ha contribuido a agudizar o a suavizar esta tendencia secular.

En lo que se refiere a los programas de consolidación fiscal, es evidente que la respuesta en España, así como algunos otros países de la UE, ha tenido efectos regresivos. Existe sólida evidencia de que el gasto público en sanidad y educación contribuye a alcanzar los objetivos tanto de crecimiento como de equidad. Ahora bien, la tendencia a largo plazo observada en muchos gobiernos "periféricos" de la UE de incrementar la dotación de recursos a estas dos áreas se frenó en seco después de 2009. En 2012, el último año para el que hay datos disponibles, el gasto per cápita en sanidad y educación en Grecia y Portugal fue la mitad del de Francia y el Reino Unido, mientras España se situó en un punto intermedio pero convergiendo hacia la banda más baja. Esto está en consonancia con algunas de las evidencias empíricas del mal comportamiento reciente de España en varios indicadores sobre igualdad.

Por lo que respecta al impacto redistributivo de las reformas estructurales, la evidencia es mucho más limitada debido al poco tiempo transcurrido desde la adopción de las mismas. Por este motivo, en el caso de España, nos centramos en medir el impacto de la reforma laboral. Pero incluso aquí, la información disponible es escasa. Tal y como sugiere un reciente trabajo de Fernández Kranz (2015), la reforma ha hecho recaer la mayor parte de la carga del ajuste en el grupo de trabajadores

con menores salarios y que cambiaron de empleo *(movers)*. Si bien se trata solo de una exploración inicial y parcial del fenómeno y se requiere seguir profundizando su estudio, las señales sobre el impacto redistributivo de la reforma laboral en España no son alentadoras.

#### Referencias

- ACEMOGLU, D. (2011), "Thoughts on Inequality and the Financial Crisis", Presentation at the American Economic Association Annual Meeting, 7de enero.
- ATKINSON, A.B. (2015), *Inequality. What Can Be Done?*, Harvard University Press.
- BARKBU, B.; RAHMAN, J., y R. VALDÉS (2012), "Fostering Growth in Europe Now", IMF Staff Discussion Note, SDN/12/07.
- CINGANO, F. (2014), "Trends in Income Inequality and Its Impact on Economic Growth", OECD Social, Employment and Migration *Working Papers* No. 163.
- COURNEDE, B.; GOUJARD, A., y Á. PINA (2013), "How to Achieve Growth- and Equity-friendly Fiscal Consolidation? A Proposed Methodology for Instrument Choice with an Illustrative Application to OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 1088.
- Dabla-Norris, E.; Kochlar, K.; Suphaphiphat, N.; Ricka, E., y E. Tsounta, "Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective", IMF *Staff Discussion Note*, SDN/15/13.

- Darvas, Z., y O. Tschekassin (2015), "Poor under pressure: The Social Impact of Europe's Fiscal Consolidation", Bruegel Policy Contribution, 2015/04.
- Fernández Kranz, D. (2015), "Ingresos salariales en España durante la crisis económica: ¿ha sido efectiva la reforma de 2012?", Cuadernos de Informacion Económica, 246: 35-46.
- García Pérez, J.I., y M. Jansen (2015), "Un balance de los efectos de la reforma laboral de 2012", *Cuadernos de Informacion Económica*, 246: 1-11.
- OCDE (2015), In It Together. Why Less Inequality Benefits All.
- Pichelmann, K. (2015), When 'Secular Stagnation' meets Piketty's capitalism in the 21st century. Growth and inequality trends in Europe reconsidered, *Economic Papers* 551.
- PIKETTY, T. (2014), Capital in the Twenty-First Century, Harvard University Press.
- RAJAN, S. (2010), Fault Lines, Princeton University Press.
- ROGNLIE, M. (2015), "Deciphering the fall and rise in the net capital share", *Brookings Papers in Economic Activity*, Conference Draft.
- Varga, J., y J.I. Veld (2014), "The potential growth impact of structural reforms in the EU. A benchmarking exercise", *Economic Papers* 541.

# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

# INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

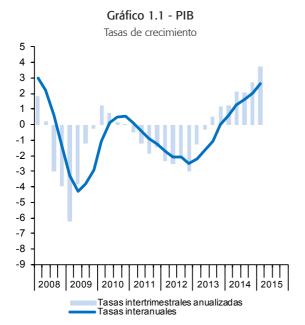
# Contabilidad Nacional: PIB y principales agregados por el lado de la demanda\* (SEC 2010, Base 2010) Previsiones en azul

				lico Otras Bienes de			jo					
		Consumo	Consumo	lico Otras Otras						Demanda	Saldo	
	PIB	privado	público	Total	Total	Vivienda	Otras construcciones	Bienes de equipo y otros productos	Exportaciones	Importaciones	Nacional (a)	exterio (a)
				Volum	en enca	adenado, 1	tasas de crecim	iento interanu	ales			
2008	1,1	-0,7	5,9	-3,9	-6,1	-9,7	-1,7	0,7	-0,8	-5,6	-0,4	1,6
2009	-3,6	-3,6	4,1	-16,9	-16,5	-20,6	-11,8	-17,7	-11,0	-18,3	-6,4	2,8
2010	0,0	0,3	1,5	-4,9	-10,1	-11,6	-8,5	5,4	9,4	6,9	-0,5	0,5
2011	-0,6	-2,0	-0,3	-6,3	-10,6	-12,8	-8,6	0,7	7,4	-0,8	-2,7	2,1
2012	-2,1	-2,9	-3,7	-8,1	-9,3	-9,0	-9,6	-6,4	1,2	-6,3	-4,3	2,2
2013	-1,2	-2,3	-2,9	-3,8	-9,2	-7,6	-10,5	3,4	4,3	-0,5	-2,7	1,4
2014	1,4	2,4	0,1	3,4	-1,5	-1,8	-1,3	9,1	4,2	7,6	2,2	-0.8
2015	3,3	3,8	1,0	6,0	4,9	2,7	6,6	7,0	4,6	6,0	3,6	-0,3
2016	3,0	3,5	0,8	5,7	4,4	5,5	3,6	7,0	5,5	6,6	3,2	-0,2
2014 I	0,6	1,3	0,3	0,8	-7,4	-6,6	-8,0	11,2	6,4	9,4	1,2	-0,6
2014 1												
	1,2	2,3	0,3	3,9	-0,7	-2,0	0,3	9,3	1,0	4,9	2,3	-1,1
	1,6	2,7	0,3	3,9	0,1	-0,2	0,3	8,0	4,5	8,6	2,6	-1,0
IV	2,0	3,3	-0,5	5,1	2,4	2,1	2,6	8,0	4,7	7,7	2,7	-0,7
2015 I	2,7	3,4	0,1	6,0	4,9	2,3	6,8	7, 1	5,7	7,4	3,0	-0,3
Ш	3,2	3,8	1,2	5,8	4,9	2,6	6,5	6,8	4,2	5,2	3,4	-0,2
Ш	3,6	4,0	0,7	6,0	5,2	2,5	7,1	6,9	3,8	4,5	3,7	-0,1
IV	3,7	4,0	2,1	6,0	4,8	3,4	5,8	7,2	4,9	6,8	4,1	-0,5
2016 I	3,4	4,2	0,8	6,1	4,2	4,6	3,9	7,9	4,4	6,8	4,0	-0,6
II	3,0	3,6	0,2	5,5	4,1	5,3	3,1	7,0	6,0	7,3	3,3	-0,3
III	2,8	3,3	1,1	5,6	4,5	5,9	3,5	6,6	5,6	6,1	2,8	0,0
IV	2,6	3,0	1,0	5,6	4,8	6,2	3,7	6,5	5,8	6,2	2,6	0,0
			Volume	en enca	denado	, tasas de	crecimiento in	tertrimestrales	anualizadas			
2014 I	1,2	2,4	4,0	1,8	-3,5	0,1	-6,2	7,6	0,4	4,3	2,3	-1,1
II	2,1	4,0	-1,5	8,4	5,3	1,9	7,9	11,8	2,9	8,7	3,7	-1,5
III	2,1	3,2	-0,5	4,7	2,2	4,7	0,3	7,3	16,7	21,5	2,9	-0,8
IV	2,7	3,8	-3,9	5,7	5,8	1,7	9,1	5,6	-0,2	-2,3	2,0	0,7
2015 I	3,8	2,7	6,5	5,1	6,2	0,9	10,3	4,0	4,2	3,2	3,3	0,4
П	4,3	5,4	3,2	7,8	5,3	3,2	6,8	10,3	-2,9	0,1	5,9	-1,6
Ш	3,5	4,2	-2,5	5,5	3,3	4,3	2,6	7,8	15,0	18,0	3,7	-0,2
IV	3,1	3,8	1,5	5,6	4,4	5,4	3,6	7,0	3,9	6,6	4,0	-1,0
2016 I	2,8	3,4	1,0	5,3	4,0	5,7	2,8	6,6	2,6	3,2	3,7	-0,9
2010 I	2,7	3,1	1,0	5,5	4,6	6,0	3,5	6,5	2,9	2,0	3,2	-0,5
111	2,7	2,9	1,0	5,7	5,0	6,4	4,0			13,0		
IV								6,4	13,6		3,0	-0,4
IV	2,4 Precios	2,8	1,0	5,9	5,5	6,7	4,6	6,4	4,6	7,1	3,2	-0,8
•	corrientes (mm. euros)					Porce	entaje del PIB a	precios corrie	ntes			
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
2012	1.033,2	58,2	19,5	18,5	9,9	4,3	5,6	8,7	31,6	28,1	96,6	2,1
2013		59,0	,	,			,			29,6	,	
	1.058,5		19,2	18,9	9,6	4,1	5,4	9,3	32,0		97,6	2,4
2015	1.100,7	58,7	18,7	19,4	9,7	4,1	5,6	9,7	32,6	30,1	97,5	2,5
2016	1.143,2	59,4	18,2	20,0	9,8	4,2	5,7	10,1	33,4	31,8	98,4	1,6

<sup>\*</sup> Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

<sup>(</sup>a) Contribución al crecimiento del PIB.



Puntos porcentuales 5 4 3 2 1 0 -1 -2 -3 -4 -5 -6 -7 -8 -9 2012 2013 2014 2015

Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB

Gráfico 1.3 - Consumo final

Tasas de crecimiento interanuales

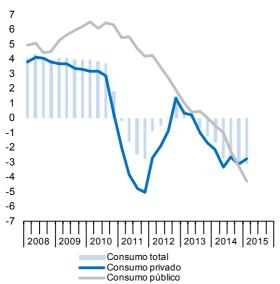


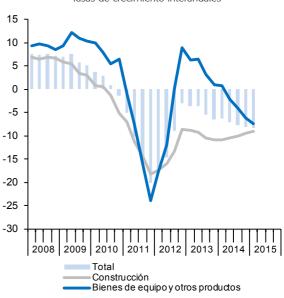
Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo

Demanda nacional

2008 2009 2010 2011

Saldo exterior

Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

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

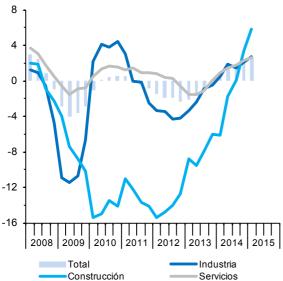
Previsiones en azul

						Valor añadido	bruto a precios b	ásicos					
									Servicios				
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones			Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios	
				Volu	men er	ncadenado, ta	asas de crecir	niento in	teranuales	;			
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	3,2	-1,9	3,2	6,1	3,2	5,3	2,5	-0,9	2,6	5,3	1,2	2,8	3,8
2016	2,9	2,4	2,9	4,9	2,8	3,4	2,9	2,3	3,7	3,4	1,0	2,9	3,6
2014		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		1,6	1,9	-1,7	1,4	2,6	0,8	-5,3	1,9	2,0	0,6	2,4	0,5
		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		-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		-2,6	2,7	5,8	2,6	4,3	2,4	-4,5	2,0	5,8	1,2	2,7	2,4
II		-1,7	2,7	6,5	3,2	5,6	2,6	-1,3	2,2	5,8	0,9	3,3	3,1
111		-3,9	3,3	7,0	3,5	5,8	2,4	0,6	2,8	5,7	1,2	2,8	4,7
IV	3,6	0,7	4,0	5,1	3,4	5,3	2,4	1,9	3,3	4,2	1,6	2,4	4,9
2016	3,3	1,2	2,8	4,7	3,4	5,2	2,7	2,7	3,9	3,3	1,4	2,6	4,3
H	3,0	3,1	2,8	4,6	2,9	3,8	3,2	2,5	3,8	3,5	0,9	2,8	3,6
Ш	2,7	2,6	3,0	5,0	2,5	2,7	2,9	2,2	3,6	3,3	0,9	3,1	3,4
IV	2,6	2,8	3,1	5,3	2,2	2,0	2,7	2,0	3,5	3,4	1,0	3,0	3,2
					adena	do, tasas de o	recimiento ir	ntertrimes		ıalizadas			
2014		-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		-7,7	3,0	2,8	2,0	3,0	-0,5	-9,7	2,8	0,9	4,1	-0,3	3,9
		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	,	-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		1,7	7,4	5,8	2,5	4,0	0,6	-1,0	1,2	5,1	1,8	2,4	6,1
II	'	-4,0	3,0	5,8	4,4	8,3	0,1	2,8	4,0	1,0	3,0	2,0	7,0
III IV		5,1	2,7	3,8	3,7	5,4	4,4	2,9	4,2	6,0	0,8	2,1	3,0
	- /	0,4	2,8	4,9	3,1	3,7	4,6	3,0	4,0	4,6	0,7	3,3	3,4
2016		3,6	2,9	4,5	2,4	3,4	1,6	2,0	3,5	1,5	1,0	3,0	4,0
		3,2	3,0	5,1	2,3	2,7	2,2	2,0	3,5	1,8	1,0	3,0	4,0
III		3,4	3,2	5,5	2,2	1,2	3,4	2,0	3,5	5,5	1,0	3,0	2,4
IV	2,4	1,0	3,3	6,0	2,0	0,6	3,6	2,0	3,5	5,0	1,0	3,0	2,4
	Precios												
	corrientes (mm. euros)					Porcent	taje del VAB a	precios	corrientes				
2000	(		170	11.0	60.5	21.0	4.7	E 4	0.0	77	100	7.0	0.0
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 2012	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 8,9
2012	969,3 958,5	2,4 2,8	17,2 17,6	6,3 5.7	74,0	23,8 23,8	4,4	4,2 3,7	11,6	7,4 7.4	18,4 18.6	4,2 4,3	9,5
2013	958,5	2,8	17,6 17,5	5,7 5,6	73,9 74,4	23,8	4,1 4,0	3,7	11,9 12,2	7,4 7,4	18,6 18,6	4,3	9,5
2014	1.003,5	2,3	17,5	5,6	74,4	24,1	3,8	3,9	12,2	7,4	18,2	4,3	9,7
2015	1.003,3	2,4	17,5	5,7 5,8	74,4	24,5	3,8	3,9	12,1	7,6 7,6	17,8	4,3	10,0
2010	1.035,1	2,5	17,0	5,0	/ <del>-1</del> , <u>-</u>	24,0	5,0	5,5	12,2	7,0	17,0	4,5	10,0

<sup>\*</sup> Datos corregidos de estacionalidad y calendario. *Fuentes:* INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

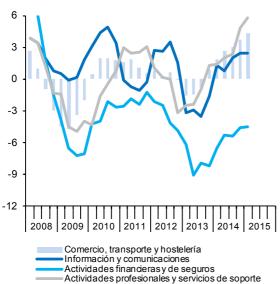
### Gráfico 2.1 - VAB por sector





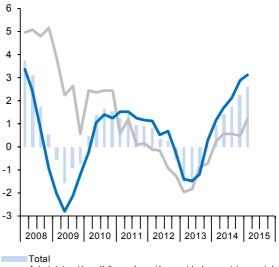
#### Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales



#### Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

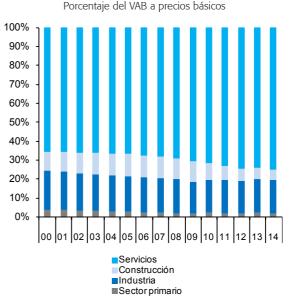


Administración pública, educación, sanidad y servicios sociales

Resto de servicios

Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

D : LIVAD : L(:



Cuadro 3

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

Previsiones en azul

				Total eco	nomía			Manufacturas					
		PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Producti- vidad del trabajo	Remune- ración por asalariado	Costes labo- rales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Producti- vidad del trabajo	Remune- ración por asalariado	Costes labo- rales unitarios nominales	Costes labo- rales unitarios reales (a)
		1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
				Íne	dices, 2000	= 100, corre	gidos de	estacionalida	d y calendar	io			
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		125,3	107,0	117,2	149,1	127,3	93,7	99,7				-	
2016		129,1	109,7	117,7	150,4	127,8	93,2	102,9				-	
2013	П	119,5	102,6	116,5	148,6	127,6	94,0	94,1	68,6	137,2	162,7	118,6	92,6
	Ш	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	- 1	120,4	102,8	117,1	148,5	126,8	94,0	95,7	67,8	141,1	165,1	116,9	93,0
	П	121,0	103,6	116,8	148,5	127,2	94,2	96,3	68,4	140,9	165,1	117,2	92,9
	Ш	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
2015	- 1	123,6	105,7	116,9	149,8	128,1	94,5	98,3	70,2	140,2	167,5	119,5	95,3
						Tasas de cr	ecimiento	interanuales					
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		3,3	3,0	0,3	0,5	0,2	-0,5	3,4	-			-	-
2016		3,0	2,5	0,5	0,9	0,4	-0,5	3,3	-			-	-
2013	II	,	-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	- 1	, -	-0,4	1,1	-0,1	-1,1	-0,5	1,5	-2,8	4,5	2,1	-2,3	-0,3
	11	,	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
20:5	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
2015	I	2,7	2,8	-0,1	0,9	1,0	0,5	2,8	3,5	-0,7	1,5	2,2	2,6

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

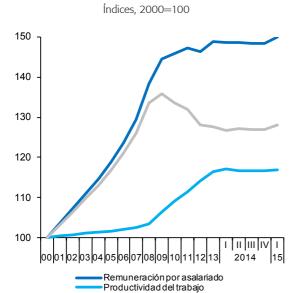


Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

**CLU** nominales

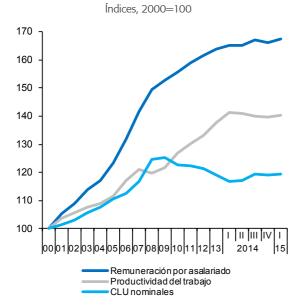
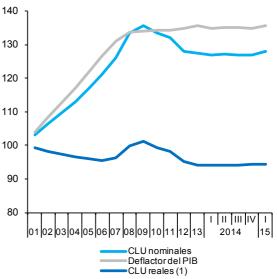


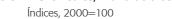
Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

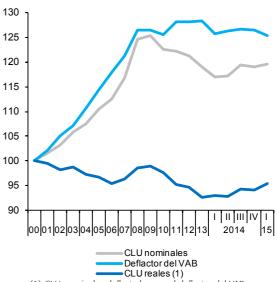




(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas





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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

		PIB	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la produc- ción y las importacio- nes	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo trans- ferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	asalariados		Impuestos netos sobre la producción y las importa- ciones
		1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
				N	IM euros, su	ıma móvi	l 4 trimes	stres				Por	centaje de	l 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	-6,2	1.052,2	-12,5	1.039,8	827,3	212,5	46,9	43,3	9,8
2015		1.100,7	516,2	476,7	107,9	-9,7	1.091,0	-12,7	1.078,4	852,1	226,2	46,9	43,3	9,8
2016		1.143,2	534,2	494,0	114,9	-6,4	1.136,8	-12,8	1.124,0	886,3	237,7	46,7	43,2	10,1
2013	Ш	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
	Ш	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	- 1	1.049,4	489,6	458,3	101,4	-5,8	1.043,6	-13,6	1.030,0	816,0	214,0	46,7	43,7	9,7
	Ш	1.050,6	491,6	457,6	101,4	-7,9	1.042,7	-13,2	1.029,5	819,9	209,5	46,8	43,6	9,7
	Ш	1.054,3	493,9	458,1	102,3	-8,4	1.045,9	-12,1	1.033,8	824,2	209,5	46,8	43,5	9,7
	IV	1.058,5	496,9	458,1	103,5	-6,2	1.052,2	-12,5	1.039,8	827,3	212,5	46,9	43,3	9,8
2015	I	1.067,6	501,7	462,3	103,5	-5,2	1.062,4	-12,7	1.049,7	831,6	218,2	47,0	43,3	9,7
				,	asas de cre	cimiento i	interanua	iles						porcentua
													bre el año	
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	-14,0	1,0	-4,8	1,1	1,6	-0,8	0,2	-0,4	0,2
2015		4,0	3,9	4,1	4,2	55,4	3,7	1,5	3,7	3,0	6,4	0,0	0,0	0,0
2016		3,9	3,5	3,6	6,6	-33,9	4,2	1,5	4,2	4,0	5,1	-0,2	-0,1	0,3
2013	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
	Ш	-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	-25,5	0,1	19,0	-0,1	-0,2	0,2	-0,6	0,0	0,5
	II	0,2	0,2	-0,3	2,9	33,3	0,0	6,6	-0,1	1,0	-4,1	0,0	-0,2	0,3
	Ш	0,6	1,2	-0,4	3,1	31,5	0,4	-7,2	0,5	1,7	-3,6	0,2	-0,5	0,2
	IV	0,9	1,3	-O, 1	3,2	-14,0	1,0	-4,8	1,1	1,6	-0,8	0,2	-0,4	0,2
2015	1	1,7	2,5	0,9	2,1	-9,9	1,8	-6,8	1,9	1,9	1,9	0,3	-0,4	0,0

<sup>(1)</sup> 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

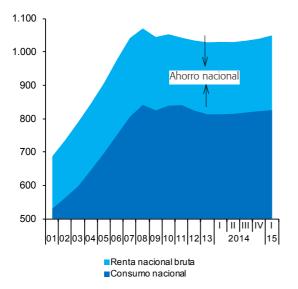


Gráfico 4.2.- Renta Nacional, consumo y tasa de ahorro Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

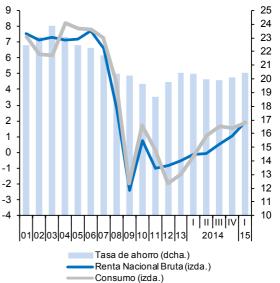


Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional

Variación interanual en % 30 25 20 15 10 5 0 -5 -10 -15 -20 -25 | | | | | | | | | | | | | | | | Remuneración de asalariados Excedente Bruto de Explotación

Impuestos netos sobre la producción y las importaciones

Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres 51 50 13 49 12 48 11 47 10 46 9 45 8 44 7 43 6 42 5 41 4 40 3 1 | 11 | 111 | 17 02|03|04|05|06|07 08|09 2014 Remuneración de asalariados Excedente Bruto de Explotación Impuestos netos sobre la producción y las importaciones

Cuadro 5

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

Previsiones en azul

									- (		Aho	rro-inversión	-déficit
		Total	Bienes		Servicios no turísticos	Rentas	Transfe- rencias corrientes	Cuenta corriente	Transfe- rencias de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ahorro nacio- nal bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
		1=2+3+4	2	3	4	5	6	7=1+5+6	8	9=7+8	10	11	12=7=10-11
						MM eur	os, suma n	nóvil 4 trin	nestres				
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	-6,2	-12,5	6,5	4,5	10,9	212,5	206,0	6,5
2015		28,4	-19,1	29,0	18,5	-9,7	-12,7	6,1	4,9	11,0	226,2	220,2	6,1
2016		20,8	-29,8	29,9	20,7	-6,4	-12,8	1,6	5,0	6,6	237,7	236,2	1,6
2013	Ш	30,7	-14,8	27,7	17,8	-5,9	-12,4	12,4	7,1	19,5	218,5	206,2	12,4
	Ш	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	1	33,8	-14,7	28,6	19,9	-5,8	-13,6	14,4	7,1	21,5	214,0	199,6	14,4
	П	29,2	-18,8	28,8	19,2	-7,9	-13,2	8,0	6,4	14,4	209,5	201,5	8,0
	Ш	26,7	-20,6	28,7	18,6	-8,4	-12,1	6,1	5,8	11,9	209,5	203,4	6,1
	IV	25,2	-21,4	28,8	17,8	-6,2	-12,5	6,5	4,5	10,9	212,5	206,0	6,5
2015	1	26,8	-20,5	28,5	18,7	-5,2	-12,7	8,9	3,7	12,6	218,2	209,2	8,9
					Po	rcentaje d	lel PIB, sur	na móvil 4	trimestre	s			
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	-0,6	-1,2	0,6	0,4	1,0	20,1	19,5	0,6
2015		2,6	-1,7	2,6	1,7	-0,9	-1,1	0,6	0,4	1,0	20,6	20,0	0,6
2016		1,8	-2,6	2,6	1,8	-0,6	-1,1	0,1	0,4	0,6	20,8	20,7	0,1
2013	П	2,9	-1,4	2,6	1,7	-0,6	-1,2	1,2	0,7	1,9	20,8	19,7	1,2
	Ш	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	-1	3,2	-1,4	2,7	1,9	-0,6	-1,3	1,4	0,7	2,0	20,4	19,0	1,4
	П	2,8	-1,8	2,7	1,8	-0,8	-1,3	0,8	0,6	1,4	19,9	19,2	0,8
	Ш	2,5	-2,0	2,7	1,8	-0,8	-1,2	0,6	0,5	1,1	19,9	19,3	0,6
	IV	2,4	-2,0	2,7	1,7	-0,6	-1,2	0,6	0,4	1,0	20,1	19,5	0,6
2015	1	2,5	-1,9	2,7	1,8	-0,5	-1,2	0,8	0,3	1,2	20,4	19,6	0,8

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

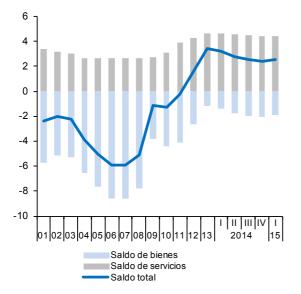


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

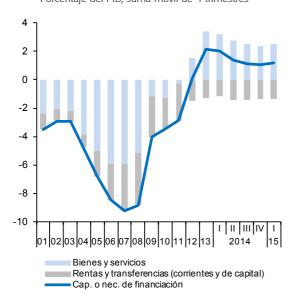


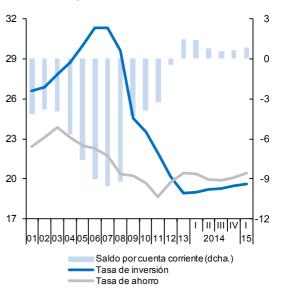
Gráfico 5.2.- Balanza de servicios

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 dispon	ible bruta (RDB)									
	Total	Remunera- ciones de los asalariados (recibidas)		Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio	Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transfe- rencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financia- ción en % del PIB
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
					MM euros, s	uma móvi	4 trimes	tres					
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	693,1	498,9	232,2	242,2	196,6	83,6	624,6	67,5	9,7	0,4	34,1	33,8	3,2
2015	719,1	518,3	246,2	242,9	204,9	83,4	646,7	71,3	9,9	0,3	35,9	35,7	3,2
2016	748,0	536,5	261,3	245,4	210,9	84,3	678,7	68,3	9,1	0,3	37,9	30,6	2,7
2013 I	l 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
II	1 682,2	490,1	226,0	249,7	201,0	82,5	609,7	70,8	10,4	1,4	37,5	34,7	3,3
I\	/ 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	l 681,3	491,8	226,4	247,1	200,4	83,7	611,9	67,8	10,0	0,2	33,5	34,6	3,3
I	1 682,3	493,8	225,5	245,9	199,0	83,8	616,3	64,6	9,5	0,0	33,5	31,2	3,0
II	l 686,8	496,1	229,4	243,4	198,0	84,1	620,3	65,2	9,5	-0,1	34,2	30,8	2,9
I\	/ 693,1	498,9	232,2	242,2	196,6	83,6	624,6	67,5	9,7	0,4	34,1	33,8	3,2
2015	l 698,1	503,8	232,7	242,5	196,7	84,2	627,4	69,1	9,9	-0,1	34,5	34,5	3,2

	Ta	sas de crecir	miento inte	ranuales, sur	na móvil 4 t	rimestres			Diferencia sobre año anterior		ns de crecim uales, suma trimestres	móvil 4	Diferencia sobre año anterior
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	1,4	1,4	2,7	-2,9	-2,3	0,6	2,3	-5,1	-0,7	-19,1	2,1		-0,4
2015	3,7	3,9	6,0	0,3	4,2	-0,2	3,5	5,7	0,2	-15,0	5,5		0,0
2016	4,0	3,5	6,1	1,0	2,9	1,1	4,9	-4,3	-0,8	-11,0	5,6		-0,6
2013 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	1,5	-0,8	-1,6	1,2	-0,2	-0,7	0,0	-89,7	-20,2		0,6
II	-0,3	0,3	0,1	-1,7	-1,5	2,8	1,2	-11,4	-1,2	-98,7	-17,7		-0,3
III	0,7	1,2	1,5	-2,6	-1,5	1,9	1,7	-7,9	-0,9	-109,0	-8,7		-0,4
IV	1,4	1,4	2,7	-2,9	-2,3	0,6	2,3	-5,1	-0,7	-19,1	2,1		-0,4
2015 I	2,5	2,4	2,8	-1,9	-1,8	0,6	2,5	1,9	-0,1	-132,9	3,0		-0,1

<sup>(</sup>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

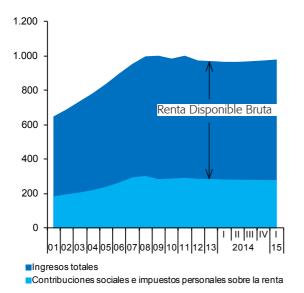
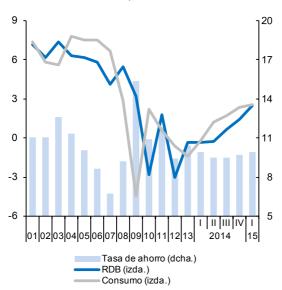


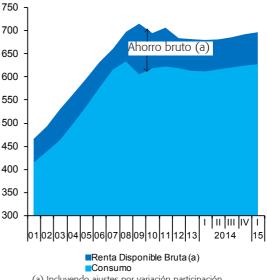
Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro

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



### Gráfico 6.2.- Hogares: Ahorro Bruto

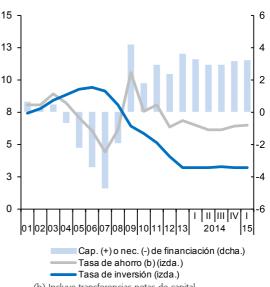
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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

Gráfico 6.4.- 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)

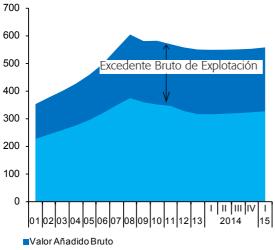
Previsiones en azul

		Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la produc- ción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propie- dad netas	Transfe- rencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta		Transfe- rencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financia- ción en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
		1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5-6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
						MM euro	os, suma r	nóvil 4 trim	estres					
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		552,4	323,6	228,7	-51,6	-7,1	18,9	151,2	7,0	147,0	11,3	1,1	41,4	26,6
2015		574,6	340,4	234,2	-45,3	-7,3	21,4	160,3	7,0	158,0	9,3	0,8	40,8	27,5
2016		595,6	356,6	239,0	-34,9	-7,5	21,7	174,8	7,0	171,5	10,4	0,9	40,1	28,8
2013	Ш	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
	Ш	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	548,6	316,3	232,3	-45,6	-6,6	17,6	162,5	6,9	139,1	30,3	2,9	42,3	25,4
	Ш	549,0	318,3	230,8	-49,3	-6,7	18,4	156,3	6,5	138,1	24,7	2,3	42,0	25,2
	Ш	550,2	320,4	229,7	-51,0	-6,9	18,6	153,2	6,2	139,7	19,7	1,9	41,8	25,4
	IV	552,4	323,6	228,7	-51,6	-7,1	18,9	151,2	7,0	147,0	11,3	1,1	41,4	26,6
2015	1	557,4	327,2	230,2	-48,3	-7,2	18,9	155,8	6,6	149,4	13,1	1,2	41,3	26,8
			Tasas	de crecimi	ento inter	anuales,	suma móv	vil 4 trimest	res				ncia sobre	e año
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		0,5	2,1	-1,7	13,6	6,8	6,7	-7,2	-1,9	7,6		-2,1	-0,9	1,8
2015		4,0	5,2	2,4	-12,2	3,0	13,6	6,0	0,0	7,5		-0,2	-0,6	0,9
2016		3,6	4,8	2,0	-22,9	3,5	1,3	9,1	0,0	8,5		0,1	-0,6	1,3
2013	Ш	-1,6	-5,3	4,0	-17,2	8,5	15,2	12,0	-2,0	3,1		1,2	2,3	1,2
	Ш	-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
	1	-1,0	-2,1	0,6	-18,1	-9,3	-10,0	9,5	-27,6	1,1		0,9	0,7	0,5
2311	11	-0,6	-0,6	-0,7	-3,9	-4,2	-7,5	1,4	-30,1	-0,5		0,0	0,0	0,0
	111	-0,3	0,7	-1,7	7,9	4,5	0,9	-5,0	-28,5	-0,2		-1,0	-0,6	0,0
	IV	0,5	2,1	-1,7	13,6	6,8	6,7	-7,2	-1,9	7,6		-2,1	-0,9	1,8
	I	1,6	3,5	-0,9	5,8	8,7	7,5	-4,1	-3,3	7,4		-1,7	-1,1	1,4

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

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

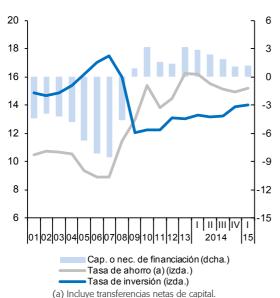




Remuneración de asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)

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

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



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

Tasa de variación anual, suma móvil 4 trimestres

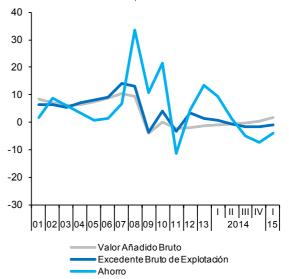
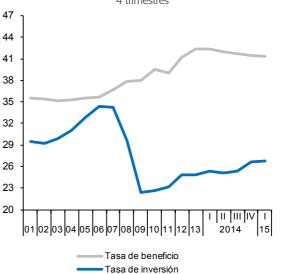


Gráfico 7.4.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión

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



Cuadro 8

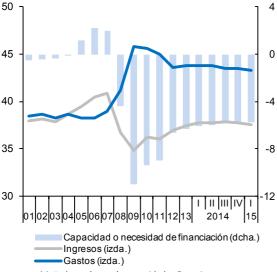
# Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas (SEC 2010, Base 2010) Previsiones en azul

Previsi	ones e	n azui												
	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la produc- ción y las impor- taciones (recibidos)	Impues- tos sobre la renta y el pa- trimonio (recibi- dos)	Cotiza- ciones sociales (recibi- das)	Remune- ración de asalaria- dos	Intereses y otras rentas del capital netas (pa- gadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvencio- nes y trans- ferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o ne- cesidad (-) de financia- ción	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
					1	MM euros,	suma m	óvil 4 trimes						
2008	142,8	107,9	116,6	142,0	118,1	5,9	137,1	24,4	223,8	209,5	14,3	63,6	-49,4	-49,4
2009	151,0	91,9	101,6	139,7	125,6	8,0	155,1	23,9	171,7	221,0	-49,3	68,9	-118,2	-118,2
2010	152,0	110,1	100,6	138,6	124,9	10,8	162,7	21,4	181,5	221,7	-40,2	61,3	-101,4	-101,4
2011	150,3	106,2	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,6	170,7	219,7	-49,0	52,3	-101,3	-96,1
2012	142,2	109,1	106,3	131,9	113,9	20,3	168,5	18,7	168,0	206,9	-38,9	70,0	-108,9	-69,8
2013	142,8	115,0	105,1	128,2	114,5	23,5	170,6	20,5	161,8	204,2	-42,5	28,8	-71,3	-66,4
2014	142,7	118,1	105,6	129,9	114,5	25,0	170,8	20,8	165,1	202,7	-37,6	24,2	-61,7	-60,5
2015	145,2	122,9	108,1	136,2	116,5	24,5	170,9	21,5	179,0	205,4	-26,4	24,0	-50,5	-50,5
2016	147,0	130,3	109,4	140,5	117,7	23,1	171,9	21,6	192,9	207,6	-14,6	24,2	-38,9	-38,9
2013 I	l 139,8	111,5	105,2	129,2	111,5	22,0	170,4	18,6	163,4	202,5	-39,1	61,9	-101,1	-64,7
II	l 139,3	112,6	105,2	128,7	111,0	22,6	171,3	19,7	161,1	201,0	-39,9	57,8	-97,8	-63,8
I۱	/ 142,8	115,0	105,1	128,2	114,5	23,5	170,6	20,5	161,8	204,2	-42,5	28,8	-71,3	-66,4
2014	I 142,6	116,0	105,7	128,5	114,5	24,2	170,2	20,6	163,3	204,1	-40,8	27,5	-68,3	-63,5
I	l 142,5	116,7	105,9	128,5	114,3	24,2	169,8	22,1	163,3	203,6	-40,4	24,8	-65,1	-63,0
	l 142,8	117,5	106,2	129,2	114,6	24,3	169,2	21,2	166,4	203,9	-37,5	22,9	-60,4	-59,5
I۱	/ 142,7	118,1	105,6	129,9	114,5	25,0	170,8	20,8	165,1	202,7	-37,6	24,2	-61,7	-60,5
2015	I 143,7	119,1	106,3	130,1	115,5	25,4	170,7	22,0	165,6	204,2	-38,6	24,0	-62,5	-61,3
						•	-	a móvil 4 tr						
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 2013	13,5	10,3	10,1	12,5	10,8	1,9	16,0	1,8	15,9	19,6	-3,7	6,6	-10,3	-6,6 6 3
2013	13,6 13,5	11,0 11,2	10,0 10,0	12,2 12,3	10,9 10,8	2,2 2,4	16,3 16,1	2,0 2,0	15,4 15,6	19,5 19,2	-4,0 3.6	2,7 2,3	-6,8 -5,8	-6,3 -5,7
2014	13,2	11,2	9,8	12,3	10,8	2,4	15,5	2,0	16,3	19,2	-3,6 -2,4	2,3	-5,8 -4,6	-5,7 -4,6
2015	12,9	11,4	9,6	12,4	10,8	2,2	15,0	1,9	16,9	18,2	-1,3	2,2	-3,4	-3,4
2010 2013 I		10,6	10.0	12,3	10,5	2,0	16,3	1,8	15.6	19,3	-3,7	5,9	-9,6	-6,2
2013 1	- / -	10,7	10,0	12,3	10,6	2,1	16,4	1,9	15,4	19,2	-3,8	5,5	-9,3	-6,1
		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	-,-	11,1	10,1	12,2	10,9	2,3	16,2	2,0	15,6	19,5	-3,9	2,6	-6,5	-6,0
I		11,1	10,1	12,2	10,9	2,3	16,2	2,1	15,5	19,4	-3,8	2,4	-6,2	-6,0
II		11,1	10,1	12,3	10,9	2,3	16,0	2,0	15,8	19,3	-3,6	2,2	-5,7	-5,6
I\		11,2	10,0	12,3	10,8	2,4	16,1	2,0	15,6	19,2	-3,6	2,3	-5,8	-5,7
2015	I 13,5	11,2	10,0	12,2	10,8	2,4	16,0	2,1	15,5	19,1	-3,6	2,2	-5,9	-5,7

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

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

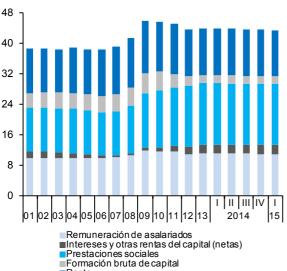
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Resto

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

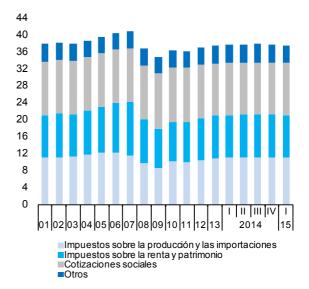
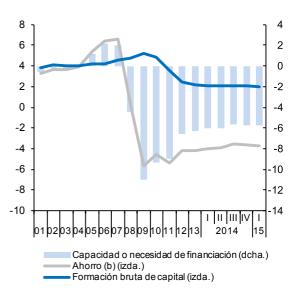


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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

Cuadro 9

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

Previsiones en azul

			Déficit		Deuda						
	Admón.		Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. (a)	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
		MM euros, sum	a móvil 4 trimest	res		MM euros, final de periodo					
2008	-32	2,3 -19,1	-5,4	7,4	-49,4	368,9	73,6	31,8	17,2	439,8	
2009	-98	3,4 -21,7	-5,9	7,8	-118,2	487,7	92,4	34,7	17,2	568,7	
2010	-51	,8 -40,2	-7,1	-2,4	-101,4	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	5,5 -19,4	3,3	-10,2	-69,8	762,1	188,4	44,0	17,2	891,0	
2013	-44	1,3 -15,9	5,5	-11,6	-66,4	838,1	209,8	42,1	17,2	966,2	
2014	-37	7,4 -17,5	5,6	-11,2	-60,5	895,9	236,7	38,4	17,2	1.033,8	
2015	-29	9,5 -14,2	3,3	-11,0	-51,4	-		-	-	1.105,6	
2016	-23	5,6 -10,2	3,4	-10,2	-40,6	-		-	-	1.161,1	
2013	II -38	3,8 -18,8	4,6	-11,7	-64,7	820,8	197,1	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	-15,9	5,5	-11,6	-66,4	838,1	209,8	42,1	17,2	966,2	
2014	I -41	,9 -16,1	5,3	-10,7	-63,5	866,1	225,0	41,9	17,2	995,8	
	II -36	5,8 -17,2	4,8	-13,9	-63,0	885,2	228,2	42,0	17,2	1.012,6	
	III -39	),0 -17,2	5,1	-8,4	-59,5	891,9	232,1	40,8	17,2	1.020,3	
	IV -37	7,4 -17,5	5,6	-11,2	-60,5	895,9	236,7	38,4	17,2	1.033,8	
2015	1				-	907,2	240,4	38,3	17,2	1.046,2	
	P	orcentaje del PIB,	suma móvil 4 trin	nestres		Porcentaje del PIB					
2008	-2	2,9 -1,7	-0,5	0,7	-4,4	33,0	6,6	2,8	1,5	39,4	
2009	-9	9,1 -2,0	-0,5	0,7	-11,0	45,2	8,6	3,2	1,6	52,7	
2010	-4	1,8 -3,7	-0,7	-0,2	-9,4	51,0	11,4	3,3	1,6	60,1	
2011	-3	5,0 -5,1	-0,8	-0,1	-8,9	58,1	13,5	3,4	1,6	69,2	
2012	-4	1,1 -1,8	0,3	-1,0	-6,6	72,2	17,9	4,2	1,6	84,4	
2013	-4	1,2 -1,5	0,5	-1,1	-6,3	79,9	20,0	4,0	1,6	92,1	
2014	-3	5,5 -1,7	0,5	-1,1	-5,7	84,6	22,4	3,6	1,6	97,7	
2015	-2	2,7 -1,3	0,3	-1,0	-4,7	-				100,4	
2016	-2	2,1 -0,9	0,3	-0,9	-3,5	-				101,6	
2013	II -3	5,7 -1,8	0,4	-1,1	-6,2	78,3	18,8	4,2	1,6	90,7	
	III -3	5,9 -1,6	0,5	-1,1	-6,1	79,6	19,1	4,1	1,6	91,7	
	IV -4	1,2 -1,5	0,5	-1,1	-6,3	79,9	20,0	4,0	1,6	92,1	
2014	I -4	1,0 -1,5	0,5	-1,0	-6,0	82,5	21,4	4,0	1,6	94,9	
	II -3	5,5 -1,6	0,5	-1,3	-6,0	84,3	21,7	4,0	1,6	96,4	
	III -3	5,7 -1,6	0,5	-0,8	-5,6	84,6	22,0	3,9	1,6	96,8	
	IV -3	5,5 -1,7	0,5	-1,1	-5,7	84,6	22,4	3,6	1,6	97,7	
2015	1			-	-	85,0	22,5	3,6	1,6	98,0	

<sup>(</sup>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 trimestres

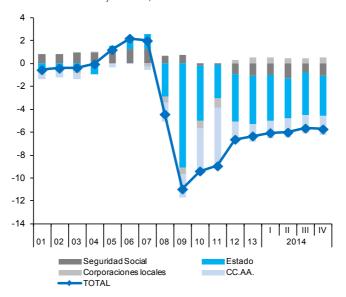
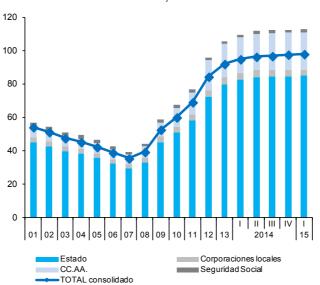


Gráfico 9.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

# Mercado de trabajo

Previsiones en azul

		Deblesión D. I.I. i					Tasa de		Tasa de ocu-		Tasa de deser	mpleo (c)		
		Población entre 16 y 64 años	Població	ón activa	Ocup	ados	Desemp	oleados	actividad 16-64 años (a)		Total	16-24 años	Españo- les	Extranje- ros
		O T dilos	Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			CVE			
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13
				Millo	nes						Porcenta	je		
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		30,2	22,9		17,8		5,1		75,4	58,6	22,2			
2016		30,1	22,9		18,3		4,6		75,6	60,2	20,2			
2013	Ш	30,7	23,2	23,2	17,2	17,2	6,0	6,0	75,2	55,5	26,0	55,4	24,5	36,0
	Ш	30,5	23,2	23,2	17,2	17,1	5,9	6,0	75,3	56,0	26,0	54,9	24,3	37,4
	IV	30,4	23,1	23,0	17,1	17,1	5,9	5,9	75,2	55,9	25,7	55,0	24,1	36,4
2014	- 1	30,3	22,9	22,9	17,0	17,1	5,9	5,8	75,1	55,4	25,3	54,5	23,7	36,2
	Ш	30,3	23,0	23,0	17,4	17,4	5,6	5,6	75,3	56,8	24,5	52,9	23,1	34,4
	Ш	30,3	22,9	22,9	17,5	17,4	5,4	5,5	75,2	57,3	24,1	53,1	22,7	33,7
	IV	30,3	23,0	23,0	17,6	17,5	5,5	5,4	75,5	57,6	23,7	51,7	22,3	33,3
2015	- 1	30,2	22,9	22,9	17,5	17,6	5,4	5,3	75,3	57,3	23,1	50,4	21,9	32,1
			Ta	asas de crec	imiento (d	)			Dif	erencia sobr	e el año a	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	2,6	1,5	1,0
2014		-0,9	-1,0	-	1,2		-7,3		0,0	1,2	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5
2015		-0,4	-0,1		2,8		-9,2		0,2	1,8	-2,2	-		
2016		-0,3	-0,1		2,5		-9,0		0,2	1,6	-2,0	-		
2013	Ш	-1,0	-1,2	-2,3	-3,4	-1,0	5,5	-6,0	-0,1	-1,4	1,7	3,1	2,0	0,3
	Ш	-1,2	-1,4	-0,8	-2,5	-0,7	2,0	-1,3	-0,1	-0,7	0,9	2,0	0,8	1,8
	IV	-1,3	-1,2	-1,9	-1,2	-0,2	-1,4	-6,5	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,2
2014	- 1	-1,3	-1,8	-2,3	-0,5	-0,1	-5,5	-8,6	-0,3	0,5	-1,0	-1,5	-0,7	-1,6
	П	-1,0	-1,0	1,3	1,1	5,6	-7,0	-10,5	0,1	1,3	-1,5	-2,5	-1,4	-1,6
	Ш	-0,8	-1,0	-1,1	1,6	1,3	-8,7	-8,0	-0,2	1,3	-2,0	-1,8	-1,6	-3,7
	IV	-0,6	-0,2	1,1	2,5	3,3	-8,1	-5,6	0,2	1,7	-2,1	-3,3	-1,8	-3,1
2015	- 1	-0,4	0,1	-1,0	3,0	1,7	-8,2	-9,7	0,3	1,8	-2,2	-4,1	-1,8	-4,1

<sup>(</sup>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

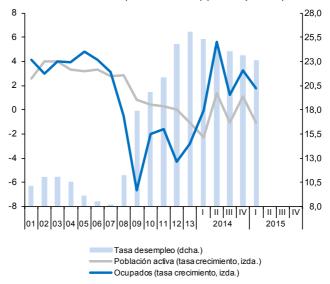
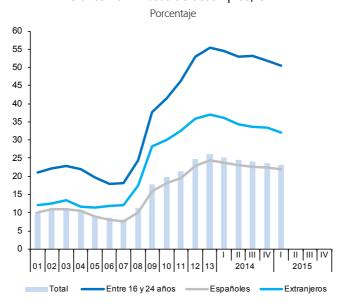


Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE



Cuadro 11

# **Índice de precios al consumo** Previsiones en azul

			Total sin aliment		Sin alimentos no elabo	orados ni energ	gía	Alimontos		
		otal	Total sin alimentos ni energía	Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elabo- rados	Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
% del total e 2015	en 10	00,0	66,14	81,21	26,33	39,81	15,07	6,68	12,11	21,75
					Índices, 2011 =	= 100				
2010	96	6,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4	96,9
2011	100	0,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	102	2,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,
2013	103	3,9	102,4	103,0	101,4	102,9	106,2	105,9	108,9	106,
2014	103	3,7	102,3	103,1	101,0	103,1	106,6	104,6	108,0	106,
2015	103	3,6	102,8	103,6	101,2	103,7	107,6	106,4	101,6	107,3
2016	104	4,9	103,4	104,5	101,5	104,6	109,5	108,9	105,2	109,
					Tasas de crecimiento	o interanua	I			
2010		1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5	0,7
2011	3	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,:
2012	1	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,
2015	-(	0,2	0,4	0,5	0,1	0,6	0,9	1,7	-5,9	1,3
2016		1,3	0,6	0,8	0,3	0,8	1,8	2,3	3,5	1,9
2015	Ene -	1,3	0,2	0,2	-0,1	0,5	-O,1	-0,7	-11,4	-0,
	Feb -	1,1	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,9	-10,2	0,3
	Mar -0	0,7	0,2	0,2	-0,2	0,4	0,3	0,9	-7,4	0,
	Abr -0	0,6	0,2	0,3	0,0	0,3	0,7	0,2	-7,2	0,
1	May -0	0,2	0,4	0,5	0,1	0,6	0,9	2,3	-6,4	1,3
	Jun -0	0,1	0,4	0,6	0,2	0,6	1,2	2,4	-6,0	1,
	Jul (	0,0	0,5	0,6	0,2	0,7	1,2	2,7	-5,9	1,7
	Ago (	0,1	0,5	0,7	0,2	0,8	1,3	2,7	-5,7	1,
	Sep (	0,0	0,6	0,7	0,3	0,8	1,3	2,8	-6,7	1,
	Oct (	0,1	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	1,4	-4,8	1,7
1	Nov (	0,6	0,6	0,8	0,4	0,8	1,3	2,0	-1,8	1,
	Dic	1,3	0,6	0,8	0,3	0,8	1,5	3,0	3,4	1,9
2016	Ene	1,7	0,6	0,8	0,3	0,8	1,6	3,0	7,3	2,
	Feb	1,5	0,7	0,9	0,4	0,8	1,7	1,2	6,0	1,
	Mar	1,4	0,8	1,0	0,4	1,1	1,7	2,6	3,5	2,
	Abr	1,2	0,5	0,7	0,4	0,6	1,7	3,3	3,2	2,3
I	May	1,1	0,6	0,8	0,4	0,8	1,7	2,3	2,4	1,9
	Jun	1,1	0,6	0,8	0,4	0,8	1,8	2,3	2,1	1,
	Jul	1,2	0,6	0,8	0,3	0,8	1,8	2,3	3,0	1,9
	Ago	1,2	0,6	0,9	0,3	0,8	1,8	2,3	3,0	1,9
	Sep	1,2	0,6	0,9	0,3	0,9	1,8	2,3	2,9	1,
	Oct	1,2	0,6	0,9	0,3	0,9	1,8	2,3	3,1	2,
	Nov	1,2	0,6	0,9	0,3	0,9	1,8	2,3	3,1	2,
	Dic	1,2	0,7	0,9	0,3	0,9	1,8	2,3	3,1	2,

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

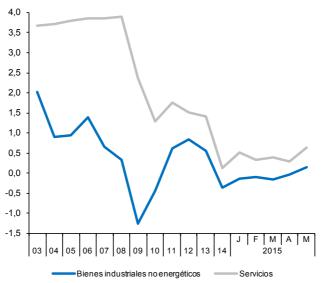
Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual



# Gráfico 11.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 12

# Otros indicadores de precios y costes

				de precios ustriales	Precio de	la vivienda	Descion del se		ta trimestral de	costes labor	ales	Incrementos
		Deflactor del PIB (a)	Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)	Precios del sue- lo urbano (M. de Fomento)	Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes labo- rales totales por hora trabajada	salariales pactados en negociación colectiva
		2010=100	20	10=100		2007=100			2000=1	00		
2008		99,6	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,4	134,8	145,6	142,8	
2009		99,8	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,0	
2010		100,0	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,5	
2011		100,1	106,9	104,2	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,9	
2012		100,3	111,0	105,9	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	
2013		101,0	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,3	
2014		100,5	110,2	105,9	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	
2015 (	(b)	101,0	108,2	106,1	64,6	70,9	53,8	140,6	137,2	151,1	146,8	
2013	Ш	100,9	112,2	106,5	64,7	72,7	53,0	139,1	134,9	151,9	160,6	
	IV	101,0	111,5	106,0	63,8	71,3	53,1	149,9	149,5	151,3	162,7	
2014	1	100,4	109,8	105,7	63,6	71,0	50,8	139,8	135,2	154,0	145,6	
	II	100,6	110,6	105,8	64,7	71,0	52,5	145,9	144,5	150,2	153,8	
	III	100,6	111,2	106,0	64,8	70,8	51,2	138,5	134,8	149,7	160,3	
	IV	100,3	109,1	105,8	65,0	71,2	55,9	149,1	149,2	148,9	162,2	
2015	1	101,0	107,7	105,9	64,6	70,9	53,8	140,6	137,2	151,1	146,8	
	II (b)		108,8	106,5			-				-	
2015	Mar	-	108,1	106,1			-					
	Abr	-	108,6	106,4			-					
	May	-	109,0	106,6	-		-	-		-	-	
					Tas	sas de crecimie	nto interanual	es				
2008		2,1	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	1,0	1,5
2011		0,1	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,0
2012		0,2	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,0
2013		0,7	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014		-0,5	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,6
2015 (	(c)	0,5	-1,6	0,3	1,5	-0,1	5,9	0,5	1,4	-1,9	0,8	0,7
2013	III	0,4	0,4	0,1	-7,9	-4,5	-12,4	0,2	-0,2	0,4	0,0	0,6
	IV	0,5	0,0	-0,8	-7,8	-4,2	-21,1	2,1	2,5	2,2	2,7	0,5
2014	- 1	-0,6	-2,2	-1,5	-1,6	-3,8	-10,0	-0,3	-0,2	0,3	0,4	0,6
	II	-0,5	-0,1	-1,0	0,8	-2,9	-9,3	0,0	0,1	0,8	0,8	0,5
	III	-0,3	-0,9	-0,4	0,3	-2,6	-3,3	-0,4	-0,1	-0,2	0,1	0,6
	IV	-0,6	-2,1	-0,1	1,8	-0,3	5,2	-0,5	-0,2	-0,3	0,1	0,6
2015	1	0,5	-1,9	0,2	1,5	-0,1	5,9	0,5	1,4	0,8	1,7	0,7
	II (c)		-1,6	0,6	-	-		-	-			0,7
2015	Mar	-	-1,3	0,4	-	-	-	-	-	-	-	0,7
	Abr	-	-0,9	0,6	-	-		-	-			0,7
	May		-1,4	0,7	-				-			0,7

(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. Fuentes: M. de Fomento, M. de Trabajo e INE.

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

Índice (2007=100)

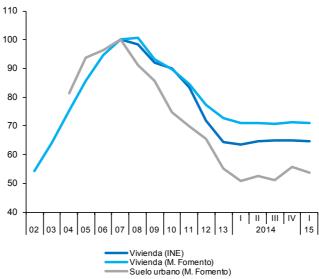
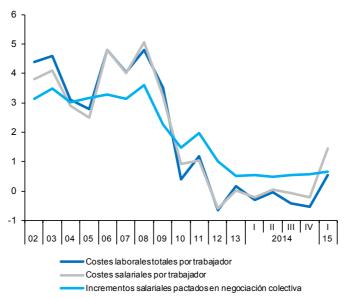


Gráfico 12.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual

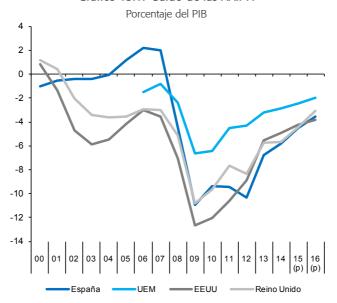


Cuadro 13 **Desequilibrios: comparación internacional** En azul: previsiones de la Comisión Europea

			.0111131011									
		Saldo de	las AA.PP.		Deuda pública bruta				Bala	nza de pagos (Contabili	por cuenta dad Naciona	corriente I)
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
				М	iles de mill	ones de moi	neda nacion	al				
2005	11,2		-543,4	-47,0	393,5		8.496,6	552,0	-70,3	41,2	-742,9	-16,8
2006	22,1	-168,2	-411,6	-41,0	392,2	7.057,9	8.818,5	597,1	-90,7	24,9	-804,0	-31,4
2007	21,6	-97,9	-513,6	-44,5	383,8	7.136,2	9.268,2	646,2	-104,1	17,9	-717,6	-40,6
2008	-49,4	-281,7	-1.033,2	-77,6	439,8	7.572,7	10.721,2	786,3	-102,9	-83,0	-686,1	-56,4
2009	-118,2	-753,0	-1.827,4	-160,4	568,7	8.532,1	12.407,2	975,3	-46,5	16,2	-377,3	-41,4
2010	-101,4	-756,2	-1.797,7	-150,8	649,3	9.560,2	14.181,5	1.190,4	-42,0	35,8	-447,9	-40,6
2011	-101,3	-543,5	-1.646,9	-123,5	743,5	10.235,0	15.379,2	1.323,7	-35,0	64,8	-480,5	-27,0
2012	-108,9	-530,8	-1.434,2	-137,6	891,0	10.870,4	16.627,2	1.420,6	-4,5	155,6	-482,2	-61,9
2013	-71,3	-401,3	-933,3	-98,3	966,2	11.219,9	17.558,5	1.495,7	15,4	200,0	-422,2	-76,7
2014	-61,4	-370,9	-854,9	-101,8	1.033,9	11.766,3	18.249,8	1.600,9	6,5	222,5	-457,2	-97,9
2015	-49,4	-330,4	-772,9	-83,3	1.094,8	12.214,9	19.122,7	1.675,8	12,8	271,6	-401,3	-92,0
2016	-39,8	-275,2	-739,2	-59,4	1.142,5	12.504,4	20.111,9	1.748,8	11,0	290,0	-462,6	-80,2
					Po	rcentaje del	PIB					
2005	1,2		-4,2	-3,5	42,3		64,9	41,6	-7,6	0,4	-5,7	-1,3
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,9	38,9	62,1	63,6	42,5	-9,0	0,2	-5,8	-2,2
2007	2,0	-0,8	-3,5	-3,0	35,5	59,6	64,0	43,6	-9,6	0,1	-5,0	-2,7
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-5,1	39,4	63,5	72,8	51,8	-9,2	-0,7	-4,7	-3,7
2009	-11,0	-6,7	-12,7	-10,8	52,7	75,5	86,0	65,8	-4,3	0,1	-2,6	-2,8
2010	-9,4	-6,4	-12,0	-9,7	60,1	81,2	94,8	76,4	-3,9	0,3	-3,0	-2,6
2011	-9,4	-4,5	-10,6	-7,6	69,2	84,5	99,1	81,8	-3,3	0,5	-3,1	-1,7
2012	-10,3	-4,3	-8,9	-8,3	84,4	88,0	102,9	85,8	-0,4	1,3	-3,0	-3,7
2013	-6,8	-3,2	-5,6	-5,7	92,1	90,3	104,7	87,3	1,5	1,6	-2,5	-4,5
2014	-5,8	-2,9	-4,9	-5,7	97,7	91,9	104,8	89,4	0,6	1,7	-2,6	-5,5
2015	-4,5	-2,5	-4,2	-4,5	100,4	91,2	104,9	89,9	1,2	2,0	-2,2	-4,9
2016	-3,5	-2,0	-3,8	-3,1	101,4	90,0	104,7	90,1	1,0	2,1	-2,4	-4,1

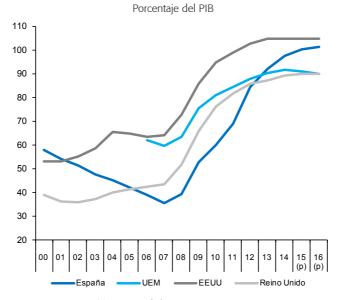
Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta



(p) Previsión de la Comisión Europea.

#### 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

#### **Población**

				Pobla	ación					
	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 (%)
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		
2015*	46.600.949	42,44	18,40			52,39	28,03	13,21		
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. \* Datos provisionales.

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 (%)
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		
2015	18.363,5	2,50		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

			N	Iupcialidad		
	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 (%)
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

Tasa de dependencia total: 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 (continuación)

# Hogares y familias

			Fecundi	idad		
	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 (%)
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	40,83	11,74	63,07
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

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

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 alca	nzada (%)	
	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
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
2015	23,7	6,1	27,3	41,0
Fuentes:	FPA	FPA	FPA	FPA

	Alun	nnos matrio	culados en enseñanz	rias	Alumnos que cursan estudios en el extranjero	Gasto en	educación	
	Enseñanza Infantil Bachillerato		Formación Profesional (grado medio o superior)*	Universidad (1er y 2º ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2° ciclo y Grado)	Gasto público (miles de €)	Gasto de los hogares (€)
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

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 a un cambio en su metodología.

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

<sup>\*</sup> Incluye FP a distancia y programas de cualificación profesional inicial.

<sup>\*\*</sup> Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

				Prestacione	s contributiva	as*		
	Dos	empleo			Segu	ridad Social		
	Des	empieo	Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
	Número Importe medio diario bruto		Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio
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♦	860.608	27,1	5.619.294	1.015,7	928.673	921,9	2.351.393	629,1
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales									
	Desempleo	Segui	Seguridad Social							
	Безепрісо	Jubilación	Invalidez							
	Número	Número	Número							
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♦	1.151.096	253.991	198.800	24.416						
Fuentes:	BEL	IMSERSO	IMSERSO	BEL						

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

Cuadro 5

# Protección social: sanidad

2006 2.33				por 1.000 habitantes	prim. por 1.000 tarjetas sanitarias	salud "bueno o muy bueno" (%)
	38 1.674	4,6	5,4	1,4	0,72	51,27
2007 2.40	1.726	4,6	5,4	1,4	0,74	
2008 2.50	09 1.831	4,7	5,5	1,4	0,75	
2009 2.57	71 1.929	4,8	5,6	1,4	0,74	
2010 2.56	58 1.909	4,8	5,7	1,4	0,74	
2011 2.50	06 1.839	4,9	5,8	1,4		58,70
2012 2.42	24 1.739	3,8	5,3			
Fuentes: OCE	DE OCDE	INE	INE	INE	INCLASNS	ENS

OCDE: Organizacion para la Cooperacion y el Desarrollo Economicos. INE: Instituto Nacional de Estadistica.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud. ENS: Encuesta Nacional de Salud.

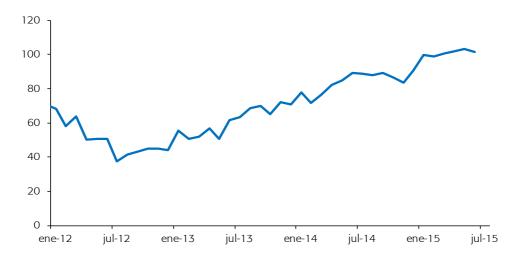
<sup>\*</sup> No se incluyen los datos de prestaciones por orfandad y favor familiar.

<sup>♦</sup> Los datos se refieren a la media del periodo enero-mayo.

#### 2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

# Evolución del ICC (enero 2012 - junio 2015)



Nota: El ICC se construye combinando dos indicadores parciales: el indicador de la situación actual (a partir de la valoración de la situación económica actual respecto a la de seis meses antes) y el indicador de expectativas (a partir de la situación económica esperada dentro de seis meses). La encuesta del ICC es mensual y telefónica. Desde septiembre de 2014, la muestra se compone de 1.510 entrevistas a individuos mayores de 16 años representativos de la sociedad española, 1.200 en hogares con teléfono fijo, y 310 en hogares sin teléfono fijo.

Fuente: CIS (www.cis.es).

#### 3. FLASH SOCIAL

La percepción de mejora de la situación económica (respecto a la de hace un año) no parece haber logrado consolidarse en la opinión pública durante los últimos dos meses. Según los resultados de los barómetros mensuales del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), la proporción de ciudadanos que en mayo y junio de este año han percibido semejante mejora (20,1% y 19,5%) queda ligeramente por debajo de la registrada en abril (21,5%). Aunque en junio también se ha reducido levemente el porcentaje de quienes piensan que la situación económica es peor que la de hace un año (26,2%), la proporción de "pesimistas" continúa superando a la de "optimistas" en más de seis puntos porcentuales (gráfico 2).

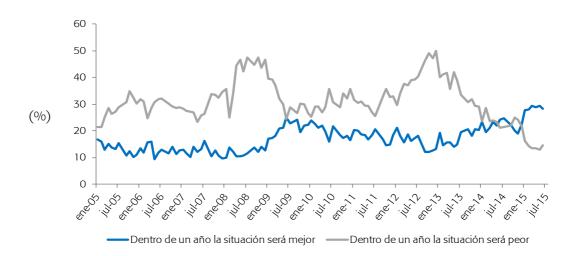
Sin embargo, el optimismo económico respecto al futuro próximo mantiene el pulso desde principios del año 2015: en junio, casi tres de cada diez entrevistados (28,4%) manifestaron una expectativa favorable a un año vista, aproximadamente el doble de quienes preveían un empeoramiento de la economía en el próximo año (14,5%) (gráfico 3).

Gráfico 2 Valoración de la situación económica actual respecto a la de hace un año (enero 2005-junio 2015)



Pregunta: "Y icree Ud. que la situación económica actual del país es mejor, igual o peor que hace un año?" Fuente: Barómetros del CIS (www.cis.es).

Gráfico 3 Valoración de la situación económica dentro de un año respecto a la actual (enero 2005 - junio 2015)



Pregunta: "Y, ¿cree Ud. que dentro de un año la situación económica del país será mejor, igual o peor que ahora?" Fuente: Barómetros del CIS (www.cis.es).

# 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2015

# Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,7	Abril 2015
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,1	Abril 2015
Dudosos (% var. mensual medio)	-2,8	Abril 2015
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	399.967	Mayo 2015
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	132.595	Mayo 2015
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	28.836	Mayo 2015
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	47,36	Marzo 2015
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.266,54	Marzo 2015
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	40.058,42	Marzo 2015
Ratio "oficinas/entidades"	145,89	Marzo 2015

#### A. Dinero y tipos de interés

The Difference of the Control of the									
Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2012	2013	2014	2015 mayo	2015 junio	Definición y cálculo		
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,8	2,3	1,9	2,3	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)		
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,68	0,22	0,21	-0,012	-0,016	Medias de datos diarios		
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	2,95	0,54	0,48	0,16	0,16	Datos a fin de mes		
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)		4,6	4,6	2,7	1,78	1,78	Tipos de interés del con- junto del mercado (no ex- clusivamente entre titulares de cuenta)		
5. Tipo de interés medio de las ob- ligaciones y bonos de empresa	e BE	4,6	3,9	2,3	1,81	2,35	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos sim- ples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF		

Comentario "Dinero y tipos de interés": El tipo de interés interbancario a tres meses continuó reduciéndose en la primera quincena de junio, hasta el -0,016% (frente al -0,012% en mayo), mientras que la referencia a doce meses se mantiene en el 0,16%. El Banco Central Europeo se reafirma en su política monetaria expansiva en tanto en cuanto la inflación comienza a aumentar y se ajusta a la senda de las previsiones de la autoridad monetaria. En cuanto al bono del Estado a 10 años, su rentabilidad se mantiene en el 1,78%.

# **B.** Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2012	2013	2014	2015 abril	2015 mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al con- tado con letras del Tesoro	BE	29,6	82,9	75,6	54,3	56,2	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al con- tado con bonos y obligacio- nes del Estado	BE	78,9	61,2	73,2	70,5	63,4	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,7	1,8	2,6	0,4	1,0	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	3,2	4,6	4,2	1,9	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	2,4	0,2	0,1	0,1	0,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	565,2	846,3	1.037,9	1081,6	1037	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	2,3	0,6	-0,4	0,1	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	6,9	7,0	1,4	-2,9	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Recto- ras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.026,5	1.012,0	1.042,5	1153,1	1.093,30(a)	Con base 1985=100
15. lbex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.864,5	8.715,6	10.528,8	11385	10.769,50(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/ rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,6	33,1	26,1	20,9	19,1(a)	Ratio "cotización/renta- bilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

#### **B.** Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2012	2013	2014	2015 abril	2015 mayo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,7	10,6	7,4	-26,4	-15,5	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,3	10,9	-1,3	0,6	1,2	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,8	2,4	0,6	0,1	0,1	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,7	6,4	4,3	4,5	-8,7	Operaciones realiza- das sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	9,0	6,7	6,4	-54,2	15,2	Operaciones realiza- das sobre acciones IBEX-35

#### (a) Último dato a 30 de junio de 2015.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido un aumento de la contratación del 56,2% en las operaciones simples al contado con letras de Tesoro y del 63,4% en las obligaciones del Estado. El Ibex-35 ha experimentado una corrección cercana al 6% en junio y se sitúa en los 10.769 puntos, mientras que el índice general de la Bolsa de Madrid cae hasta los 1.093 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 8,7%, mientras que se ha producido un aumento de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 15,2%.

#### C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2005-2011	2012	2013	2014 III T.	2014 IV T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,4	-0,2	-1,4	1,1	1,0	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	1,1	1,3	3,7	3,2	3,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	267,4	305,7	307,1	320,4	317,4	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2005-2011	2012	2013	2014 III T.	2014 IV T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,8	79,4	75,2	72,3	71,3	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hoga- res e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	3,7	-0,6	7,8	-0,5	-0,5	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hoga- res e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	7,0	-4,3	-5,6	-1,4	-0,4	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el cuarto trimestre de 2014 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 1% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se reduce ligeramente, pasando del 3,2% en el tercer trimestre de 2014, al 3,1% en el cuarto trimestre. Se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 71,3% del PIB, frente al 72,3% del trimestre precedente. Asimismo, se registra una ligera reducción del *stock* de activos financieros de las familias del 0,5% y una caída de los pasivos del 0,4%.

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

Indicador	A partir de datos de:			2014	2015 marzo	2015 abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	10,8	-9,5	-4,6	0,8	-1,7	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	9,9	1,3	-1,5	-0,8	-0,1	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de ban- cos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	11,3	-5,1	1,2	0,5	-3,2	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	) BE	15,5	8,9	-6,8	0,5	1,4	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 enti- dades de depósito) (% de activos totales)	ВЕ	-1,3	-5,9	-5,9	-6,2	-6,0	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 mer- cado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de: 1	Media 999-2012	2013	2014	2015 marzo	2015 abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	37,9	17,8	-12,7	-2,5	-2,8	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de ban- cos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	e BE	-2,1	6,5	-6,1	20,5	-22,3	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	10,1	19,6	-1,1	-0,2	0,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, a abril de 2015, muestra una reducción del crédito y de los depósitos al sector privado del 1,7% y del 0,1%, respectivamente. Asimismo, los valores de renta fija presentan una reducción de su peso en balance del 3,2%, mientras que y las acciones y participaciones registran un aumento del 1,4%. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 2,8% 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 diciembre	2015 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	210	173	155	138	133	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el terri- torio español
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	68	85	86	86	85	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.054	231.389	212.998	203.305	-	Número total de emplea- dos del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	41.145	37.903	33.527	31.999	31804	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	506.285	399.967(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades perma- nentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	40.487	337.206	201.865	141.338	132.595(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades perma- nentes 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 diciembre	2015 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total en- tidades financieras es- pañolas): operaciones principales de finan- ciación a largo plazo (millones euros)		20.985	44.961	19.833	21.115	28.836(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones princi- pales de l/p. Total España

(a): Último dato a mayo de 2015.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En mayo de 2015, la apelación neta al Eurosistema de las entidades de depósito españolas representaba el 33,15% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la Eurozona, lo que supone una reducción de 3.168 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 diciembre	2015 marzo	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/ margen ordinario"	BE	53,50	47,18	48,25	47,27	47,36	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resul- tados de las entidades de depósito
44. Ratio " depósitos clien- tes/empleados" (miles de euros)	BE	2.978,26	4.701,87	5.426,09	5.892,09	6.266,54	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	40.119,97	40.058,42	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "ofici- nas/entidades"	BE	197,62	219,09	216,30	142,85	145,89	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/ oficinas"	BE	6,06	6,10	6,35	6,8	6,4	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	-0,12	0,16	0,07	0,02	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,77	-1,93	0,13	0,49	0,50	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impues- tos/activos totales medios
50. ROE	BE	11,61	-18,74	1,88	6,46	6,92	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Be- neficio antes de impuestos/ recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante el primer trimestre de 2015 se constata un aumento de la rentabilidad en el sector bancario español. La eficiencia y productividad siguen mejorando, como viene sucediendo desde que se implementó el proceso de reestructuración y saneamiento.

# **PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**

**Últimos números publicados:** 

#### **PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

N.º 144. La industria española: Un impulso necesario

#### **PANORAMA SOCIAL**

N.º 20. Pobreza infantil

#### **CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

N.º 246. La reforma laboral de 2012: primer balance

#### **SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 4, N° 3 (2015). What changed in the Spanish labour market three years after the reform

#### **ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN**

N.º 74. Agentes sociales, cultura y tejido productivo en la España actual

# **PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**

**AÑO 2015** 

	Su	Números sueltos**			
Publicación	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 lo					

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

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

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

# Cecabank, el acento en lo que importa

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

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



#### Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS Caballero de Gracia, 28 28013 Madrid (España) Teléfono: 91 596 54 81 Fax: 91 596 57 96 publica@funcas.es www.funcas.es

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

