

Estabilización y saneamiento inmobiliario

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Ralentización
de la economía mundial
y previsiones

Presupuestos Generales
del Estado

La reducción del gasto
sanitario

El gasto en Defensa

Sector inmobiliario:
estabilización y efectos
sobre el sistema
financiero

El diferencial del bono
español

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El BCE y el programa
de compras de activos

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a 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

ISSN: 1132 - 9386

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Manuel Menéndez Menéndez

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Gregorio Villalabeitia Galarraga

Cuadernos de Información Económica

248

septiembre/octubre 2015

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Limitado impacto de la ralentización mundial sobre las expectativas de crecimiento
Ángel Laborda y María Jesús Fernández
- 15 Principales rasgos de los Presupuestos Generales del Estado de 2016
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz
- 29 Presupuestos Generales del Estado 2016: entre la consolidación fiscal y el ciclo electoral
Santiago Lago Peñas
- 37 La reducción del gasto sanitario en España durante la crisis
Eduardo Bandrés y Rosa González
- 49 Evolución reciente del presupuesto y el gasto español en Defensa
Aurelia Valiño Castro
- 61 El sector inmobiliario español: ¿recuperación o estabilización?
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 71 Situación y perspectivas del saneamiento inmobiliario del sector financiero español
José García Montalvo
- 89 Efectos de las resoluciones judiciales sobre la legislación hipotecaria española
María Romero y Ángel Berges
- 97 Necesidad de cobertura líquida y evolución reciente del diferencial soberano español
José Manuel Amor y Víctor Echevarría

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 107 Compras de deuda soberana y distribución del riesgo: implicaciones para la política monetaria de la zona del euro
Ángel Ubide

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 124 Indicadores económicos
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 151 Indicadores sociales
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 157 Indicadores financieros
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

El empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial, por los riesgos asociados a la evolución de la economía china y a una posible subida de tipos por parte de la Reserva Federal, tendrá un impacto limitado sobre la evolución de la economía española. El escenario, ya contemplado, de moderación del crecimiento en la segunda mitad de 2015 se mantiene sin apenas cambios. El artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ explica las circunstancias que han dado lugar a una ligera revisión a la baja de las previsiones situándolas en el 3,2% para el conjunto de 2015 y en el 2,8% para 2016. Se trata, en esencia, de un ajuste técnico en lo que a este año se refiere y de la incorporación de unas perspectivas algo más desfavorables para el contexto exterior en el próximo ejercicio. Los autores destacan la importancia de mantener dos de los rasgos que resultan determinantes para un crecimiento más equilibrado y sostenible: el dinamismo de la inversión en bienes de capital y la actividad de la industria manufacturera.

La anticipada tramitación de los Presupuestos Generales del Estado para 2016 justifica la decisión editorial de incluir en este número de *Cuadernos de Información Económica* dos trabajos que analizan el contenido de dichos Presupuestos y otros dos que proporcionan una perspectiva ampliada de otros tantos aspectos sectoriales del gasto público en España: sanidad y defensa. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ ofrece una panorámica de los principales rasgos del Presupuesto del Estado, situándolo en el marco del Programa de Estabilidad del Reino de España 2015-2018. El trabajo examina con detalle las previsiones de ingresos, a la luz de la segunda fase de la reforma del

IRPF y del impuesto de sociedades y se detiene también en la amplitud de los beneficios fiscales que, en lo que a las principales figuras tributarias se refiere, llegan a alcanzar el 18% de la recaudación prevista. El escrutinio del gasto público cuantifica la evolución de las principales políticas, con atención también a los presupuestos de la Seguridad Social y los organismos autónomos y agencias estatales. A destacar el descenso del gasto en desempleo e intereses de la deuda pública y el elevado peso que representan el gasto en pensiones y las transferencias del Estado a otras Administraciones públicas.

El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS realiza una valoración de las principales cifras de los Presupuestos Generales del Estado 2016, confirmando la tendencia de reducción del peso del gasto público en la economía y, de este modo, situando en ese lado del presupuesto la totalidad de la reducción prevista del déficit. Con todo, el autor señala que el escenario electoral del último trimestre del año ha condicionado decisiones importantes, por ejemplo en relación con los salarios de los empleados públicos, que se compensarían con caídas adicionales de la inversión. Del mismo modo, se evalúan las posibilidades de alcanzar el objetivo de déficit en 2015, advirtiendo del riesgo de incumplimiento, principalmente por el comportamiento de las comunidades autónomas y la Seguridad Social. Finalmente, el autor se refiere a la incertidumbre sobre la ejecución del Presupuesto ante la posibilidad de un cambio de gobierno tras las elecciones generales.

La reducción del gasto sanitario ha sido una de las principales consecuencias del proceso de consoli-

dación fiscal en las Administraciones regionales españolas durante el periodo 2009-2013. El artículo de EDUARDO BANDRÉS y ROSA GONZÁLEZ realiza una disección de la secuencia de ajustes en la asistencia sanitaria, así como de las diferencias entre los capítulos, funciones y servicios de las diecisiete comunidades autónomas. En conjunto, una cuarta parte de la reducción del gasto se llevó a cabo en el bienio 2010-2011 y las otras tres cuartas partes en el bienio siguiente, 2012-2013, pivotando principalmente sobre cuatro vectores: los salarios, la disminución de efectivos en las categorías inferiores, los recortes en el precio de los medicamentos y la práctica eliminación de las inversiones. La descripción de hechos y cifras revela que la mayor parte de la reducción del gasto sanitario autonómico ha provenido de decisiones adoptadas por el Gobierno central, si bien las comunidades con mayores problemas de déficit tuvieron que realizar ajustes más severos. En todo caso, los autores concluyen que la mayoría de las medidas adoptadas pueden caracterizarse más como simples recortes que como verdaderos ajustes y que, por tanto, una vez agotado su impacto más inmediato, puede ponerse de manifiesto su escasa efectividad para mejorar la eficiencia del sistema nacional de salud.

Posiblemente una de las funciones de gasto menos conocidas del presupuesto público sea el gasto en Defensa. El esfuerzo de España en comparación con su PIB sitúa a nuestro país en uno de los niveles más bajos de su entorno. De hecho, las asignaciones presupuestarias se han complementado a través de anticipos del Ministerio de Industria y otras operaciones de ingeniería financiera. Tal como señala AURELIA VALIÑO CASTRO en su artículo, las modificaciones de crédito y ampliaciones presupuestarias han sido necesarias para financiar el coste de las misiones internacionales de España y los programas especiales de grandes inversiones. La coincidencia de la reciente crisis económica con el pago de compromisos pasados de gasto ha impedido una puesta al día, con un gasto razonable y con unas técnicas adaptadas a la realidad de las necesidades de modernización, por una parte, y de las implicaciones de la internacionalización, por otra.

Los tres artículos siguientes toman como referencia el mercado inmobiliario y sus relaciones con el sector financiero de la economía española. El primero de ellos, de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ,

sostiene que aunque se comienza a hablar de la existencia de una "recuperación inmobiliaria significativa", los datos sugieren que es más preciso referirse a una "estabilización" del sector, de modo que no parece probable que los riesgos del pasado, que desembocaron en una burbuja inmobiliaria, estén ahora presentes. A pesar de algunas discrepancias entre las distintas fuentes, no hay evidencia de un repunte significativo ni sostenido en los precios de la vivienda. Por otra parte, como señalan los autores, el incremento del número de hipotecas sobre vivienda, el crecimiento del nuevo crédito y las transacciones de venta muestran crecimientos que se explican por las bajas cifras de partida, muy lejos del volumen de operaciones que se realizaron cuando el mercado estaba en plena efervescencia. Su conclusión es que el mercado inmobiliario ha entrado en una fase de estabilización y apunta hacia una contribución al crecimiento mayor que en los años de la crisis, pero más moderada que en los años previos.

El artículo de JOSÉ GARCÍA MONTALVO ofrece un análisis del proceso de reducción y saneamiento del riesgo inmobiliario de las entidades financieras españolas. Al igual que el trabajo anterior, también aquí se señala que lo que está sucediendo es un retorno a la normalidad tras unos años de bajísima actividad, y que aunque los signos son positivos todavía estamos alejados de una situación de expansión excesiva del sector inmobiliario. El artículo repasa los diferentes aspectos del saneamiento inmobiliario de los balances bancarios españoles, con relación al descenso de la morosidad, la transmisión de las plataformas inmobiliarias de los bancos, la venta de créditos y de activos adjudicados, y la irrupción de las Socimis. Comienza finalmente a detectarse que algunas entidades han reducido el ritmo de venta de sus inmuebles e intentan movilizar suelo adjudicado liderando promociones en localizaciones de alta demanda.

Una de las consecuencias de la crisis ha sido el aumento de la litigiosidad sobre la interpretación de la legislación hipotecaria española, por el elevado endeudamiento alcanzado por las familias españolas y sus crecientes dificultades para hacer frente a sus compromisos contractuales. Dos han sido los aspectos en los que se ha manifestado esa litigiosidad y, en consecuencia, los pronunciamientos de los tribunales nacionales y europeos: los desahucios y las "cláusulas suelo". El artículo de MARÍA

ROMERO y ÁNGEL BERGES examina cómo las resoluciones judiciales del Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea y del Tribunal Supremo han dado lugar a reformas de la legislación hipotecaria española. En el caso de los desahucios, se requiere a los jueces para que examinen la posible existencia de cláusulas abusivas y puedan suspender una ejecución hipotecaria o paralizar un desahucio de forma cautelar. En paralelo, el Tribunal Constitucional se ha declarado en contra de normativas autonómicas que trataban de expropiar forzosamente el uso de viviendas deshabitadas de las entidades financieras. Finalmente, respecto a las “cláusulas suelo”, el efecto de la sentencia ha sido la incorporación de nuevos requisitos de formalización y contratación de préstamos, una vez declaradas nulas dichas cláusulas, aunque sin carácter general ni retroactivo.

El último artículo de la sección Economía y Finanzas Españolas, de JOSÉ MANUEL AMOR y VÍCTOR ECHEVARRÍA, trata de explicar la reciente, aunque moderada, ampliación de la prima de riesgo española. Frente a factores como la evolución de los tipos de referencia de la deuda alemana o el riesgo proveniente de episodios de estrés en la periferia, los autores encuentran que son otros elementos de índole específica o idiosincrática los que han ganado poder explicativo en la trayectoria alcista de la prima de riesgo durante los últimos meses. Y en ausencia de riesgos asociados a la coyuntura económica, serían los aspectos vinculados a la incertidumbre política

los que estarían tras ese deterioro. No obstante, también podrían desempeñar un papel relevante cuestiones más técnicas, sobre todo cuando se compara con el diferencial del bono italiano. Se alude, de este modo, a la ausencia de un mercado de cobertura natural suficientemente líquido, que no obstante está en trance de solución con el lanzamiento de un contrato de futuros sobre el bono español en el mercado Eurex.

La sección de Economía Internacional incluye un artículo de ÁNGEL UBIDE en el que se analiza la problemática del programa de compras de activos del Banco Central Europeo (BCE) en relación con la posible escasez de bonos aptos para ser adquiridos y la probabilidad de registrar pérdidas en caso de ejecutar las compras a niveles de rentabilidad muy bajos. Tras señalar que el programa ha sido un éxito y ha facilitado una mejora de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro, el autor argumenta que el diseño está bien definido y resulta coherente con las características del mercado de la eurozona y que, en caso necesario, el BCE podría relajar algunas de las restricciones relativas a la admisibilidad de los activos. De igual modo, los criterios actualmente existentes para el reparto del riesgo y la capacidad de absorción de pérdidas del BCE son adecuados para los riesgos potenciales, aunque si llegaran a producirse dichas pérdidas, sería deseable una recapitalización para mantener la credibilidad de la política monetaria y la independencia del Banco.

Limitado impacto de la ralentización mundial sobre las expectativas de crecimiento

Ángel Laborda y María Jesús Fernández*

Durante el segundo trimestre de este año la recuperación de la economía española ha seguido ganando firmeza, aunque el crecimiento fue ligeramente inferior a lo previsto por Funcas. Destaca el vigor que presentan, desde el inicio de la recuperación, la inversión en bienes de capital y la actividad industrial, cuyo mantenimiento es clave para crecer más en el futuro y de forma más equilibrada y sostenible. El escenario de previsiones para la segunda mitad de este año y para 2016 se mantiene esencialmente intacto, aunque se ha rebajado una décima porcentual la cifra de crecimiento prevista para 2015, y dos décimas la esperada para 2016, en este último caso debido, en parte, al empeoramiento de las perspectivas para la economía mundial.

Contexto internacional

Las perspectivas para la economía mundial se han deteriorado durante el verano como consecuencia de la ralentización de la economía china. En los dos primeros trimestres del año, su PIB creció un 7,0%, en el límite del objetivo fijado por el Gobierno para todo el ejercicio, aunque existen dudas con respecto a la fiabilidad de estas cifras. Tras la inesperada devaluación del yuan a mediados de agosto y el desplome de su mercado bursátil, se acentuaron las presiones bajistas sobre los precios del petróleo y de otras materias primas, al tiempo que empeoraban las expectativas de crecimiento de las economías emergentes, especialmente de las exportadoras de dichos productos. Estos países han sufrido un agravamiento de las salidas de capitales y una intensificación de la depreciación de sus divisas. Destaca especialmente el caso de Brasil, que se encuentra en recesión.

El empeoramiento de las condiciones económicas en los países emergentes, que previsiblemente afectará al crecimiento del comercio y de la economía mundiales, generó dudas con respecto a la subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal norteamericana que se esperaba para septiembre, a pesar de la sólida situación de su economía. Las perspectivas de este país han mejorado tras la revisión al alza del crecimiento del PIB del segundo trimestre hasta el 3,7%, así como de las cifras de empleo de junio y julio. Asimismo, su tasa de paro ha descendido hasta el 5,1% y el sector inmobiliario está ganando impulso.

En la eurozona el crecimiento sigue siendo muy modesto, aunque las tasas han sido revisadas al alza hasta un 2,1% —tasa intertrimestral anualizada— en el primer trimestre y un 1,4% en el segundo. Esta falta de dinamismo obedece a la debilidad de la demanda interna, especial-

* Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

mente de la inversión, debilidad que se manifiesta en la generación de notables superávits por cuenta corriente en algunos países, especialmente Alemania, indicativos de la existencia de un voluminoso excedente de ahorro. Esta situación, en un contexto, además, de ralentización de las economías emergentes, exige el desarrollo una política fiscal expansiva en el ámbito de la Unión Económica y Monetaria (UEM), aunque selectiva en función de la situación en cada país.

Los principales riesgos para la estabilidad de la economía mundial proceden, en primer lugar, de la situación de China, que podría deteriorarse aún más a causa de los desequilibrios acumulados en los últimos años, como el fuerte aumento del endeudamiento y de la morosidad, la burbuja inmobiliaria, el exceso de capacidad productiva y la pérdida de competitividad. Además, el posible final de su papel protagonista como demandante de títulos de deuda norteamericana podría generar turbulencias en los mercados financieros internacionales. Una segunda fuente potencial de inestabilidad puede proceder del impacto de la subida de tipos por parte de la Reserva Federal sobre las economías emergentes, aunque también podría influir sobre los tipos de interés a largo plazo de las desarrolladas.

Evolución reciente de la economía española

El PIB creció un 1,0% en el segundo trimestre de 2015 con respecto al trimestre anterior, lo que en términos anualizados equivale a un crecimiento del 4,0% —en adelante, será en estos términos como se expresarán las tasas de crecimiento trimestral—. Este resultado ha sido algo inferior al 4,3% previsto por Funcas. En comparación con el mismo trimestre del año anterior, el aumento fue del 3,1%. La aportación de la demanda nacional al crecimiento intertrimestral anualizado fue de 4,7 puntos porcentuales (pp), mientras que la aportación de la demanda externa fue de -0,7 pp.

El consumo privado aceleró su ascenso hasta un 4%. Algunos indicadores disponibles relati-

vos al inicio del tercer trimestre, como las ventas minoristas o las matriculaciones de automóviles, presentan una trayectoria de ligera desaceleración de su crecimiento. Asimismo, los índices de confianza del consumidor y de confianza del comercio minorista de julio y agosto se han situado en un nivel ligeramente inferior a la media del trimestre anterior, aunque continúan en máximos históricos (gráficos 1.1 y 1.2). No obstante, la nueva bajada del precio del petróleo y el adelanto de la segunda parte de la rebaja del IRPF prevista para el año próximo hacen prever que el consumo privado cobre nuevo vigor en la parte final del tercer trimestre y en el cuarto. El consumo público aumentó un 1,8%.

Algunos indicadores sobre la evolución del consumo privado al inicio del tercer trimestre del año presentan una trayectoria de ligera desaceleración. No obstante, la nueva bajada del precio del petróleo y el adelanto de la segunda parte de la rebaja del IRPF hacen prever que el consumo privado cobre nuevo vigor en la parte final del tercer trimestre y en el cuarto.

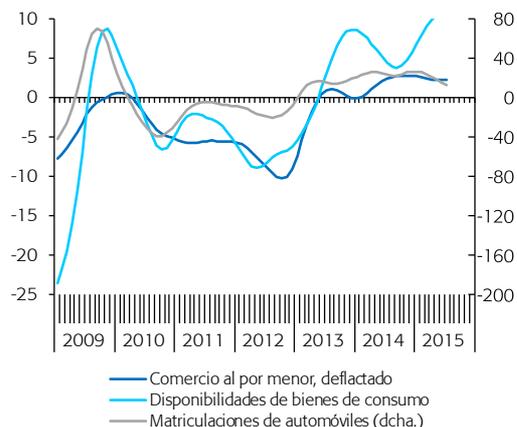
La inversión en bienes de equipo y otros productos continuó exhibiendo un notable vigor durante el segundo trimestre, con un ritmo de crecimiento del 10,5%. Al inicio del tercer trimestre, las matriculaciones de vehículos de carga y las ventas de grandes empresas de bienes de equipo mantenían una trayectoria de desaceleración (gráficos 1.3 y 1.4). La inversión en construcción siguió al alza impulsada tanto por el componente de vivienda como, sobre todo, por el de otras construcciones ligado este último al aumento de la obra pública en los meses previos a las elecciones locales y regionales. La recuperación del mercado inmobiliario ha continuado ganando fuerza, y las ventas de viviendas en los siete primeros meses del año crecieron un 10,5% en comparación con el mismo periodo del año anterior, mientras que los precios, según las cifras del INE, aumentaron en el segundo trimestre un 4% interanual.

Gráfico 1

Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo

1.1 - Indicadores de consumo (I)

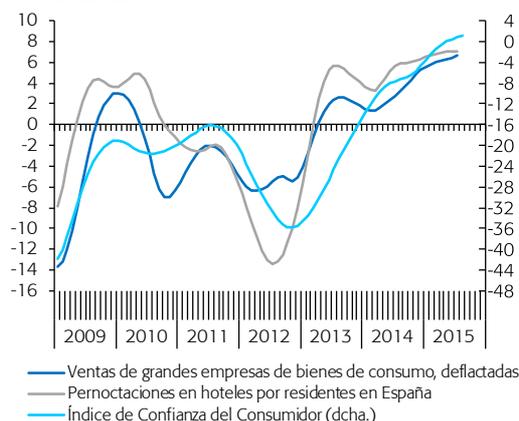
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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

1.2 - Indicadores de consumo (II)

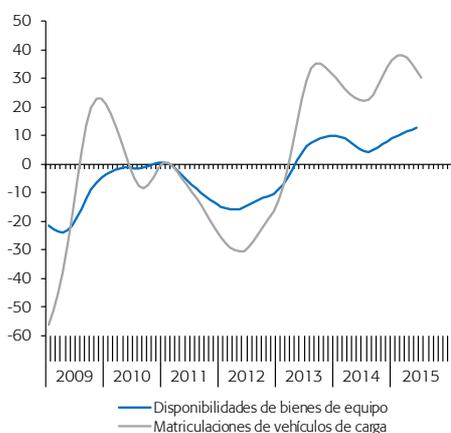
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

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

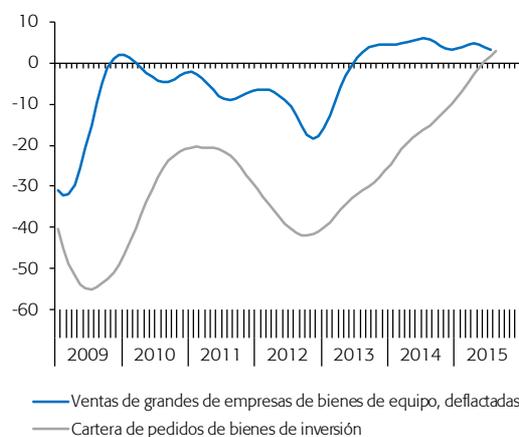
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, DGT y Funcas.

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

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas.

Las importaciones totales crecieron a un ritmo superior al de las exportaciones. De este modo, la aportación del sector exterior al crecimiento intertrimestral fue negativa, recuperando así el patrón característico desde el inicio de la recuperación, tras dos trimestres consecutivos en los que su aportación fue positiva (gráfico 3.1).

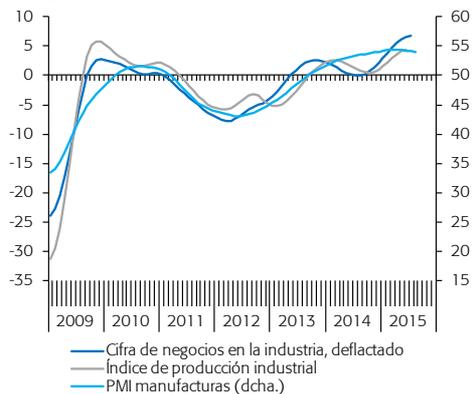
Desde la perspectiva de la oferta, el VAB ascendió en todos los sectores, destacando el vigor de

la industria manufacturera, que creció un 6,6%. La información disponible para el tercer trimestre señala el mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento, aunque algo más desacelerado. El resultado del índice de producción industrial de julio ha sido muy bueno, aunque el índice PMI y el de confianza de julio y agosto se han situado de media en un nivel ligeramente inferior al del trimestre precedente, y el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social en el sector también se ha moderado en ambos meses (gráficos 2.1

Gráfico 2

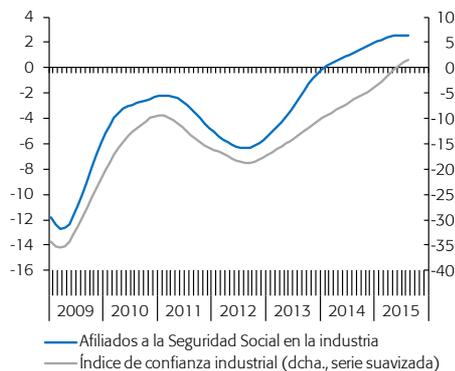
Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

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



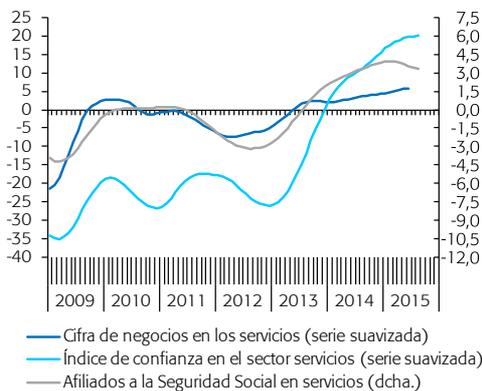
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

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



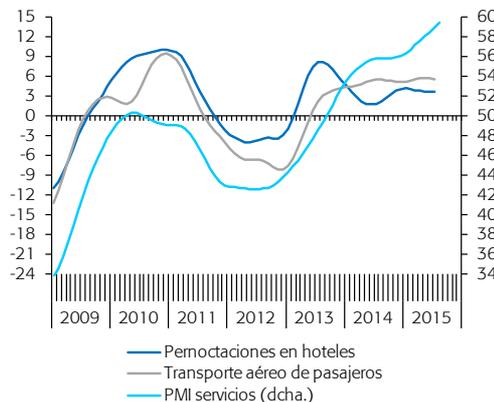
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

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



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

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



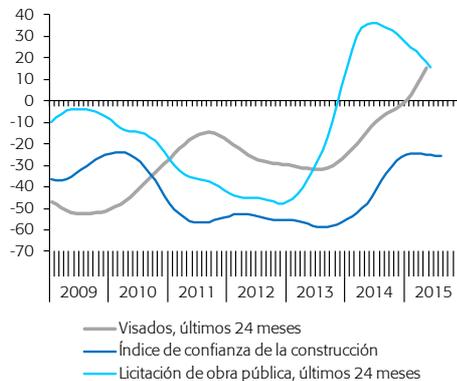
Fuentes: INE, AENA, Markit Economics Ltd. y Funcas.

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



Fuentes: Ministerio de Empleo, Oficemen y Funcas.

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



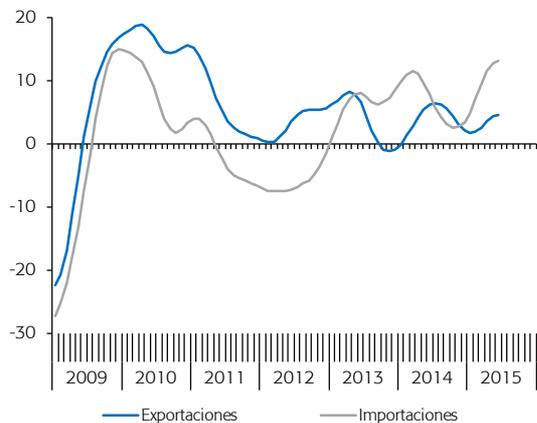
Fuentes: Ministerio de Industria, Ministerio de Fomento y Funcas.

Gráfico 3

Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

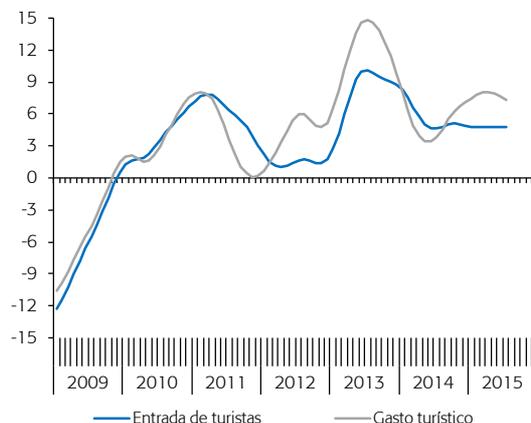
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía y Funcas.

3.2 - Turismo

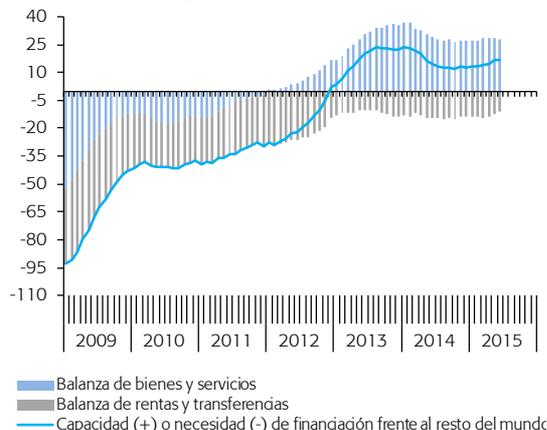
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Industria.

3.3 - Balanza de pagos

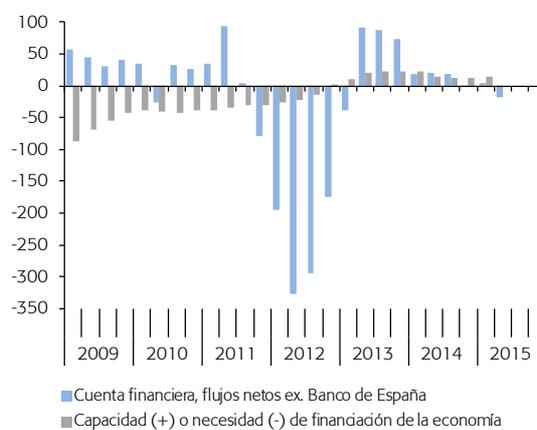
Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

3.4 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros, suma móvil 4 trimestres



Fuente: Banco de España.

y 2.2). En cualquier caso, tanto el crecimiento de la actividad como del empleo en este sector presenta los mejores resultados desde el año 2000. Así, hasta agosto se habían encadenado 20 meses consecutivos de crecimiento del número de afiliados, lo cual no había sucedido nunca en la serie histórica de este indicador que comienza en el año 2001.

En cuanto a los servicios, el índice PMI de julio y agosto se encuentra por encima de la media del

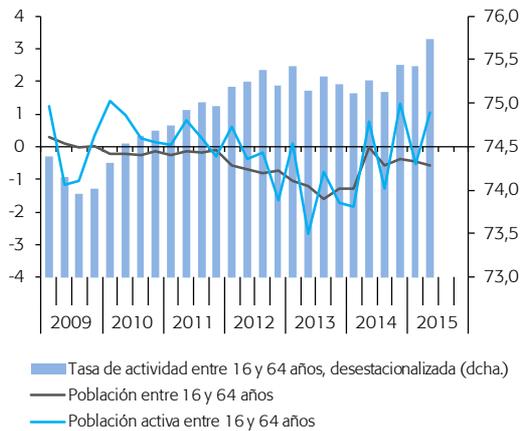
trimestre anterior, aunque la afiliación a la Seguridad Social creció a un ritmo descendente y la media del índice de confianza se ha situado algo por debajo del trimestre precedente. La llegada de turistas en julio seguía aumentando, aunque las pernoctaciones de extranjeros prolongaban en el mismo mes la tendencia a la desaceleración que mantienen desde el inicio del año, si bien las pernoctaciones de residentes en España, por el contrario, se han acelerado (gráficos 2.3, 2.4 y 3.2).

Gráfico 4

Mercado de trabajo

4.1 - Oferta de empleo

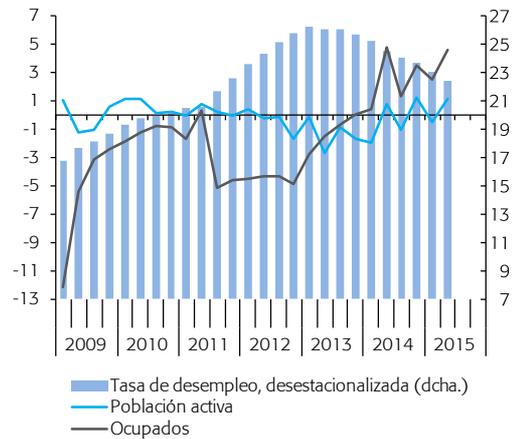
Variación trimestral en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

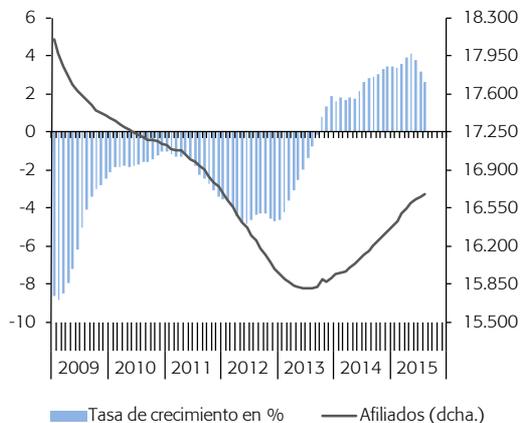
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

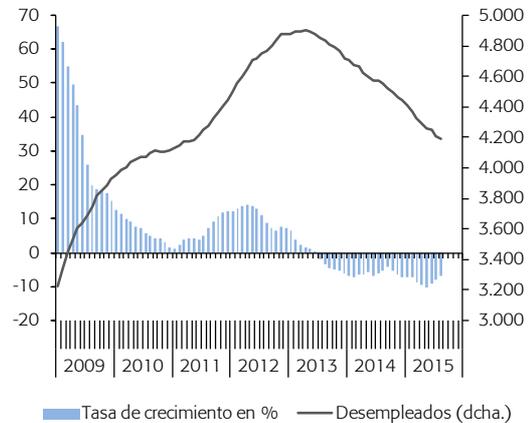
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y miles, series desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

4.4 - Desempleo registrado

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



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

Con respecto a la construcción, la evolución más reciente de la afiliación a la Seguridad Social apunta a una ralentización intensa que refleja, probablemente, la finalización de la obra pública ligada al ciclo electoral. La licitación oficial, que, tras crecer con intensidad en 2013 y 2014, ha caído un 14,4% en la primera mitad del año, parece confirmar esta impresión. Por el contrario, los visados de obra nueva (edificación) han continuado creciendo con una tendencia, además, de aceleración (gráficos 2.5 y 2.6).

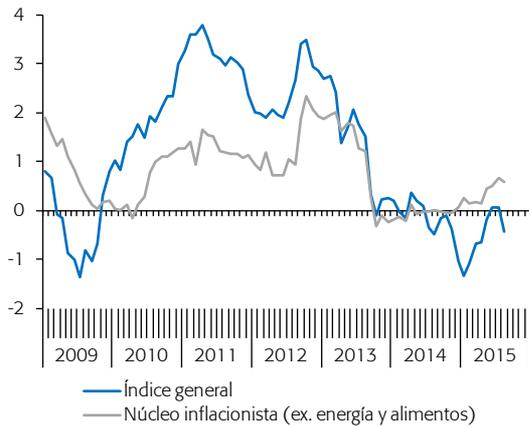
El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se incrementó un 3,7% en el segundo trimestre, destacando el crecimiento registrado en el sector industrial. Entre los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA) de dicho periodo destaca el aumento del empleo entre los jóvenes por tercer trimestre consecutivo, así como el hecho de que todo el empleo creado lo ha sido a tiempo completo, si bien han seguido aumentando más los ocupados temporales que los indefinidos. La tasa de desempleo desestacio-

Gráfico 5

Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios de consumo

Variación interanual en %



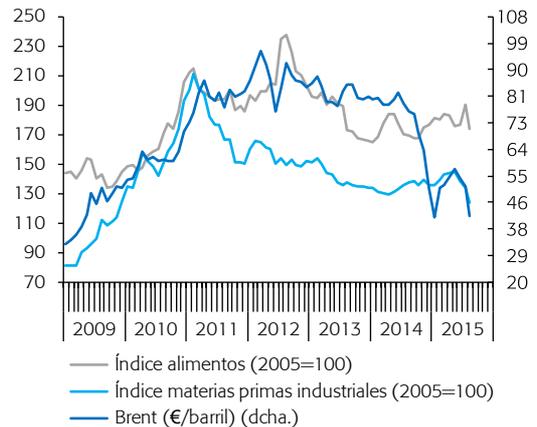
Fuente: INE (IPC).

nalizada descendió en seis décimas porcentuales, hasta el 22,4% (gráficos 4.1 y 4.2). En el tercer trimestre se ha ralentizado el ritmo de creación de empleo, según indica la evolución en el número de afiliados a la Seguridad Social de julio y agosto, al igual que el desempleo registrado en las oficinas públicas de empleo (gráficos 4.3 y 4.4).

La remuneración por asalariado se redujo un 2,3%, aunque este descenso está muy influido

5.2 - Precios materias primas en euros

Euros e índice



Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

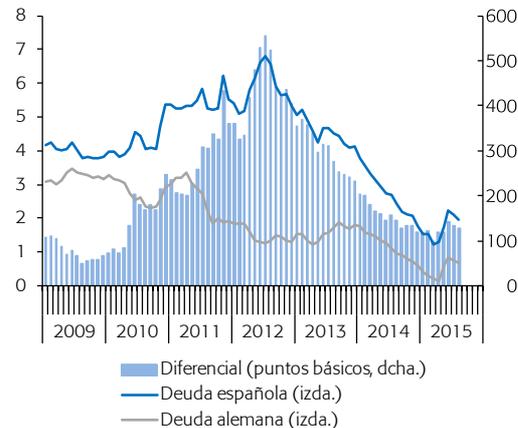
por la caída registrada por los sueldos en la Administración pública –consecuencia, a su vez, de la comparación con el trimestre anterior, en el que estos aumentaron por la devolución de parte de la paga extra eliminada en diciembre de 2012–. Como resultado de dicho efecto, los costes laborales unitarios se redujeron con intensidad en el segundo trimestre. La evolución de esta variable trimestre a trimestre es muy volátil, pero su tendencia apunta a que el descenso continuado de

Gráfico 6

Indicadores financieros

6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años

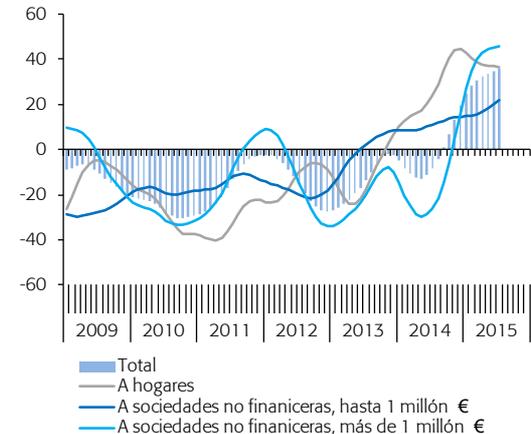
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Crédito nuevo

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



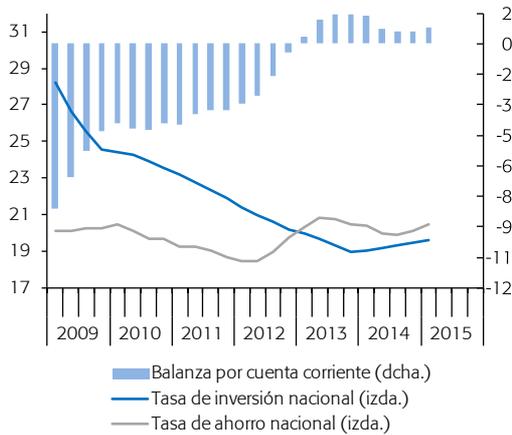
Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

Desequilibrios financieros

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

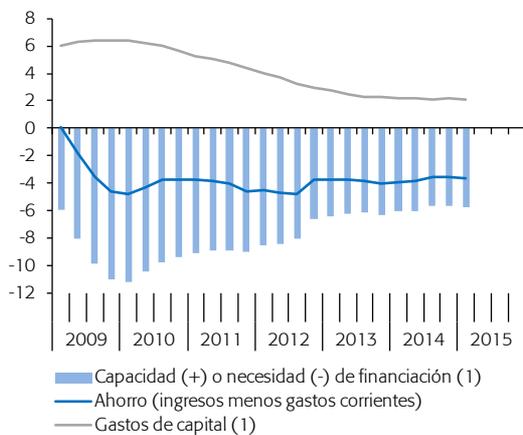
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

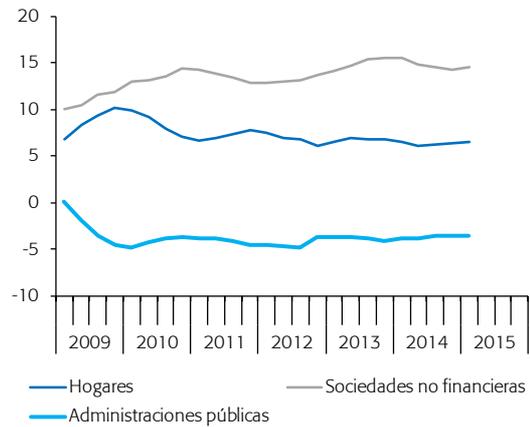


(1) Excluidas ayudas a instituciones financieras

Fuentes: INE (CTNFSI) e IGAE.

7.2 - Tasas de ahorro

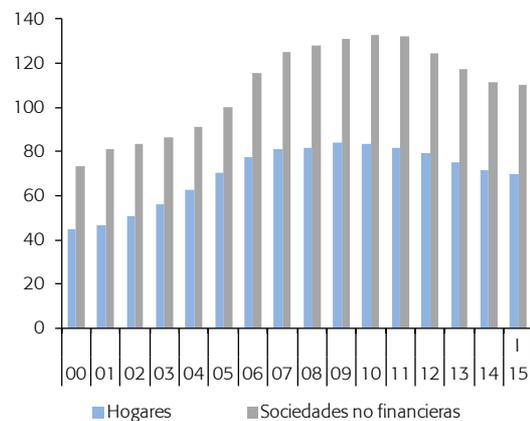
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuentes: INE e IGAE.

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

los últimos años se ha detenido, tanto en el caso del conjunto de la economía como en el del sector manufacturero, si bien, su crecimiento sigue siendo inferior al del deflactor del PIB y al de la media de la eurozona.

La tasa de inflación, que después de once meses en niveles negativos se elevó hasta el 0,1% en junio y julio de este año, volvió a situarse por debajo de cero en agosto debido a la caída del precio del petróleo. La tasa subyacente, sin

embargo, ha sido positiva desde diciembre de 2014 y además ha presentado una tendencia ascendente que refleja un, todavía modesto, incremento de las presiones alcistas sobre los precios derivado de la recuperación del consumo (gráficos 5.1 y 5.2).

A pesar de que en la primera mitad del año las importaciones crecieron más que las exportaciones en términos reales, el superávit de bienes y servicios fue un 10% superior al del mismo

periodo del año anterior, lo que se explica por la reducción de la factura energética. A este aumento del superávit comercial de bienes y servicios se ha unido el descenso del déficit de la balanza de rentas y transferencias, dando lugar a un ligero superávit por cuenta corriente que contrasta con el saldo negativo obtenido en el mismo periodo del año pasado (gráfico 3.3).

Con respecto a la cuenta financiera, hasta junio arrojó una salida neta de 29.000 millones de euros, más del doble del déficit contabilizado en el mismo periodo del pasado ejercicio, debido a la reducción del flujo de inversiones extranjeras en España, y, sobre todo, al aumento de las inversiones españolas en el exterior (gráfico 3.4).

La tasa de ahorro nacional en el primer trimestre —la suma móvil de cuatro trimestres— fue del 20,4% del PIB, tres décimas porcentuales más que en el trimestre anterior, como resultado de un incremento de la renta disponible superior al aumento del consumo nominal. La tasa de inversión también se elevó, aunque en menor medida que el ahorro, dando lugar a un incremento de la capacidad de financiación de la economía de dos décimas porcentuales hasta el 1,2% del PIB. Por sectores institucionales, dicho aumento de la capacidad de financiación procedió de la mejora del saldo financiero de las empresas, mientras los saldos de los hogares y de las Administraciones públicas —excluyendo ayudas a las entidades financieras— apenas registraron variaciones (gráficos 7.1 a 7.3).

Con datos hasta mayo, el déficit de las Administraciones públicas excluidas las corporaciones locales fue del 2,2% del PIB, solo una décima porcentual menos que en el mismo periodo de 2014 (el objetivo es reducirlo al final del año en 1,5 puntos porcentuales). En el caso de las comunidades autónomas, el déficit hasta dicho mes fue del 0,5%, una décima porcentual menos que en el mismo periodo del año anterior, y solo dos décimas porcentuales por debajo de su objetivo para todo el año.

La deuda de las familias descendió en el primer trimestre hasta el 106,9% de su renta dis-

ponible bruta, la ratio más baja desde 2005. En el caso de las empresas no financieras, la deuda descendió hasta el 110,4% del PIB, también la ratio más baja desde 2005. Las Administraciones públicas, por el contrario, aumentaron su deuda según el protocolo del déficit excesivo hasta el 97,7% del PIB en el segundo trimestre de este año, 1,7 puntos porcentuales por encima del nivel alcanzado un año antes (gráfico 7.4). La deuda externa de España en el primer trimestre fue del 167,1% del PIB, frente al 157,9% registrado en el mismo periodo del año anterior, incremento debido en su mayor parte al aumento de la deuda de las Administraciones públicas en manos de inversores extranjeros.

La deuda bruta de las familias descendió en el primer trimestre hasta el 106,9% de su renta disponible bruta, la ratio más baja desde 2005. En el caso de las empresas no financieras, la deuda descendió hasta el 110,4% del PIB, también la ratio más baja desde 2005.

En junio la rentabilidad de la deuda pública a diez años se elevó hasta casi el 2,5% como consecuencia de las tensiones generadas por la negociación sobre el rescate a Grecia, al tiempo que la prima de riesgo llegaba en algunos momentos a superar los 160 puntos básicos. Posteriormente las tensiones se relajaron y la rentabilidad de la deuda volvió a situarse por debajo del 2%, pero desde finales de agosto las turbulencias asociadas a las dudas sobre China la han empujado nuevamente por encima de dicho nivel, mientras que la prima de riesgo se ha movido en torno a 140 puntos básicos (gráfico 6.1), por encima de la prima de riesgo italiana. Esto no sucedía desde comienzos de 2014, y se atribuye al aumento de las incertidumbres políticas internas.

El *stock* de crédito a empresas y familias sigue descendiendo, como cabe esperar dado el proceso de desapalancamiento en el que aún se encuentran dichos agentes, aunque a tasas cada vez más moderadas —un 2,8% en julio—. Esto

no es incompatible con el aumento del crédito nuevo, que en julio presentaba un ritmo de crecimiento tendencial del 35% en tasa intertrimestral anualizada (gráfico 6.2). Si bien no hay que olvidar que la cuantía de dicho crédito nuevo aún es muy reducida en comparación con los volúmenes observados en los años anteriores a la crisis.

Previsiones 2015-2016

El impacto del deterioro del contexto internacional sobre el crecimiento de la economía española en la segunda mitad de 2015 será limitado, y contrarrestado por el efecto beneficioso de la caída del precio del petróleo y de otras materias primas, así como por el adelanto de la rebaja del IRPF.

El crecimiento esperado para 2015 se sitúa en el 3,2%, una décima porcentual menos que en las anteriores previsiones. Este menor crecimiento, junto con la pérdida de dinamismo de la economía mundial, obliga a revisar la previsión para 2016 dos décimas porcentuales a la baja, situándola en el 2,8%.

En cualquier caso, el escenario de ralentización del crecimiento en la segunda mitad del año contemplado en las anteriores previsiones —como resultado del agotamiento del efecto transitorio sobre el crecimiento de diversos *shocks* favorables que han actuado en la primera mitad— se mantiene en las previsiones actuales sin apenas cambios (gráfico 8.1). La evolución de los indicadores económicos disponibles relativos al tercer trimestre, especialmente las afiliaciones a la Seguridad Social, confirman esta tendencia.

No obstante, el hecho de que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre haya sido algo inferior a lo previsto obliga a modificar ligeramente a la baja las previsiones para el conjunto del ejercicio. Así, el crecimiento esperado para 2015 se sitúa en el 3,2%, una décima porcentual menos que en las anteriores previsiones. Las

previsiones para 2016 se han visto afectadas, en primer lugar, por el menor crecimiento esperado para el ejercicio actual, y en segundo lugar, por la pérdida de dinamismo de la economía mundial, que, a diferencia de este año, no va a ser compensada por otros efectos —ya que el impacto de la rebaja del IRPF y de la bajada del precio del petróleo se agotará—. El efecto de ambas circunstancias sobre el crecimiento de 2016 será reducido, de modo que la previsión se ha revisado dos décimas porcentuales a la baja, hasta el 2,8% (cuadro 1).

Los principales riesgos para este escenario de previsiones proceden tanto de un empeoramiento mayor del previsto del contexto externo y financiero, como de una posible agudización de las incertidumbres políticas internas, que podría afectar a los planes de gasto de las familias y sobre todo de las empresas, al tiempo que podría disparar la prima de riesgo, encareciendo o dificultando el acceso a financiación exterior.

El consumo privado, cuyo crecimiento se ha corregido una décima porcentual a la baja, aumentará este año un 3,7% impulsado por la recuperación de la renta de las familias y la inflación negativa. El año próximo el crecimiento será más moderado, un 3,5%, ya que el aumento de la renta de los hogares en términos reales será inferior a la de este año debido a que la tasa de inflación será positiva (gráfico 8.3). En cuanto al consumo público, se mantienen sin cambios las previsiones anteriores, que parten del supuesto de que este año su crecimiento será superior al del año próximo debido al efecto del ciclo electoral.

El crecimiento de la formación bruta de capital en bienes de equipo se ha revisado dos décimas a la baja este año y un punto porcentual el próximo, debido a que esta variable será, junto a las exportaciones, la más afectada por el empeoramiento del escenario internacional y las incertidumbres políticas internas.

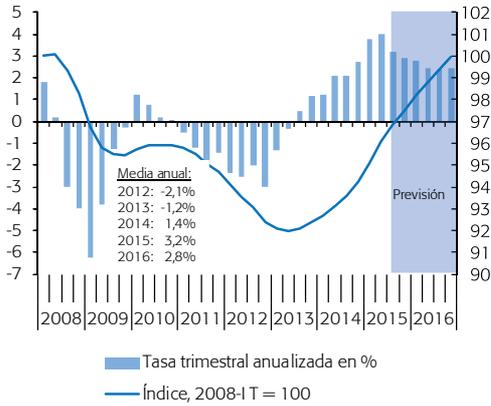
La inversión en construcción crecerá en 2015 un 5,1%, algo más de lo estimado en las anterio-

Gráfico 8

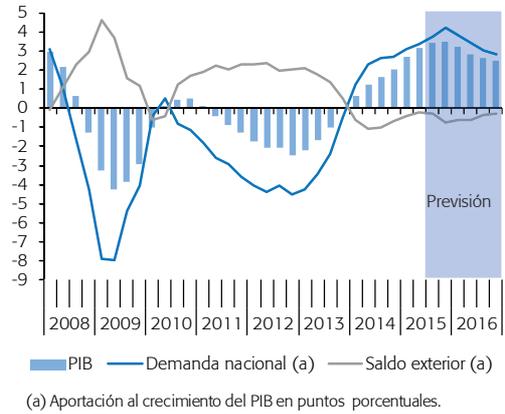
Previsiones para la economía española 2015-2016

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

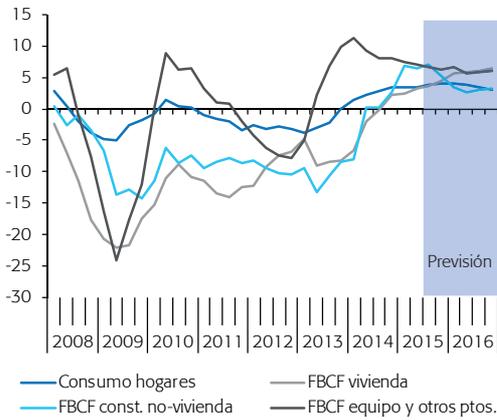
8.1 - PIB



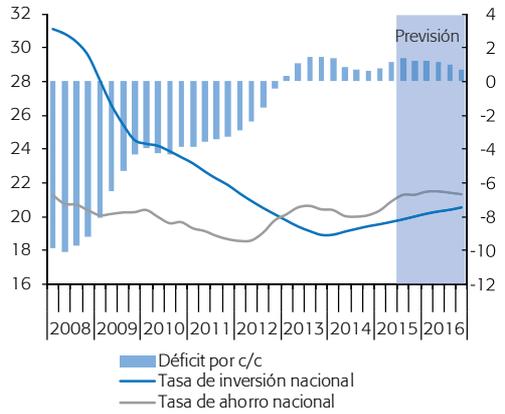
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



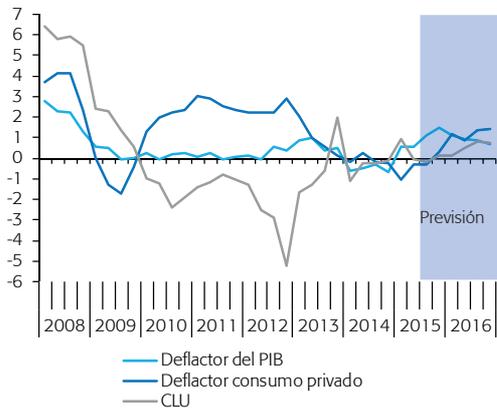
8.3 - Agregados de la demanda nacional



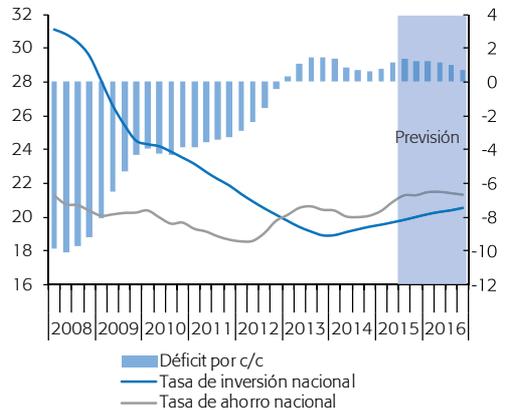
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



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



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

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 | 2016 |
| 1. PIB y agregados, precios constantes | | | | | | | | |
| PIB, pm | 3,8 | -1,1 | -1,2 | 1,4 | 3,2 | 2,8 | -0,1 | -0,2 |
| Consumo final hogares e ISFLSH | 3,6 | -1,9 | -2,3 | 2,4 | 3,7 | 3,5 | -0,1 | 0,1 |
| Consumo final Administraciones públicas | 4,3 | 0,8 | -2,9 | 0,1 | 1,0 | 0,8 | 0,0 | 0,0 |
| Formación bruta de capital fijo | 6,4 | -7,3 | -3,8 | 3,4 | 6,0 | 5,2 | 0,0 | -0,5 |
| Construcción | 5,4 | -10,3 | -9,2 | -1,5 | 5,1 | 4,3 | 0,2 | -0,1 |
| Construcción residencial | 7,4 | -11,9 | -7,6 | -1,8 | 3,4 | 6,0 | 0,7 | 0,4 |
| Construcción no residencial | 3,8 | -8,4 | -10,5 | -1,3 | 6,4 | 3,1 | -0,1 | -0,5 |
| Equipo y otros productos | 8,3 | -2,3 | 3,4 | 9,1 | 6,8 | 6,0 | -0,2 | -1,0 |
| Exportación bienes y servicios | 6,6 | 1,7 | 4,3 | 4,2 | 5,2 | 4,4 | 0,5 | -1,1 |
| Importación bienes y servicios | 8,7 | -4,1 | -0,5 | 7,6 | 7,0 | 6,3 | 0,7 | -0,9 |
| Demanda nacional (b) | 4,5 | -2,8 | -2,7 | 2,2 | 3,6 | 3,3 | -0,1 | -0,1 |
| Saldo exterior (b) | -0,7 | 1,8 | 1,4 | -0,8 | -0,4 | -0,5 | 0,0 | -0,1 |
| PIB precios corrientes: - millardos de euros | -- | -- | 1.049,2 | 1.058,5 | 1.102,3 | 1.143,1 | -- | -- |
| - % variación | 7,4 | -0,5 | -0,6 | 0,9 | 4,1 | 3,7 | 0,1 | -0,2 |
| 2. Inflación, empleo y paro | | | | | | | | |
| Deflactor del PIB | 3,5 | 0,6 | 0,7 | -0,5 | 0,9 | 0,9 | 0,2 | 0,0 |
| Deflactor del consumo de los hogares | 3,1 | 1,8 | 1,0 | -0,1 | -0,3 | 1,2 | -0,1 | -0,2 |
| Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.) | 3,4 | -3,1 | -3,3 | 1,2 | 2,9 | 2,5 | -0,1 | 0,0 |
| Productividad por p.t.e.t.c. | 0,4 | 2,1 | 2,1 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | -0,2 |
| Remuneración de los asalariados | 7,5 | -1,0 | -2,3 | 1,3 | 3,7 | 3,5 | -0,2 | 0,0 |
| Excedente bruto de explotación | 6,9 | 0,3 | 0,1 | -0,1 | 4,5 | 3,3 | 0,4 | -0,4 |
| Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.) | 3,3 | 2,4 | 1,7 | -0,2 | 0,5 | 0,9 | 0,0 | 0,0 |
| Coste laboral por unidad producida (CLU) | 2,9 | 0,2 | -0,4 | -0,4 | 0,2 | 0,6 | 0,0 | 0,2 |
| Tasa de paro (EPA) | 12,5 | 20,2 | 26,1 | 24,4 | 22,3 | 20,3 | 0,1 | 0,1 |
| 3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB) | | | | | | | | |
| Tasa de ahorro nacional | 22,4 | 19,9 | 20,4 | 20,1 | 21,3 | 21,3 | 0,7 | 0,5 |
| - del cual, ahorro privado | 18,6 | 23,1 | 24,5 | 23,6 | 24,3 | 23,2 | 1,3 | 1,1 |
| Tasa de inversión nacional | 26,9 | 23,1 | 19,0 | 19,5 | 20,1 | 20,6 | 0,1 | -0,1 |
| - de la cual, inversión privada | 23,0 | 19,4 | 16,8 | 17,5 | 18,0 | 18,6 | 0,1 | -0,1 |
| Saldo cta. cte. frente al resto del mundo | -4,5 | -3,3 | 1,5 | 0,6 | 1,2 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación | -3,7 | -2,8 | 2,1 | 1,0 | 1,7 | 1,2 | 0,7 | 0,6 |
| - Sector privado | -2,8 | 5,7 | 8,9 | 6,8 | 6,8 | 5,2 | 1,2 | 1,2 |
| - Sector público (déficit AA.PP.) | -0,9 | -8,6 | -6,8 | -5,8 | -5,2 | -4,0 | -0,6 | -0,6 |
| - Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin. | -- | -7,8 | -6,3 | -5,7 | -5,2 | -4,0 | -0,6 | -0,6 |
| Deuda pública bruta | 52,2 | 66,3 | 92,1 | 97,7 | 100,1 | 101,3 | 0,0 | 0,5 |
| 4. Otras variables | | | | | | | | |
| Tasa de ahorro hogares (% de la RDB) | 10,8 | 11,2 | 10,4 | 9,7 | 10,5 | 9,5 | 0,5 | 0,4 |
| Deuda bruta hogares (% de la RDB) | 81,5 | 125,0 | 115,5 | 108,8 | 101,3 | 96,8 | -0,6 | -0,3 |
| Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB) | 80,4 | 127,8 | 117,5 | 111,1 | 103,6 | 98,1 | 0,8 | 1,2 |
| Deuda externa bruta española (% del PIB) | 90,2 | 158,4 | 154,7 | 160,1 | 161,4 | 157,6 | 4,5 | 6,1 |
| Euríbor 12 meses (% anual) | 3,7 | 1,9 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Rendimiento deuda pública 10 años (% anual) | 5,0 | 4,7 | 4,6 | 2,7 | 1,9 | 2,8 | 0,0 | 0,6 |

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

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

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

res previsiones, debido a la revisión al alza de las correspondientes a la construcción residencial. En 2016 este componente de la demanda se ralentizará hasta el 4,3%, a pesar de la aceleración del componente residencial, ya que el no residencial registrará un crecimiento más moderado que en este ejercicio, en el cual su comportamiento está influido por el ciclo electoral.

Las exportaciones crecerán un 5,2% en 2015, pero en 2016 moderarán su crecimiento debido a los factores ya señalados. Las importaciones seguirán presentando en ambos ejercicios un crecimiento más intenso que las exportaciones, de modo que la aportación neta del sector exterior va a ser negativa (gráfico 8.2).

Las previsiones con respecto al empleo apenas sufren modificaciones. El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentará un 2,9% en 2015 y un 2,5% en 2016, lo que supone 900.000 puestos de trabajo más en el conjunto de ambos ejercicios. La tasa de desempleo media anual descenderá este año 2,1 puntos porcentuales, hasta el 22,3%, y otros dos puntos el año próximo (gráfico 8.4). Los costes laborales unitarios aumentarán en ambos ejercicios por primera vez desde 2009, si bien por debajo de lo previsto para la zona del euro.

La inflación generada por la economía española, medida por el deflactor del PIB, se mantendrá en tasas moderadas, por debajo del 1% en

Es muy importante que el reciente dinamismo de la inversión y de las manufacturas, resultado de la ganancia de competitividad en costes, se consolide en el tiempo, ya que esta es la vía a través de la cual debe operar el cambio hacia un modelo de crecimiento más equilibrado y sostenible.

los dos años, aunque, debido al descenso de los precios de las importaciones por la caída del pre-

cio del petróleo, la inflación de los precios de consumo será negativa en 2015 (gráfico 8.5).

El superávit de la balanza por cuenta corriente se duplicará este año, alcanzando el 1,2% del PIB, a pesar de la aportación negativa al crecimiento del sector exterior, lo que se explica por la caída del precio del petróleo (gráfico 8.6). Este escenario de previsiones parte de la hipótesis de que el precio del crudo será 54,3 dólares (48,8 euros) de media anual en 2015 y 56 dólares (51,7 euros) en 2016.

Finalmente, la previsión de déficit de las Administraciones públicas (AA.PP.) se ha revisado al alza hasta un 5,2% del PIB este año y un 4% el año próximo, en ambos casos por encima de los objetivos oficiales (4,2% y 2,8% respectivamente).

En conclusión, la recuperación de la economía en el segundo trimestre ha seguido mostrando síntomas de gran fortaleza, destacando, desde la perspectiva de la demanda, el dinamismo de la inversión en capital, y desde la perspectiva de la oferta, el vigor del sector manufacturero. Las perspectivas para la segunda mitad de este año y el año próximo, pese a la desaceleración prevista, siguen siendo favorables. La leve revisión a la baja de las previsiones no responde a un cambio sustancial de escenario, sino que, con respecto a 2015, supone tan solo un ajuste técnico, y con respecto a 2016 es el resultado, además, de la incorporación de unas perspectivas algo más desfavorables para el contexto exterior, pero con un impacto limitado.

No obstante, es muy importante que los dos rasgos mencionados del comportamiento reciente de la economía española –dinamismo de la inversión y de las manufacturas–, resultado de la ganancia de competitividad en costes, se consoliden y se mantengan en el tiempo, ya que esta es la vía a través de la cual debe operar el cambio hacia un modelo de crecimiento más equilibrado y sostenible en el futuro, y hacia un aumento de la capacidad de crecimiento de la economía a largo plazo, es decir, del ritmo de crecimiento potencial.

Principales rasgos de los Presupuestos Generales del Estado de 2016

Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz***

Los Presupuestos Generales del Estado para 2016 tienen como objetivo impulsar el crecimiento y continuar en la senda de la consolidación fiscal. Dicha senda debería permitir alcanzar una situación próxima al equilibrio presupuestario en 2018, una vez que en los Presupuestos de 2016 se contempla, por primera vez desde el inicio de la crisis, un superávit primario del Estado equivalente al 0,35% del PIB. El Gobierno espera que la presión fiscal se mantenga en el 38% del PIB a pesar del impacto de las reformas fiscales del IRPF y del impuesto de sociedades. De hecho, se confía en que el crecimiento en la recaudación de impuestos indirectos y el aumento de las bases imponibles en el IRPF compensen tal reforma. A su vez, el peso del gasto público mantendría su trayectoria descendente respecto al PIB pasando del 43,5% en 2014 al 38,4% en 2018.

Consolidación fiscal e impulso del crecimiento

Con cierta antelación respecto a lo que resulta habitual en la práctica presupuestaria española, el Consejo de Ministros aprobó el pasado 31 de julio el Proyecto de Presupuestos del Estado de 2016¹. El Gobierno se asegura de este modo holgura temporal suficiente para que el preceptivo proceso de discusión y aprobación del Presupuesto tenga lugar antes de que finalice la actual legislatura –las

elecciones generales deberán celebrarse antes del 20 de diciembre de 2015–. Está previsto que la aprobación final del Presupuesto tenga lugar en la semana del 19 al 23 de octubre –al menos dos meses antes de lo acostumbrado–. Dada la mayoría absoluta con la que el Partido Popular gobierna la presente legislatura, apenas se esperan modificaciones sobre el proyecto presentado a discusión en las dos cámaras legislativas.

La ejecución del Presupuesto en los términos en los que será aprobado dependerá, en todo

* Universidad Rey Juan Carlos.

** Universidad Complutense de Madrid.

¹ La Ley General Presupuestaria establece que el Proyecto de Presupuestos será remitido a las Cortes Generales antes del día 1 de octubre del año anterior al que se refiera. Habitualmente, dicho Proyecto se aprueba unos días antes de esa fecha. Por ejemplo, el Proyecto de 2015 fue aprobado en Consejo de Ministros el 26 de septiembre de 2014.

caso, de los resultados de las próximas elecciones generales. En este sentido, los resultados de intención de voto de las numerosas encuestas realizadas hasta la fecha anticipan un clima de incertidumbre política, en cuanto al signo y composición del próximo Gobierno de la nación². Y ahí radica un posible riesgo para el escenario de previsiones de crecimiento, revisado ya recientemente a la baja por Funcas ante la pérdida de dinamismo de la economía mundial, situándolas en el 3,2% en 2015 y en el 2,8% en 2016, es decir, una y dos décimas menos que en las anteriores previsiones.

En este contexto, el propósito de este artículo es ofrecer una panorámica de los principales rasgos del Presupuesto del Estado de 2016³. El dicho Proyecto contiene el detalle de los gastos e ingresos estimados del Estado, Seguridad Social, organismos autónomos y agencias estatales⁴. El Presupuesto de 2016, elaborado al amparo de la *Actualización del Programa de Estabilidad 2015-2018* y del *Plan Nacional de Reformas*⁵, tiene como objetivos impulsar el crecimiento y continuar en la senda de la consolidación fiscal. El escenario macroeconómico utilizado para elaborar el Presupuesto presentado en el cuadro 1 asume un crecimiento moderado tanto de la economía mundial como de la zona del euro aunque con tendencia a incrementarse⁶. En el caso de la zona del euro –principal socio comercial de España con un 65% de las exportaciones–, el crecimiento pasará del 1,5% de 2015 al 1,9% en 2016 como consecuencia del programa ampliado de compra de deuda pública y privada (*Quantitative Easing*) del Banco Central Europeo, de la depreciación del euro y de la evolución del precio del petróleo. Se espera un tipo de cambio dólar-euro de 1,10 en

tanto que el precio medio del barril de petróleo será de 62,5 euros (frente a 55,9 euros de 2015). En este contexto, el crecimiento del PIB previsto por el Gobierno para 2016 será del 3% frente al 3,3% de 2015 y el 1,4% de 2014 confirmando la recuperación de la economía española⁷. Un factor clave en dicho crecimiento será el comportamiento de la demanda nacional para el que se estima un crecimiento del 3% en el consumo de los hogares y del 5,4% en la inversión –tras siete años de ajuste, la inversión en vivienda crecerá un 3,2% en 2015 y el 5,2% en 2016–. El crecimiento de la economía permitirá seguir con la reducción de la tasa de paro que, por primera vez desde el inicio de la crisis, se situará por debajo del 20% (19,7%).

El cuadro 2 muestra las previsiones de déficit para el total de las Administraciones públicas en el período 2016 a 2018. La información refleja que el proceso de consolidación fiscal permitirá alcanzar una situación próxima al equilibrio presupuestario en 2018 (con un déficit del 0,3% del PIB). Para 2016 se fija un déficit máximo del 2,8% del PIB lo que supone una caída de 1,4 puntos respecto de la situación del año anterior –lejos por tanto de -11,0% alcanzado en 2009 en plena crisis económica–. El límite fijado para 2016 coincide con la recomendación de déficit excesivo formulada por la Unión Europea en junio de 2013. El umbral de crecimiento de déficit de la Administración central será del 2,2%, alcanzando el 0,3% tanto en las comunidades autónomas como en la Seguridad Social –las corporaciones locales continuarán en equilibrio presupuestario–. Un aspecto a destacar en los presupuestos de 2016 es la existencia de superávit primario por primera vez desde

² Agravado por las elecciones al Parlamento de Cataluña que se celebrarán el próximo 27 de septiembre.

³ Véase el *Libro amarillo del Proyecto de Presupuestos del Estado de 2016* para un mayor detalle.

⁴ Las 17 comunidades autónomas, 2 ciudades autónomas y los más de 8.000 municipios existentes en España quedan fuera de los Presupuestos Generales del Estado, salvo por las transferencias que reciben.

⁵ Enviados ambos a la Comisión Europea como parte de las obligaciones de los Estados miembros.

⁶ El escenario con el que han sido elaborados los Presupuestos ha sido avalado por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF).

⁷ Estas tasas de crecimiento están en línea con las ofrecidas por el FMI, la OCDE o Funcas. Así, en julio pasado, el FMI elevó sus previsiones de crecimiento situándolas en el 3,1% en 2015 y en el 2,5% en 2016. Tales estimaciones sitúan a España como líder de crecimiento en los países desarrollados. La revisión de las previsiones efectuadas por la OCDE en junio de 2015 fijó el crecimiento del PIB en el 2,9% tanto en 2015 como en 2016. Asimismo, el panel de previsiones de Funcas de septiembre sitúa el crecimiento del PIB de 2015 en el 3,2% y el de 2016 en el 2,8%.

Cuadro 1

Escenario macroeconómico

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|----------|----------|----------|
| <i>Entorno económico</i> | | | |
| PIB mundial (Δ) | 3,4 | 3,5 | 3,9 |
| PIB zona del euro (Δ) | 0,9 | 1,5 | 1,9 |
| Tipo de cambio dólar-euro | 1,33 | 1,1 | 1,1 |
| Euros barril de petróleo Brent (euros) | 99,4 | 61,5 | 68,8 |
| Tipo de interés a corto plazo (3 meses) | 0,2 | 0 | 0 |
| Tipo de interés a largo plazo (10 años) | 2,7 | 2,1 | 2,6 |
| <i>Economía española</i> | | | |
| Consumo final nacional (Δ) | 1,8 | 2,6 | 2,3 |
| Consumo de los hogares (Δ) | 2,4 | 3,4 | 3 |
| Formación bruta de capital (Δ) | 4,2 | 6,2 | 5,4 |
| Demanda nacional (Δ) | 2,2 | 3,3 | 2,9 |
| Exportaciones (Δ) | 4,2 | 5,5 | 6 |
| Importaciones (Δ) | 7,6 | 6 | 6,4 |
| PIB precios de mercado (miles millones €) | 1.058,50 | 1.098,20 | 1.142,50 |
| PIB (Δ) | 1,4 | 3,3 | 3 |
| Deflactor del PIB (Δ) | -0,5 | 0,5 | 1,1 |
| Tasa de paro (%) | 24,4 | 22 | 19,7 |
| Parados (miles) | 5.610,40 | 5.061,70 | 4.537,70 |

Nota: (Δ) crecimiento en tanto por ciento.

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

el inicio de la crisis, con un valor equivalente al 0,35% del PIB. Como se puede ver en el cuadro 3, el nivel de deuda fijado para todas las Administraciones públicas será en 2016 del 98,5% del PIB. El 72,5% del PIB corresponde a la Administración central y a la Seguridad Social, el 22,5%

El nivel de deuda de todas las AA.PP. será en 2016 un 98,5% del PIB, correspondiendo un 72,5% a la Administración central y a la Seguridad Social, un 22,5% a las comunidades autónomas y un 3,4% a las corporaciones locales. El Gobierno espera que la deuda se reduzca 2 puntos de PIB en 2017 y 5,3 puntos en 2018 con la aparición de superávit primario en el conjunto de las AA.PP.

a las comunidades autónomas y el 3,4% restante a las corporaciones locales. El Gobierno espera que

el nivel de deuda se reduzca 2 puntos en 2017 y 5,3 puntos en 2018 con la aparición de superávit primario en el conjunto de Administraciones públicas. Junto a las cifras de déficit y deuda, el Programa de Estabilidad 2015-2018 ofrece estimaciones sobre gasto público y presión fiscal. En este sentido, el Gobierno confía en que la presión fiscal se mantenga en el 38% del PIB a pesar del impacto de las reformas fiscales del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y del impuesto de sociedades (IS) que se expondrán más adelante. De hecho, se espera que el crecimiento en la recaudación por impuestos indirectos y el aumento de las bases imponibles en el IRPF compensen tal reforma. Asimismo, el peso del gasto público en el PIB se reducirá 5 puntos pasando del 43,5 en 2014 al 38,4% en 2018 bajo la hipótesis de que el gasto público crecerá por debajo del PIB.

Cuadro 2

Previsiones de evolución del déficit público, 2016-2018

(En porcentaje del PIB)

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Administración central | -2,2 | -1,1 | -0,2 |
| Comunidades autónomas | -0,3 | -0,1 | 0 |
| Corporaciones locales | 0 | 0 | 0 |
| Seguridad Social | -0,3 | -0,2 | -0,1 |
| TOTAL Administraciones públicas | -2,8 | -1,4 | -0,3 |

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

Cuadro 3

Previsiones de evolución de la deuda pública, 2016-2018

(En porcentaje del PIB)

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Administración central y Seguridad Social | 72,6 | 71,5 | 69,2 |
| Comunidades autónomas | 22,5 | 21,8 | 20,9 |
| Corporaciones locales | 3,4 | 3,2 | 3,1 |
| TOTAL Administraciones públicas | 98,5 | 96,5 | 93,2 |

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

Previsiones de ingresos

Las previsiones de ingresos han sido realizadas asumiendo un crecimiento nominal del PIB del 4% así como un aumento próximo al 1% en las bases impositivas. En este escenario macroeconómico, los ingresos no financieros del Estado se situarán en 2016 en 214.055 millones de euros con un aumento del 3,91% sobre el presupuesto inicial de 2015. Los ingresos tributarios alcanzarán los 193.520 millones de euros que representan el 90,4% de los ingresos no financieros –una cifra muy similar a la de 2015–. Respecto del avance de liquidación de 2015, los últimos datos disponibles mostrados en el cuadro 4 indican que los ingresos tributarios crecerán en 2016 un 6,2% –siendo del 6,8% en los impuestos directos y del 5,6% en los indirectos–. Debe resaltarse, no obstante, que el avance de liquidación de 2015 pronostica recaudaciones ligeramente inferiores a las inicialmente presupuestadas. Concretamente, la desviación será de 1.490 millones en el IRPF, 340 millones en el IVA, 973 millones en el impuesto de sociedades (IS) y 765 millones en los impuestos espe-

ciales (IE), lo que hace un total de 3.568 millones de euros. Por su parte, el Gobierno estima que los ingresos no tributarios caerán en 2016 un 32,5% donde destaca la fuerte caída en la recaudación obtenida por tasas (-56,8%).

Las previsiones de aumento de la recaudación impositiva parecen optimistas si se comparan con el crecimiento esperado del PIB. De hecho, tal incremento de los ingresos solo es posible con una elasticidad de la recaudación al ciclo económico muy elevada, supuesto este que no ha sido refrendado por la evidencia empírica disponible.

Por figuras impositivas, el crecimiento en la recaudación del IRPF será del 5,5%, alcanzará el 4,6% en el IVA, el 10,0% en el IS y el 4,8% en IE. El Gobierno justifica el fuerte crecimiento del IRPF en la favorable evolución de las rentas salariales –se espera un crecimiento del 3% en el empleo asalariado y del 1,4% en las rentas salariales–. Las previsiones de IVA basan su evolución

Cuadro 4

Previsiones de recaudación en 2016

(Millones de euros)

| | Avance Liquidación | Presupuesto | Variación | |
|---|--------------------|----------------|------------|--------------|
| | 2015 (1) | 2016 (3) | Porcentaje | Euros |
| 1. INGRESOS TRIBUTARIOS | 182.256 | 193.520 | 6,2 | 11.264 |
| IRPF | 71.467 | 75.432 | 5,5 | 3.965 |
| IRPF no residentes | 1.711 | 1.988 | 16,2 | 277 |
| Sociedades | 22.604 | 24.868 | 10 | 2.264 |
| IVA | 59.920 | 62.663 | 4,6 | 2.743 |
| Impuestos especiales | 19.129 | 20.053 | 4,8 | 924 |
| Otros ingresos tributarios | 7.425 | 8.516 | 14,7 | 1.091 |
| 2. INGRESOS NO TRIBUTARIOS | 30.421 | 20.535 | -32,5 | -9.886 |
| 3. TOTAL INGRESOS NO FINANCIEROS (1+2) | 212.677 | 214.055 | 0,6 | 1.378 |

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

en la aceleración de los precios y en la mejora del mercado de vivienda. Por su parte, el Gobierno justifica el fuerte crecimiento en la recaudación del IS tanto en la evolución favorable del beneficio de las empresas como por la ampliación de las bases sujetas a gravamen. Por último, el aumento en la recaudación de los IE vendría explicado esencialmente por el fuerte crecimiento del consumo de carburantes y de gas natural. Las previsiones de crecimiento en recaudación impositiva de 2016 parecen ciertamente optimistas si se comparan con el 3% de crecimiento esperado del PIB. De hecho, como señalamos en otras ocasiones (Sanz y Romero, 2014), tal incremento en los ingresos solo es posible con una elasticidad de la recaudación al ciclo económico muy elevada, supuesto este que no ha sido refrendado por la evidencia empírica disponible.

En las previsiones de recaudación se han tenido en cuenta las reformas fiscales de IRPF e IS acometidas en 2015 –la estructura del IVA y de los IE se mantiene inalterada en 2015 y 2016–. Por lo que respecta al *timing* de tales reformas, los planes del Gobierno pasaban por implementar la reforma fiscal de esos dos impuestos en dos fases (para un mayor detalle, ver Sanz y Romero, 2014). La pri-

mera de esas fases entraría en vigor, como así ha sucedido, el 1 de enero de 2015 (Ley 26/2014). La entrada en vigor de la segunda estaba prevista para el 1 de enero de 2016, fuera por tanto de la actual legislatura. Sin embargo, el Gobierno decidió adelantar la segunda fase de la reforma de IRPF a julio de 2015 esgrimiendo como argumentos para tal decisión tanto la buena marcha de la economía, avalada como vimos por el FMI y la OCDE, como de la recaudación, ya que los ingresos tributarios aumentaron un 7,4% hasta mayo. Esta segunda fase de reforma del IRPF se ha orientado, casi exclusivamente, a rebajar nuevamente los tipos de gravamen de las dos tarifas, tanto la general como la del ahorro (Sanz y Romero, 2014)⁸. Consecuentemente, en el IRPF de 2015 conviven cuatro tarifas, dos generales y otras dos del ahorro, que operan en cada caso según la fecha en la que el contribuyente obtiene los rendimientos. No obstante, a efectos de simplificación, el Gobierno ha derogado las dos tarifas existentes antes de la reforma, creando al mismo tiempo una nueva tarifa general y otra nueva del ahorro que serán aplicables a las rentas obtenidas a lo largo de todo el año 2015. Los tipos marginales de estas dos nuevas tarifas se encuentran a medio camino entre los que estuvieron vigen-

⁸ En este contexto se ajustan todas las retenciones. En el caso de los autónomos el tipo pasó del 19% al 15%. Según los cálculos del Gobierno, esta modificación permitirá aumentar la liquidez de los autónomos en una media de 263 euros.

Cuadro 5

Modificaciones de la tarifa del IRPF

| Tarifas | 2014 | Desde 2015 |
|----------------------|---|---|
| General ¹ | (7 tramos) Mínimo: 24,75%; Máximo: 52% | (5 tramos) Mínimo: 19,5%; Máximo: 46% |
| Ahorro | (3 tramos) 21% de 1 a 6.000 euros 25% de 6.001 a 24.000 euros 27% para >24.000 euros | (3 tramos) 19,5% de 1 a 6.000 euros 21,5% de 6.001 a 50.000 euros 23,5% para >50.000 euros |

Nota: ⁽¹⁾ Como suma de los tipos estatal y autonómico.

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

tes hasta julio de 2015 y los que se pretendían implementar en 2016 (Sanz y Romero, 2014). A efectos ilustrativos, el cuadro 5 recoge los tipos vigentes en 2014 y los que finalmente se aplicarán tanto en 2015 como en 2016. Como se puede ver, la tarifa general ha reducido el número de tramos de siete a cinco al tiempo que se han reducido tanto el tipo marginal mínimo (del 24,75% al 19,5%) como el máximo (del 52% al 46%). Por su parte, la tarifa del ahorro mantiene el número de tramos aunque reduce los tipos marginales en todos ellos. Por ejemplo, para los pequeños ahorradores, con rentas inferiores a 6.000 euros, el tipo cae del 21% al 19,5%.

La segunda fase de reforma del impuesto de sociedades se implementará en 2016 continuando con la rebaja de tipos de gravamen iniciada en 2015. Desde 2016, el tipo de gravamen del impuesto, tanto el general como el aplicable a las pequeñas y medianas empresas (pymes)⁹, quedará fijado en el 25%¹⁰. Como se puede ver en el cuadro 6, tras las dos fases de reforma, el tipo general del impuesto se habrá reducido en 5 puntos acercándose de este modo a los tipos estatutarios vigentes en los países de nuestro entorno –la media de la UE-28 fue del 22,9% en 2004– (Eurostat, 2014)¹¹. Tal rebaja de tipos ha sido superior a la acometida en otros países europeos como Finlandia (del 24,5% al 20%), Reino

Unido (del 23% al 21%), Eslovaquia (del 23% al 22%) y Dinamarca (del 25% a 24,5%). Por otra parte, la equiparación del tipo estatutario de las pymes a los del resto de sociedades puede ayudar a aumentar el tamaño de las empresas al suavizar el efecto negativo de la fiscalidad sobre la dimensión. Esto resulta importante en un país como España donde el 92,4% de las empresas tienen menos de 10 asalariados (microempresas), el 6,4% tiene entre 10 y 50 asalariados (pequeñas) y tan solo el 1% tiene entre 50 y 250 asalariados (medianas) (Ministerio de Industria, Energía y Turismo, 2015).

Siguiendo el mandato constitucional, los Presupuestos Generales del Estado incluyen el Presupuesto de Beneficios Fiscales (PBF) cuyo objeto

La merma recaudatoria generada por los beneficios fiscales (exenciones, reducciones, tipos reducidos, etc.) en las principales figuras impositivas (IRPF, IVA, IS e impuestos especiales) será de 32.491 millones en 2016, un 18% de la recaudación prevista.

es ofrecer estimaciones de la merma recaudatoria generada por la existencia de exenciones,

⁹ En España, las pymes son empresas con menos de 250 asalariados y con una facturación inferior a 50 millones de euros.

¹⁰ Una excepción a esta regla son las empresas de nueva creación a las que será de aplicación un tipo del 15% en los primeros 300.000 euros de base imponible.

¹¹ Téngase en cuenta que en 2014 España formaba parte del grupo de países de la UE-15 con los tipos estatutarios más elevados –junto a Bélgica, Francia, Alemania, e Italia–.

Cuadro 6

Modificación de los tipos de gravamen en el impuesto de sociedades

| Categorías | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------|
| Tipo general | 30% | 28% | 25% |
| Tipo pymes | 25% (BI* hasta 300.000 €) | 25% (BI hasta 300.000 €) | 25% |
| | 30% (BI restante) | 28% (BI restante) | |
| Tipo para empresas de nueva creación | | 15% (BI hasta 300.000 €) | |
| | | 20% (BI restante) | |

Nota: *(BI) Base imponible.

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

reducciones, tipos reducidos, etc. A efectos ilustrativos, el cuadro 7 compara los beneficios fiscales de 2015 y 2016 en las cuatro principales figuras impositivas –IRPF, IS, IVA e IE–. En 2016, el menoscabo de ingresos asociado a los beneficios fiscales en esos cuatro impuestos será de 32.491 millones de euros que representan cerca de una quinta parte (17,8%) de los ingresos previstos. El Gobierno estima, no obstante, que los beneficios fiscales se reducirán en 2016 un 15,5% equivalente a 5.944 millones de euros. Tal reducción se explica fundamentalmente por los cambios en la estructura del IRPF que entraron en vigor el 1 de enero de 2015 aunque tendrán efectos en

la liquidación del 2016 –tégase en cuenta que el PBF se elabora con criterio de caja y no de devengo–. Concretamente, los beneficios fiscales en el IRPF se reducirán en 6.907 millones de euros fundamentalmente por el cambio en el diseño de la reducción por rendimientos del trabajo que minorarán los beneficios fiscales en 6.184 millones de euros. Contrariamente, los beneficios fiscales en el IVA aumentarán en 1.038 millones, alcanzando en 2016 el 31% de la recaudación esperada (19.421 millones). Los beneficios fiscales en IVA resultan de las diferentes exenciones (8.074 millones), de la existencia del tipo reducido del 10% (7.916 millones) y del

Cuadro 7

Presupuesto de beneficios fiscales en las principales figuras impositivas

| | Presupuestos 2015 | | | Presupuestos 2016 | | | Variación (%) |
|---|-------------------|-------------------------|------------------|-------------------|-------------------------|------------------|---------------|
| | Recaudación (1) | Beneficios fiscales (2) | Peso (%) (2)/(1) | Recaudación (3) | Beneficios fiscales (4) | Peso (%) (4)/(3) | (4)/(2) |
| Impuesto sobre la renta de las personas físicas | 73.415 | 15.217 | 20,7 | 75.432 | 8.309 | 11,0 | -45,4 |
| Impuesto de sociedades (*) | 23.577 | 3.950 | 16,8 | 24.868 | 3.841 | 15,4 | -2,8 |
| Impuesto sobre el valor añadido | 60.260 | 18.383 | 30,5 | 62.663 | 19.421 | 31,0 | 5,6 |
| Impuestos especiales | 19.894 | 886 | 4,5 | 20.053 | 920 | 4,6 | 3,8 |
| Total | 177.146 | 38.435 | 21,7 | 183.016 | 32.491 | 17,8 | -15,5 |

Nota: (*) Excluidos los territorios forales del País Vasco y Navarra.

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

tipo superreducido del 4% (3.249 millones). Los beneficios fiscales en el IS alcanzan 3.841 millones de euros como consecuencia de diferentes deducciones, reservas, libertad de amortización o tipos reducidos aplicables a las pymes.

Estimaciones de gasto

El cuadro 8 recoge los gastos consolidados de la Administración General del Estado, la Seguridad Social, los organismos autónomos y las agencias estatales. Sus cifras nos ofrecen una panorámica de los objetivos y prioridades perseguidos por el Gobierno tanto en su conjunto como en los cinco grandes bloques de gasto –(i) servicios básicos, (ii) protección social, (iii) bienes preferentes, (iv) actuaciones económicas y (v) actuaciones generales–. El gasto consolidado del Estado será en 2016 de 351.859 millones de euros (capítulos I a VIII) con un crecimiento del 1,2% equivalente a 4.015 millones de euros (0,35% del PIB de 2016)¹². De la totalidad del gasto consolidado, el Estado gestionará el 46,7% de los recursos, la Seguridad Social el 40,0%, los organismos autónomos el 11,4% y el 1,9% restante será gestionado por las agencias estatales y otras entidades del sector público.

Los servicios públicos básicos ofrecidos por el Estado –justicia, defensa, seguridad ciudadana y política exterior– crecerán un 1,4% en 2016 (230,1 millones de euros). El 41% de dicho incremento se destinará a la implantación de la administración electrónica en la justicia cuyo objetivo es la progresiva eliminación del uso del papel –este programa de modernización absorberá 95 millones de euros–.

El gasto social incluye las políticas de protección y promoción social –en esencia pensiones y desempleo– así como el gasto en bienes públicos preferentes –sanidad, educación y vivienda–. Nótese que el gasto en bienes públicos preferentes es mucho menor que los de protección

y promoción social al tratarse de servicios cuyas competencias están transferidas a las comunidades autónomas. El gasto social aumentará en 720 millones de euros con una variación del 0,4%. Las partidas con un mayor peso en el gasto social, pensiones y prestaciones por desempleo, tendrán comportamientos muy diferentes en 2016. Concretamente, las pensiones, que representan el 71,9% del gasto social, aumentarán en 3.790 millones de euros. Por su parte, la prestación por desempleo, cuyo peso es del 10,5%, se reducirá en 5.480 millones de euros.

Las pensiones absorberán el 38,5% del gasto consolidado de 2016, por un importe de 135.449 millones de euros, con un crecimiento del 2,9%. Tal variación es consecuencia del aumento en el número de pensionistas, del incremento de la pensión media –las nuevas son un 37% más elevadas que las de los que fallecen – y de la revalorización del 0,25%.

El cuadro 8 recoge el pago de pensiones, tanto de carácter contributivo como no contributivo, incluyendo las denominadas “clases pasivas” –en el que se encuadran las pensiones recibidas por los funcionarios públicos– así como las pensiones de viudedad y orfandad. En conjunto, las pensiones absorberán el 38,5% del gasto consolidado del Estado de 2016 por un importe de 135.448 millones de euros con un crecimiento del 2,9%. Tal variación es consecuencia del aumento en el número de pensionistas, del incremento en la pensión media –las nuevas pensiones son en media un 37% más altas que las de los pensionistas que fallecen– y de la revalorización del 0,25%. La cifra total de gasto en pensiones se compone de 118.941 millones de euros por pensiones contributivas de la Seguridad Social (87,8% del total), 13.460 millones por las pensiones de clases pasivas (9,9%) y el resto por las pensiones no contributivas.

¹² El límite de gasto no financiero del Estado para 2016 es de 123.394 millones de euros con una caída del 4,4% respecto al Presupuesto del año anterior. Esta reducción se debe a la menor carga financiera de los intereses de la deuda y a la reducción del gasto en prestaciones por desempleo.

Cuadro 8

Presupuestos de Gastos del Estado Consolidados (Capítulos I a VIII). Distribución por políticas de gasto

| <i>Políticas</i> | <i>Presupuesto inicial 2015 (millones €)</i> | <i>Peso (%)</i> | <i>Presupuesto inicial 2016 (millones €)</i> | <i>Peso (%)</i> | <i>Variación (millones €)</i> | <i>Variación (%)</i> |
|--|--|---------------------|--|---------------------|-----------------------------------|--------------------------|
| 1. Servicios públicos básicos | | | | | | |
| Total (Justicia, Defensa, Seguridad ciudadana y Política exterior) | 16.485,4 | 4,7 | 16.715,5 | 4,8 | 230,1 | 1,4 |
| 2. Protección y promoción social | | | | | | |
| Total | 180.524,1 | 51,9 | 180.840,9 | 51,4 | 316,8 | 0,2 |
| Pensiones | 131.658,9 | 37,9 | 135.448,9 | 38,5 | 3.790,0 | 2,9 |
| Desempleo | 25.300,0 | 7,3 | 19.820,9 | 5,6 | -5.479,1 | -21,7 |
| Otras prestaciones | 23.565,2 | 6,7 | 25.571,1 | 7,3 | 2.005,9 | 8,5 |
| 3. Bienes públicos preferentes | | | | | | |
| Total | 6.883,6 | 2,0 | 7.289,1 | 2,1 | 405,5 | 5,9 |
| Sanidad | 3.861,5 | 1,1 | 4.001,6 | 1,1 | 140,1 | 3,6 |
| Educación | 2.273,0 | 0,7 | 2.483,9 | 0,7 | 210,9 | 9,3 |
| Cultura | 749,0 | 0,2 | 803,5 | 0,2 | 54,5 | 7,3 |
| 4. Actuaciones de carácter económico | | | | | | |
| Total | 30.374,3 | 8,7 | 28.373,3 | 8,1 | -2.001,0 | -6,6 |
| Agricultura, pesca y alimentación | 8.579,9 | 2,5 | 7.438,2 | 2,1 | -1.141,7 | -13,3 |
| Industria y energía | 6.027,7 | 1,7 | 5.455,0 | 1,6 | -572,7 | -9,5 |
| Comercio, turismo y pymes | 963,3 | 0,3 | 982,6 | 0,3 | 19,3 | 2,0 |
| Subvenciones al transporte | 1.339,4 | 0,4 | 1.424,0 | 0,4 | 84,6 | 6,3 |
| Infraestructuras | 6.150,0 | 1,8 | 5.982,8 | 1,7 | -167,2 | -2,7 |
| I+D e innovación | 6.395,4 | 1,8 | 6.425,1 | 1,8 | 29,7 | 0,5 |
| Resto | 927,4 | 0,3 | 665,6 | 0,2 | -261,8 | -28,2 |
| 5. Actuaciones de carácter general | | | | | | |
| Total | 113.563,9 | 32,7 | 118.640,1 | 33,7 | 5.076,2 | 4,5 |
| Transferencias a otras Administraciones públicas | 47.161,8 | 13,6 | 48.794,0 | 13,9 | 1.632,2 | 3,5 |
| Deuda pública | 35.490,0 | 10,2 | 33.490,0 | 9,5 | -2.000,0 | -5,6 |
| Resto | 30.928,9 | 8,8 | 33.656,1 | 10,3 | 5.427,2 | 17,5 |
| TOTAL CAPÍTULOS I a VIII | 347.843,4 | 100,0 | 351.859,0 | 100,0 | 4.015,60 | 1,2 |
| Gasto social (2+3) | 187.409,8 | 53,9 | 188.130,0 | 53,5 | 720,2 | 0,4 |
| Gasto social sin desempleo | 162.109,8 | 46,6 | 168.309,1 | 47,8 | 6.199,3 | 3,8 |

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

El pago por prestaciones desempleo ascenderá en 2016 a 19.821 millones destinándose el 60% a prestaciones contributivas y estimándose el número de beneficiarios en 751.440. El 40% restante se destinará a prestaciones no contributi-

vas incluida la renta agraria. En conjunto, el gasto estimado en protección del desempleo se reducirá en 2016 en 5.480 millones de euros por la buena evolución del mercado de trabajo¹³. Así, en los datos de la Encuesta de Población Activa del

¹³ Debe tenerse en cuenta, no obstante, que se ha producido un trasvase de beneficiarios desde los programas de prestaciones por desempleo a otros programas como la renta activa de inserción –dirigida a desempleados con dificultades económicas que acepten formar parte de programas de inserción laboral– o el programa de activación para el empleo –destinado a desempleados de larga duración–.

segundo trimestre de 2015 se han contabilizado 437.000 parados menos y 513.500 ocupados más que en todo 2014. Por este motivo, se espera que la tasa de paro baje hasta el 19,7% en 2016 siendo la primera vez desde el cuarto trimestre de 2010 que se sitúe por debajo del 20% —la tasa de paro alcanzó un máximo del 26,94% en el primer trimestre de 2013—.

Las actuaciones de carácter económico incluyen una amplia variedad de políticas en sectores productivos de la economía como agricultura, industria, turismo, energía transporte, infraestructuras e I+D. Estos gastos ascenderán en 2016 a 28.373 millones de euros con una disminución del 6,6% (2.001 millones de euros). La dotación presupuestaria disminuirá en agricultura, ganadería y pesca (1.141 millones de euros), industria y energía (572 millones) e infraestructuras (167 millones). La reducción del gasto en agricultura (13,3%) se explica por la finalización en 2015 de los programas europeos FEAGA y FEDER —el 88% de estas políticas se financian con fondos europeos—. La inversión pública en infraestructuras, que es un instrumento básico para dinamizar el crecimiento y la productividad, disminuirá un 2,7% respecto a 2015. Esa cifra sería, no obstante, prácticamente igual a la de 2015 si se tuvieran en cuenta las inversiones del sector público empresarial. Contrariamente, la dotación presupuestaria aumentará en comercio, turismo y pymes (19,3 millones), subvenciones al transporte (84,6 millones) e inversión en investigación, desarrollo e innovación (I+D+i) (29,7 millones). En el caso de la I+D+i civil, la dotación presupuestaria se incrementará en 125 millones de euros mientras que la de carácter militar se reducirá en 95,8 millones. Dentro de este grupo deben destacarse los 3.895 millones de euros que se destinarán a financiar los costes del sistema eléctrico —parte se financia con un impuesto a la producción eléctrica creado en 2012 y otra parte con la subasta de derechos de emisión de gases de efecto invernadero—.

Finalmente, el gasto en actuaciones de carácter general será en 2016 de 118.640 millones de euros con un crecimiento del 4,5%. En este grupo se incluyen las transferencias a comunidades autónomas y entidades locales (48.794 millones) y los gastos financieros de la deuda pública (33.490 millones), los gastos de personal y asesoramiento del Estado (633 millones en 2016), los servicios de carácter general formado por un total de 25 programas de diferente índole¹⁴ (34.065 millones) y los gastos en administración tributaria y financiera¹⁵ (1.656 millones). Una cuestión a destacar dentro de este grupo es la disminución de 2.000 millones en los intereses de la deuda pública con una caída del 5,6%. Tal descenso se explica esencialmente por la reducción en el nivel de endeudamiento. Para el conjunto de la Administración central y de la Seguridad Social, el nivel de deuda pasará del 76,3% en términos del PIB en 2015 al 72,6% en 2016 —para todas las Administraciones Públicas, tal bajada será del 101,7% al 98,5%—. El Gobierno espera que la deuda conjunta de la Administración central y de la Seguridad Social seguirá reduciéndose en los siguientes años alcanzando el 69,2% del PIB en 2018 (93,2% para el conjunto de las Administraciones públicas).

Presupuesto del Estado

El presupuesto de gastos del Estado para 2016 ascenderá a 190.428 millones de euros (capítulos I a VIII) con una variación respecto de 2015 del 0,25%. Como se muestra en el cuadro 9, el 36,9% del gasto del Estado irá destinado al conjunto de departamentos ministeriales, el 21,5% a las transferencias a comunidades autónomas y corporaciones locales, el 21,3% a los intereses de la deuda y el 8,6% a las pensiones de los funcionarios. Como resultado del proceso de consolidación fiscal, el presupuesto de los departamentos ministeriales se ha ido reduciendo desde los 79.208 millones

¹⁴ Como por ejemplo, formación de personal de las Administraciones públicas, publicidad de las normas legales, servicios de transporte de los ministerios, gestión del patrimonio del Estado, elaboración y difusión de estadísticas, elecciones y partidos políticos, etcétera.

¹⁵ Esta partida incluye, entre otros, gastos en previsión económica, sistema público contable, aplicación y gestión del sistema tributario, gestión del catastro inmobiliario y resolución de reclamaciones económico-administrativas.

Cuadro 9

Presupuestos de Gastos del Estado (Capítulos I a VII). Distribución por Secciones

| Capítulos | Presupuesto inicial 2015 (millones €) | Peso (%) | Presupuesto inicial 2016 (millones €) | Peso (%) | Variación (millones €) | Variación (%) |
|--|---|--------------|---|--------------|---------------------------|------------------|
| Órganos constitucionales | | | | | | |
| Casa del Rey, Cortes Generales, Tribunal de Cuentas, Tribunal Constitucional, etc. | 358,5 | 0,2 | 313,5 | 0,2 | -45,0 | -12,5 |
| Deuda pública | | | | | | |
| Intereses de la Deuda | 35.490,0 | 21,9 | 33.490,0 | 21,3 | -2.000,0 | -5,6 |
| Pensiones de funcionarios | | | | | | |
| Clases Pasivas | 13.184,89 | 8,1 | 13.651,43 | 8,7 | 466,5 | 3,5 |
| Ministerios | | | | | | |
| Asuntos Exteriores y Cooperación | 1.028,6 | 0,6 | 1.131,6 | 0,7 | 103,0 | 10,0 |
| Justicia | 1.470,6 | 0,9 | 1.628,7 | 1,0 | 158,1 | 10,8 |
| Defensa | 5.759,8 | 3,6 | 5.962,0 | 3,8 | 202,2 | 3,5 |
| Hacienda y Administraciones públicas | 2.168,0 | 1,3 | 2.337,5 | 1,5 | 169,5 | 7,8 |
| Interior | 7.409,2 | 4,6 | 7.482,2 | 4,8 | 73,0 | 1,0 |
| Fomento | 4.970,9 | 3,1 | 5.158,7 | 3,3 | 187,8 | 3,8 |
| Educación, cultura y deporte | 2.756,0 | 1,7 | 2.918,6 | 1,9 | 162,6 | 5,9 |
| Empleo y Seguridad Social | 22.416,4 | 13,8 | 16.592,4 | 10,6 | -5.824,0 | -26,0 |
| Industria, Energía y Turismo | 5.736,8 | 3,5 | 4.894,9 | 3,1 | -841,9 | -14,7 |
| Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente | 1.841,5 | 1,1 | 1.868,9 | 1,2 | 27,4 | 1,5 |
| Presidencia del Gobierno | 437,2 | 0,3 | 467,4 | 0,3 | 30,2 | 6,9 |
| Sanidad Servicios Sociales e Igualdad | 1.914,7 | 1,2 | 2.029,1 | 1,3 | 114,4 | 6,0 |
| Economía y Competitividad | 2.300,8 | 1,4 | 2.858,7 | 1,8 | 557,9 | 24,2 |
| Gastos de diversos ministerios | 2.734,4 | 1,7 | 2.820,2 | 1,8 | 85,8 | 3,1 |
| TOTAL ministerios | 62.946,5 | 38,9 | 58.150,9 | 36,9 | -4.794,0 | -7,6 |
| Otras relaciones financieras entes territoriales | | | | | | |
| Fondos de compensación interterritorial | 582,4 | 0,4 | 582,4 | 0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Relaciones financieras con la UE | 12.921,9 | 8,0 | 13.757,6 | 8,8 | 835,7 | 6,5 |
| Fondo de contingencia | 2.581,2 | 1,6 | 2.467,8 | 1,6 | -113,4 | -4,4 |
| Sistemas de financiación de entes territoriales | 32.932,6 | 20,3 | 33.796,7 | 21,5 | 864,1 | 2,6 |
| Total capítulos I a VII | 161.992,2 | 100,0 | 157.190,7 | 100,0 | -4.800,7 | -3,0 |

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

de euros de 2011 a los 58.150 de 2016 lo que equivale a una reducción de 21.058 millones (con una caída del 26,5%). En ese mismo período, los gastos financieros recogidos en los Presupuestos han aumentado desde 27.420 millones de 2012 a

los 33.490 esperados de 2016 con un incremento de 6.070 millones (el aumento es del 22,13%). El ministerio que en 2016 gestionará un mayor volumen de recursos será el de Empleo y Seguridad (10,6%) al ser el encargado del pago de

las prestaciones por desempleo a través del Servicio Estatal de Empleo. Le siguen los ministerios de Interior (4,8%), Defensa (3,8%) y Fomento (3,3%). El gasto crecerá en 2016 en la mayoría de los ministerios siendo los de Economía (24,2%), Justicia (10,8%) y Asuntos Exteriores (10%) los que experimenten mayores aumentos. El gasto se reducirá en 2016 en los ministerios de Empleo y Seguridad Social (26%) e Industria, Energía y Turismo (14,7%).

Presupuesto de la Seguridad Social

El gasto de la Seguridad Social se situará en 2016 en 140.946 millones de euros siendo el incremento del 3,5% (cuadro 10). Como se expuso antes, tal variación es consecuencia del aumento en el número de pensionistas, del incremento de la pensión media de los nuevos pensionistas y de la revalorización del 0,25% para las pensiones en vigor. El 94,1% del gasto de la Seguridad Social corresponde a las transferencias corrientes a las familias que incluyen la cobertura de las pensiones, contributivas y no contributivas, la incapacidad temporal, la maternidad y el riesgo durante el embarazo, la protección familiar, el cese de actividad de los trabajadores autónomos y otras prestaciones económicas. Las pensiones contributivas suponen el grueso de las transferencias corrientes estimándose un gasto en 2016 de 118.941 millones de euros con un incremento anual del 2,8%. Dentro de las pensiones contributivas, las más cuantiosas son las de jubilación

(83,561 millones), seguida de lejos de las de viudedad (21,040 millones), incapacidad (12,235 millones) y orfandad (2,103).

La principal fuente de financiación de la Seguridad Social son las cotizaciones soportadas por empresarios y trabajadores que representan el 83,2% del total de ingresos. Las mayores aportaciones son las realizadas por los cotizantes del Régimen General de la Seguridad Social. Los empresarios aportan una cantidad equivalente al 23,6% del salario bruto pagado a los empleados mientras que las cotizaciones de los trabajadores suponen el 4,7% de dicho salario. Los ingresos por cotizaciones en 2016 ascenderán a 117.242 millones de euros con un incremento del 6,7% respecto al año anterior. El Gobierno justifica este fuerte crecimiento por la interacción de cuatro factores. Primero, por la evolución del número de afiliados a la Seguridad Social observado desde 2014, tanto en el Régimen General de la Seguridad Social como en el Régimen Especial de Trabajadores Autónomos –se estima que la mejora del empleo impulsará la recaudación por cuotas de los asalariados un 8,3%–. Segundo, por la evolución favorable tanto de las previsiones de crecimiento económico (4% nominal), como de los niveles de empleo (3%) y de las bases máximas de cotización (1%). Tercero, por el incremento esperado en la remuneración media de los asalariados (1,4%). Y finalmente, en las mejoras en la lucha contra el fraude. Por otra parte, debe señalarse que la Seguridad Social completa su finan-

Cuadro 10

Desglose de las principales partidas de gasto de la Seguridad Social

| Partidas | Presupuesto inicial 2015 (millones €) | Peso (%) | Presupuesto inicial 2016 (millones €) | Peso (%) | Variación (%) |
|---|---|-------------|---|-------------|------------------|
| Total suma de ingresos capítulos I a VIII | 136.117,0 | – | 140.945,7 | – | 3,5 |
| Transferencias corrientes | 128.615,4 | 100,0 | 132.751,1 | 100,0 | 3,2 |
| Pensiones contributivas | 115.669,2 | 89,9 | 118.941,7 | 89,6 | 2,8 |
| Pensiones no contributivas | 2.242,5 | 1,7 | 2.290,8 | 1,7 | 2,2 |
| Incapacidad temporal | 4.972,7 | 3,9 | 5.397,9 | 4,1 | 8,6 |
| Maternidad, embarazo y lactancia | 2.098,2 | 1,6 | 2.203,9 | 1,7 | 5,0 |
| Atención a la dependencia | 1.092,2 | 0,8 | 1.167,2 | 0,9 | 6,9 |
| Resto de transferencias | 2.570,3 | 2,0 | 2.749,6 | 2,0 | 7,0 |

Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2016.

ciación con las aportaciones del Estado. La cuantía de dichas aportaciones será en 2016 de 13.160 millones de euros con un incremento del 0,7%. Dicha cantidad se destina fundamentalmente a la cobertura de los complementos a las pensiones mínimas alcanzando en 2016 una cifra de 7.409 millones.

Presupuesto de organismos autónomos y agencias estatales

El Presupuesto del Estado incluye un total de 59 organismos autónomos –que operan en una gran cantidad de ámbitos de la actividad pública– y nueve agencias estatales –cuyo rasgo diferenciador es la autonomía y flexibilidad de gestión–. Si atendemos al volumen de recursos que gestionan, los organismos autónomos más relevantes son el Servicio Público de Empleo Estatal –que se encarga del pago de las prestaciones por desempleo– con un presupuesto de 25.175 millones de euros, el Fondo de Garantía Agraria (6.913 millones) y la Mutualidad de Funcionarios Civiles del Estado (1.672 millones). En cuanto a las agencias estatales, el *ranking* en el volumen de recursos gestionados corresponde al Consejo Superior

de Investigaciones Científicas (630 millones), la Agencia Española de Cooperación Internacional (252 millones) y la Agencia Estatal de Meteorología (122 millones). En conjunto, el presupuesto asignado a organismos autónomos y agencias estatales será en 2016 de 41.842 millones de euros con una caída del 13,04%. El 80,7% de tal reducción se explica esencialmente por la caída en los gastos por prestaciones de desempleo.

REFERENCIAS

- EUROSTAT (2014), *Taxation trends in the European Union. Data for the EU Member States, Iceland and Norway*, Luxembourg.
- MINISTERIO DE HACIENDA y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (2015), *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales de Estado 2016*, Madrid.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA, ENERGÍA Y TURISMO (2015), *Retrato de las Pyme 2015*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- SANZ, J.F. y ROMERO, D. (2014), "Principales rasgos de los Presupuestos Generales del Estado para 2015", *Cuadernos de Información Económica*, 243:13-23.

Presupuestos Generales del Estado 2016: entre la consolidación fiscal y el ciclo electoral*

Santiago Lago Peñas**

Los Presupuestos Generales del Estado para 2016 (PGE2016) se mueven, por una parte, entre la voluntad de hacer compatibles la obligada consolidación fiscal y las medidas presupuestarias propias de un escenario electoral, y se enfrentan, por otra, a una posible modificación de su contenido en el caso de producirse un cambio de Gobierno tras las elecciones generales. Una leve reducción del gasto público, unida al aumento de los ingresos, daría lugar a una disminución del déficit de la Administración central en línea con los objetivos previstos. Sin embargo, la ejecución presupuestaria en la primera mitad de 2015 parece anticipar un déficit conjunto de las Administraciones públicas superior al fijado como objetivo. De nuevo las comunidades autónomas aparecen como el factor más perturbador, aunque las desviaciones más recientes en el caso de la Seguridad Social y las perspectivas demográficas a medio y largo plazo deberían hacer reflexionar sobre la necesidad de arbitrar nuevas fórmulas de financiación.

Los Presupuestos Generales del Estado para 2016 (PGE2016) son los primeros de la democracia cuya elaboración se adelanta de forma muy significativa: un trimestre. Este hecho y la decisión del Gobierno central de agotar la legislatura y convocar las elecciones generales en diciembre de 2015 condicionan y dan sustancia al debate político y al contenido presupuestario. Por dos razones. Primero, porque el Gobierno se ve obligado a casar la necesaria y obligada consolidación fiscal en marcha con medidas presupuestarias que permitan incrementar su popularidad. Y ello en

un escenario demoscópico que apunta como un imposible la reedición de una mayoría absoluta en el Congreso de los Diputados y hace probable una pérdida sustancial de apoyo electoral. Segundo, porque de producirse un cambio de Ejecutivo, los PGE2016 podrían ser modificados de forma muy sustancial ya en el primer trimestre del ejercicio. Si el primer aspecto puede restar credibilidad al encaje de gastos e ingresos, el segundo incrementa la incertidumbre sobre su ejecución. En el otro lado del balance, la fuerte aceleración del crecimiento económico en 2015 y 2016 ayuda a

¹ Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez (GEN) y los comentarios de Eduardo Bandrés. No obstante, la responsabilidad del trabajo es mía exclusiva.

** Catedrático de Economía Aplicada y Director de GEN, Universidad de Vigo.

que las cuentas cuadren y los objetivos de déficit puedan cumplirse.

El artículo se organiza en tres secciones. En el siguiente epígrafe comentamos someramente las grandes cifras del presupuesto y evaluamos la consistencia de las cifras presupuestarias. En el tercer apartado se analiza su encaje en el Programa de Estabilidad del Reino de España 2015-2018. Finalmente, se identifican algunos factores críticos para su ejecución y, en general, para el cumplimiento de los objetivos de déficit público para el conjunto de las Administraciones públicas (AA.PP.)

Las grandes cifras del presupuesto

En el cuadro 1 aparecen recogidas las tasas de variación del presupuesto para diversos agregados de gastos e ingresos públicos². Las cifras corresponden al presupuesto consolidado de la Administración central, que incluye a la Seguridad Social y una parte de los presupuestos de comunidades autónomas (CC.AA.) y corporaciones locales, la que tiene que ver con los diversos bloques de

transferencias. Los ingresos por tributos cedidos total o parcialmente (IVA, IRPF, impuestos especiales) no son incluidos. En términos de PIB, el gasto no financiero presupuestado (314.488 millones de euros) equivale al 27,5% del PIB español y supone algo más de la mitad del gasto público en España, una vez que se descuentan las transferencias a las administraciones subcentrales para evitar los problemas de doble contabilización. Por ello y aunque es verdad que dejamos fuera una parte sustancial del sector público español, los PGE2016 permiten aproximarnos a la dinámica presupuestaria global y su coherencia con los objetivos de déficit público.

Lo primero a resaltar es que los Presupuestos no son expansivos. Más bien al contrario. Con un crecimiento nominal del PIB previsto del 4% (3% crecimiento real y 1,1% de crecimiento del deflactor del PIB), el gasto no financiero total cae un -0,3%, lo que resulta de combinar una fuerte reducción del gasto de capital (-11,4%) y un leve crecimiento del corriente (0,3%). En este segundo caso, destaca sobremanera la subida de la remuneración de asalariados (4%), fruto de una subida salarial proyectada del 1%, el pago de la mitad pendiente de la paga extra de 2012 y el incremento en la tasa de reposición de funcionarios. Por su parte, los pagos por intereses descienden de forma notable (-5,6%), como consecuencia del abaratamiento en las emisiones de nueva deuda. Por el lado de los ingresos, contrasta el leve incremento de la recaudación impositiva prevista (0,3%) con el vigoroso repunte previsto para las cotizaciones sociales (6,5%). También es reseñable el divorcio entre la evolución de los ingresos de la Administración central y los recaudados por la Agencia Tributaria (AEAT), que aumentan un 4%. La explicación no se hallaría en el impuesto sobre sociedades, exclusivo del Estado, que crece al 5,5%. Las rebajas fiscales aprobadas por el Gobierno central y ya en marcha serían un factor explicativo, pero no exclusivo. Como se exponía en Lago-Peñas (2015b), haber optado por una previsión de ingresos en la parte baja del intervalo de confianza podría ser indicativo de futuras

Cuadro 1

Tasas de variación de diversos agregados presupuestarios consolidados. Presupuestos iniciales

(Porcentaje)

| Agregado presupuestario | Variación 2016/2015 |
|-------------------------------|---------------------|
| Impuestos | 0,3 |
| Cotizaciones sociales | 6,5 |
| Total ingresos no financieros | 2,8 |
| Gasto de personal | 4,0 |
| Gastos financieros | -5,6 |
| Gasto corriente | 0,3 |
| Gasto de capital | -11,4 |
| Total gasto no financiero | -0,3 |
| Pro-memoria: PIB nominal | 4,0 |

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

² Para un análisis pormenorizado de los PGE2016 remitimos al lector al trabajo de José Felix Sanz y Desiderio Romero en este mismo número.

rebajas impositivas no expresamente recogidas en los PGE2016. Las declaraciones del ministro de Hacienda en la presentación de los Presupuestos refuerzan esta tesis³.

Los Presupuestos 2016 no son expansivos, más bien al contrario. Con un crecimiento nominal del PIB previsto del 4%, el gasto no financiero total cae un -0,3%, mientras que los ingresos no financieros aumentan un 2,8%. En consecuencia, el déficit de la Administración central se reduciría desde el 2,9% hasta el 2,2% del PIB.

En conjunto, los ingresos no financieros aumentan al 2,8%, significativamente menos que el PIB nominal, pero sustancialmente por encima de los gastos. Como resultado, el déficit público de la Administración central se reduciría en el importe previsto en el Programa de Estabilidad 2015-2018, desde el 2,9% hasta el 2,2% del PIB.

En definitiva, las medidas populares destinadas al conjunto de ciudadanos (como la rebaja en el

IRPF) o focalizadas en determinados colectivos (por ejemplo, las mejoras salariales y de otro tipo a los empleados públicos) se encajan en el presupuesto para que las cifras globales mantengan el tono contractivo de la política fiscal, se cumpla con los objetivos de déficit y se siga en la senda de rápida reducción del peso del gasto sobre el PIB. A ello nos referimos en el siguiente apartado.

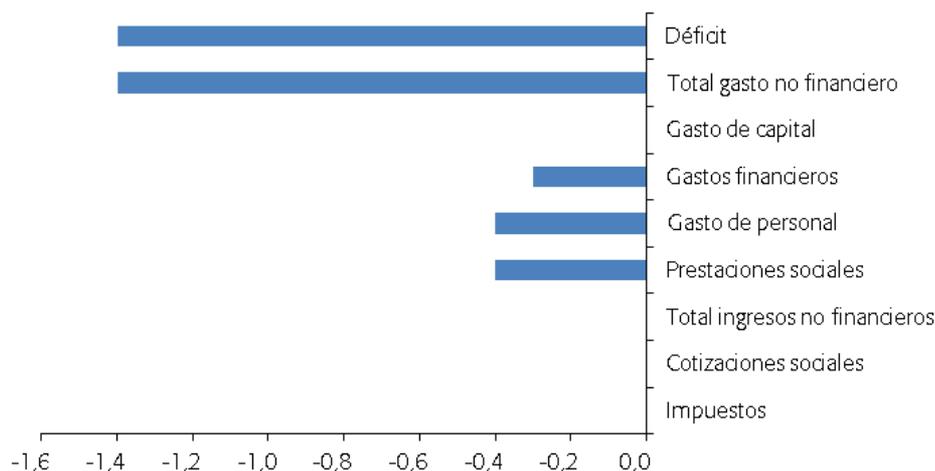
PGE2016 y Programa de Estabilidad 2015-2018

Aunque ya hemos anticipado que los PGE2016 respetan los objetivos de déficit para la Administración central contenidos en el escenario que dibuja el Programa de Estabilidad 2015-2018, resulta interesante analizar si la ruta es la prevista o existen disparidades notables, aun teniendo presente que los PGE2016 no incluyen los presupuestos de las administraciones subcentrales. El gráfico 1 recoge la variación prevista en varios agregados presupuestarios de gasto e ingreso público entre 2015 y 2016. La reducción prevista del déficit es

Gráfico 1

Descomposición del ajuste presupuestario del 2015 al 2016 contemplado en el Programa de Estabilidad del Reino de España 2015-2018

(En porcentaje del PIB)



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

³ http://economia.elpais.com/economia/2015/08/04/actualidad/1438679903_965091.html.

de 1,4% del PIB, que recaería exclusivamente sobre el lado del gasto. Tanto los impuestos como las cotizaciones sociales mantendrían su peso sobre el PIB. Las dos principales partidas de ajuste serían la de gastos de personal y las prestaciones sociales, que se reducirían -0,4 puntos porcentuales cada una. En este segundo caso, la principal explicación se encontraría en lo que ocurre con las prestaciones por desempleo, por la reducción en la tasa de paro y el agotamiento de prestaciones. La tercera partida más relevante para el ajuste a la baja sería la de los intereses de la deuda (-0,3%); los gastos de capital se mantendrían y el 0,3% restante se explicaría por crecimientos del gasto corriente por debajo del aumento del PIB nominal.

Al comparar el gráfico 1 con el cuadro 1 las cifras globales de gastos e ingresos no financieros encajan. Frente a un crecimiento del PIB nominal del 4%, los gastos no financieros caen y los ingresos aumentan cerca del 3%. Teniendo en cuenta lo apuntado para los tributos gestionados por la Agencia Estatal de la Administración Tributaria (AEAT) para las haciendas subcentrales, el crecimiento previsto de los ingresos para el conjunto de las AA.PP. se aproximaría a ese 4%. También encaja la partida de intereses de la deuda. Por su parte, las cotizaciones sociales aumentarían su peso en el PIB de cumplirse las previsiones del Gobierno. Donde las desviaciones respecto a lo anunciado son más notables es en los gastos de capital y la remuneración de asalariados públicos. Frente a un crecimiento similar al del PIB, los PGE2016 contemplan una caída notable del gasto de capital. Inversiones y transferencias de capital se reducen un 11,4%. Y, en sentido contrario, frente a una marcada minoración en el peso del gasto de personal prevista en el Programa de Estabilidad 2015-2018, la Administración Central prevé un crecimiento de la partida similar al del PIB nominal en 2016. Aunque es cierto que el empleo público en las administraciones subcentrales es muy superior en volumen y queda por ver cuáles son las decisiones que adoptan, la señal que envían los PGE2016 es claramente expansiva.

Probablemente los objetivos de reducción en gasto de personal contenidos en el Programa de

Estabilidad 2015-2018 sean excesivos y difícilmente compatibles con el mantenimiento de la calidad de los servicios públicos, sobre todo sin una reforma en profundidad de la función pública que reasigne recursos y mejore los incentivos.

Compensar las subidas salariales previstas con caídas adicionales en una inversión pública que ha experimentado severos recortes desde 2010 plantea desafíos en el medio y largo plazo para los fundamentales de la economía española.

Pero compensar las subidas salariales con caídas adicionales en una inversión pública que ha experimentado severos y sucesivos recortes desde 2010 plantea también desafíos en el medio y largo plazo para los fundamentales de la economía española. La revisión del Programa de Estabilidad parece inevitable, al menos en este punto.

Sobre la ejecución presupuestaria: previsiones para 2015 y perspectivas para 2016

El escenario macroeconómico es favorable para el cumplimiento de los objetivos de déficit para 2016. Las previsiones del Gobierno para 2015 y el año que viene están en línea con las de organismos internacionales y entidades españolas oficiales y privadas; y son razonables para los organismos públicos españoles independientes (Banco de España, 2015; AIReF, 2015b). Sobre todo y dada la aceleración que está experimentado el crecimiento del PIB, en aquellos casos en los que las revisiones son más recientes. Como muestra el cuadro 2, la expansión del PIB real en 2015 (3,3%) es similar a la última estimación de Funcas y del Consenso de esta misma fundación (3,2%) y cercana a la cifra que proporciona el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de España (3,1%). Para 2016 las diferencias son similares y solo el FMI y la Comisión Europea (2,5% y 2,6% respectivamente) se alejan significativamente del 3% previsto por el Gobierno. En

todo caso y de nuevo, cabe esperar que la diferencia se estreche cuando se proceda a las revisiones en el tercer trimestre de 2015. Este crecimiento del PIB real y un aumento del deflactor del PIB de 0,5% en 2015 y de 1,1% en 2016 van a ayudar al cumplimiento de los objetivos por su efecto positivo sobre estabilizadores automáticos como el seguro por desempleo, sobre la recaudación impositiva y las cotizaciones sociales –aunque en este caso en menor medida, como más adelante se verá– y sobre el denominador de los objetivos de déficit y deuda pública, al venir expresados como porcentaje del PIB.

Cuadro 2

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

(Porcentaje)

| | 2015 | 2016 |
|--------------------------------------|------|------|
| PGE2015 | 3,3 | 3,0 |
| 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 (Junio 2015) | 3,1 | 2,7 |
| Funcas (Septiembre 2015) | 3,2 | 2,8 |
| Consenso Funcas (Septiembre 2015) | 3,2 | 2,8 |

Fuente: Elaboración propia.

No obstante, este vector claramente positivo viene acompañado por otros que plantean dudas e incertidumbres. En concreto hay que referirse a tres. Primero, el cierre del ejercicio actual. Segundo, el comportamiento y control presupuestario de los gobiernos subcentrales y la Seguridad Social. Y tercero, la posibilidad de cambio de Ejecutivo como consecuencia de las elecciones generales en diciembre.

Existen dudas sobre el cumplimiento de objetivos de déficit para 2015 y, de ahí, sobre la dimen-

sión del ajuste en 2016 para alcanzar el déficit comprometido en 2016. En este caso, la referencia fundamental es el informe de cumplimiento esperado de la AIReF (2015a). En síntesis, alcanzar el objetivo de déficit para 2015 es muy difícil. En lo fundamental está ocurriendo lo esperado (Lago-Peñas, 2014). Una buena parte de los gobiernos autonómicos están abocados a incumplir de manera sustancial los objetivos fijados para 2015, de forma que la desviación para el conjunto del subsector podría acabar en medio punto porcentual. Afortunadamente, las corporaciones locales alcanzarían un superávit del mismo orden de magnitud, frente al equilibrio que tenían como objetivo, de forma que se compensaría el peor desempeño autonómico. En el caso de la Seguridad Social también se proyecta la posibilidad de un incumplimiento que rondaría las cuatro décimas y que no podría ser compensado por la Administración central, que haría sus deberes, pero sin ofrecer un colchón de seguridad a otros subsectores. Las malas perspectivas respecto a la Seguridad Social tendrían que ver con el exceso de optimismo en los resultados en el cambio en el sistema de gestión de cobro de las cuotas y en las medidas de incentivo a la afiliación, que reducen la elasticidad recaudatoria de los nuevos empleos. Finalmente, si se preveía la existencia de un colchón financiero en las cuentas de la Administración central gracias a la aceleración de la actividad económica, diversas medidas puestas en práctica desde la aprobación del presupuesto lo han laminado.

La extrapolación de la ejecución presupuestaria en la primera mitad de 2015, acabaría situando el déficit conjunto de las AA.PP. alrededor del -4,6% del PIB, por encima del objetivo del -4,2%.

En concreto, la AIReF (2015a) estima que el efecto conjunto de las medidas de apoyo a las administraciones territoriales (*Fondo de Liquidez Autonómica y Fondo de Financiación de Pagos a Proveedores*), el adelanto a julio de la reforma del IRPF prevista para 2016, la liquidación defini-

tiva del sistema de financiación de las CC.AA. para 2013 y un importe del cupo y compensaciones financieras de la Comunidad autónoma vasca que apunta a ser menor al previsto, reducirían los ingresos de la Administración central del orden de cinco décimas. En definitiva, la extrapolación de lo observado en la primera mitad del año acabaría situando el déficit conjunto alrededor de -4,6%, por encima del Consenso de Funcas en junio de 2015 (4,4%) y cerca de la última previsión disponible de la Comisión Europea (-4,5%). En todo caso, hay que subrayar que la propia AIReF en la presentación del informe advierte que la desviación no es inevitable, siempre que la ejecución presupuestaria de los cuatro subsectores se moviese en lo que resta de 2015 no en la previsión media sino en la parte más favorable de cada uno de los intervalos de confianza estimados por el propio organismo.

Las desviaciones más recientes en el déficit de la Seguridad Social y las perspectivas demográficas a medio y largo plazo deberían hacer reflexionar sobre la necesidad de explorar fórmulas de financiación con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.

En segundo lugar, existe una amplia convergencia en el diagnóstico de que existe un problema con el nivel autonómico de gobierno. Los organismos internacionales inciden en él como uno de los factores más perturbadores para la estabilidad fiscal en España (FMI, 2015; European Commission, 2015). En este caso, España constituye un caso de estudio interesante por la combinación de un elevadísimo grado de descentralización presupuestaria y la profundidad y duración de la recesión, que ha sometido a un exigente test de resistencia a las finanzas públicas. La realidad es que en los últimos siete años se han ensayado fórmulas muy diversas (Lago-Peñas, 2014a). Desde el *laissez-faire* de los primeros años de la crisis, pasando por el fuerte endurecimiento de la legislación en 2012, que se interpretó no sin motivo como un movimiento recentralizador pero que vino acompañado por una clara mejoría en el cumplimiento

de objetivos de déficit en 2012 y 2013, para llegar en 2014 a la renuncia a explotar los mecanismos legislativos disponibles e introducir mecanismos de financiación extraordinarios, que hacen más laxa la restricción presupuestaria regional. Probablemente sea necesario buscar una nueva solución que pasa por una estrategia con cuatro patas. Primero, dar una cuota de déficit mayor a las CC.AA. Su acervo competencial y su peso presupuestario lo justifican. Lo que no tiene mucho sentido es establecer una senda de recorte exigente para acabar incumpléndola sistemáticamente. Segundo, reformar el sistema de financiación autonómica para dar más autonomía de ingresos, pero también endurecer significativamente la restricción presupuestaria autonómica. Los mecanismos extraordinarios de liquidez, dañinos para lograr esa rigidez, deberían replegarse conforme avanzamos en una coyuntura económica ordinaria. Tercero, revisar la normativa de estabilidad presupuestaria para eliminar los mecanismos de supervisión, control y penalización no aplicables desde un punto de vista de economía política. Cuarto, aplicar de forma automática y rigurosa los mecanismos que se mantengan en la legislación.

La posibilidad de un cambio de Gobierno podría alterar significativamente los Presupuestos para 2016, incrementando así la incertidumbre sobre su ejecución y alterando la composición misma de ingresos y gastos públicos.

De forma complementaria, las desviaciones más recientes en el caso de la Seguridad Social y las perspectivas demográficas a medio y largo plazo deberían hacer reflexionar sobre la necesidad de explorar fórmulas de financiación con cargo a los PGE, como recomienda la AIReF (2015b), y alertar de que la cifra de expansión de la cotizaciones sociales prevista para 2016 puede ser excesiva; sobre todo porque el punto de partida resultaría claramente inferior al presupuestado en 2015. En este punto el Gobierno acaba de plantear la posibilidad de que una parte de las pensiones (viudedad y orfandad) se financien vía impuestos; solución que ya había puesto encima

de la mesa el sindicato Comisiones Obreras en el curso del debate sobre la reciente reforma del sistema de pensiones. Sea esta u otra, como la introducción de impuesto finalista propuesto por el PSOE en el debate presupuestario en curso, el Pacto de Toledo debería tratar la cuestión en la próxima legislatura.

Finalmente, hay que referirse a la posibilidad de cambio de Ejecutivo central en los próximos meses. Las encuestas electorales disponibles apuntan una fuerte caída en la intención de voto a los dos grandes partidos (PP y PSOE) y el auge de dos partidos nuevos (Podemos y Ciudadanos). En concreto, los barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) ponen de relieve que los dos partidos han sido capaces de atraer alrededor del 80% del voto a lo largo de la serie, pero que en el último año esa cifra ha caído hasta el 50%, en beneficio de los otros dos actores políticos señalados. Aunque el escenario puede matizarse en los próximos meses, la probabilidad de una mayoría absoluta parece muy baja. Gobierno en minoría débil o coalición son lo más probable, con lo que ello conlleva en términos de concesiones y pactos que pueden alterar significativamente los PGE2016 ya en una fase temprana de ejecución y del propio Programa de estabilidad fiscal en lo que queda de década. Incluso asumiendo los objetivos de déficit y deuda pactados con Bruselas, cabe esperar que la combinación de gastos e ingresos y la propia composición de ambos lados del presupuesto sea modificada.

Referencias

AIREF (2015a), *Informe de cumplimiento esperado de los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda*

pública y regla de gasto 2015 de las Administraciones Públicas, 17-7-2015.

– (2015b), *Informe sobre las previsiones macroeconómicas del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2016*, 29-7-2015.

BANCO DE ESPAÑA (2015), *Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2016*, Banco de España, 18-8-2015.

COMISIÓN EUROPEA (2015), *Council Recommendation on the 2015 National Reform Programme of Spain and delivering a Council opinion on the 2015 Stability Programme of Spain*, 15-5-2015.

IMF (2015), *Spain: Article IV Consultation. Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Spain*, 14-8-2015.

LAGO-PEÑAS, S. (2014), "Presupuestos Generales del Estado 2015: entre las restricciones y la credibilidad", *Cuadernos de Información Económica*, 243: 25-32.

– (2015a), "La estabilidad presupuestaria en España: algunos ajustes necesarios", *Cuadernos de Información Económica*, 245: 55-62.

– (2015b), "Estabilidad fiscal: ¿sera suficiente con la mejora de la coyuntura económica?", *Cuadernos de Información Económica*, 247: 47-54.

MINISTERIO DE HACIENDA Y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (2015a), *Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2015-2018*.

– (2015b), *Proyecto Presupuestos Generales del Estado 2016*.

La reducción del gasto sanitario en España durante la crisis*

Eduardo Bandrés** y Rosa González***

La sanidad constituye, por su volumen de gasto, la primera de las funciones atribuidas a las Administraciones regionales en España. En consecuencia, el proceso de consolidación fiscal por el lado del gasto durante los últimos años ha afectado de manera singular, en este nivel intermedio de gobierno, a las prestaciones y servicios de la sanidad pública. En el cuatrienio 2010-2013, el esfuerzo de reducción del gasto alcanzó un 12% del existente en 2009, año en el que se había situado su máximo histórico. Sin embargo, ni todas las comunidades autónomas, ni todos los servicios, ni todos los capítulos de gasto se han visto igualmente afectados. El objetivo de este trabajo es, precisamente, desentrañar la secuencia de reducción del gasto, sus hitos más relevantes, así como las diferencias entre las actividades, funciones y servicios de las diecisiete comunidades autónomas. En conjunto, algo más de las tres cuartas partes del ajuste del gasto entre 2009 y 2013 se llevó a cabo en el bienio 2012-2013, y casi una cuarta parte en el bienio anterior. El gasto se redujo especialmente en farmacia ambulatoria, remuneraciones de personal –tanto por la vía de los salarios como por la reducción de efectivos en hospitales– y en inversiones. Sin embargo, muchas de las medidas adoptadas en estos años de crisis pueden caracterizarse más como simples recortes que como verdaderos ajustes y, por tanto, es muy posible que una vez agotado su impacto más inmediato se ponga de manifiesto su escasa efectividad para mejorar la eficiencia del sistema nacional de salud.

En el marco del proceso de consolidación fiscal del sector público español, las comunidades autónomas han realizado una considerable reducción del gasto público que, dada su estructura competencial, ha afectado de forma muy notable a las principales áreas de la política social. En términos agregados, el gasto total no financiero de las comunidades autónomas alcanzó un máximo en valores absolutos de 193.522 millones de euros en

2011, un 18,0% del PIB nacional, *ratio* que todavía aumentaría una décima, hasta el 18,1% en 2012, por el descenso del PIB nominal. Sin embargo, para comprender mejor la intensidad del proceso de consolidación por el lado del gasto, hemos procedido a descontar el pago de intereses –que además se ha visto afectado por los nuevos mecanismos extraordinarios de financiación adoptados por el Gobierno en 2012–, así como las transferencias

* Agradecemos los valiosos comentarios de Alain Cuenca a una versión anterior de este trabajo.

** Universidad de Zaragoza y Funcas.

*** Funcas.

Cuadro 1

Gasto público total de las comunidades autónomas

(millones de euros)

| | <i>Gasto total</i> | <i>Intereses</i> | <i>Transf. ctes. al Estado</i> | <i>Gasto primario neto</i> | |
|------|--------------------|------------------|--------------------------------|----------------------------|------------------|
| | | | | <i>Total</i> | <i>% del PIB</i> |
| 2008 | 178.911 | 2.855 | 1.860 | 174.196 | 15,6 |
| 2009 | 188.248 | 2.825 | 1.233 | 184.190 | 17,1 |
| 2010 | 188.118 | 3.409 | 5.475 | 179.234 | 16,6 |
| 2011 | 193.522 | 5.135 | 16.518 | 171.869 | 16,0 |
| 2012 | 190.645 | 5.894 | 31.339 | 153.412 | 14,5 |
| 2013 | 162.242 | 7.273 | 7.613 | 147.356 | 14,0 |
| 2014 | 163.356 | 7.411 | 8.341 | 147.604 | 13,9 |

Fuente: Operaciones no financieras del sector AA.PP y sus subsectores, SEC-2010, Base 2010, Intervención General de la Administración del Estado.

corrientes al Estado, que se corresponden con las liquidaciones del sistema de financiación autonómica y que, por tanto, se sustentan en una lógica más vinculada al lado del ingreso –al que deberían minorar– que al del gasto. Conseguimos así una percepción más cabal de la actuación de las comunidades autónomas sobre la provisión de los bienes y servicios públicos que forman parte de las competencias que tienen asignadas.

Como puede observarse en el cuadro 1 las transferencias corrientes al Estado experimentaron un fuerte aumento en 2011 y 2012, como resultado de las liquidaciones del sistema de financiación autonómica, fruto de unos anticipos que resultaron muy superiores a la recaudación final. A su vez, el pago de intereses está vinculado al *stock* de deuda, a la evolución de los tipos de interés y a los mecanismos de rescate que el Gobierno puso en marcha en 2012 ante la dificultad de numerosas comunidades para financiarse en los mercados. Suprimiendo ambos conceptos, nos situamos en el que denominamos “gasto primario neto”, cuya evolución refleja con mayor precisión la virtualidad del proceso de ajuste del gasto público autonómico.

De este modo, se comprueba que el valor máximo del gasto autonómico –sin intereses ni

transferencias corrientes al Estado– se alcanzó en 2009, por importe de 184.190 millones de euros, un 17,1% del PIB. El proceso de ajuste conoce así dos bienios caracterizados por su diferente intensidad¹. En 2010 y 2011 el gasto se redujo en 12.321 millones de euros, un 6,7% del existente en 2009, quedándose en el 16,0% del PIB. En cambio, en el siguiente bienio, la reducción fue prácticamente el doble, 24.513 millones, un 14,3% del gasto equivalente de 2011, resultando así en un 14,0% del PIB. El proceso de ajuste parece darse por concluido en 2014, año en que el gasto se estabiliza en cifras muy similares a las del ejercicio anterior. En conjunto, por tanto, la reducción del gasto de las comunidades autónomas entre 2009 y 2013 ha sido de 36.834 millones de euros, un 20,0% del gasto de 2009.

Atendiendo a la clasificación funcional del gasto, las tres partidas con mayor peso en los presupuestos autonómicos son salud, educación y asuntos económicos: en conjunto representan las tres cuartas partes del gasto primario neto tal como lo hemos definido en este trabajo. Por consiguiente, el alcance de la reducción del gasto entre 2009 y 2013 se ha concentrado también en esas tres funciones: un descenso de 11.046 millones en asuntos económicos, principalmente en inversiones y transferencias de capital,

¹ Para una revisión de la hacienda autonómica en el periodo de crisis y de la secuencia temporal de los ajustes, véase Lago Peñas y Fernández Leiceaga (2013).

8.752 millones en salud y 6.435 en educación. Al tratarse de una administración cuyas competencias la sitúan en el centro de la prestación de algunos de los servicios esenciales del Estado de bienestar, la controversia sobre el proceso de ajuste del gasto se refiere principalmente a todo cuanto tiene que ver con salud, educación y protección social.

La reducción del gasto público en salud: dos etapas

La culminación del proceso de transferencia de las funciones y servicios de sanidad desde el sector público central –y más concretamente, desde la Seguridad Social– a las comunidades autónomas, dio lugar a una reubicación del gasto público en salud en las Administraciones regionales, que absorbían el 92,0% del total en 2013. La prestación de los servicios sanitarios en España es, esencialmente por tanto, una función propia del nivel intermedio de gobierno que corresponde a las comunidades autónomas.

Para analizar la evolución del gasto sanitario de las Administraciones regionales se cuenta con dos fuentes principales de información: la elaborada por la Intervención General de la Administración del Estado

(IGAE) en términos de contabilidad nacional, según los criterios de valoración del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea (SEC-2010), y la Estadística de Gasto Sanitario Público (EGSP), basada en la cumplimentación de las cuentas satélite de la sanidad. Aunque estas últimas parten de un conjunto de reglas coherentes con el marco de contabilidad nacional (si bien en el periodo aquí estudiado los datos se basan en el SEC-95), no existe una total equivalencia entre las magnitudes de las dos fuentes estadísticas señaladas², tal como puede verse en el cuadro 2. Las principales diferencias se producen en la formación bruta de capital fijo (FBCF) y, en menor medida, en los consumos intermedios. Precisamente, uno de los cambios del SEC-2010 es que registra como FBCF la actividad de investigación y desarrollo (I+D) realizada por la Administración para uso propio, y en paralelo disminuye el consumo final por el importe de los costes asociados a la I+D. De hecho, en lo que se refiere estrictamente al gasto corriente, las diferencias entre las dos series son prácticamente testimoniales. En lo sucesivo, el análisis del gasto se basará en la EGSP, por cuanto las cuentas satélite permiten una valoración mucho más desagregada de los diferentes conceptos de gasto y, por tanto, proporcionan una interpretación más detallada del alcance de los ajustes llevados a cabo en el periodo objeto de estudio³.

Cuadro 2

Gasto público de las comunidades autónomas en Salud (Millones de euros)

| | Gasto corriente | | Gasto de capital | | Gasto total | |
|------|-----------------|--------|------------------|-------|-------------|--------|
| | IGAE-2010 | EGSP | IGAE-2010 | EGSP | IGAE-2010 | EGSP |
| 2009 | 63.192 | 62.386 | 3.521 | 2.001 | 66.713 | 64.387 |
| 2010 | 62.313 | 61.876 | 3.117 | 1.842 | 65.430 | 63.718 |
| 2011 | 61.037 | 61.360 | 2.778 | 1.232 | 63.815 | 62.593 |
| 2012 | 57.581 | 58.201 | 1.935 | 894 | 59.516 | 59.094 |
| 2013 | 56.308 | 56.050 | 1.653 | 696 | 57.961 | 56.746 |

Fuentes: Operaciones no financieras del sector AA.PP. y sus subsectores, SEC-2010, Base 2010, Intervención General de la Administración del Estado y Estadística de gasto sanitario público (EGSP), Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

² Para una revisión de las cuestiones metodológicas en relación con las estadísticas de gasto público sanitario, véase Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad (2013).

³ Para un examen de las relaciones entre gasto sanitario y financiación autonómica, véase Cuenca y González (2015).

Puesto que el objetivo de este artículo es analizar los factores que están detrás de la reducción del gasto sanitario en las distintas comunidades autónomas, se ha trabajado exclusivamente con magnitudes a precios corrientes. Como veremos, una parte importante del descenso del gasto se debe justamente a las reducciones en los precios del factor trabajo –salarios– y de los consumos intermedios –medicamentos y material sanitario–. Sin embargo, no se pretende realizar aquí una valoración de las prestaciones reales, habida cuenta, además, que los cambios en los precios afectan casi por igual a todas las comunidades autónomas.

Pues bien, tomando ya de ahora en adelante los datos de la EGSP, se observan también para el gasto sanitario los dos bienios señalados anteriormente para el conjunto del gasto autonómico. En 2010 y 2011 la disminución del gasto sanitario apenas alcanza una media anual del -1,4%, mientras que en 2012 y 2013, la media desciende hasta el -4,8% anual.

El proceso de reducción del gasto público sanitario se desarrolla en dos bienios caracterizados por su diferente intensidad: en 2010/2011 la disminución del gasto apenas alcanza una media anual del -1,4%, mientras que en 2012/2013 la media desciende hasta el -4,8%.

Las primeras medidas de ajuste del gasto se adoptan en enero de 2010, cuando el Gobierno aprueba la actualización del *Programa de Estabilidad y Crecimiento* con un conjunto de actuaciones de consolidación fiscal que se estructuran en los denominados *Plan de Acción Inmediata 2010* y *Plan de Austeridad de la Administración General del Estado 2011-2013*. Poco después, en marzo de 2010 el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) aprueba un *Acuerdo Marco sobre Sostenibilidad de las Finanzas Públicas 2010-2013*, que sería actualizado tres meses después, y en el que plantea un compromiso de reducción del déficit público mediante una senda de contención de las retribuciones, una estrategia restrictiva en

las ofertas de empleo público y una política de racionalización de recursos humanos. De forma complementaria, también en marzo se aprueba un plan de racionalización del gasto farmacéutico por importe de 1.500 millones de euros, mediante una reducción del precio industrial de los medicamentos genéricos y la simplificación del sistema de precios de referencia.

De mayor calado son las medidas adoptadas en mayo de 2010, con la aprobación del Real Decreto Ley 8/2010, que fija una reducción de la masa salarial en un 5% anual para todas las administraciones. A tal efecto, y desde el 1 de junio de 2010, las retribuciones anuales se reducen en ese porcentaje respecto a las vigentes a 31 de mayo de ese mismo año, para todos los empleados públicos, excepto para aquellos que se situaban por debajo de 1,5 veces el salario mínimo interprofesional en jornada completa. El Real Decreto contempla también medidas para la reducción del gasto farmacéutico: una rebaja del 7,5% en el precio regulado de los medicamentos, tanto en los que se dispensan en las oficinas de farmacia como en los que se adquieren por los hospitales o centros de atención primaria; y otras medidas de racionalización del consumo y adquisición centralizada de los suministros.

Naturalmente, estas medidas se dejaron notar en el gasto de las comunidades autónomas desde mediados de 2010, aunque su efecto final fue todavía limitado. De hecho, en 2010 puede hablarse más de contención del gasto que de reducción, probablemente porque a pesar del endurecimiento de los objetivos de déficit, los anticipos del sistema de financiación autonómica creaban una situación de espejismo alejada del desplome que se estaba produciendo en la recaudación. En la práctica, en ese primer año se reduce de forma significativa la inversión y se perciben los primeros recortes en personal, consumos intermedios (farmacia hospitalaria, material sanitario) y administración. En 2011 continúa el ajuste suave del gasto de personal, más intenso en atención primaria que en servicios hospitalarios, pero el aumento del consumo intermedio en hospitales termina por situar el gasto sanitario en produc-

Cuadro 3

Gasto sanitario público de las comunidades autónomas, por capítulos

(Millones de euros)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Remuneraciones de personal | 29.361 | 29.073 | 28.536 | 26.286 | 26.133 |
| Consumo intermedio | 13.529 | 13.270 | 14.318 | 15.233 | 13.737 |
| Consumo de capital fijo | 260 | 271 | 295 | 293 | 284 |
| Total producción pública | 43.150 | 42.614 | 43.149 | 41.813 | 40.153 |
| Conciertos | 5.790 | 5.759 | 5.801 | 5.662 | 5.407 |
| Farmacia y prótesis | 13.027 | 13.047 | 11.988 | 10.361 | 10.112 |
| Total producción privada | 18.817 | 18.805 | 17.789 | 16.023 | 15.519 |
| Transferencias corrientes | 420 | 457 | 423 | 365 | 378 |
| Gasto de capital | 2.001 | 1.842 | 1.232 | 894 | 696 |
| Gasto total | 64.387 | 63.718 | 62.593 | 59.094 | 56.746 |

Fuente: *Estadística de gasto sanitario público*, Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

ción pública en una cifra prácticamente igual que la existente dos años antes: 43.149 millones en 2011 frente a 43.150 en 2009 (cuadro 3). Tampoco la concertación con el sector privado se ve apenas afectada en este bienio, y solamente el gasto en la prestación farmacéutica (-8,1%) y un severo descenso de la inversión (-33,6%), colocan el gasto total en 2011 un 1,7% por debajo del correspondiente al año anterior. En conjunto, por tanto, en el bienio 2010-2011, aunque se inicia la senda de un cierto control de gasto sanitario, por la vía del gasto de personal y los recortes de inversión y de farmacia, el aumento de los consumos intermedios en los servicios hospitalarios deja las cifras de gasto total tan solo 2,8 puntos porcentuales menos que dos años antes.

El bienio 2012-2013 conoce, en cambio, una reducción mucho más notable del gasto sanitario. El Gobierno que surge de las elecciones de noviembre de 2011 adopta con rapidez un con-

junto de medidas con las que se pretende hacer frente a los problemas de sostenibilidad del gasto. Siguiendo con la política de contención de los gastos de personal, se congelan las retribuciones de los empleados públicos en el año 2012 así como la oferta de empleo público, limitando al 10% la tasa de reposición en los centros del sistema nacional de salud y estableciendo severas restricciones a la contratación de personal temporal.

El Real Decreto Ley 16/2012, de 20 de abril, modifica la regulación sobre aseguramiento, excluyendo de la asistencia sanitaria con cargo a fondos públicos a los extranjeros no registrados ni autorizados como residentes en España, salvo en los casos de urgencia y embarazos. Asimismo, se modifican los criterios de aportación de los beneficiarios en la prestación farmacéutica ambulatoria –la que se corresponde con las recetas de farmacia–, incluyendo por primera vez a los pensionistas y vinculándola al nivel de renta⁴. Poco después, el Real

⁴ En el caso de los trabajadores en activo, la aportación general, que era del 40%, se mantiene en ese porcentaje solo para aquellos cuya renta anual no exceda los 18.000 euros, aumentando hasta el 50% para los que se encuentran entre esa cifra y los 100.000 euros, y al 60% para los que superan los 100.000 euros anuales. Para los pensionistas, la aportación se fija en dos tramos: 10% o 60% según se alcancen o no los 100.000 euros de renta, pero con unos topes de 8 euros al mes para aquellos con rentas inferiores a los 18.000 euros anuales, 18 euros para los que están entre esa cifra y los 100.000 euros, y 60 euros mensuales para los que superan los 100.000 euros. Finalmente, se mantienen exentos determinados colectivos perceptores de prestaciones de asistencia social.

Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio, suprime la paga extraordinaria de diciembre y algunos de los días de libre disposición para todos los empleados públicos, aumentando asimismo la jornada laboral hasta las 37,5 horas semanales. Y finalmente, en la Ley de Presupuestos para 2013 vuelven a congelarse las retribuciones de todo el personal, si bien se restaura la paga extraordinaria de diciembre.

En el bienio 2010/2011 los recortes se producen en remuneraciones de personal (-2,8% entre los dos años), farmacia (-8,0%) y gastos de capital (-38,4%); en el bienio 2012/2013 las partidas afectadas fueron las mismas, pero con una mayor intensidad: -8,4% en personal, -15,6% en farmacia y -43,5% en gastos de capital.

Las comunidades autónomas, por su parte, toman diferentes medidas de contención del gasto que inciden, de forma desigual, en los colectivos de profesionales sanitarios. Así sucede con la suspensión de la carrera profesional o la disminución de las retribuciones asociadas a la misma, la minoración de los pagos por horas de guardia o la limitación de los días de formación.

El resultado comparativo de cuatro años de ajuste, atendiendo a la clasificación económica del gasto, puede resumirse del modo siguiente: en el bienio 2010-2011 los recortes se producen en remuneraciones de personal (-2,8% entre los dos años), gasto en farmacia (-8,0%) y gastos de capital (-38,4%); a su vez, en el bienio 2012-2013 las partidas más afectadas fueron las mismas, pero la intensidad fue mucho mayor: -8,4% en personal, -15,6% en farmacia y prótesis y -43,5% en gastos de capital.

Diferencias y singularidades por comunidades autónomas

La pauta que siguen las diecisiete comunidades autónomas ofrece signos diferenciados en ambos bienios. En conjunto, algo más de las tres

cuartas partes del ajuste del gasto entre 2009 y 2013 se llevó a cabo en el bienio 2012-2013. Sin embargo, tres comunidades, Andalucía, Canarias y, sobre todo, Galicia, adoptan tempranamente una estrategia de reducción del gasto que vuelca en 2010-2011 la parte fundamental del ajuste, siendo Andalucía la que presenta una trayectoria descendente más estable, con menos oscilaciones. De hecho, Galicia y Canarias son las dos únicas comunidades que tienen crecimientos positivos en 2013. En el lado opuesto, cinco comunidades, Baleares, Madrid, Comunidad Valenciana, Murcia y Aragón, mantenían en 2011 un volumen de gasto igual o incluso algo superior al de dos años antes. Las otras nueve, habían iniciado ya procesos de ajuste con mayor o menor intensidad, pero con unos parámetros similares a la media nacional.

Tres comunidades autónomas, Andalucía, Canarias y, sobre todo, Galicia, adoptan tempranamente una estrategia de reducción del gasto que vuelca en el primer bienio la parte fundamental del ajuste. En el lado opuesto, Baleares, Madrid, Comunidad Valenciana, Murcia y Aragón mantenían en 2011 un volumen de gasto igual o incluso algo superior al de dos años antes.

El resultado final del proceso de reducción del gasto ofrece también contrastes importantes (cuadro 4). A la altura de 2013, y comparativamente con la situación existente cuatro años antes, la media de las comunidades autónomas presenta un descenso de casi 12 puntos porcentuales. Castilla-La Mancha y Aragón lideran el *ranking* de ajuste, con más de 20 puntos porcentuales, seguidas de Comunidad Valenciana, Canarias y Andalucía, con unos 15 puntos. Por el contrario, Cantabria y Castilla y León solo descienden 1,4 y 4,2 puntos respectivamente. Menores caídas que la media tienen también País Vasco (-5,9 puntos), Murcia (-7,6) y Madrid (-8,0). En las demás comunidades, las cifras finales son muy parecidas al total nacional.

De todos modos, algunos de los datos de la EGSP referentes a los consumos interme-

Cuadro 4

Evolución del gasto sanitario por conceptos, 2009-2013

(Tasa de variación entre 2009 y 2013, %)

| | TOTAL | Personal | Consumos interm. | Suma producc. pública | Prod. privada | Farmacia y prótesis | Gasto de capital |
|--------------------|---------------|---------------|------------------|-----------------------|---------------|---------------------|------------------|
| Andalucía | -14,25 | -16,45 | -0,50 | -11,80 | -21,15 | -13,27 | -72,77 |
| Aragón | -19,28 | -8,52 | -37,47 | -15,33 | -29,99 | -26,85 | -46,17 |
| Asturias | -13,04 | -10,08 | -4,43 | -8,24 | -19,00 | -27,96 | -22,56 |
| Baleares | -10,36 | -13,66 | -6,73 | -12,15 | 87,85 | -18,64 | -56,35 |
| Canarias | -14,73 | -10,14 | -16,25 | -12,04 | -8,05 | -22,62 | -60,84 |
| Cantabria | -1,36 | -10,36 | 52,92 | 6,42 | 1,59 | -26,09 | -15,37 |
| Castilla y León | -4,21 | -5,56 | 44,44 | 6,00 | 5,28 | -24,21 | -14,53 |
| Castilla-La Mancha | -20,89 | -19,08 | 0,67 | -14,02 | -36,59 | -24,69 | -88,12 |
| Cataluña | -11,99 | -9,11 | 3,04 | -4,26 | -10,87 | -29,30 | -44,14 |
| Com. Valenciana | -14,72 | -10,10 | 0,29 | -5,79 | -10,18 | -31,69 | -81,06 |
| Extremadura | -11,82 | -7,13 | 1,15 | -5,25 | 2,89 | -19,47 | -93,62 |
| Galicia | -12,44 | -9,65 | 2,10 | -6,08 | -6,81 | -20,65 | -64,38 |
| Madrid | -7,95 | -12,58 | -1,83 | -8,90 | 29,35 | -12,56 | -78,34 |
| Murcia | -7,61 | -8,02 | 15,41 | -1,70 | -15,00 | -22,50 | -30,64 |
| Navarra | -11,30 | -6,52 | -2,59 | -5,37 | -1,13 | -31,42 | -49,82 |
| País Vasco | -5,89 | -3,49 | 8,39 | 0,37 | -5,92 | -18,63 | -65,15 |
| La Rioja | -11,33 | -13,66 | 3,83 | -8,43 | 11,27 | -24,49 | -88,10 |
| TOTAL | -11,87 | -11,00 | 1,53 | -6,95 | -6,60 | -22,38 | -65,24 |

Fuente: Estadística de gasto sanitario público., Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

dios presentan abiertas discrepancias con los equivalentes de la IGAE, como sucede especialmente en los casos de Aragón y Cantabria. Ello puede deberse a los diferentes procesos de imputación a presupuesto de gastos correspondientes a otros ejercicios, de forma que en un año determinado las cifras pueden estar sobrevaloradas y en otro todo lo contrario. Por ello conviene matizar los resultados de estas dos comunidades⁵.

⁵ En el caso de Aragón, la suma del gasto en consumos intermedios de los años 2012 y 2013 es prácticamente igual con los datos de la EGSP y de la IGAE, pero la distribución entre ambos años muestra una caída muy fuerte en 2013 con datos de la EGSP que, sin embargo, es mucho menor con datos de la IGAE. En Cantabria, sin embargo, la diferencia se sitúa en el año 2012, con una cifra muy superior en términos de la EGSP, debido a la imputación a presupuesto de pagos tramitados mediante el mecanismo de pago a proveedores que se aplicó por primera vez en ese año.

Evolución del gasto por servicios

El gasto sanitario de las comunidades autónomas tiene tres grandes componentes: la producción pública de servicios sanitarios, que comprende principalmente los servicios hospitalarios y especializados y los servicios primarios de salud; la adquisición de servicios privados mediante concertados, dirigidos sobre todo a la atención especializada y hospitalaria; y finalmente la prestación

Cuadro 5

Gasto sanitario público de las comunidades autónomas, por servicios

(Millones de euros)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Serv. hospitalarios y especializados | 31.393 | 31.151 | 31.953 | 31.219 | 29.895 |
| Servicios primarios de salud | 8.694 | 8.541 | 8.209 | 7.634 | 7.284 |
| Docencia MIR | 973 | 979 | 1.001 | 992 | 1.003 |
| Servicios de salud pública | 695 | 638 | 628 | 572 | 558 |
| Suma servicios individuales | 41.754 | 41.309 | 41.792 | 40.416 | 38.739 |
| Investigación y formación | 166 | 174 | 254 | 263 | 254 |
| Gastos de administración general | 1.230 | 1.131 | 1.104 | 1.133 | 1.160 |
| Suma servicios colectivos | 1.396 | 1.305 | 1.357 | 1.396 | 1.414 |
| Suma producción pública | 43.150 | 42.614 | 43.149 | 41.813 | 40.153 |
| Servicios primarios de salud | 181 | 191 | 196 | 193 | 195 |
| Servicios especializados | 902 | 970 | 970 | 1.160 | 1.054 |
| Servicios hospitalarios | 3.691 | 3.528 | 3.556 | 3.352 | 3.288 |
| Traslado de enfermos | 1.017 | 1.070 | 1.079 | 958 | 869 |
| Suma producción privada | 5.790 | 5.759 | 5.801 | 5.663 | 5.407 |
| Farmacia | 12.856 | 12.873 | 11.836 | 10.225 | 9.994 |
| Prótesis y aparatos terapéuticos | 170 | 174 | 152 | 136 | 118 |
| Gasto en farmacia y prótesis | 13.027 | 13.047 | 11.988 | 10.361 | 10.112 |
| Transferencias corrientes | 420 | 457 | 423 | 365 | 378 |
| Formación bruta de capital fijo | 1.959 | 1.807 | 1.201 | 873 | 677 |
| Transf. de capital a entes privados | 43 | 35 | 32 | 21 | 19 |
| Suma gasto de capital | 2.001 | 1.842 | 1.233 | 894 | 696 |
| Gasto total | 64.387 | 63.718 | 62.593 | 59.094 | 56.746 |

Fuente: *Estadística de gasto sanitario público*, Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad

farmacéutica ambulatoria. En conjunto, esas tres grandes partidas representan el 97% del gasto sanitario de las comunidades autónomas, siendo la atención primaria algo más del 13%, la especializada y hospitalaria un 49%, la compra de servicios privados un 9% —de los que más de un 7% son hospitalarios y especializados— y las recetas de farmacia un 21% (cuadro 5).

La reducción del gasto en la producción pública de servicios sanitarios fue especialmente intensa en los servicios primarios de salud, en los que se

registra una caída continuada desde 2010 hasta 2013, cerrándose el cuatrienio con un descenso del 16,2%. En la atención hospitalaria y especializada el descenso fue bastante menor (-4,8%), sobre todo por las dificultades para afrontar una estabilización del gasto en consumos intermedios, que de hecho aumentó a lo largo del periodo.

La contratación externa de servicios apenas se vio afectada hasta 2012 con una ligera reducción del gasto en servicios hospitalarios y traslado de enfermos. El ajuste final del gasto en producción privada

a lo largo del cuatrienio es por tanto ligeramente inferior al aplicado a los servicios individuales de producción pública: -6,6% y -6,9% respectivamente.

Sin embargo, la partida que concentra el mayor ajuste de gasto en términos absolutos es la dedicada a farmacia extrahospitalaria y prótesis y aparatos terapéuticos, que desciende un 22,4% entre 2009 y 2013, como resultado principalmente de las medidas adoptadas en el precio regulado de los medicamentos y del menor consumo de recetas, tras el aumento en la participación de los usuarios en el coste de las recetas de farmacia.

Las medidas de recorte del gasto se han extendido al cierre de consultorios y dispositivos de atención continuada, limitación de horarios en centros de salud, reducción del número de camas, consultas y quirófanos en hospitales, etc. Así por ejemplo, el número de camas en funcionamiento en los hospitales del sistema nacional de salud pasó de 115.418 en 2010 a 109.484 en 2013, con una reducción del 5,2%. El descenso con relación al año en que se alcanzó el máximo de cada comunidad fue proporcionalmente más elevado en Castilla-La Mancha (-13,6%), Cataluña (-8,2%), Cantabria (-7,3%) y Navarra (-6,8%), y mucho más limitado en Canarias (-1,6%), Murcia (-2,1%), Asturias (-2,3%), Extremadura (-3,3%) y Andalucía (-3,3%), aumentando únicamente en La Rioja (veáse Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad, 2015a).

Pero en términos absolutos, más de las tres cuartas partes del ajuste del gasto se corresponden con el capítulo de personal y las recetas de farmacia, factores ambos a los que nos referimos a continuación.

Gasto de personal y recursos humanos

La reducción del gasto de personal se ha sustentado, por una parte, en las rebajas y congelaciones salariales aprobadas por el Gobierno central así como en distintas medidas de control adopta-

das por las propias comunidades y, por otra, en la disminución de las plantillas (interinidades, contratos eventuales, jubilación a los 65 años). En el primero de los casos no cabe, al menos *a priori*, deducir efectos negativos sobre la atención sanitaria, salvo posibles afecciones sobre la productividad de difícil cuantificación. En el segundo, en cambio, las consecuencias sobre la calidad de la atención sanitaria, listas de espera, etc. son mucho más plausibles, de modo que se pueden detectar con mayor precisión las comunidades donde el impacto de los recortes puede haber sido más negativo.

En el conjunto de profesionales vinculados al sistema nacional de salud, las bajas se han concentrado en la asistencia hospitalaria y especializada, siendo menor el impacto en el ámbito de la atención primaria, a pesar de lo cual y como ya hemos visto, los efectos en términos de gasto fueron proporcionalmente mayores en primaria que en especializada. En atención primaria (Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad, 2015c), el número de profesionales se cifraba en 85.267 en 2009 y, tras un leve descenso en 2010, alcanzó un máximo de 85.852 en 2011, situándose finalmente en 84.651 en 2013. Los cambios fueron, por tanto, poco relevantes y centrados principalmente en el personal no sanitario (en médicos de familia, pediatras y enfermería apenas existen ligeras variaciones), aunque en algunas comunidades autónomas sí se detectan mayores ajustes; pero no hay una pauta común en la evolución del número de profesionales durante los años del periodo analizado. Solo en los casos de Asturias, Castilla y León, País Vasco y La Rioja puede observarse un descenso algo mayor del número de efectivos de atención primaria respecto a los máximos alcanzados por cada una de ellas en distintos momentos del periodo.

En cambio, en la atención hospitalaria y especializada sí existe una reducción significativa de personal en casi todas las comunidades autónomas (Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad, 2015b). Debido a la ruptura de la serie que se produce en 2010, cuando se sustituye la *Estadística de Establecimientos Sani-*

tarios en Régimen de Internado (ESCRI) por el Sistema de Información de Atención Especializada (SIAE), solo podemos establecer comparaciones homogéneas tomando como referencia el periodo 2010-2013. En ese intervalo de tiempo la disminución del personal total vinculado en centros públicos o asimilados del sistema nacional de salud fue de 21.011 personas, un 4,5% del existente en 2010. En este caso, también se observan comportamientos distintos entre comunidades autónomas. Tomando como referencia el año en el que se produce un máximo en la dotación de personal (2009 en diez comunidades y 2010 en las siete restantes), los mayores ajustes se producen en Castilla-La Mancha, Navarra, Madrid, Andalucía y Cataluña, mientras que los menores tienen lugar en el País Vasco —donde incluso aumenta la dotación de personal—, La Rioja, Extremadura y Galicia.

Entre los profesionales vinculados al sistema nacional de salud, las bajas se han concentrado en la asistencia hospitalaria y especializada, siendo menor el impacto en atención primaria. A su vez, los ajustes en hospitales se han volcado sobre el personal de enfermería, técnicos sanitarios y personal no sanitario, con efectos apenas perceptibles en el caso de los médicos.

El examen más pormenorizado de las categorías profesionales del personal de los servicios de atención hospitalaria y especializada ofrece resultados interesantes sobre dónde se ha focalizado el recorte de efectivos. Así, apenas existe reducción de personal en el caso de los médicos, que pasan de 76.691 en 2010 a 76.481 en 2013, con alguna excepción muy concreta en Castilla-La Mancha y Cataluña. Por el contrario, los ajustes se vuelcan sobre el personal de enfermería, los técnicos sanitarios y el personal no sanitario. En el primer caso, sobre un máximo de 135.921 personas en 2010, se baja hasta 131.811 en 2013, un descenso de 4.110, un 3,0%. Las comunidades proporcionalmente más afectadas respecto al máximo de personal

alcanzado en 2010 o 2011 fueron Andalucía, Castilla-La Mancha, Madrid, Cataluña y Murcia, y las menos afectadas, País Vasco —que crece—, La Rioja, Baleares, Cantabria y Extremadura. En los técnicos sanitarios (auxiliares y técnicos superiores), la disminución de efectivos fue de 5.936, un 4,8%, con Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana, Andalucía y Madrid, a la cabeza de los recortes, y Galicia, País Vasco, Canarias y Baleares en el extremo opuesto. En cuanto al personal no sanitario, la reducción ascendió a 8.898 personas, un 7,4% menos que en 2010, dejando la cifra final en 111.548 en 2013. En este caso, las comunidades que realizaron un mayor ajuste relativo fueron Navarra, Castilla-La Mancha, Baleares, Madrid, Murcia, Andalucía y Asturias, en tanto que País Vasco, Comunidad Valenciana, La Rioja y Galicia fueron las menos afectadas. Cabe concluir, por tanto, que en el área sanitaria las comunidades autónomas han cargado los recortes de plantillas en las categorías inferiores, tanto en atención primaria como en hospitalaria y especializada.

La farmacia ambulatoria

La farmacia extrahospitalaria ha sido una de las partidas más afectadas por el proceso de ajuste. En el conjunto del periodo objeto de estudio, el gasto en farmacia, incluidas prótesis y aparatos terapéuticos, descendió un 22,4%, con una pauta similar a la trayectoria del conjunto del gasto: un descenso inicial del 8,0% en el bienio 2010-2011 —en realidad el ajuste se manifiesta en las cifras de gasto en 2011 pues en 2010 apenas hay variación— y posteriormente otro, más intenso, del 15,6% en 2012-2013, también con un balance muy centrado en el año 2012. Las comunidades con una mayor reducción del gasto a lo largo de los cuatro años han sido la Comunidad Valenciana (-31,7%), Navarra (-31,4%), Cataluña (-29,3%) y Asturias (-28,0%); en sentido inverso, los menores descensos se produjeron en Madrid (-12,6%) y Andalucía (-13,3%).

La importante reducción de este tipo de gasto ha estado vinculada a dos factores: el número

de recetas facturadas y el gasto medio por receta (Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad, 2015b). El número de recetas alcanzó un máximo en 2011 con 970,9 millones, tras crecimientos cada vez menores, pero todavía positivos, en los años precedentes. Entre 2012 y 2013 se produce un descenso del número de recetas facturadas cercano al 12%, repartido casi a partes iguales entre los dos años. Pero también en este punto existen singularidades en algunas comunidades autónomas. Aunque la pauta está muy próxima a la media nacional en la mayoría de los casos, destacan las caídas de la Comunidad Valenciana (-16,3%) y Cataluña (-14,7%), frente a los menores descensos de Canarias (-7,6%) y Extremadura (-8,3%).

A su vez, el gasto medio por receta se redujo ya levemente en 2009 y lo hizo con mayor intensidad en el bienio 2010-2011, en que cayó 1,95 euros/receta, es decir, un 14,6% en comparación con 2009. Posteriormente, en 2012-2013 el descenso acumulado fue menor, 0,76 euros, un 6,6% en comparación con 2011 y prácticamente todo concentrado en 2012. En total, el gasto medio por receta pasó de 13,39 euros en 2009 a 10,68 euros en 2013 (-20,6%). Los mayores descensos respecto a los máximos de cada comunidad alcanzados en 2008 o 2009 se produjeron en Baleares (-26,0%), Asturias (-24,3%), Canarias (-24,2%), Castilla y León (-24,2%) y La Rioja (-24,0%); los menores, en el País Vasco (-15,0%), Cantabria (-16,7%) y Andalucía (-17,4%). El resultado final es que el gasto medio por receta facturada del sistema nacional de salud en 2013 está por encima de la media en País Vasco, Comunidad Valenciana, Galicia y Cantabria, y claramente por debajo en Andalucía y Cataluña.

A modo de conclusión

La disminución del gasto sanitario ha pivotado, en síntesis, sobre cuatro vectores: las reducciones salariales, la caída de efectivos en las categorías profesionales inferiores, los recortes en el precio de los medicamentos y la práctica eliminación de las inversiones. En términos generales, las comu-

nidades autónomas con mayores problemas de déficit tuvieron que realizar ajustes más severos en sus servicios sanitarios: Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana, Cataluña o Andalucía aparecen así con reducciones importantes en la mayoría de indicadores manejados en este trabajo. En cambio, País Vasco, Madrid, Castilla y León o Galicia presentan ajustes mucho más suaves.

El análisis revela que la mayor parte de la reducción del gasto sanitario autonómico ha provenido de decisiones adoptadas por el Gobierno central ante las urgencias de la consolidación fiscal (salarios, empleo público y precios regulados en farmacia), si bien las comunidades con mayores problemas de déficit tuvieron que realizar ajustes más severos en todos sus servicios.

Es verdad que el simple análisis de las cifras de gasto no permite vislumbrar las posibles reformas o innovaciones organizativas que han llevado a cabo algunas comunidades autónomas con la vista puesta en la mejora de la eficiencia de los servicios sanitarios. Y también es verdad que en última instancia el análisis aquí realizado concierne exclusivamente a una contabilización de *inputs*, sin abordar sus efectos sobre los *outputs* intermedios de carácter sanitario o, lo que sería mucho más difícil, sobre el *output* final en términos de salud de la población. Pero la simple descripción de hechos y cifras refleja con claridad que la mayor parte de la reducción del gasto sanitario autonómico ha provenido de decisiones adoptadas por el Gobierno central ante las urgencias de la consolidación fiscal (salarios, empleo público, precios de farmacia, etc.). Por ello, mucho nos tememos que las medidas adoptadas en estos años de crisis puedan caracterizarse más como simples recortes que como verdaderos ajustes, y que, por tanto, una vez agotado su impacto más inmediato, se ponga de manifiesto su escasa efectividad para mejorar la eficiencia del sistema nacional de salud.

Referencias

CUENCA, A., y GONZÁLEZ, R. (2015), "Sistema de financiación autonómica y gasto sanitario en España", *Papeles de Economía Española*, 143: 75-93

LAGO PEÑAS, S., y FERNÁNDEZ LEICEAGA, X. (2013), "Las finanzas autonómicas: expansión y crisis, 2002-2012", *Papeles de Economía Española*, 138: 130-146.

MINISTERIO DE SANIDAD, SERVICIOS SOCIALES E IGUALDAD (2013), *Estadística de Gasto Sanitario Público. Metodología*. (<http://www.msssi.gob.es/estadEstudios/estadisticas/docs/EGSP2008/egspMetodologiaGeneral.pdf>).

– (2015a), *Sistema de información de atención especializada (SIAE). Dotación*, (<http://pestadistico.inteligenciadegestion.msssi.es/publicoSNS/comun/Cubo.aspx?IdNodo=14036#no-back-button>).

– (2015b), *Sistema de información de atención especializada (SIAE). Personal y formación*, (<http://pestadistico.inteligenciadegestion.msssi.es/publicoSNS/comun/Cubo.aspx?IdNodo=14037#no-back-button>).

– (2015c), *Sistema de información de atención primaria (SIAP). Recursos*, (<http://pestadistico.inteligenciadegestion.msssi.es/publicoSNS/comun/Cubo.aspx?IdNodo=6407#no-back-button>).

– (2015d), *Facturación de recetas médicas*, (<http://www.msssi.gob.es/profesionales/farmacia/datos/home.htm>).

Evolución reciente del presupuesto y el gasto español en Defensa

Aurelia Valiño Castro*

El objetivo del gasto en Defensa es la paz y por lo tanto son las amenazas a la paz las que determinan dicho gasto. En el caso de España, son varios los elementos que explican la evolución reciente del gasto en Defensa: su situación geoestratégica como puerta desde África a Europa, una guerra civil y la posterior dictadura militar que genera complejos lastrando las decisiones políticas y económicas, y una profunda crisis económica. Todo ello ha ocasionado un presupuesto precario, necesitando el Ministerio hacer malabares financieros para poder atender las necesidades de seguridad. En las líneas que siguen, se analiza el gasto en Defensa en los últimos años desde una perspectiva general, primero, y resaltando después tres aspectos clave: los gastos de personal, los gastos de las operaciones en el exterior y los gastos en los grandes programas de inversión. La conclusión es una insuficiencia permanente con un perfil que sitúa a España con un gasto total entre los más bajos de los países de su entorno.

El gasto en Defensa en cualquier país siempre ha estado condicionado por los esfuerzos que en estos gastos hacen amigos, aliados y enemigos. La globalización ha acrecentado la importancia de estas interrelaciones y su relevancia para alcanzar el objetivo de paz, que en el nuevo contexto no es la paz nacional, sino la mundial. La globalización ha traído también una mayor conexión entre la seguridad interior y seguridad exterior.

Una imprescindible especificación inicial es que no existe un país que no tenga gastos en seguridad para hacer frente a los potenciales enemigos. Existen países o Estados que no tienen un Minis-

terio de Defensa, pero esto no implica que no tengan gastos en seguridad. Tienen fuerzas armadas, aunque no las llamen así, ya sean propias o ajenas y pagan por ellas. En muchos de los países que dicen no tener ejército, la seguridad exterior se garantiza por fuerzas con otra denominación; por ejemplo, en Islandia son guardacostas o fuerzas policiales especiales, además Islandia es miembro de la OTAN y tiene acuerdos especiales con Estados Unidos; Panamá tiene el Servicio Nacional de Fronteras y el Servicio Nacional Aeronaval, que realizan funciones militares. Otros, los más pequeños, cuentan con el acuerdo para la protección de otro; por ejemplo, a Andorra la protegen España y

* Universidad Complutense de Madrid.

Francia; a Mónaco, Francia; a San Marino, Italia; al Vaticano, la Guardia suiza... Así pues, se puede buscar hacer mínimo el gasto, pero no se puede hacer cero, salvo a costa de dejar totalmente insatisfecha la necesidad de seguridad o dejar de ser un Estado independiente.

Tradicionalmente el gasto mínimo se ha fijado en función de la percepción de las amenazas procedentes de los enemigos y de la capacidad de defensa de los aliados. En la antigüedad, las amenazas desde el exterior procedían exclusivamente de los vecinos; en la actualidad pueden proceder de cualquier punto, incluso del interior del país, o del otro lado del planeta. La globalización manifestada a través de la economía global, las redes informáticas, los transportes, etc., difuminan las fronteras y las distancias. Estas amenazas las podemos sentir más o menos cerca en un sentido físico/vital, pero es indudable que nos afectarán de un modo u otro haciéndonos perder, si no la vida, sí su calidad.

La estrategia de defensa que caracteriza la época de la Guerra Fría, entre 1947 y 1991, favoreció el crecimiento del gasto militar centrado en los dos grandes líderes: Estados Unidos y la Unión Soviética. Europa adopta el papel de aliado apoyando con soldados e infraestructuras en bases militares pero actuando como usuario gratuito en el resto, especialmente en lo que se refiere a tecnología. El declive de la URSS en torno a 1989 y su disolución en 1991 permite la generación del "dividendo de paz" al reducirse la escalada de armamentos. Los atentados terroristas de 2001 contra Estados Unidos marcan el comienzo de los efectos de la globalización en el bien seguridad y el cambio de paradigma de Defensa. En los últimos años las amenazas se han concretado en el terrorismo islamista, con las guerras en Afganistán e Irak; en las revueltas en el norte de África y la debilidad de los gobiernos para hacer frente a la seguridad nacional, con repercusiones en otros como los problemas originados por la piratería en Somalia; el conflicto en Siria, con el vertiginoso avance del Estado Islámico y el terrorismo islamista tanto en esa zona y en el norte de África, como en la captación de soldados y seguidores en Occidente; a

lo que hay que unir el permanente conflicto Israel/Palestina, en Europa el conflicto en Ucrania y los problemas para la seguridad internacional causados por enfermedades altamente contagiosas como el ébola.

Tras la globalización, el nivel de seguridad obtenido por los aliados depende del miembro que menos gasta, frente a los modelos anteriores donde el aliado que más gastaba era el que determinaba el nivel de seguridad alcanzado porque la disuasión era el arma de defensa. Si un aliado no tiene los sistemas de seguridad adecuados o no sigue las reglas preventivas establecidas, puede tener graves consecuencias para el resto. Además, las necesidades de intervenir en el exterior en operaciones de paz y las nuevas amenazas sobre la economía y las comunicaciones hacen los sistemas de defensa más sofisticados y costosos. Esto ha puesto a los países occidentales en una gran encrucijada en la última década, al tener que afrontar mayores costes en seguridad y una crisis económica que genera no solo escasez en los ingresos públicos, sino también mayores necesidades sociales.

Evolución general del gasto en Defensa en España

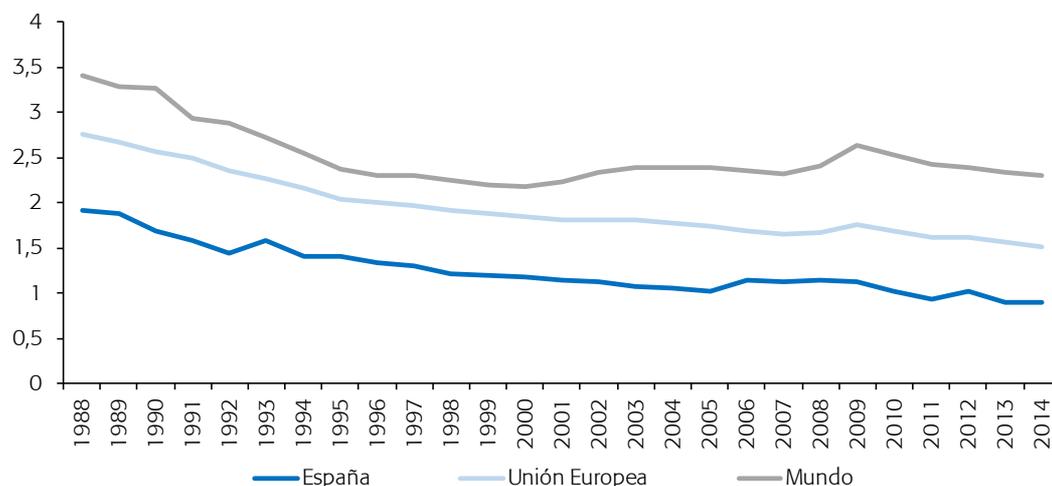
La historia del gasto español en Defensa se caracteriza por una estabilidad solo alterada por las guerras del periodo, siendo la Guerra Civil la que incrementa con diferencia el gasto (Gadea y Montañés, 2001).

En los gráficos 1 y 2 se recoge la evolución del gasto en Defensa en España desde 1988 a 2014, primero como porcentaje del PIB y luego como porcentaje de los gastos de la Administración central. Ambos índices ofrecen información del esfuerzo realizado en la seguridad frente a amenazas externas y permiten comparar con otros países. A nivel internacional las comparaciones son especialmente relevantes para demostrar la capacidad ofensiva/defensiva de un país y su contribución a la paz de los aliados. La comparación exige utilizar una fuente de datos y una definición

Gráfico 1

Gasto en Defensa

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).

del gasto en defensa común. La definición generalmente utilizada por los investigadores es la de la OTAN. Este es un concepto amplio, que considera como gasto en defensa todo el que sería utilizable en caso de un ataque. En 2004 se reformula este concepto, lo que reducirá especialmente los gastos de personal, incluyendo solo las fuerzas que serían susceptibles de un despliegue real.

La fuente de datos utilizada por los investigadores es el Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), que en base a la definición de la OTAN incorpora: todos los gastos corrientes y de capital relativos a las fuerzas armadas, incluidas las fuerzas de mantenimiento de la paz; los ministerios de defensa y demás organismos de Gobierno que participan en proyectos de defensa; las fuerzas paramilitares, si se considera que están entrenadas y equipadas para operaciones militares; y las actividades en el área militar. Dichos gastos incluyen el personal militar y civil, incluidas las pensiones de retiro del personal militar y servicios sociales para el personal, operación y mantenimiento, compras, investigación y desarrollo militares, y ayuda militar (en los gastos militares del país donante). No incluye la defensa civil y los gastos corrientes de actividades militares previas, como

los beneficios para veteranos, desmovilización, conversión y destrucción de armas.

Son varias las organizaciones internacionales a las que pertenece España a través de las que se incorpora a la defensa global: la ONU, en la que se ingresa en 1955, participando en misiones de paz desde 1989; la Organización para la Seguridad y Cooperación Europea (OSCE), se funda en

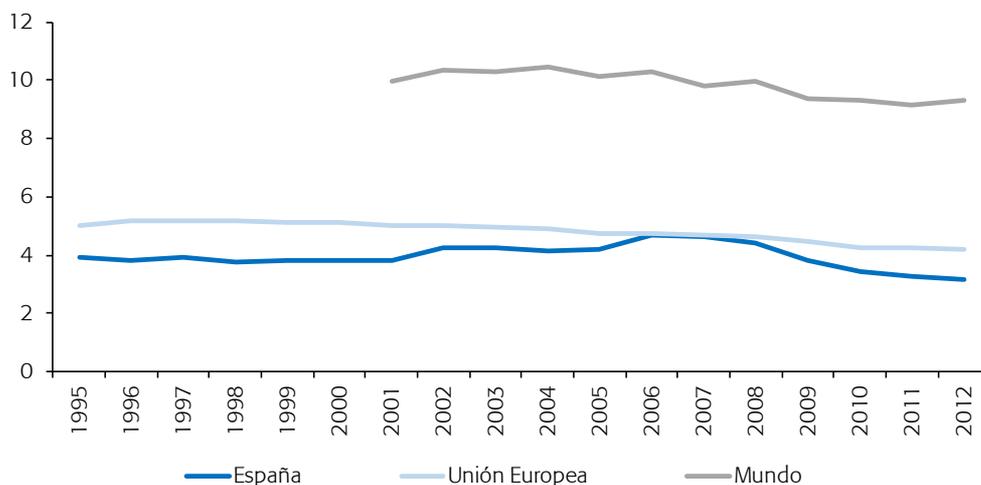
El gasto español en Defensa se ha mantenido entre los más bajos de su entorno, a pesar de tener unas necesidades mayores originadas por su situación geoestratégica. El déficit financiero ha obligado a buscar alternativas al margen del presupuesto y a realizar operaciones de ingeniería financiera que no logran corregir un problema que se ha convertido en estructural.

1975 y España forma parte de la misma desde entonces; la OTAN, en la que España entra en 1982, en 1986 se aprueba el referéndum y la plena incorporación a la estructura militar se produce en 1999; la Unión Europea, desde 1986; y acuerdos multilaterales y bilaterales varios.

Gráfico 2

Gasto militar

(En porcentaje del gasto total del Gobierno central)



Fuente: Elaboración propia con datos del Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).

La pertenencia a estas organizaciones y la participación de España en todas las operaciones en las que se ha requerido su presencia no ha supuesto un aumento del esfuerzo de Defensa. Se puede comprobar en los gráficos anteriores la tendencia al descenso del gasto español en Defensa como porcentaje del PIB, coincidente con la tendencia generalizada. El remonte de 2002 y 2003 a nivel mundial se origina por las guerras en Afganistán e Irak y se explica fundamentalmente por el incremento del gasto en Estados Unidos. El incremento del esfuerzo en 2009 a nivel mundial se explica por el descenso del PIB, originado por la crisis económica, sin que se reduzca el gasto en Defensa en los países que más gastan en este concepto. En este año no se originan nuevas intervenciones de operaciones de paz, aunque sí se incrementan los efectivos en Afganistán, y el consiguiente gasto, por parte de Estados Unidos de la mano del estrenado presidente Obama.

La evolución del gasto en España desde el final de los años ochenta del siglo pasado se explica fundamentalmente por la profesionalización y modernización del ejército, junto con las operaciones en el exterior, aspectos que se analizarán más adelante. Pero antes es necesario resaltar,

en esta perspectiva general, que el gasto español en Defensa se ha mantenido entre los más bajos de su entorno, a pesar de tener unas necesidades mayores originadas fundamentalmente por su situación geoestratégica. El déficit financiero en Defensa arrastrado a lo largo de los años se ha convertido en estructural, obligando a buscar alternativas al margen del presupuesto y operaciones de ingeniería financiera que no logran corregir lo que se puede calificar como un mal endémico del sistema de Defensa español.

Las razones que explican la insuficiencia financiera no han cambiado desde mediados de los años cuarenta. Podemos encontrarlas en una coincidencia de diversas situaciones: reconstrucción nacional, inicialmente, y crisis económicas posteriores, con necesarias incorporaciones a contextos internacionales y procesos de modernización de las Fuerzas Armadas que nunca logran alcanzar los niveles adecuados, quizás por iniciarse con retraso, quizás por no ser eficientes, quizás por los recortes presupuestarios... El caso es que los presupuestos aprobados nunca han logrado ser la única fuente de financiación. En los años cincuenta y principios de los sesenta del siglo pasado fue la ayuda americana la que cubrió el *gap* finan-

Cuadro 1

Presupuesto inicial y financiación complementaria

(Millones de euros, precios corrientes)

| Año | Presupuesto Inicial (PI) | Créditos No disponibles | Ayuda de EE.UU. | GIED (*) | INVIFAS (*) | Misiones de paz (Fondo de Contingencia) | Anticipos del Ministerio de Industria | PI+ Financiación complementaria |
|------|--------------------------|-------------------------|-----------------|----------|-------------|---|---------------------------------------|---------------------------------|
| 1978 | 1.137,17 | | 46 | | | | | 1.183 |
| 1979 | 1.427,21 | | 29 | | | | | 1.456 |
| 1980 | 1.724,65 | | 87 | | | | | 1.812 |
| 1981 | 2.028,19 | | 63 | | | | | 2.091 |
| 1982 | 2.459,85 | | 39 | | | | | 2.499 |
| 1983 | 2.874,84 | | 263 | | | | | 3.138 |
| 1984 | 3.322,59 | | 275 | | | | | 3.598 |
| 1985 | 3.718,05 | | 125 | | | | | 3.843 |
| 1986 | 3.792,29 | | 494 | | | | | 4.286 |
| 1987 | 4.231,59 | | 410 | | | | | 4.642 |
| 1988 | 4.580,08 | | 174 | | | | | 4.754 |
| 1989 | 4.915,76 | -271 | 19 | | | | | 4.664 |
| 1990 | 5.231,41 | | | | | 18 | | 5.249 |
| 1991 | 5.158,69 | -648 | | | | 46 | | 4.557 |
| 1992 | 4.723,25 | -112 | | | | 17 | | 4.628 |
| 1993 | 4.553,93 | -42 | 25 | | | 58 | | 4.595 |
| 1994 | 4.841,04 | | | | | 103 | | 4.944 |
| 1995 | 5.207,76 | -77 | | | | 134 | | 5.265 |
| 1996 | 5.229,14 | -138 | | | | 180 | | 5.271 |
| 1997 | 5.228,76 | | | | | 128 | 236,05 | 5.592,81 |
| 1998 | 5.393,66 | | | | | 146 | 574,48 | 6.114,14 |
| 1999 | 5.578,43 | | | 102 | | 249 | 694,39 | 6.623,82 |
| 2000 | 5.802,20 | | | 185 | 26 | 240 | 684,82 | 6.938,02 |
| 2001 | 6.063,20 | | | 214 | 68 | 241 | 973,94 | 7.560,14 |
| 2002 | 6.322,65 | | | 214 | 99 | 331 | 1.146,04 | 8.112,69 |
| 2003 | 6.479,66 | | | 231 | 154 | 416 | 1.024,75 | 8.305,41 |
| 2004 | 6.746,77 | | | 202 | 262 | 381 | 1.031,53 | 8.686,00 |
| 2005 | 6.990,78 | | | 216 | 312 | 416 | 989,14 | 8.924,42 |
| 2006 | 7.416,53 | | | 192 | 359 | 564 | 1.349,29 | 9.880,82 |
| 2007 | 8.052,75 | | | 193 | 343 | 643 | 1.264,66 | 10.496,41 |
| 2008 | 8.494,21 | | | 24 | 299 | 669 | 1.366,68 | 10.852,89 |
| 2009 | 8.255,77 | | | 98 | 51 | 699 | 1.157,52 | 10.163,49 |
| 2010 | 7.694,86 | | | 104 | 6 | 752 | 899,22 | 9.456,38 |
| 2011 | 7.156,38 | | | 93 | 0 | 847 | 770,70 | 8.867,08 |
| 2012 | 6.316,44 | | | 33 | 0 | 752 | 582,78 | 7.684,77 |
| 2013 | 5.937,00 | | | 22 | 0 | 776 | 218,15 | 6.954,46 |
| 2014 | 5.742,90 | | | 33 | 0 | 602 | 343,60 | 6.689,00 |
| 2015 | 5.764,00 | | | nd | 0 | nd | 486,00 (**) | nd |
| 2016 | 5.962,00 | | | nd | 0 | nd | 468,20(**) | nd |

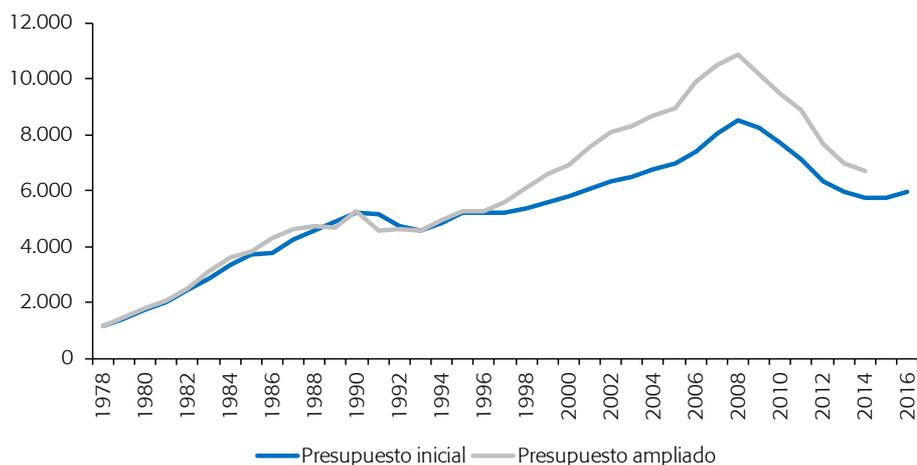
Notas: (*) A partir de 2011 INVIED (fusión de GIED e INVIFAS). (**) Previsiones.

Fuente: Para el periodo 1978-2004, Pérez Muñelo (2006); para el periodo 2005-2016, elaboración propia a partir de los Presupuestos Generales del Estado, Ministerio de Defensa y Memorias del INVIED.

Gráfico 3

Evolución del presupuesto inicial de Defensa y el resultante de la financiación complementaria

(Millones de euros corrientes)



Fuente: Ministerio de Defensa, IGAE y elaboración propia.

ciero; en la segunda mitad de los sesenta y principios de los setenta, los anticipos de tesorería que después se condonarían; en los ochenta, más préstamos norteamericanos y nuevos créditos; en los noventa, trasladando costes presupuestarios de clases pasivas a la Seguridad Social; y en el nuevo siglo, vuelta a los anticipos, en este caso a través del Ministerio de Industria, las ampliaciones de crédito con cargo a fondos de contingencia y la venta de propiedades del Ministerio.

En el comienzo del periodo objeto de estudio, los créditos presupuestarios iniciales sufren pocas ampliaciones por conceptos extrapresupuestarios, originadas fundamentalmente por los préstamos americanos y su devolución. Las ayudas americanas se reciben hasta 1989 y, excepcionalmente, en 1993. Su aportación fue de un 5% como media, obteniendo el mayor valor, un 12%, en 1986. A partir de 1997 se complementan los presupuestos con los anticipos del Ministerio de Industria para financiar los llamados *Programas Especiales*. Y desde 1999, con las aportaciones de la Gerencia de Infraestructura y Equipamiento de la Defensa (GIED) y el Instituto Nacional de la Vivienda de las Fuerzas Armadas (INVIFAS), que a finales del 2010 se refunden en el Instituto de Vivienda, Infraestructuras y Equipamiento de Defensa (INVIED). Estas

aportaciones proceden de los excesos de financiación obtenidos de la venta de patrimonio militar y de viviendas militares desocupadas o no necesarias.

Los suplementos de financiación respecto a los presupuestos iniciales se producen a través de los anticipos del Ministerio de Industria para los Programas Especiales y, en menor pero creciente cuantía, mediante las ampliaciones de crédito para las operaciones en el exterior.

En cualquier caso, este es un recurso que se terminará cuando no quede qué vender; además, la crisis inmobiliaria, con su descenso en los precios, tampoco favorece el crecimiento de esta fuente de financiación. Ambos aspectos explican su descenso. Las cifras mayores se dan entre 2004 y 2007, pero no alcanzan a superar el 5% o 6%. Las mayores ampliaciones se producen a través de los anticipos del Ministerio de Industria para los *Programas Especiales* y, en menor cuantía pero creciente, con las ampliaciones de crédito para las operaciones en el exterior.

El conjunto de modificaciones presupuestarias que se practican a lo largo del ejercicio y los

Cuadro 2

Créditos iniciales más modificaciones presupuestarias y suplementos de financiación

(Millones de euros corrientes)

| Ministerio de Defensa | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Presupuesto inicial | 6.991 | 7.417 | 8.053 | 8.494 | 8.256 | 7.695 | 7.156 | 6.316 | 5.397 | 5.743 |
| Presupuesto final | 7.892 | 8.571 | 9.340 | 9.811 | 9.344 | 8.731 | 8.301 | 9.066 | 7.867 | 7.694 |
| Total recursos | 9.409 | 10.471 | 11.141 | 11.501 | 9.493 | 8.841 | 9.165 | 9.682 | 8.108 | 8.071 |
| Incremento total recursos/ Presupuesto inicial (%) | 35 | 41 | 38 | 35 | 15 | 15 | 28 | 53 | 50 | 41 |

Fuente: Ministerio de Defensa, IGAE, y elaboración propia.

suplementos de financiación no incluidos en ellas suponen un incremento de los presupuestos en la cuantía que se recoge en el cuadro 2. En él se observa la importancia que supuso la crisis rompiendo la tónica de incremento en la financiación habitual durante 2009 y 2010, que se recupera en los años siguientes.

Los gastos de personal

Los gastos de personal del Ministerio de Defensa son una de las partidas que explican su volumen y las dificultades de su reducción. El importe de las retribuciones de personal –capítulo 1– explica, como media en los últimos años, un 60% del presupuesto de Defensa.

La profesionalización de las Fuerzas Armadas muestra sus efectos en el Presupuesto a partir de 1998, aunque formalmente comenzase en 2000. A pesar de las ventajas sociales que permiten afirmar que a largo plazo es un sistema más económico que el de reclutamiento, el pago a soldados dará lugar a mayores necesidades presupuestarias, no solo por el sueldo, sino porque este ha de ser el adecuado para alistar y retener a los efectivos necesarios. La selección, retención y motivación del soldado profesional son las preocupaciones de todos los ejércitos profesionales. La selección implica poder escoger a los mejores, necesitando para ello más solicitudes que plazas disponibles. La retención conlleva disponer de ayudas sociales y familiares que apoyen al salario, además de complementos de antigüedad y posibilidades de

hacer carrera militar, o cualquier ventaja de incorporación posterior al sistema civil.

El sistema comenzó fijando los efectivos óptimos en 120.000. Así lo decía el informe que acompañaba a los Presupuestos de 2000. En los años posteriores la cifra objetivo se iría reduciendo. La evolución de la economía ha explicado claramente en el caso español la trayectoria seguida por las solicitudes de incorporación. La escasez de solicitudes de incorporación se produce con la mejora de las expectativas de empleo en el sector civil durante los años de bonanza económica, al reducirse la tasa de desempleo de los jóvenes entre 16 y 24 años. Para superar este problema, en 2006 se produce una elevación de los salarios iniciales. La crisis económica aumenta las solicitudes, debido a que el paro y los menores salarios civiles hacen más atractivo el empleo militar.

La permanencia del soldado de tropa y marinería es relevante a fin de aprovechar su entrenamiento y hacerlo más rentable. Al igual que en otros países, en España se aplican bonos de enganche (un sueldo) y bonos de retención (dos o tres sueldos según los años de permanencia). Pero al observar las cifras de evolución de efectivos, distintas disposiciones de Tropa y Marinería que regulan su carrera militar parecen haber tenido mayor efecto en el incremento de la permanencia.

Otra explicación del crecimiento del gasto de personal se encuentra en la creación de la Unidad Militar de Emergencias (UME), en 2005. Realiza funciones que antes también correspondían a las Fuerzas Armadas en situación de catástrofe o

necesidad civil, pero a un coste superior. Se crea sin incrementar el número de efectivos, que se obtienen por traslado de otros ejércitos, para lo que el nuevo cuerpo ofrece el incentivo de un salario mayor. También traerá un mayor coste de inversiones por las dotaciones de material especializado.

Uno de los instrumentos utilizados para hacer más atractiva la permanencia a la tropa y marinería es ofrecer el paso a la reserva remunerada. Es un arma de doble filo y ha de administrarse sabiamente. En el caso español se ha utilizado para ese fin, pasando a situaciones de menos riesgo y actividad militar para los que llegan a determinada edad y para dar salida a los excedentes de plantilla por reducciones en los cuadros de mando. Las fuerzas de reservas, cuando no realizan ninguna actividad, suponen un coste que introduce ineficiencias en el sistema. La profesionalización ha incorporado los reservistas voluntarios civiles que también generan costes.

El gasto español en Defensa se ha situado, en los últimos años, por debajo del 1% del PIB. La OTAN recalca que solo será posible desarrollar sus funciones en el futuro si los aliados dedican al menos el 2% del PIB a Defensa, destinando al menos un 20% de ese gasto a los grandes equipos.

Hasta la crisis, los problemas que la política de personal del Ministerio de Defensa español pretendía resolver eran fundamentalmente la falta de personal de tropa y la poca permanencia; después de la crisis, son los originados por los costes. Así pues, los problemas en la política de personal a los que se enfrenta España son bastante similares a los del resto de sus aliados y las respuestas que se han dado también lo son: una congelación o descenso de los efectivos activos y un intento de compartir y poner en común las fuerzas disponibles. El *Pooling and Sharing* establecido en Europa para algunas actividades, por ejemplo en determinados servicios del Ejército del Aire —con muy buenos resultados— van en esta línea. Y

para las reservas, buscar alternativas que las hagan más eficientes.

La tendencia generalizada a la reducción en el esfuerzo de Defensa originada por la crisis económica y su desigual alcance preocupa a la OTAN (2014), recalcando que solo será posible desarrollar sus funciones en el futuro si los aliados mantienen el acuerdo de dedicar al menos el 2% del PIB a la defensa y destinar de esos fondos, al menos, el 20% a los equipos principales. Cumplir con estos acuerdos implica elevar el gasto en defensa en casi todos los países aliados, pero también una reestructuración a favor de los gastos en grandes equipos frente a los gastos de personal.

Para 2016 los presupuestos prevén incrementos salariales por mejoras generales a los funcionarios: la devolución del 50% de la paga extra del año 2012 y la subida salarial del 1%. El capítulo 1 alcanza el 76,4% del presupuesto de Defensa.

Los gastos de las operaciones en el exterior

La participación española en operaciones en el exterior se inició en el año 1988 con la creación de un grupo de trabajo integrado por representantes de los ministerios de la Presidencia, Exteriores y Defensa. La media de efectivos en el exterior en los últimos años ha sido de unos 3.500 militares desplegados en diversas operaciones multinacionales de paz y ayudas humanitarias.

El coste total de las misiones internacionales de España desde 1990 hasta 2014 asciende a 9.615,4 millones de euros, según datos de la Subdirección General de Gestión Económica del Ministerio de Defensa.

Hasta 2010 se ha presupuestado estos gastos en el concepto 228, que incluía los gastos de personal, corrientes en bienes y servicios y de mantenimiento e inversiones. En 2011 se desglosó el concepto en tres: 128 (personal), 228 (corrientes en bienes y servicios) y 668 (mantenimiento). Inicialmente las partidas presupuestadas se ajust-

taban bastante a las necesidades reales y las modificaciones presupuestarias eran pequeñas, pero prácticamente desde 1998 la práctica ha sido dotar unos créditos iniciales bajos, que además han ido decreciendo en las sucesivas leyes de

El coste total de las misiones internacionales de España desde 1990 hasta 2014 asciende a 9.615,4 millones de euros.

presupuestos, para después ampliarlos con cargo al Fondo de Contingencia dotando ampliaciones de crédito para las operaciones de paz, y suplementos de crédito y en ocasiones con créditos extraordinarios para las operaciones de ayuda en el exterior. El gráfico 4 recoge las diferencias entre los créditos inicialmente previstos y los presupuestados.

El Tribunal de Cuentas ha criticado en diversas ocasiones esta forma de actuar. Primero por recoger en un único apartado conceptos tan dispares como complementos salariales y gastos de inversión, y segundo, por mantener una cifra tan baja en los presupuestos cuando muchas de las misio-

nes se encuentran ya en funcionamiento en el momento de aprobar los presupuestos. También señala que al ser necesaria para obtener la ampliación la autorización por Consejo de Ministros y la aprobación de los expedientes por el Ministerio de Hacienda, los retrasos en su concesión obligan en muchas ocasiones al Ministerio de Defensa a utilizar otros recursos de su presupuesto, con las correspondientes rectificaciones posteriores y la sobrecarga de trabajo para las unidades de tramitación. Acercar más y mejor las previsiones a la realidad es la recomendación principal.

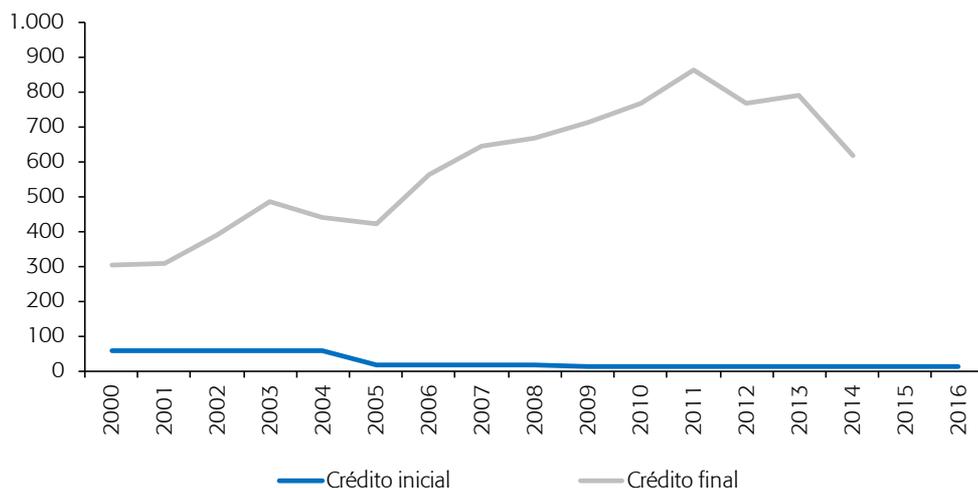
La financiación de las inversiones: los gastos en los grandes programas

La insuficiencia financiera del Ministerio de Defensa se vive fundamentalmente en el apartado de las inversiones. Todos los sistemas complementarios de financiación se aplican a las mismas, pero la más importante es la que se obtiene a través de la prefinanciación de los *Programas Especiales* por el Ministerio de Industria (en sus distintas denominaciones) y posterior asunción de los pagos por el Ministerio de Defensa. El antecedente lo encontramos en los préstamos america-

Gráfico 4

Gasto en las misiones de paz en el exterior

(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los Presupuestos Generales del Estado, Ministerio de Defensa, IGAE y Consejo de Ministros.

nos, cuyo interés pagaba el Ministerio de Hacienda y, en la mayoría de los casos, devolvía también el principal.

La decisión de utilizar un modelo de financiación de las inversiones adaptando el modelo alemán surge en 1996 por la necesidad de modernizar las Fuerzas Armadas (profesionalización y renovación de armamento) y potenciar la competitividad de la industria. En un contexto de restricción presupuestaria permanente, con prioridad en los componentes sociales: pensiones y salud, junto con la presión de la incorporación a la Europa del euro.

El sistema funciona de la siguiente forma: el Ministerio de Industria adelanta los créditos sin intereses a los fabricantes que atienden los pedidos del Ministerio de Defensa. Una vez que los fabricantes hayan efectuado la entrega de los productos elaborados, reciben el pago de Defensa y deberán devolver los créditos al Tesoro.

En el Ministerio de Industria se imputan en el capítulo VIII de su presupuesto (Activos financieros) y dentro de la función 46 (Investigación y Desarrollo). En el Presupuesto por Programas se localizan en el programa 464B, *Apoyo a la innovación tecnológica en el sector de la defensa*.

Desde su inicio en 1996, los sucesivos gobiernos han utilizado este mismo modelo. A los programas planteados en 1996 con anticipos planificados hasta 2016, se unen en 2005 nuevos programas, en 2006 se financian por la misma vía inversiones para la UME. Y posteriormente se ha seguido utilizando para nuevas necesidades.

La planificación inicial de los pagos de Defensa preveía el comienzo de las devoluciones en 2002, siendo la mayor cuantía a partir de 2010. En 2010 existían diecinueve *Programas Especiales*, cuyo coste total ascendía a 26.693 millones de euros (más las revisiones de precios –un 20% del precio inicial–) de los que el Ministerio de Industria pre financió 14.479 millones de euros, es decir, el 54%. Hasta 2010 el Ministerio solo había pagado 3.841 millones. La crisis económica obliga en

2009 a replantear la planificación de los pagos de los programas especiales. En los ejercicios de 2010 y 2011 resulta imposible atender a los pagos, aunque se hacen las entregas y se contabilizan en términos de Contabilidad Nacional. En 2012 es imprescindible dotar un crédito extraordinario por 1.782,8 millones de euros, que se financia con deuda pública. Desde el año 2012 se han pagado a los proveedores 3.542 millones de euros. Según informa el Ministerio, se prevé en 2015 el pago de 846 millones de euros y en 2016, 200 millones.

En los presupuestos para 2016 se financia por esta vía el submarino S-80: 150 millones de euros; helicópteros NH90: 123,6 millones de euros; dos buques de acción marítima BAM 5º y 6º, por convenio de 2014: 108,4 millones de euros; fragata F110 y vehículos blindados 8x8, puestos en marcha en el año 2015: 86,2 millones de euros.

En 2010 existían diecinueve Programas Especiales cuyo coste total ascendía a 26.693 millones de euros, de los que el Ministerio de Industria había prefinanciado el 54%.

Otro cambio relevante es la continuidad en los intentos de control de las adquisiciones con la Dirección General de Adquisición Militar (DGAM) como futura agencia de adquisiciones. La agencia es una propuesta que está en el aire los últimos años.

Conclusiones

No se puede entender el Presupuesto en Defensa español actual sin explicar su evolución y la de las necesidades que cubre. Esta evolución se resume en una insuficiencia permanente. Las necesidades de gasto de las últimas décadas surgen por la profesionalización, la modernización y las operaciones en el exterior de la mano de la internacionalización del país primero y globalización después. La evolución económica también explica la precariedad del Presupuesto. Los gastos de personal inevitablemente se han de asumir en

el ejercicio en el que surgen, pero los de inversiones se pueden trasladar a los siguientes. La coincidencia de crisis económicas con pagos de gastos comprometidos con anterioridad obliga a mantener las técnicas del pasado, e impide una puesta al día con un gasto razonable que no dé imagen de un falso belicismo. Porque, a todo esto, España se mantiene, con sus gastos totales, en un perfil entre los más bajos de los países de su entorno.

Han sido y son tres, las fundamentales vías de financiación que complementan los presupuestos iniciales: las modificaciones presupuestarias de las operaciones en el exterior con cargo al Fondo de Contingencia, la venta de patrimonio militar y la financiación a través de créditos del Ministerio de Industria. De las tres, la única que tiene los días contados es la segunda por agotamiento.

No podemos decir que sea una mala presupuestación, porque se conoce la previsión, se reconoce el problema por los responsables y se ha mantenido con gobiernos de distinta ideología. Incluso se padece por sus gestores que reclaman soluciones ante el gran trabajo que implican los equilibrios financieros y ajustes contables y presupuestarios. Para comprar más barato se han unificado las compras de los ejércitos y se estudia la creación de una agencia. Pero esto no reduciría lo suficiente el gasto en los grandes equipos. El problema no es solo español. Compartir servicios y por lo tanto equipos y personal es la propuesta

de la Unión Europea con el *Pooling and Sharing*, que hasta ahora se ha hecho en unas pocas actividades. Generalizarlo sería alcanzar ese ejército único europeo que algunos defendemos, pero para lograrlo habría que tener una política exterior común y, como suele decirse, "esa es otra historia".

Referencias

- GADEA, M.D. y A. MONTAÑÉS (2001), "An Analysis of Defence Spending in Spain: A Long-Run Approach", *Defence and Peace Economics*, 12-15: 369-394.
- OTAN (2014), *Secretary General's Annual Report 2013*, 27 de enero de 2014, (http://www.nato.int/cps/en/natolive/opinions_106247.htm#one).
- PÉREZ MUINELO, F. (2006), *El Presupuesto de Defensa en España (1946-2006)*, Ministerio de Defensa, Centro de Publicaciones.
- RUIZ-HUERTA, J. et al. (2010), *Características del gasto de defensa en España, problemas y alternativas de financiación*, Ministerio de Defensa, mimeo.
- VALIÑO, A. (2014), "Los gastos de personal militar. Una evaluación en el contexto de la crisis económica". Comunicación presentada en el *I Congreso Internacional de Estudios Militares*, Granada 17-19 septiembre 2014, (<http://estudiosmilitares.es/comunicaciones/Aurelia%20Vali%C3%B1o%20Castro.pdf>).

El sector inmobiliario español: ¿recuperación o estabilización?

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

Tras una crisis de las dimensiones de la que se ha vivido en España y sus consecuencias sobre el empleo, parece natural que sectores como el inmobiliario se encuentren algo estigmatizados socialmente por su participación en los desequilibrios acumulados. De forma similar, cuando estos sectores van completando una corrección, cualquier repunte es examinado con especial atención y, tal y como está sucediendo en los últimos meses, se comienza a hablar incluso de “recuperación inmobiliaria significativa”. Sin embargo, como se muestra en este artículo, los datos sugieren que parece más preciso hablar de estabilización. A comienzos de 2015 hubo un repunte de los precios de la vivienda pero su consistencia es dudosa y, de hecho, diversas fuentes apuntan a nuevas caídas durante julio y agosto. Del mismo modo, aunque el número de hipotecas aumenta, el flujo de crédito nuevo para vivienda es sustancialmente reducido comparado con los años anteriores a la crisis. Asimismo, las transacciones no son, en sí, directamente comparables con las que se producían en los años anteriores a la burbuja, entre otras cuestiones porque tan solo alrededor de un tercio de las ventas registradas de vivienda se están realizando mediante contratos hipotecarios. Aun así, resulta esperable que el sector de la construcción siga aumentando su contribución al PIB y al empleo en España en los próximos años.

La importancia del punto de partida

La participación del sector inmobiliario y su financiación en la crisis vivida por España en los últimos años se encuentra ya bien documentada. Su dimensión e implicaciones sociales han hecho que se genere una cierta estigmatización de aque-

llo que tiene que ver con la construcción y que se haya acudido con frecuencia a la apelación tradicional –muy comentada ya antes de la crisis– de que España precisaba de una mayor diversificación productiva por la elevada participación en el PIB de los servicios y de las propias actividades de naturaleza inmobiliaria.

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

En los últimos meses, algunos datos han sugerido que había un cierto renacer del negocio inmobiliario, con una participación destacada en la generación de empleo. Asimismo, son repetidas en la prensa las noticias sobre la creciente competencia entre los bancos en la concesión de hipotecas. Estas informaciones han generado en ocasiones opiniones que hablan del “renacer” del sector, sugiriendo incluso que se están repitiendo los errores del pasado que desembocaron en la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, como se muestra en este artículo, es muy difícil sostener que esos riesgos estén ahora presentes. De hecho, resulta incluso complicado hablar de recuperación inmobiliaria porque los datos sugieren que lo que se está produciendo es, en todo caso, una estabilización. A lo largo del artículo se mostrará, además, que ninguno de los datos que muestra una mejora en indicadores relacionados con la vivienda, la construcción o su financiación es comparable a los que se mantenían en los años anteriores a la crisis.

Por otro lado, aunque la diversificación productiva puede ser tan necesaria como saludable para la sostenibilidad del crecimiento, solo puede alcanzarse con persistencia en las reformas estructurales. Asimismo, esa diversificación no implica que la construcción no tenga que tener un papel más representativo en el conjunto de la economía, alejado del que se observó en los años de la burbuja inmobiliaria pero, sin duda, mayor que el de los últimos años.

Más que de recuperación inmobiliaria, los datos sugieren que lo que se está produciendo es, en todo caso, una estabilización, de modo que es muy difícil sostener que los riesgos que en el pasado desembocaron en una burbuja inmobiliaria estén ahora presentes.

Estas apreciaciones son, además, reconocibles en algunos de los informes recientes de organismos oficiales nacionales e internacionales. El Fondo Monetario Internacional (FMI), en

su Informe sobre España n.15/232 (FMI, 2015) señalaba que “hay signos de que el sector inmobiliario podría haber experimentado un punto de inflexión. Tras un largo período a la baja, los precios de la vivienda han comenzado a aumentar de forma moderada en la segunda mitad de 2014 –aunque de forma desigual territorialmente– y la inversión y el empleo en la construcción ha comenzado a recuperarse”.

Asimismo, respecto a la vertiente financiera, el FMI sugiere que el aumento reciente de los flujos de financiación no guarda relación con las prácticas anteriores a la crisis al señalar que “el crédito nuevo comienza a fluir, en particular el crédito a empresas no relacionadas con la construcción o el negocio inmobiliario y que muestran, además, una acreditada solvencia. El crédito a hogares también comienza a crecer. Se trata de un proceso de mejora crediticia impulsado por la demanda”.

Por otro lado, el Banco de España, en su *Boletín Económico* de julio/agosto comparte la recuperación observada en el sector, pero enfría en cierto modo las expectativas al indicar que “los datos más recientes de los indicadores contemporáneos referidos a la actividad de la construcción sugieren el mantenimiento del dinamismo del sector, que, no obstante, podría estar experimentando una ligera desaceleración. Así, entre los relativos al mercado de trabajo, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social del sector se moderó en junio hasta el 5,3%, mientras que, entre los referidos a los consumos intermedios, el avance del consumo aparente de cemento se moderó hasta el 8,2% en términos de la serie ajustada de estacionalidad. No obstante, la aceleración de los visados de obra nueva, tanto residencial como no residencial, en abril, avala la continuación de la trayectoria de recuperación de la actividad constructora”. Por lo tanto, se sugiere un escenario de mejora pero moderada y algo discontinua.

Los datos de Contabilidad del segundo trimestre, refrendados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a finales de agosto (cuadro 1) sugieren que la variación trimestral de las actividades de construcción fue del 1,6% en el primer

Cuadro 1

Producto Interior Bruto a precios de mercado

(Tasas de variación intertrimestrales e interanuales, 2014-2015)

Tasas de variación intertrimestrales

| | 2014 | | | | 2015 | |
|---|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I | Tr. II |
| Producto interior bruto a precios de mercado | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 1,0 |
| Gasto en consumo final de los hogares | 0,6 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 0,7 | 1,0 |
| Gasto en consumo final de los institucionales sin fines de lucro al servicio de los hogares | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 1,1 | 0,1 | 0,2 |
| Gasto en consumo final de las AA.PP. | 1,0 | -0,4 | -0,1 | -1,0 | 1,7 | 0,4 |
| Formación bruta de capital fijo | 0,4 | 2,0 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 2,0 |
| Activos fijos materiales | 0,3 | 2,2 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 2,2 |
| - Construcción | -0,9 | 1,3 | 0,5 | 1,4 | 1,6 | 1,4 |
| - Bienes de equipo y activos cultivados | 2,3 | 3,6 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 3,2 |
| Productos de la propiedad intelectual | 1,0 | 1,1 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 0,9 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 0,1 | 0,7 | 3,9 | 0,0 | 0,4 | 1,6 |
| Importaciones de bienes y servicios | 1,1 | 2,1 | 5,0 | -0,6 | 0,4 | 2,3 |

Tasas de variación interanuales

| | 2014 | | | | 2015 | |
|---|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I | Tr. II |
| Producto interior bruto a precios de mercado | 0,6 | 1,2 | 1,6 | 2,0 | 2,7 | 3,1 |
| Gasto en consumo final de los hogares | 1,3 | 2,3 | 2,8 | 3,4 | 3,5 | 3,5 |
| Gasto en consumo final de los institucionales sin fines de lucro al servicio de los hogares | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,8 | 1,8 | 1,6 |
| Gasto en consumo final de las AA.PP. | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,5 | 0,2 | 1,0 |
| Formación bruta de capital fijo | 0,8 | 3,9 | 3,9 | 5,1 | 6,1 | 6,1 |
| Activos fijos materiales | 0,7 | 4,3 | 3,9 | 5,5 | 6,8 | 6,8 |
| - Construcción | -7,4 | -0,7 | 0,1 | 2,4 | 5,0 | 5,1 |
| - Bienes de equipo y activos cultivados | 15,8 | 12,9 | 10,2 | 10,3 | 9,6 | 9,2 |
| Productos de la propiedad intelectual | 1,8 | 1,7 | 3,4 | 3,1 | 2,2 | 2,0 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 6,4 | 1,0 | 4,5 | 4,7 | 5,0 | 6,0 |
| Importaciones de bienes y servicios | 9,4 | 4,9 | 8,6 | 7,7 | 7,0 | 7,2 |

Fuente: INE y elaboración propia.

trimestre de 2015 y del 1,4 en el segundo, contrastando con el -0,9% y el 1,3% registrados en los mismos trimestres de 2014. En términos interanuales, la inversión en activos de la construcción pasó del 5% al 5,1% entre el primer y segundo trimestre de 2015, muy por encima de las variaciones analizadas del PIB para esos dos períodos, del 2,7% y el 3,1%, respectivamente. A ello, según el INE, contribuyó tanto "el comportamiento tanto de

la inversión en vivienda como de la inversión en otras construcciones".

En cuanto al empleo, su evolución ha sido favorable en los últimos trimestres. La Encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre de 2015 mostró un incremento intertrimestral de la ocupación del 0,7%, en términos de la serie desestacionalizada (0,6% en el primer trimestre). En tasa inte-

Cuadro 2

Evolución del empleo: variación interanual

| | 2014 | | | | 2015 | |
|---|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| | Tr. I | Tr. II | Tr. III | Tr. IV | Tr. I | Tr. II |
| Ocupados | -0.4 | 1.0 | 1.7 | 2.4 | 2.8 | 2.9 |
| Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca | 8.7 | -1.4 | -2.8 | -4.1 | 5.5 | 0.4 |
| Industria | -2.8 | -0.4 | 2.1 | 2.9 | 3.4 | 3.7 |
| - Industria manufacturera | -2.8 | -0.3 | 2.1 | 2.9 | 3.4 | 3.7 |
| Construcción | -9.2 | -4.0 | 0.0 | 3.3 | 9.1 | 9.2 |
| Servicios | 0.2 | 1.8 | 1.9 | 2.6 | 2.7 | 2.4 |
| - Comercio, transporte y hostelería | 0.0 | 1.8 | 1.9 | 2.3 | 3.2 | 2.9 |
| - Información y comunicaciones | -3.0 | -0.6 | 1.6 | 2.0 | 2.1 | 3.2 |
| - Actividades financieras y de seguros | -2.6 | -2.8 | -2.8 | -2.4 | -1.9 | -0.5 |
| - Actividades inmobiliarias | 5.7 | 6.6 | 2.8 | 1.7 | 2.2 | 1.8 |
| - Actividades profesionales | -1.6 | 3.5 | 2.8 | 5.9 | 6.2 | 4.0 |
| - Administración pública, sanidad y educación | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 1.8 | 1.2 | 1.3 |
| - Actividades artísticas, recreativas y otros servicios | 1.7 | 1.4 | 2.2 | 3.5 | 1.7 | 2.3 |

Fuente: INE y elaboración propia.

ranual, fue del 3%. La creación de empleo según la EPA fue particularmente intensa en la construcción (11,6%), donde ha mostrado un aumento del 16% desde el mínimo alcanzado a principios de 2014.

A escala agregada, los datos de Contabilidad Nacional ofrecen una estimación similar de la variación anual del empleo en el segundo trimestre de 2015, situándola en el 9,2% (9,1% en el primero) (cuadro 2). En todo caso, se trata de un incremento que surge de un punto de partida muy bajo en la ocupación de este sector. Tan solo un año antes, la variación anual mostraba una caída del 9,2% en el primer trimestre y del 4% en el segundo.

Precios de la vivienda: errática y desigual evolución

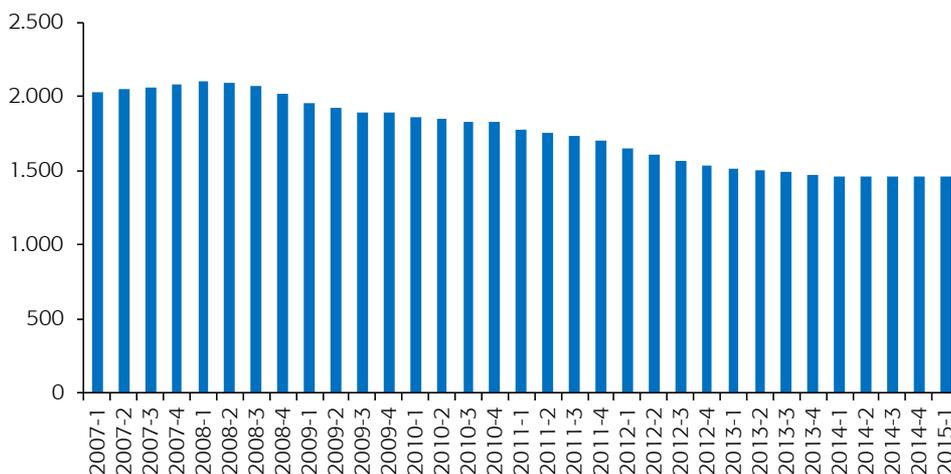
Si hay un indicador al que se presta especialmente atención en relación a la evolución de las actividades inmobiliarias es el precio de la vivienda. Las estadísticas en España son variadas y todas presentan algunas limitaciones, ya sea por

recoger una parte específica de las transacciones o por basarse exclusivamente en registros de la propiedad o en tasaciones. Sea como fuere, hay tres grandes grupos de estadísticas de precios. Entre los basados en tasaciones destacan los precios "oficiales" ofrecidos por el Ministerio de Fomento, así como los privados de agencias de valoración como Tinsa o la Sociedad de Tasación. En un segundo grupo se enmarcan los índices basados en precios de compraventa, como los que elabora el INE o entidades privadas como Tecnocasa. También pueden integrarse en este grupo los indicadores obtenidos a partir de contratos como los firmados en registros de la propiedad. Estos últimos tienen como novedad, desde hace algunos años, contar con correcciones por la calidad de la vivienda, ya que utilizan la metodología de Case-Shiller para construirlo. Específicamente, el índice se calcula mediante el método de las ventas repetidas, que se basa en el uso de datos de viviendas que han sido vendidas al menos dos veces para calcular el aumento de valor, manteniendo constantes las características. El problema, en cualquier caso, es que los precios registrados oficiales no tienen que ser necesariamente los acordados privadamente. En tercer lugar, se encuentran los índices basados en precios de oferta, particular-

Gráfico 1

Precio del metro cuadrado de vivienda libre en España

(Euros)



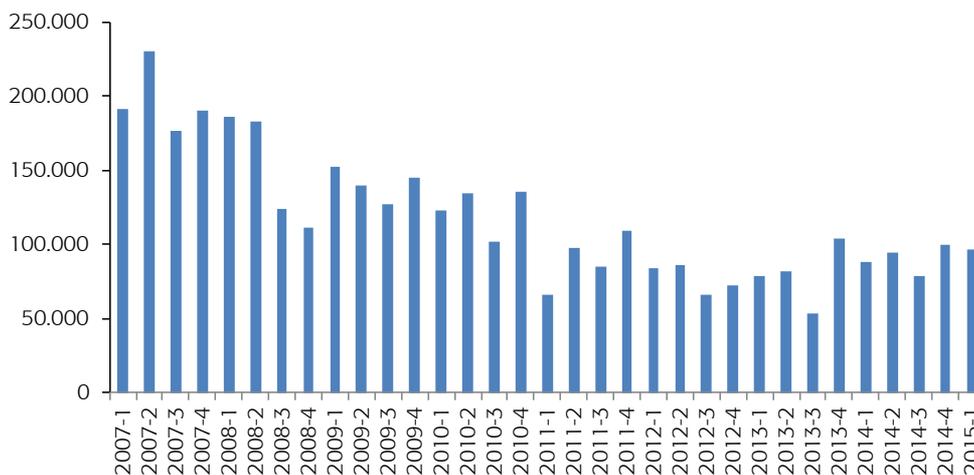
Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

mente los que se generan en portales web en los que se publicitan ofertas particulares como los de Idealista o Fotocasa.

En el gráfico 1, como primera referencia, se muestra la evolución del metro cuadrado de

vivienda libre en España, según los datos del Ministerio de Fomento. El último dato disponible, del primer trimestre de 2015, sitúa el precio en 1.457 euros en el primer trimestre de 2015, lo que supone un descenso del 0,1% comparado con el primer trimestre de 2014. La caída acumu-

Gráfico 2

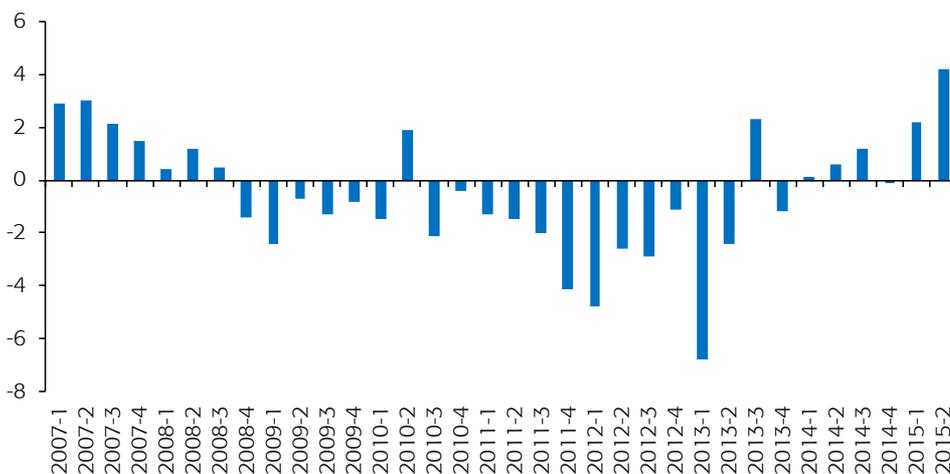
Número de tasaciones de vivienda en España

Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

Gráfico 3

Variación trimestral del índice de precios de la vivienda nueva

(Porcentaje)



Fuente: INE y elaboración propia.

lada desde el primer trimestre de 2008 –donde estos datos fijan el pico de la subida de precios– es del 30,1%. Esta primera referencia sugiere que la mayor parte del ajuste puede haberse realizado, pero no hay evidencia de un repunte en los precios ni significativo ni sostenido.

Los datos del Ministerio de Fomento están basados en tasaciones. Su evolución en los últimos dos años ha dependido en alguna medida de los rumores sobre el tratamiento fiscal de la vivienda, de renegociaciones hipotecarias y otros aspectos legales, que también se discuten en este número de *Cuadernos de Información Económica*. Como se observa en el gráfico 2, el número de tasaciones ha aumentado en los últimos trimestres situándose de forma más o menos regular en 100.000 valoraciones por trimestre. Sin embargo, durante 2007 y 2008, años en los que se estaba aún alcanzado el máximo en precios, las transacciones eran prácticamente el doble, en el entorno de las 200.000 por trimestre.

Si en lugar de las tasaciones se presta atención a las compraventas, como en el índice de precios del INE –cuyas variaciones trimestrales se mues-

tran en el gráfico 3– se observa una variación irregular recientemente. Así, en el primer trimestre de 2015 se produjo un aumento del 2,2%, pero en el último trimestre de 2014 se observó una caída del 0,1%. Y, el último dato disponible, del segundo trimestre de 2015, muestra un aumento trimestral del 4,2%, el mayor en ocho años.

Los datos del Ministerio de Fomento indican que la mayor parte del ajuste de precios puede haberse realizado, con una caída acumulada del 30,1% desde el pico alcanzado en el primer trimestre de 2008, pero no hay evidencia de un repunte ni significativo ni sostenido.

Sin embargo, indicadores más recientes no avalan la continuidad, sino más bien un crecimiento a saltos, irregular. Corroboran que lo que está ocurriendo recientemente con los precios es una estabilización más que una franca recuperación. No sin ciertas discrepancias. Así, por ejemplo, el Colegio de Registradores de la Propiedad ha señalado que el precio de la vivienda aumentó un

5,1% interanual en el segundo trimestre de 2015 (fue del 2,65% en el primer trimestre), en línea con el INE. Sin embargo, según el portal de compraventa Idealista, el precio de la vivienda usada en España registró una caída del 0,6% durante el mes de agosto, situándose en 1.577 euros el metro cuadrado. En este punto hay que recordar también que existen numerosos mercados territoriales, con una evolución dispar. Así, tomando los propios datos de Idealista para agosto, las mayores subidas durante el mes se produjeron en La Rioja (0,7%), Castilla-La Mancha (0,2%), Madrid (0,2%) y Navarra (0,1%). En Andalucía y Castilla y León no hubo variación, y en las otras once comunidades los precios cayeron, destacando Aragón (-1,4%), Murcia (-1,2%) y Cantabria (-0,6%).

La tasadora Tinsa sugiere que la caída de los precios en agosto fue aún mayor, del 0,9% interanual e indica que el ajuste desde el primer trimestre de 2008 –donde fija el máximo– ha sido del 41,8%. Tinsa también distingue por áreas geográficas señalando que el precio cayó un promedio del 1,3% en la costa mediterránea, si bien el mayor descenso se registró en las áreas metropolitanas (-4%). Si bien las grandes ciudades constituyen una excepción, la caída en áreas urbanas

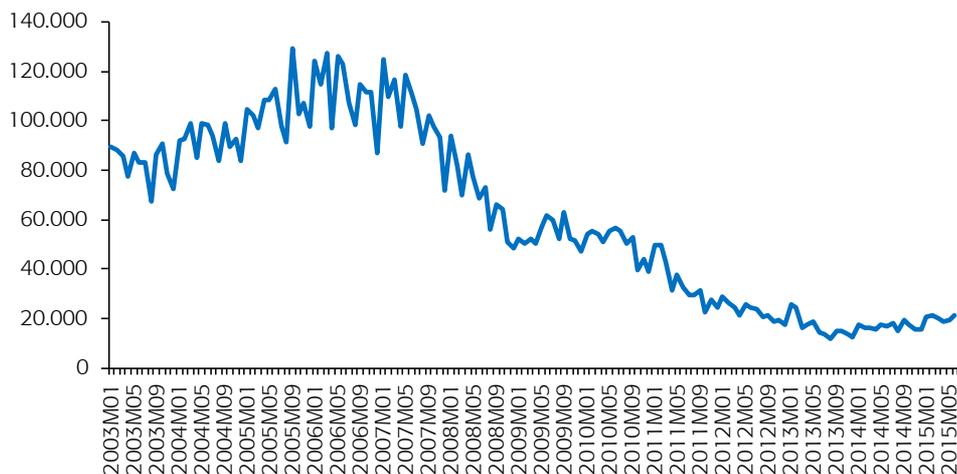
sugiere que el ajuste continúa en buena parte del país, aunque pueda estar agotando su recorrido.

Las transacciones y su financiación

Otra comparación interesante entre el entorno precrisis y el actual en el mercado inmobiliario se refiere a las transacciones y su financiación. La vertiente crediticia ha sido identificada también como una parte importante del mecanismo de generación de la burbuja de activos previa a la crisis. En este sentido, las noticias recientes sobre la observación de un repunte en el negocio hipotecario han provocado en ocasiones una cierta sobre-reacción respecto a su potencial efecto negativo, temiendo un crecimiento excesivo de la demanda hipotecaria a expensas del riesgo. Sin embargo, las cifras tampoco ofrecen evidencia que justifique estos temores. En el gráfico 4 se muestra la evolución del número de hipotecas constituidas sobre vivienda en España. En junio de 2015, la cifra fue 21.454, un 20,6% más que en junio de 2014. Aun cuando este incremento es significativo, de nuevo es el bajo punto de partida de las comparaciones el que parece indicar un crecimiento

Gráfico 4

Número de hipotecas sobre vivienda en España

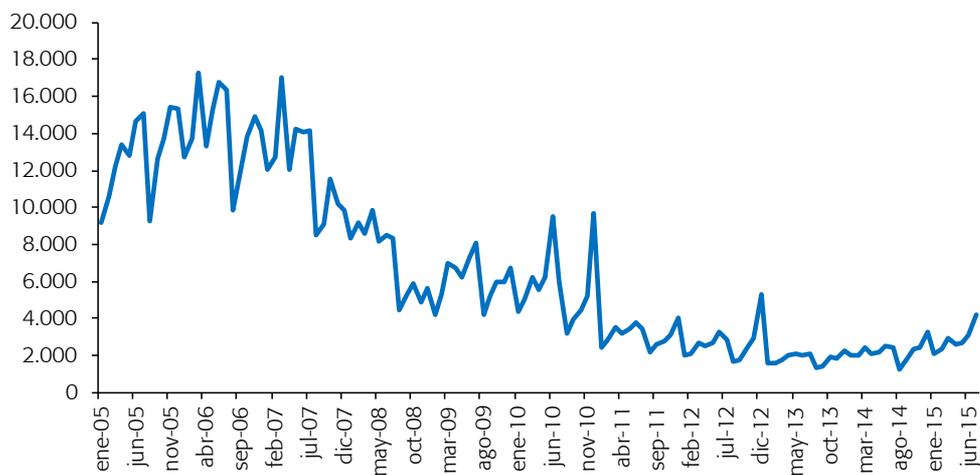


Fuente: INE y elaboración propia.

Gráfico 5

Crédito nuevo a vivienda en España

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

mayor. De hecho, si se observa el gráfico 4, se puede comprobar que en 2005 y 2006, las hipotecas contratadas se situaron holgadamente por encima de las 100.000 mensuales.

Los datos de flujo de nuevo crédito a vivienda ofrecidos por el Banco de España ilustran una tendencia similar (gráfico 5). Si se compara el dato de julio de 2015 (4.227 millones de euros) con el de julio de 2014 (2.467 millones de euros) se ha producido un incremento del 71,3% en la nueva

vivienda oscilaba entre los 13.000 y los 17.000 millones de euros.

Las transacciones de venta de vivienda también muestran más estabilización que crecimiento sostenido (gráfico 6). Según el INE, en julio de 2015 se realizaron 67.041 transacciones de compraventa, lo que supone un 10,2% de incremento respecto a julio de 2014. Sin embargo, son cifras que están aún lejos de las 121.687 operaciones que se realizaron en enero de 2007, con el mercado aún en plena efervescencia.

El número de hipotecas sobre vivienda, el crecimiento del nuevo crédito o las transacciones de venta muestran crecimientos que se explican no tanto por sus valores absolutos sino por las bajas cifras de partida, muy lejos del volumen de operaciones que se realizaron cuando el mercado estaba en plena efervescencia.

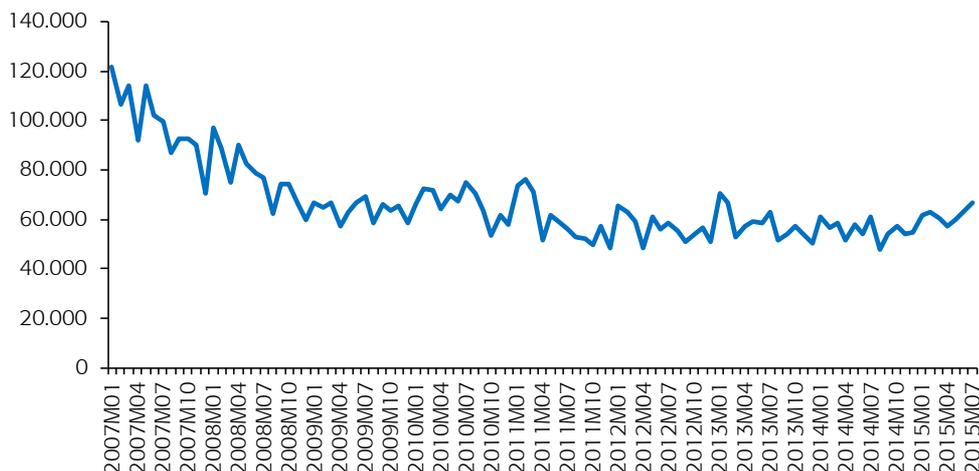
El mercado inmobiliario ha entrado en una fase de estabilización y apunta hacia una contribución mayor de la construcción al crecimiento económico, más moderada que en los años anteriores a la crisis pero más acorde con su participación natural en la estructura productiva de España.

financiación mensual de ese mes entre un año y otro pero, como en las comparaciones anteriores, se trata de cifras relativamente modestas. Así, durante 2005 y 2006 el crédito mensual a

En todo caso, la comparación entre contratos hipotecarios y viviendas vendidas, cuya ratio se muestra en el gráfico 7, ofrece una información

Gráfico 6

Número de transacciones mensuales de venta de vivienda



Fuente: INE y elaboración propia.

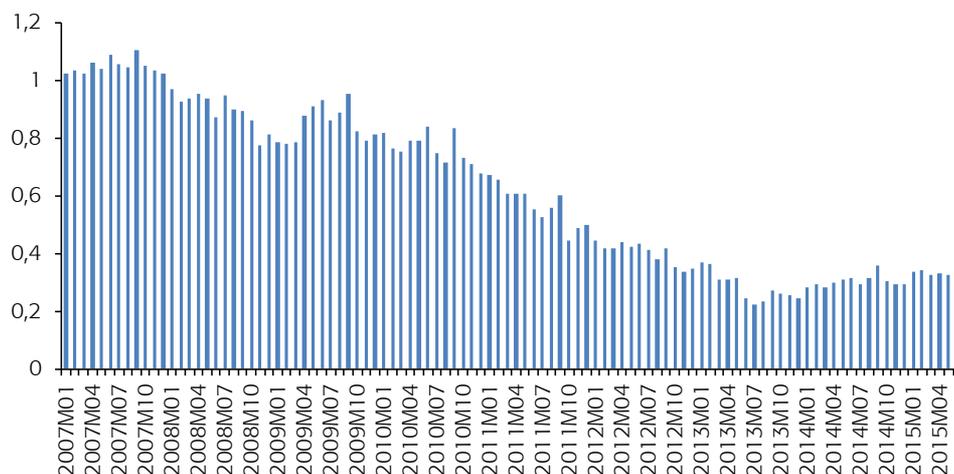
interesante sobre la naturaleza de estas transacciones. Así, en los años anteriores a la crisis, la ratio “viviendas hipotecadas/viviendas vendidas” se encontraba en el entorno de la unidad o incluso la superaba, lo que sugería que la actividad financiera hipotecaria trascendía en muchas ocasiones la propia financiación de la compra. Sin embargo, esta ratio ha caído considerablemente llegando a un mínimo de 0,22 en julio de 2013 y encontrándose en junio de 2015 (último dato disponi-

ble) en 0,34. Esto sugiere que buena parte de las transmisiones de viviendas de los últimos años se están realizando con compras en efectivo y, muy probablemente, un número importante de ellas no están siendo realizadas por hogares sino por inversores especializados.

Todos los datos analizados apuntan a que el mercado inmobiliario en España ha entrado en una fase de estabilización y apunta hacia una normaliza-

Gráfico 7

Ratio “viviendas hipotecadas/viviendas vendidas”



Fuente: INE y elaboración propia.

ción que comprende una contribución mayor de la construcción, más moderada que en los años anteriores a la crisis pero más acorde con su participación natural en la estructura productiva de España. Este proceso será progresivo también, porque la financiación de la demanda se ve afectada por el proceso de despalancamiento de la economía y

por una tasa de desempleo aún elevada que condiciona significativamente el riesgo de crédito.

Referencias

FMI (2015), *Spain 2015, Article IV consultation—Staff report; and statement by the executive Director for Spain*.

Situación y perspectivas del saneamiento inmobiliario del sector financiero español

José García Montalvo*

En este artículo se presenta un análisis del proceso de reducción y saneamiento del riesgo inmobiliario de las entidades financieras españolas. La expansión inmobiliaria que tuvo lugar desde comienzos de los años 2000 hasta 2007 aumentó significativamente la concentración del riesgo del sector bancario español en las actividades de construcción e inmobiliarias en general. En el punto álgido del proceso, el 50% del crédito a las actividades productivas de las entidades de depósito estaba concentrado en los sectores de la construcción y las actividades inmobiliarias. Añadiendo el volumen de las hipotecas para adquisición de viviendas, en 2007 se alcanzó el billón de euros de exposición. Desde el comienzo de la crisis financiera se ha producido una significativa reducción del peso de la financiación a la construcción y las actividades inmobiliarias en el conjunto de los créditos a las actividades productivas, aunque no fue hasta finales del 2012 cuando el proceso se acelera significativamente. Este artículo hace un recorrido sobre los últimos años del proceso de saneamiento del riesgo inmobiliario de las entidades financieras españolas. En primer lugar se realiza una descripción de la situación del sector inmobiliario español para contextualizar el proceso. En segundo lugar se presentan los hechos básicos en el desapalancamiento inmobiliario de las entidades financieras españolas y los principales procesos. Finalmente el artículo termina con un apartado de conclusiones.

El contexto del mercado inmobiliario

Con la ralentización de la demanda de vivienda y el comienzo de la crisis financiera en España el sector inmobiliario comenzó un vía crucis que se tradujo inicialmente en una rápida caída de las

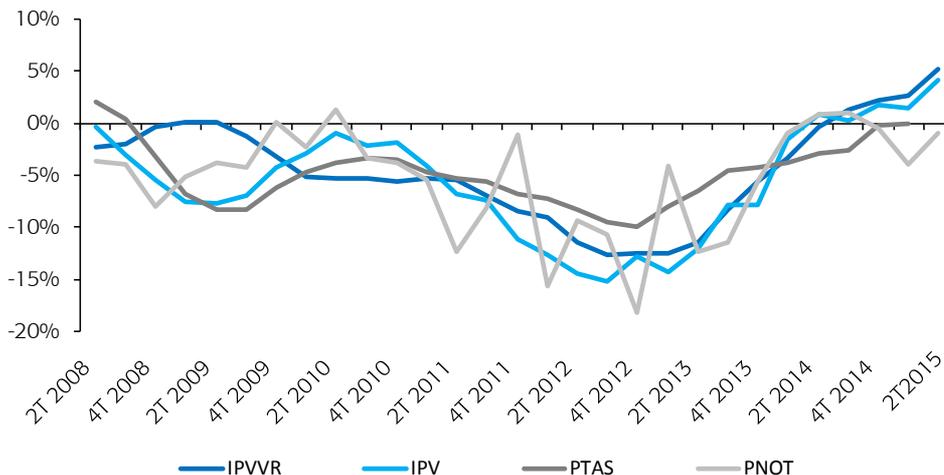
transacciones inmobiliarias y de la iniciación de viviendas sin una significativa caída de los precios. El proceso de reducción de precios se acelera a finales de 2011 y especialmente en 2012 y 2013. La pequeña caída acumulada hasta 2011 se convierte en una espiral que lleva a los precios

* Catedrático de Economía, Universitat Pompeu Fabra.

Gráfico 1

Evolución del precio de la vivienda

(Tasa de variación interanual)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE, Colegio de Registradores y Colegio General del Notariado.

a perder acumuladamente proporciones similares a otros países (entre el 30% y 45% dependiendo del índice elegido). En este proceso de lento retroceso inicial de los precios y caída acelerada a partir de 2012 tiene una gran influencia la evolución del sector financiero, como se comenta con posterioridad. En 2014 se comienza a producir la estabilización de los precios como muestra el gráfico 1.

El gráfico 1 muestra que a finales de 2014 los precios se habían estabilizado y en el primer semestre de 2015 crecen de forma consistente. El IPVVR (Índice de precios de ventas de viviendas repetidas del Colegio de Registradores) indica un crecimiento de precios ya elevado en el segundo trimestre de 2015 que alcanza el 5,1%. Utilizando los mismos datos de base¹ el IPV (Índice de precios de la vivienda del Instituto Nacional de Estadística, INE) muestra una visión algo más moderada aunque alcanza el 4,2% a finales del junio. El índice de precios de tasación del Ministerio de Fomento (PTAS) muestra una estabilización completa durante los últimos dos trimestres. Es interesante señalar que, a diferencia de lo sucedido durante la expansión inmobiliaria cuando los precios de tasa-

ción crecían inflados por incentivos perversos en la financiación hipotecaria (García Montalvo y Raya, 2012), con posterioridad a los decretos de 2012 y las limitaciones a la propiedad de las sociedades de tasación se produjo el proceso contrario: los precios de tasación tendieron a infravalorar la garantía que proporcionaba el colateral inmobiliario. Por último, los precios del Colegio General del Notariado (PNOT) siguen mostrando caídas, aunque muy moderadas.

El gráfico 2 presenta la evolución de las compraventas². En el mismo se muestran tres fases. Tras el comienzo de la crisis inmobiliaria se produjo una caída rápida de las transacciones. La posterior recuperación de las tasas de crecimiento coincide con una recuperación breve de la economía española y, sobre todo, con la anticipación del fin de la desgravación a la vivienda. Durante 2014 y especialmente en 2015, se produce un relanzamiento de las compraventas de viviendas que en la actualidad crecen en el entorno del 10%.

En cualquier caso esta tasa de crecimiento está muy condicionada por el bajo nivel de compraventas de viviendas en los peores años de la crisis. En

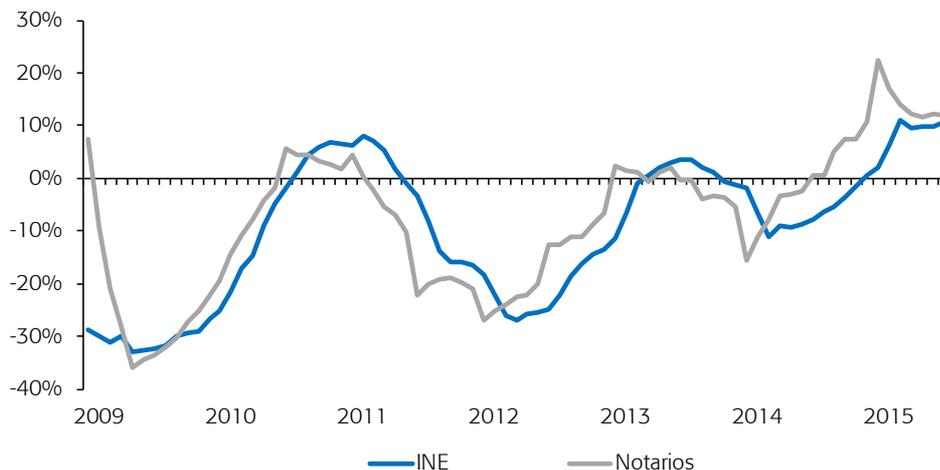
¹ El IPVVR utiliza la metodología de ventas repetidas para homogeneizar la calidad de las viviendas que se incluyen en su cálculo, mientras que el IPV utiliza procedimientos hedónicos.

² El gráfico muestra con claridad el decaje entre las series de notarios y registradores (INE).

Gráfico 2

Evolución de las compraventas de viviendas

(Tasas de crecimiento medio anual)



Fuentes: INE y Colegio General del Notariado.

los seis primeros meses de 2015 se han vendido un 41% de viviendas de las vendidas en el primer semestre de 2007.

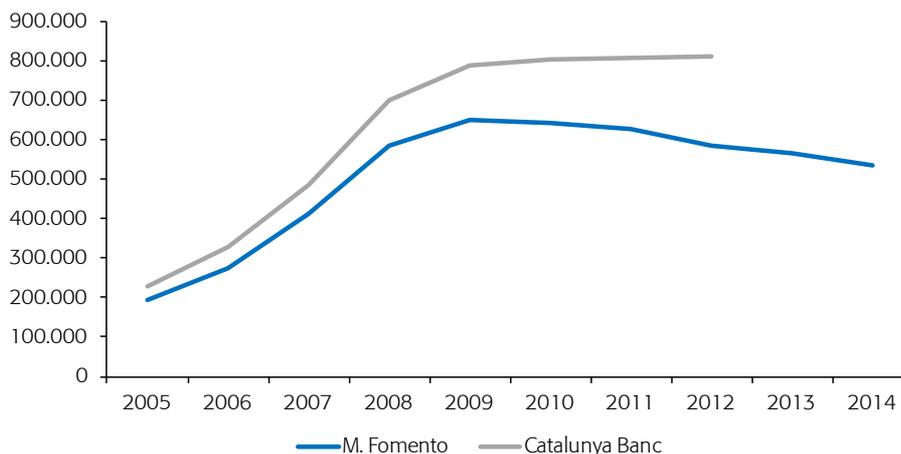
El último factor importante para caracterizar la situación del sector inmobiliario español es la evolución del inventario de viviendas nuevas por vender. El gráfico 3 muestra la evolución de dos

estimaciones alternativas³ de dicho inventario. El gráfico señala que se está produciendo una caída del inventario pero a un ritmo muy lento. Según los datos del Ministerio de Fomento, en 2014 se produjo una reducción de tan solo el 5%. Ciertamente parte de estas viviendas están localizadas en zonas donde no existe demanda y, seguramente, no existirá en muchos años. Algunas esti-

Gráfico 3

Inventario de viviendas nuevas por vender

(Unidades)



Fuentes: Ministerio de Fomento y Catalunya Banc.

³ Las diferencias entre distintas estimaciones del *stock* de viviendas por vender dependen fundamentalmente del tratamiento que se hace de las viviendas en autopromoción.

maciones evalúan esta proporción en el 30%. No obstante el ritmo de desaparición del excedente de viviendas nuevas ha sido hasta el momento lento a pesar del aumento reciente de las compraventas. Además García Montalvo (2012) muestra que existe una elevada correlación entre la caída de precios y el volumen del inventario nuevo por vender por provincias.

En resumen, el sector inmobiliario continúa desperezándose. La situación coyuntural del sector y las expectativas sobre su evolución futura tienen gran trascendencia en la estrategia de las entidades financieras respecto a su gestión del riesgo inmobiliario. La venta de viviendas está subiendo al 10% aunque los precios están bastante estabilizados, si bien algunos indicadores muestran subidas ya significativas⁴. Estas expectativas de mejora del sector, en particular de futuras subidas de precios, han generado una cierta controversia sobre la posibilidad de que las entidades financieras hubieran reducido el ritmo de venta de sus viviendas en espera de mejores precios. Lo cierto es que aunque los signos son positivos todavía estamos

Aunque muchos de sus indicadores crecen a dos dígitos, el sector inmobiliario simplemente está retornando a la normalidad tras unos años de bajísima actividad. Así, la compraventa de viviendas sube algo por encima del 10%, pero dichas transacciones representan en el primer trimestre de 2015 solo el 41% de las realizadas en el mismo trimestre de 2007. Y a pesar de la reciente subida de precios, estos todavía están un 33% por debajo de su máximo.

alejados de una expansión excesiva del sector inmobiliario. Es cierto que muchos indicadores del sector crecen a dos dígitos, pero parece que la industria inmobiliaria simplemente está retornando a la normalidad tras unos años de bajísima actividad. La compraventa de viviendas está subiendo algo por encima del 10%, pero —como

hemos dicho— dichas transacciones representan en el primer trimestre de 2015 tan solo el 41% de las realizadas en el primer trimestre de 2007. La iniciación de viviendas crece al 15%, pero son solo el 5% de los visados de los buenos tiempos. Es verdad que el sector de la construcción y los servicios inmobiliarios ha creado 125.000 empleos en el último año, pero había perdido 1,7 millones desde el comienzo de la crisis. El empleo en el sector se ha reducido del 14% del total al 7%. Y a pesar de la subida de precios del último semestre, estos todavía están un 33% por debajo de su máximo. Por tanto hablar de un nuevo “ladrillazo” no se corresponde con la situación del sector inmobiliario dados los indicadores disponibles.

La evolución del riesgo inmobiliario en el sector bancario

El sector de la construcción y los servicios inmobiliarios llegó a concentrar el 50% del crédito total a las actividades productivas de las entidades de depósito españolas. Desde el comienzo de la crisis financiera esta proporción se está reduciendo, aunque de forma muy desigual en el tiempo entre los dos sectores. La reducción viene justificada por el deseo de las entidades de disminuir su riesgo inmobiliario y también por los compromisos adquiridos en los planes de reestructuración de las entidades nacionalizadas que incluían límites al riesgo con constructores y promotores.

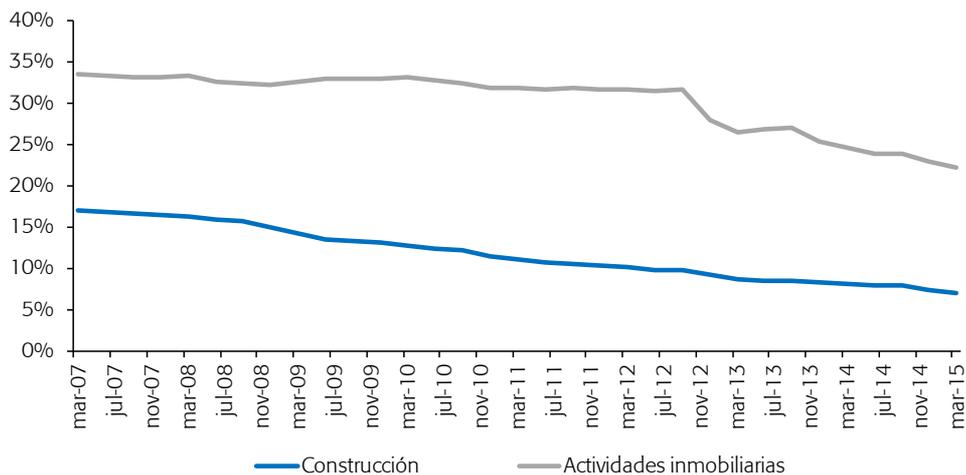
El gráfico 4 muestra la evolución de la proporción que la construcción y las actividades inmobiliarias representan en el crédito a las actividades productivas de las entidades de depósito españolas. El crédito a la construcción tuvo una reacción rápida de disminución desde el comienzo de la crisis inmobiliaria. De los 150.000 millones de euros que alcanzaba en junio de 2008 pasó a 100.000 en septiembre de 2011. La reducción del crédito a actividades inmobiliarias fue mucho más lenta. De hecho las actividades inmobiliarias

⁴ Los indicadores que muestran tasas significativas de crecimiento seguramente asignan pesos altos a ciudades como Madrid y, especialmente, Barcelona, donde existen las mayores tensiones de precios.

Gráfico 4

Exposición crediticia al sector de la construcción y de actividades inmobiliarias

(En porcentaje sobre el crédito total productivo)



Fuente: Banco de España.

continuaron acumulando crédito hasta junio de 2009. En ese momento alcanzaron los 320.000 millones. En septiembre de 2011 todavía se encontraba en los 300.000 millones. El año 2012 marca el comienzo de la reducción significativa del riesgo en el sector de actividades inmobiliarias. En marzo de 2015 el crédito a la construcción y actividades inmobiliarias representaba el 29% del crédito productivo total, unos 190.000 millones, habiendo perdido 21 puntos desde el máximo. Esto significa un 40% del crédito a construcción y actividades inmobiliarias alcanzado en el punto máximo⁵.

El sector financiero está viviendo un proceso que se podría calificar de destrucción creativa del crédito, al reorientarse hacia empresas con mayor productividad que operan en los sectores más dinámicos y que tienen mayor rentabilidad y menor endeudamiento.

El crédito a la financiación de la vivienda por parte de los hogares también ha sufrido una reducción, pero mucho menor (13%) y todavía representa el 87% del punto máximo de la expansión. En su conjunto, el crédito a la construcción, actividades inmobiliarias y financiación a la vivienda

para los hogares llegó a representar en torno al 100% del PIB en 2008. En marzo de 2015 esta proporción había bajado al 70%.

Este proceso que está viviendo el sector financiero se podría calificar de destrucción creativa del crédito, pues se está produciendo una reorientación del mismo hacia empresas con mayor productividad, que operan en los sectores más dinámicos y que tienen mayor rentabilidad y menor endeudamiento (Banco de España, 2014). Es importante tener también en cuenta que parte de la reducción del crédito a sociedades no financieras de más de un millón de euros, que es el único segmento donde no crecen las operaciones nuevas de crédito, se debe a la sustitución de la financiación bancaria por el recurso al mercado de renta fija o a préstamos procedentes de otros países.

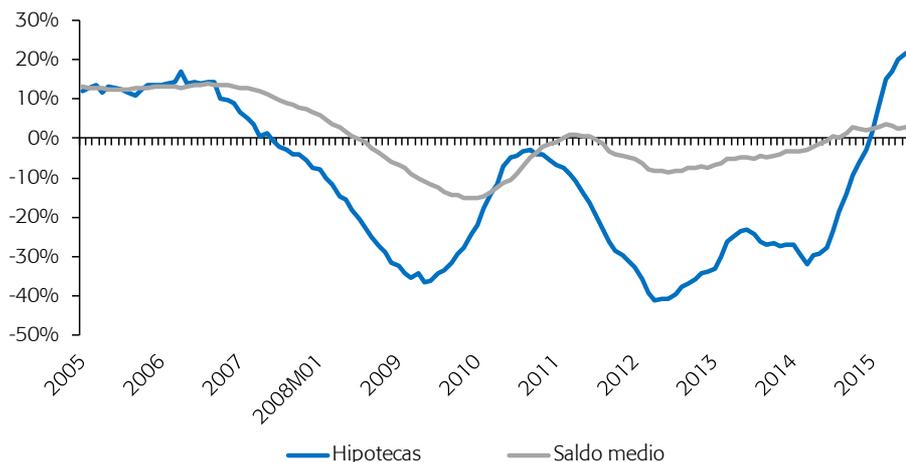
El gráfico 5 muestra la significativa mejora que se ha producido en la concesión de nuevos créditos para vivienda por parte de los hogares, aunque el crédito total para adquisición y rehabilitación de vivienda seguía cayendo al final de marzo al 4,3%. El crecimiento en la nueva concesión de créditos coincide con la mejora de los indicadores de la economía española y la creciente competencia de las entidades financieras en las ofertas de créditos

⁵ La contracción sería del 50% si se corrige por la transferencia de préstamos a Sareb.

Gráfico 5

Nuevos créditos hipotecarios para financiación de la vivienda de los hogares

(Tasa de variación interanual)



Fuente: INE.

hipotecarios. Si bien es cierto que la competencia es muy intensa en términos de precios, con diferenciales que han bajado al entorno de un punto o punto y medio, no es menos cierto que no parece que dicha competencia se haya extendido a los criterios de concesión de créditos.

La evolución de la morosidad inmobiliaria

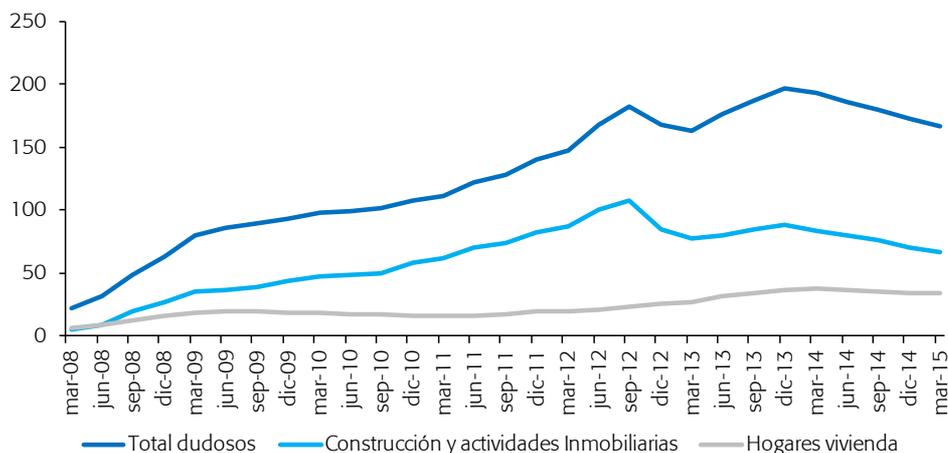
En el proceso de saneamiento inmobiliario de los balances bancarios es importante analizar la evolución de la morosidad por segmentos. Los

activos dudosos del crédito al sector privado residente se redujeron en 24.000 millones de euros durante 2014, siendo este el primer año en que se observa dicha tendencia tras el comienzo de la crisis. La disminución de los activos dudosos se produjo de forma generalizada entre las entidades reduciendo la dispersión respecto al año anterior. El gráfico 6 muestra la evolución de los créditos dudosos de las entidades financieras españolas, apreciándose al menos tres fases destacables. La primera muestra un significativo incremento del

Gráfico 6

Evolución de los créditos dudosos

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

saldo de dudosos hasta finales de 2012. La transferencia de créditos a Sareb se refleja en la caída de la morosidad a finales de 2012⁶. A principios de 2014 comienza una reducción del volumen de dudosos que también se percibe con claridad en los créditos al sector de la construcción y actividades inmobiliarias. La reducción de los dudosos se produce por múltiples mecanismos. Una parte acaban pasando a fallidos, mientras otra parte pueden considerarse "curados" y salen de la clasificación de dudosos. Las ventas de paquetes de créditos dudosos y participadas inmobiliarias junto con la cancelación de deudas por adjudicación de inmuebles también reducen los activos clasificados como morosos aunque, en el último caso, no reducen el riesgo inmobiliario. El gráfico 7 muestra la evolución de la tasa de morosidad. En primer lugar se observa una caída menos pronunciada que en los valores absolutos por el descenso del crédito total. En segundo lugar la tasa de dudosos de empresas de la construcción y actividades inmobiliarias, que llegó al 37%, ha bajado hasta el 34%, aunque sigue siendo muy elevada. La morosidad de los hogares por créditos para la adquisición/rehabilitación de vivienda se mantiene en torno al 5,9%.

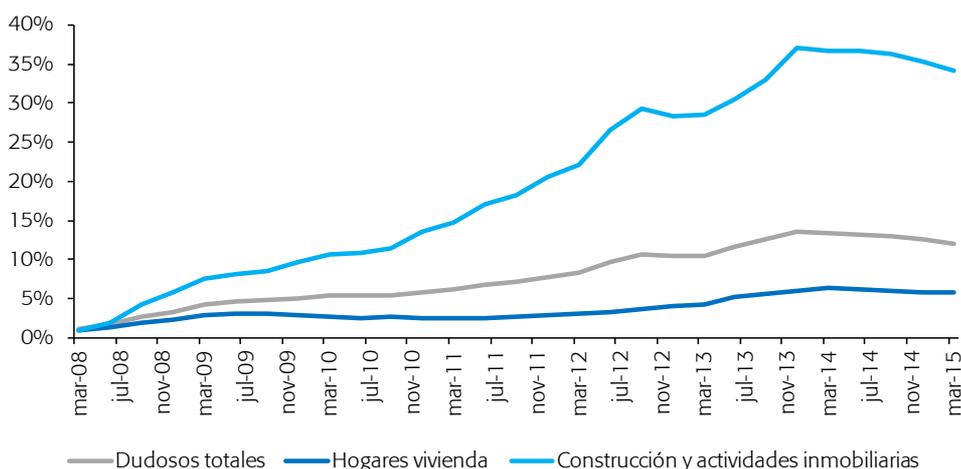
Para analizar con más detalle la evolución reciente de la morosidad el gráfico 8 muestra la tasa de variación interanual de los activos dudo-

La tasa de variación interanual de los activos dudosos crecía al 13,8% en marzo de 2014, mientras en marzo de 2015 disminuía a un ritmo del 15,4%. La mayor caída de la morosidad corresponde a los créditos a la construcción y actividades inmobiliarias, que reducen sus dudosos a una tasa interanual del 21,3%.

sos por finalidad del crédito. La morosidad total estaba aumentando al 13,8% en marzo de 2014 mientras en marzo de 2015 cae al -15,4%. La mayor caída de la morosidad corresponde a los créditos a la construcción y actividades inmobiliarias que reducen sus dudosos al 21,3% (casi el triple de la tasa de reducción de otras financiaciones a empresas no financieras). El crédito a las familias por financiación de la vivienda aumentaba rápidamente en marzo de 2014 para mostrar en marzo de 2015 una pequeña reducción interanual del 3,6%.

Gráfico 7

Evolución de la tasa de morosidad

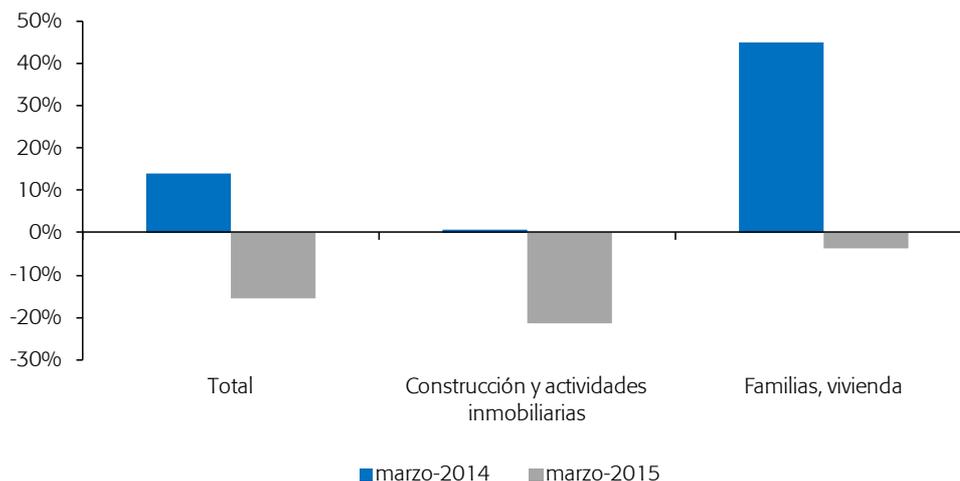


Fuente: Banco de España.

⁶ Las entidades del Grupo 1 y 2 traspasaron 90.765 activos financieros con valor neto superior a los 250.000 euros por un valor total de 39.438 millones de euros (valor bruto de 74.740 millones).

Gráfico 8

Tasa de variación interanual de los activos dudosos por finalidad del crédito



Fuente: Banco de España.

Refinanciaciones y reestructuraciones del riesgo inmobiliario

Durante los primeros compases de la crisis, las entidades financieras recurrieron a la refinanciación de muchos créditos. Por este motivo una dimensión interesante en la evolución del saneamiento inmobiliario de la banca española es el análisis de la evolución de los refinanciados y reestructurados. A raíz del *Memorándum de Entendimiento (MOU)* firmado entre las autoridades españolas y la UE se adoptan medidas para mejorar la información disponible sobre operaciones refinanciadas y reestructuradas. La Circular del Banco de España 6/2012 define con precisión ambos tipos de operaciones y obliga a los bancos a informar sobre sus importes, clasificación del riesgo (normal, subestándar o dudoso) así como su finalidad y coberturas. La partida de refinanciados y reestructurados alcanzaba en diciembre de 2013 los 211.000 millones, representando los préstamos para construcción y actividades inmobiliarias un 27% del total y los préstamos a los hogares para viviendas otro 27%. En diciembre de 2014 el total de refinanciados y reestructurados era de 201.000 millones, representando el sector de construcción

y actividades inmobiliarias el 22,6% y los préstamos a hogares para viviendas el 25,9%. Entre los refinanciados a la construcción y actividades inmobiliarias un 75% estaban clasificados como dudosos y un 13% como subestándar. En el otro sector, préstamos para hogares por adquisición y rehabilitación de vivienda, el 39% era dudoso y el 15% subestándar.

Los activos inmobiliarios adjudicados

Otro componente importante de riesgo inmobiliario de las entidades financieras españolas es la adjudicación de activos inmobiliarios. Desde el comienzo de la crisis financiera los adjudicados han aumentado significativamente el volumen de inmuebles en los balances de dichas entidades hasta alcanzar casi los 100.000 millones durante el primer semestre de 2012 (gráfico 9). Con posterioridad, se traspasaron a Sareb los activos inmobiliarios adjudicados con valor superior a 100.000 millones de las entidades del grupo 1 (BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco-Banco Gallego y Banco de Valencia) y grupo 2 (BMN, Ceiss, Liberbank y Caja3) lo que justifica la caída de los adjudicados que se observa en el segundo semestre de 2012⁷ y el primer semestre de 2013⁸.

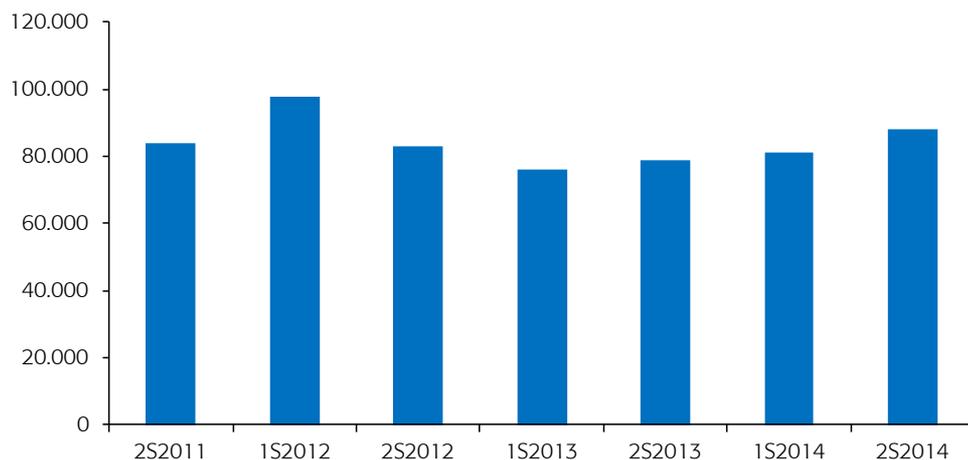
⁷ La fecha del traspaso de los activos de las entidades del grupo 1 es el 31 de diciembre de 2012.

⁸ La fecha oficial del traspaso de los activos de las entidades del grupo 2 es el 28 de febrero de 2013.

Gráfico 9

Evolución de los activos adjudicados en las entidades de depósito

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 1

Activos adjudicados por grupos bancarios

(Millones de euros)

| | 1S2015 | | | 2014 | |
|------------------------------|-------------------|---------------|------------|-------------------|---------------|
| | Coste adquisición | Cobertura | Suelo* (%) | Coste adquisición | Cobertura |
| Popular | 16.210 | 6.344 | 34,16 | 15.457 | 6.162 |
| Sabadell ¹ | 14.438 | 6.786 | 43,53 | 13.949 | 6.564 |
| BBVA ² | 16.119 | 8.984 | 27,23 | 15.884 | 8.352 |
| Santander ³ | 10.381 | 5.477 | 41,54 | 9.760 | 5.163 |
| Grupo CaixaBank ⁴ | 17.862 | 10.087 | 26,73 | 16.470 | 9.007 |
| Abanca | 1.009 | 551 | 3,80 | 937 | 505 |
| Unicaja | 2.720 | 1.556 | 28,78 | 2.634 | 1.512 |
| BFA-Bankia ⁵ | 4.411 | 1.687 | 2,12 | 4.634 | 1.750 |
| Bankinter | 576 | 222 | 8,39 | 586 | 229 |
| BMN | 1.643 | 633 | 13,96 | 1.486 | 574 |
| Liberbank | 2.849 | 1.247 | 30,84 | 2.601 | 1.188 |
| Kutxabank ⁶ | 1.606 | 813 | 50,19 | 3.108 | 1.509 |
| Ibercaja | 1.883 | 960 | 38,89 | 1.837 | 922 |
| Total | 91.707 | 45.347 | | 89.343 | 43.437 |
| Total - ex Kutxabank | 90.101 | 44.534 | | 86.235 | 41.928 |

Notas: Datos obtenidos de los Informes Financieros del primer semestre de 2015.

* Porcentaje de suelo (en VCN) en los activos inmobiliarios procedentes de financiación a empresas de construcción e inmobiliarias sobre valor contable neto de los adjudicados.

¹ No se incluye la financiación de sociedades participadas que no consolidan.² Incluye Catalunya Banc.³ No incluye el apartado de instrumentos de capital, participaciones y financiaciones a sociedades no consolidadas tenedoras de activos.⁴ Excluye una parte clasificada como Activo material - inversiones inmobiliarias (3.062 millones en el 1S2015 y 2.771 a finales de 2014) e incluye los derechos de remate de inmuebles procedentes de subastas (766 millones en 1S2015 y 745 a finales de 2014). El valor bruto se ha calculado utilizando la cobertura con el mismo criterio que las cuentas de 2014.⁵ Excluye una parte clasificada como Activo material - inversiones inmobiliarias y resto de activos - existencias.⁶ Excluye los activos transmitidos a Lone Star en el grupo Neinor.

En total Sareb recibió 107.446 activos inmobiliarios con un valor a coste de adquisición de 11.343 millones de euros⁹. Con posterioridad al traspaso a Sareb, el proceso de acumulación de adjudicados continuó en las entidades financieras españolas. La tendencia al crecimiento de los activos adjudicados persiste en el primer semestre de 2015 como muestra el cuadro 1. Es difícil sintetizar los datos sobre adjudicados de las distintas entidades dado que, a pesar de existir un formato en principio homogéneo para la presentación de esta

El crecimiento de los activos adjudicados persiste en el primer trimestre de 2015. El suelo representa la proporción más elevada, alcanzando un 38% en la media del sector, aunque la distribución entre entidades es muy variable. La cobertura de los adjudicados se sitúa entre el 38% y el 55%.

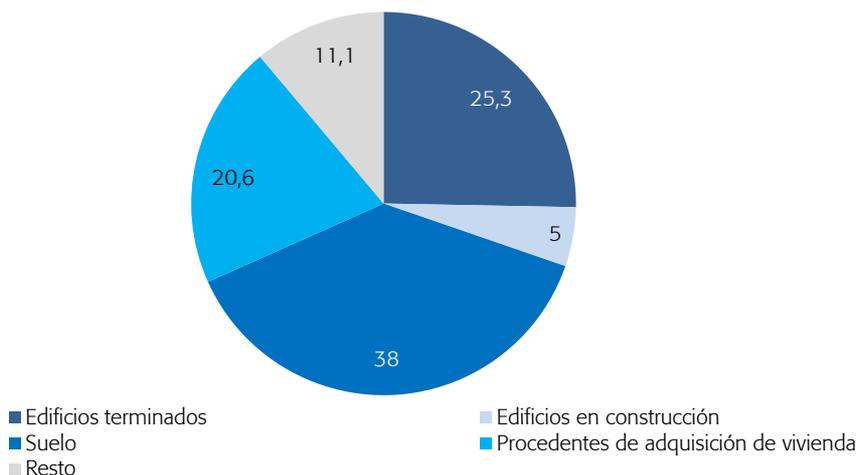
información, algunas entidades han cambiado el criterio de clasificación de algunos adjudicados o proporcionan información que no es compatible con los datos del informe financiero de 2014. El cuadro 1 presenta estimaciones para los casos en

que no se pueden comparar de forma sencilla los datos de la información semestral y los datos del informe anual de 2014. En la mayoría de los casos se ha optado por mantener la información de la comparación entre el primer semestre de 2015 y el 31 de diciembre de 2014 tal y como aparecen en el informe del primer semestre de 2015.

El cuadro 1 indica que la acumulación de activos inmobiliarios en el balance de las entidades ha continuado en el primer semestre de 2015. Eliminando la influencia del traspaso del Grupo Neinor a Lone Star, que afecta a la comparación del agregado, pues se produjo durante el primer semestre de 2015, se observa un incremento significativo de adjudicados. El gráfico 10 muestra la distribución de dichos adjudicados entre distintos activos. El suelo representa la proporción más elevada, alcanzando un 38% en la media del sector. La distribución entre entidades de la proporción del suelo sobre el total de adjudicados es muy variable. Las proporciones más bajas corresponden a Abanca y BFA-Bankia (por el traspaso a Sareb) y Bankinter. Las proporciones más altas corresponden al Banco Sabadell, por la influencia de los adjudicados de la antigua CAM, y a Kutxabank (por la distribución de activos traspasados en la venta del Grupo Neinor

Gráfico 10

Distribución de activos inmobiliarios adjudicados por tipos
(Porcentaje)



Fuentes: Informes financieros de las entidades.

⁹ Valor bruto de 32.220 millones de euros.

a Lone Star). La cobertura media de los adjudicados asciende al 49,4% aunque también en este aspecto existe bastante variabilidad entre entidades. La horquilla oscila entre el 38% y el 55%.

Las plataformas inmobiliarias

Tras una primera fase de aumento rápido de las refinanciaciones y reestructuraciones y de las adjudicaciones de inmuebles, se pasó a una segunda fase más centrada en la transmisión de activos y negocios no estratégicos. En este proceso se incluyen la transmisión de la administración y gestión, o la propiedad, de las plataformas inmobiliarias de los bancos, la venta de adjudicados, y la venta de carteras de créditos. Más recientemente se está produciendo la transformación de suelos bien localizados en promociones de viviendas que puedan ser transformadas en nuevo crédito inmobiliario.

Una de las estrategias para reducir el riesgo inmobiliario ha sido el traspaso, voluntario o forzado por las condiciones de planes de reestructuración, de la administración y gestión, o la propiedad, de plataformas inmobiliarias donde las entidades concentraban sus activos adjudicados. El cuadro 2 presenta las operaciones más destacadas. Algunas de estas operaciones estaban

ligadas a la gestión de los activos traspasados por las entidades financieras del grupo 1 y 2 a la Sareb¹⁰. La última gran operación fue la compra del Grupo Neinor (Neinor, Inverlus, CajaSur Inmobiliaria y equipo de Valle Romano) por parte de Lone Star. Con la venta de estas plataformas ya solo quedan dos entidades que sigan gestionando plataformas inmobiliarias de tamaño significativo: Anida del BBVA y Solvia del Banco de Sabadell. El traspaso inicial de la gestión de los activos de algunas de estas plataformas se ha visto modificado en sus condiciones por el cambio en la estrategia de Sareb para la comercialización de sus productos que ha concluido con la asignación a nuevos *servicers* de sus activos, tanto financieros como inmobiliarios, como resultado del proyecto Ibero que se describe más adelante. El futuro de estas plataformas pasa por su consolidación, proceso que ya ha comenzado a juzgar por la puesta a la venta de algunas plataformas de recobro e inmobiliarias que no habían alcanzado el tamaño suficiente. Además, algunos de los fondos que invirtieron en algunas de las plataformas inmobiliarias han participado exitosamente en el proyecto Ibero y han seguido comprando activos inmobiliarios y préstamos para ganar volumen y mejorar la eficiencia en la gestión de activos.

Cuadro 2

Plataformas inmobiliarias

| | Vendedor | Plataforma | Precio | Proporción (%) | Comprador | Valor de los activos (mill. €) |
|--------|----------------|--------------------------------|---------|----------------|---------------------------------|--------------------------------|
| sep-13 | Bankia | Bankia Habitat | 40-90 | | Haya Real Estate (Cerberus) | 48.600 ¹ |
| sep-13 | Caixabank | Servihabitat | 185/125 | 51 | Texas Pacific Group | 23.992 |
| dic-13 | Popular | Aliseda ² | 715+100 | | Kennedy Wilson y Vårde Partners | 15.850 |
| ene-14 | Santander | Altamira | 664 | 85 | Apollo | 8.000 |
| abr-14 | Catalunya Banc | CXI Inmobiliaria - Anticipa | 40 | | Blackstone ³ | 8.700 |
| abr-14 | BMN | Inmare División Inmobiliaria | 50 | 82 | Centerbridge | 7.000 |
| jun-14 | Cajamar | Cimenta2 | 225+20 | | Haya Real Estate (Cerberus) | 7.300 ⁴ |
| may-15 | Kutxabank | Grupo Neinor ⁵ | 930 | | Lone Star | |
| jun-15 | Popular | Inmobiliaria Portugal - RECBUS | 72 | 80 | Quarteira (Carval) | |

Notas:

¹ Inicialmente Cerberus asumió la gestión de 12.200 millones de activos de Bankia y 36.600 millones de inmuebles y préstamos promotor traspasados a Sareb.

² La venta del Popular incluye 9.350 millones en créditos y 6.500 millones de inmuebles.

³ En García-Montalvo (2013) se señala a Kennedy Wilson and Vårde Partners como compradores. El acuerdo inicial no se perfeccionó.

⁴ Es el valor de la cartera crediticia para la gestión de recuperaciones. Además se traspasa la gestión de los activos inmobiliarios.

⁵ El grupo Neinor representa el 50% de los activos inmobiliarios de Kutxabank.

¹⁰ Posteriormente se comenta la evolución de la Sareb y el proyecto Ibero.

La venta de créditos y adjudicados

Otros mecanismos para reducir el peso del riesgo inmobiliario en el balance del sector financiero pasan por la venta de carteras de créditos y adjudicados. Una forma de acelerar el saneamiento de las carteras de préstamos dudosos es la venta de dichos activos. Estas ventas se han producido en todos los países durante el proceso de saneamiento del sector financiero. Según PWC las ventas de préstamos en Europa alcanzaron los 91.000 millones de euros en 2014, con un incremento del 40% respecto al año anterior (PWC, 2015)¹¹. La previsión es que lle-

guen a los 140.000 millones en 2015. Solamente en Reino Unido la venta de préstamos desde el año 2010 hasta el final del primer semestre de 2015 alcanza los 88.000 millones de euros. En Irlanda son casi 60.000 millones en el mismo periodo, mientras España se situaría algo por encima de los 50.000 millones. En el caso español, los fondos de inversión entraron comprando inicialmente plataformas de recobro. Lindorff adquirió la plataforma de recobro del Banco Santander (Reintegra), mientras Centerbridge compró Aktua a Banesto aunque pronto comenzó la compra de carteras de préstamos¹², en muchos casos asociadas a colaterales inmobiliarios. El cuadro 3

Cuadro 3

Principales operaciones de venta de cartera de créditos y activos inmobiliarios de las entidades financieras

| | Entidad | Operación | Valor nominal (mill. €) | Comprador |
|--------|------------------------|-----------|-------------------------|--|
| nov-13 | BMN | Marathon | 1.400 | |
| dic-13 | Sabadell | Garbi | 632 | Aktiv Kapital Portfolio y Elliott Advisors |
| ene-14 | Liberbank | | 663 | Savia Assets Management y Perry Capital |
| abr-14 | Catalunya Banc | | 1.480 | Aiqon Capital |
| may-14 | Eurohypo (Commerzbank) | Octopus | 4.500 | Lone Star - JP Morgan |
| jun-14 | Caixabank | Flandes | 1.070 | Savia y Perry Capital y D.E. Shaw |
| jun-14 | Kutxabank | | 340 | |
| jul-14 | Catalunya Banc | Hércules | 6.392 | Blackstone - FROB |
| ago-14 | Caixabank | Valonia | 700 | D.E. Shaw |
| ago-14 | Sabadell | Siroco | 554 | Aiqon Capital |
| sep-14 | Bankia | Somo | 895 | Lindorff - Cerberus |
| sep-14 | Ceiss | | 485 | |
| oct-14 | Bankia | Amazona | 772 | Starwood Capital y Sankaty Advisors |
| oct-14 | Bankia | Sky | 400 | Chenavari |
| nov-14 | Bankia | | 1.354 | Lindorff y Elliott |
| nov-14 | BBVA | | 1.700 | Deutsche Bank |
| dic-14 | Bankia | | 355 | Goldman Sachs |
| ene-15 | Sabadell | Triton | 435 | Deutsche Bank e Hipoges |
| abr-15 | FMS (cartera española) | Gaudí | 740 | Oaktree |
| abr-15 | Sabadell | Cadi | 240 | PIMCO y Finsolutia |
| may-15 | Bankia | Comander | 558 | Sankaty Advisors |
| jun-15 | Bankia | Castle | 373 | Davidson Kempnes Capital -Bank of America |
| jul-15 | Bankia | Wind | 1.312 | Oaktree y Chenavari |
| jul-15 | Bankinter | Miras | 60 | Elliott Management |
| jul-15 | BMN | Pampa | 160 | Ellington Management |
| jul-15 | BMN | Coronas | 100 | Apollo |
| jul-15 | Ibercaja | | 210 | Seer Capital |
| jul-15 | Caixabank | Tourmalet | 800 | Blackstone |

Fuentes: Notas de prensa de las entidades vendedoras o compradoras, informes financieros, hechos relevantes a la CNMV y medios de comunicación. Algunas operaciones están pendientes de perfeccionamiento o firma definitiva del contrato. Algunas operaciones que aparecen bajo el epígrafe Bankia contienen también activos de BFA.

¹¹ El mismo documento estima qué fondos de inversión tienen más de 70.000 millones para invertir en activos vendidos por los bancos europeos.

¹² Normalmente tienen créditos dudosos, fallidos o una combinación de dudosos y fallidos. En algún caso puede tener también créditos *performing*. La venta de fallidos no reduce la morosidad al estar totalmente amortizados y fuera de balance pero mejora directamente la cuenta de resultados.

presenta las principales operaciones de venta de carteras de créditos desde finales de 2013 (incluidas carteras compuestas exclusivamente por fallidos). En el listado no se recogen operaciones que sean segundas ventas de operaciones de compra a entidades financieras. Por ejemplo Lindorff adquirió en junio de 2014 unos 2.000 millones de créditos fallidos que Santander había vendido previamente a Fortress (proyecto Luna) y a TPG (1.000 millones en créditos que recibió como herencia en la absorción del fondo Octavia en 2013). Tampoco se recogen las ventas de participaciones inmobiliarias (comerciales u hoteleras), como por ejemplo la venta en mayo de 2015 de la participación de NH por parte del Banco Santander, ni la venta de participaciones en créditos sindicados. El cuadro 4 muestra como las entidades del Grupo 1, en particular Bankia y Catalunya Banc, han sido las más activas en la venta de carteras de créditos dentro de la desinversión en activos no estratégicos, por los compromisos adquiridos por las autoridades españolas para la aprobación por parte de la Comisión Europea de sus respectivos planes de reestructuración (*Term Sheets*). Destaca entre todas las operaciones, la transferencia de la Cartera Hércules de Catalunya

Banc, con un valor nominal de 6.392 millones de euros, a un fondo de titulización de activos (FTA) por importe del valor de libros en la entidad (4.187 millones) donde Blackstone aportó 3.615 millones y el FROB 572 millones. La operación, de elevada complejidad, constaba de tres subcarteras y cinco tramos y atrajo el interés de prácticamente todos los fondos que están invirtiendo en el mercado español de carteras de crédito. El cuadro lista las operaciones de venta de carteras de créditos ya anunciadas pero no finalizadas. Entre las mismas destaca el proyecto Big Bang de Bankia.

La promoción sobre suelos propiedad de las entidades financieras, altamente provisionados, supone un bajo nivel de repercusión del suelo en el precio final de las viviendas y, por tanto, la garantía de que los precios de venta podrán ser muy competitivos.

La venta de adjudicados es otro de los mecanismos para sanear los balances bancarios de activos inmobiliarios. El cuadro 5 muestra las ventas de viviendas de las principales plataformas inmobiliarias entre el primer semestre de 2014 y el primer semestre de 2015¹³. A pesar de las dificultades de comparar entre

Cuadro 4

Operaciones de venta de carteras de créditos previstas para los próximos meses

(Millones de euros)

| Entidad | Proyecto | Nominal |
|--------------|------------|---------|
| Bankia | Big Bang | 4.800 |
| Caixabank | Eurostars | 103 |
| Caixabank | More | 800 |
| Ibercaja | Goya | 900 |
| Ibercaja | Kite | 800 |
| B. Santander | Mamut | 799 |
| B. Santander | Formentera | 170 |
| Sabadell | Chloe | 147 |
| BBVA | Liceo | 70 |
| BBVA | Zafiro | n.d. |
| BBVA | Otelo | n.d. |
| Sabadell | Empire | 600 |
| Popular | Elcano | 451 |
| Sareb | Silk | n.d. |
| Sareb | Birdie | 250 |

Fuentes: Notas de prensa y medios de comunicación.

Cuadro 5

Ventas de adjudicados

(Millones de euros)

| | 1S2015 | 1S2014 |
|-----------------------|--------|--------|
| Bankia | 4.135 | 1.919 |
| BBVA ¹ | 5.465 | 5.985 |
| CaixaBank | 5.907 | 7.392 |
| Popular | 7.576 | 3.724 |
| Sabadell ² | 5.190 | 4.968 |
| Santander | 5.200 | 6.300 |
| Sareb ³ | 5.400 | 7.837 |
| Total | 38.873 | 38.125 |

Notas: La cifras no son totalmente homogéneas entre entidades.

¹ Ventas activos inmobiliarios y promotores.

² Venta de activos adjudicados.

³ Canal minorista.

Fuentes: Informes de las entidades.

¹³ Los datos no son homogéneos entre entidades pues algunas incluyen también ventas de inmuebles de promotores correspondientes a PDV y otros no.

entidades por la diferencia de criterios en el cálculo, en general se observa un incremento pequeño de las ventas con algunas entidades aumentando significativamente su ritmo (caso de Bankia y Popular) y otras reduciéndolo. Existe poca información sobre los precios de venta de dichos activos inmobiliarios. El Banco Popular señala en su información financiera que está vendiendo sus adjudicados a un valor muy cercano a su valor contable y, por tanto, sin incurrir en pérdidas. El Banco Sabadell es más explícito y señala que el descuento medio sobre el valor bruto en la venta de sus adjudicados era del 60,4% en el primer semestre de 2013, el 52,4% en el primer semestre de 2014 y el 46,4% en el primer semestre de 2015.

La aparición de ciertas tensiones en los precios en algunas localizaciones ha generado cierta controversia sobre la posibilidad de que algunas entidades estén aplicando una estrategia de esperar a que los precios suban más para volver a intensificar las ventas. Las viviendas vendidas por los bancos representaban un 24,5% del total de compraventas de viviendas registradas en el primer semestre de 2014, mientras en 2015 este porcentaje ha caído al 23%.

Otra forma de dinamizar la reducción de adjudicados es la promoción sobre suelos propiedad de las entidades financieras. Esta es la tercera fase del proceso comentado anteriormente. El elevado nivel de provisiones de dichos activos supone un bajo nivel de repercusión del suelo en el precio final de las viviendas y, por tanto, la garantía de que los precios de venta podrán ser muy competitivos. Lógicamente estas nuevas promociones se desarrollan sobre suelo localizado en zonas de alta demanda. Muchas entidades han anunciado la transformación de sus suelos. La previsión de Neinor es la promoción de unas 3.000 viviendas al año. BBVA ha anunciado unas 2.000 viviendas y Solvia 1.000. La Sareb tiene 1.109 viviendas en curso resultado de la transformación de 13 lotes de suelo.

Sareb y los nuevos *servicers*

La Sareb es un agente importante del mercado inmobiliario actual. Comenzó sus actividades en 2012 con la asunción de los activos del llamado

Grupo 1 de entidades financieras. Con la incorporación de los activos de las entidades del Grupo 2 el 28 de febrero de 2013 la Sareb completó una cartera de 50.781 millones de euros (a coste de adquisición) entre activos financieros (78%) e inmobiliarios (22%). En el período 2013-2014 ha vendido 24.000 inmuebles, realizando 25 operaciones mayoristas y obteniendo un ingreso total de 9.000 millones de euros. A finales de 2014 se habían amortizado 5.700 millones de deuda de su balance.

Durante 2014, la Sareb vendió 15.298 inmuebles en el canal minorista con un aumento significativo de la aportación de la venta de suelo (del 15% en 2013 al 26% en 2014) y una reducción de la aportación de las ventas residenciales (de un 80% en 2013 al 63% en 2014). En cuanto al canal minorista de préstamos, se ha producido un incremento significativo de los planes de dinamización de ventas alcanzando las 5.278 propuestas gestionadas (el 45,6% del total de propuestas incluyendo daciones y ejecuciones así como reestructuraciones

Cuadro 6.a

Fondos de Activos Bancarios (FAB) constituidos por Sareb

| Fecha | Nombre | Participación Sareb (%) |
|--------|-----------|-------------------------|
| dic-13 | Bull | 49 |
| dic-13 | Teide | 15 |
| dic-13 | Corona | 100 |
| jul-14 | May | 5 |
| dic-14 | Crossover | 20 |

Fuente: Sareb.

Cuadro 6.b

Ventas de carteras

| Fecha | Carteras | Comprador | Precio | |
|--------|--------------|------------------------|--------|-----------|
| feb-14 | Dorian | | 39,5 | REOS |
| dic-14 | Agatha REOS | D.E. Shaw | 36,0 | |
| dic-14 | FAB Corona | Blackstone | 81,3 | |
| mar-14 | Klauss | | 172,7 | PRÉSTAMOS |
| ago-14 | Pamela | Canyon Capital Advisor | 158,9 | |
| dic-14 | Agatha Loans | Hayfin | 148,1 | |
| dic-14 | Aneto | Blackstone | 52,7 | |
| dic-14 | Kaplan | Deutsche Bank | 47,7 | |

Fuente: Sareb.

Cuadro 7

El proyecto Ibero

| Adjudicatario | Lote | Activos de | Valor nominal (mill. €) | Nº activos | Tipología | (%) | Residencial (%) | Terciario (%) | Suelo (%) | Obra en curso (%) | Otros (%) |
|---------------------------|------|--|-------------------------|------------|-----------|-----|-----------------|---------------|-----------|-------------------|-----------|
| Haya Real Estate | 1 | Bankia (créditos) | 18.000 | 52.168 | Créditos | 100 | 57,10 | 5,50 | 6,60 | 2,30 | 28,60 |
| Altamira Asset Management | 2 | Catalunya Banc | 14.000 | 44.089 | Créditos | 43 | 59,30 | 9,30 | 16,80 | 5,20 | 9,40 |
| | | BMN Caja 3 | | | Inmuebles | 57 | 91,00 | 3,70 | 5,30 | | |
| Servihabitat | 3 | Banco de Valencia | 9.200 | 30.342 | Créditos | 31 | 51,60 | 15 | 15,60 | 4,50 | 13,40 |
| | | NCG Liberbank | | | Inmuebles | 69 | 92,70 | 2,70 | 4,40 | | |
| Solvía | 4 | Ceiss | 11.500 | 42.862 | Créditos | 23 | 64,40 | 4,60 | 25,10 | 2,90 | 2,90 |
| | | Banco Gallego Bankia (33.133 inmuebles) | | | Inmuebles | 77 | 92,00 | 2,90 | 4,70 | | |

Fuente: Sareb.

y refinanciaciones) y los 800 planes. Es interesante señalar que el canal minorista generó casi el 80% de los 5.115 millones de ingresos de la Sareb en 2014. Los ingresos del canal mayorista, 1.115, se concentraron en diciembre de 2014 –708 millones– (Sareb, 2015). El cuadro 6.a muestra los Fondos de Activos Bancarios constituidos por Sareb desde el comienzo de su actividad y su participación en los mismos. El cuadro 6.b contiene las carteras y FAB vendidos por Sareb durante 2014, tanto de REOS como de préstamos¹⁴.

Desde el comienzo de operaciones, la Sareb se ha visto envuelta en diversas controversias relacionadas con la posibilidad de cumplir los subsecuentes planes de negocio presentados, los posibles conflictos de intereses en el seno de su consejo de administración y diversos cambios de sus máximos ejecutivos y su estructura corporativa. Las críticas también se han dirigido a un cierto estilo de gestión en ocasiones burocrático y rígido en los contratos de gestión de sus activos. Quizás el acontecimiento reciente más significativo ha sido el cambio del sistema de asignación de los *servicers* a cargo de la administración y gestión de sus activos. En principio se firmaron acuerdos con vencimiento anual para la administración y gestión de los acti-

vos de Sareb con las plataformas inmobiliarias de algunas de las entidades que habían transferido sus activos. En 2014 Sareb lanzó el denominado proyecto Ibero para elegir los gestores de la administración y venta de los activos de la empresa a partir del 1 de enero de 2015. El cuadro 7 muestra el resultado de proceso de adjudicación de la gestión de activos. En una primera adjudicación Solvía se hizo con los activos del llamado bloque 4 compuesto por créditos e inmuebles traspasados por Ceiss y el Banco Gallego así como los inmuebles traspasados por Bankia. La segunda fase de la adjudicación se cerró con la selección de Haya Real Estate, Altamira Asset Management y Servihabitat. Esto significa que Blackstone y Centerbridge que habían adquirido las plataformas de Catalunya Banc y BMN respectivamente, quedan al margen de la gestión de los activos de la Sareb a partir de finales de 2014.

La irrupción de las Socimis

CBRE estima que durante el primer semestre de 2015 la compraventa de oficinas, centros comerciales, naves logísticas, hoteles y activos residenciales alcanzó los 8.434 millones de euros¹⁵. Como se ha expuesto anteriormente, en la actua-

¹⁴ En 2013 cerró tres operaciones denominadas Elora, Abacus y Bermudas.

lidad las entidades financieras, los fondos internacionales y la Sareb son participantes destacados en el mercado inmobiliario español¹⁶. Sin embargo en el último año han ganado protagonismo otros actores: las Sociedades Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Socimi). Las Socimi, reguladas por la Ley 11/2009, modificada por la Ley 16/2012, deben tener invertido al menos el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento o en terrenos para la promoción de bienes que vayan a destinarse a dicha finalidad siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición. Además, al menos un 80% de las rentas, excluidas las derivadas de la transmisión de participaciones y bienes inmuebles afectos una vez transcurrido el plazo de manteni-

La mayor parte de las nuevas inversiones de las empresas inmobiliarias que cotizan en Bolsa se concentra en las Socimis. Estas han comprado fundamentalmente centros comerciales, hoteles y edificios de oficinas.

miento (3 años), deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles y de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de dichas participaciones. Uno de los grandes atractivos de estas sociedades es su tratamiento fiscal: el tipo de gravamen en el impuesto de sociedades es el 0%, excepto cuando los dividendos que distribuya a uno de sus socios que tenga una participación superior al 5% tributen por debajo del 10%, en cuyo caso pagan un gravamen especial del 19%.

Las Socimis deben cotizar en el mercado español o europeo. Tras la modificación de la ley en 2012 el capital mínimo exigido pasa de 15 a 5 millones y se elimina la restricción de endeudamiento máximo del vehículo de inversión. También tiene reglas estrictas sobre obligatoriedad de reparto

de dividendos derivados de rentas de alquileres y transmisión de inmuebles y participaciones empresariales: a partir del 1 de enero de 2013 la obligación es del 90%.

En la actualidad existen 21 empresas inmobiliarias en la Bolsa de Madrid aunque algunas, como Martinsa Fadesa o Reyal Urbis están suspendidas de cotización. Pero la mayor parte de las nuevas inversiones, cerca de 5.000 millones, se concentra en las Socimis (Axiare Patrimonio, Lar España Real Estate y Merlin Properties) e Hispania Activos Inmobiliarios¹⁷. La mayor de las Socimis es Merlin Properties que comenzó a cotizar el 30 de junio de 2014 con un capital de 1.250 millones. Desde ese momento ha realizado una ampliación de capital de 614 millones prepara otra de 1.034 millones para hacer frente a la adquisición de Testa Inmuebles en Renta SA a Sacyr. Axiare Patrimonio cotiza desde el 9 de julio de 2014 con un capital inicial de 360 millones. En junio de 2015 amplió capital en 395 millones. Lar España Real Estate fue la primera Socimi en la Bolsa. Comenzó a cotizar el 5 de marzo de 2014. En agosto de 2015 realizó también una ampliación de capital de 135 millones de euros. Por último, Hispania Activos Inmobiliarios comenzó con un capital de 550 millones que amplió hasta 887 millones en abril de 2015. Aunque estas no son las únicas inmobiliarias que han ampliado capital recientemente, sí que son las más activas en cuanto a inversiones. Las Socimis han comprado fundamentalmente centros comerciales, hoteles y edificios de oficinas. Hispania también ha comprado viviendas en alquiler que, junto al suelo, representan el 15% de su cartera frente al 5% de Merlin o la ausencia de estos activos en LAR y Axiare.

Junto a estas Socimis cotizadas en la Bolsa de Madrid se encuentran URO Property Holdings Socimi (cotizada en el MAB) dueña de 755 oficinas que arrienda al Santander, y Saint Croix Hoding Immobilier SOCIMI, con sede en España pero que cotiza en Luxemburgo.

¹⁵ Incluye la compra de la inmobiliaria Testa.

¹⁶ Junto con estas entidades también se encuentran sociedades como Ponte Gadea muy activas en la compra de activos tanto en España como en otros países, e inversores como Carlos Slim.

¹⁷ Es previsible que la nueva Socimi Gmp salga a Bolsa a finales de 2015.

Conclusiones

La crisis inmobiliaria cogió al sistema financiero español con un enorme riesgo inmobiliario. Esta exposición se redujo inicialmente de forma muy lenta. A partir de 2012 el proceso de saneamiento del sector bancario se acelera con la venta de activos no estratégicos, como empresas de recobro y plataformas inmobiliarias. En una segunda fase el proceso evoluciona con la venta de carteras de préstamos problemáticos, participaciones en empresas inmobiliarias, participaciones en préstamos sindicados, o préstamos individuales a empresas inmobiliarias con problemas financieros y venta de adjudicados. Mientras la venta de créditos está reduciendo significativamente el riesgo inmobiliario de las entidades¹⁸, la venta de inmuebles avanza más lentamente, haciendo que el *stock* de adjudicados inmobiliarios siga aumentando. En una tercera fase, que comenzó a finales de 2014, algunas entidades financieras han reducido el ritmo de venta de sus inmuebles e intentan movilizar el suelo adjudicado, que representa una elevada proporción del total de adjudicados inmo-

biliarios, liderando promociones en localizaciones de alta demanda que permitan transformar esos activos de difícil realización en préstamos hipotecarios en el futuro.

Referencias

- Banco de España (2014), *Informe anual 2014*: 126-131.
- (2015), *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2012), "Perspectivas de precios de la vivienda en España", *Cuadernos de Información Económica*, 227: 49-59.
- GARCÍA MONTALVO, J., y J.M. RAYA (2012), "What is the right price of Spanish residential real estate?", *Spanish Economic and Financial Outlook*, vol. 1(3): 22-29.
- PWC (2015), *Portfolio Advisory Group, Market update Q4, 2014*.
- SAREB (2015), *Informe anual 2014*.

¹⁸ El año 2015 podría marcar un récord en este tipo de transacciones.

Efectos de las resoluciones judiciales sobre la legislación hipotecaria española

María Romero y Ángel Berges*

La sensibilidad sobre el elevado endeudamiento hipotecario de los hogares españoles provocó, en los años de mayor gravedad de la crisis, intensas iniciativas ante los tribunales, nacionales y europeos, tratando de mitigar algunos aspectos de la ley hipotecaria española, como los desahucios o las “cláusulas suelo”. En la mayor parte de los casos, las resoluciones judiciales han derivado en modificaciones de la legislación hipotecaria. En relación con los desahucios, se estableció que los jueces que examinasen la existencia de cláusulas abusivas en este tipo de contratos, pudiesen suspender una ejecución hipotecaria y paralizar un desahucio de forma cautelar. En cuanto a las “cláusulas suelo”, se incorporaron nuevos requisitos de formalización y contratación de préstamos hipotecarios para garantizar la cultura financiera del prestatario y el conocimiento pleno de las cláusulas que se incluyen en el mismo.

A lo largo de los últimos años, varios han sido los aspectos de la regulación hipotecaria española que han sido denunciados ante los tribunales, nacionales y europeos. Pero quizás, los desahucios y las “cláusulas suelo” sean dos de los más importantes, por su repercusión social, económica y regulatoria. Las resoluciones judiciales de algunos de los casos que han llegado hasta los tribunales han sido tan relevantes que han derivado en reformas de la ley hipotecaria y en otros cambios regulatorios complementarios orientados, entre otros objetivos, a cumplir con dichos pronunciamientos judiciales. El presente artículo repasa brevemente cuál era la dimensión de cada uno de estos problemas, cuáles han sido algunas de las

más relevantes resoluciones judiciales publicadas hasta la fecha y sus efectos sobre la regulación hipotecaria española.

Los desahucios

En repetidas ocasiones se alude al elevado apalancamiento de los hogares como uno de los desequilibrios más relevantes de la economía española. El cociente entre la deuda bruta de los hogares y su renta disponible llegó a sobrepasar el umbral del 130% en 2007, uno de los niveles más elevados entre los países europeos. Desde entonces se ha corregido algo, si bien al cierre de

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

2014 todavía superaba ampliamente el umbral del 100% sobre la renta bruta disponible.

Si el análisis se centra en la capacidad de pago de las deudas, más que en el importe agregado de las mismas, la comparativa es también claramente desfavorable frente a los principales países de nuestro entorno, como pone de manifiesto el estudio del Banco Central Europeo sobre endeudamiento de los hogares europeos, con datos de 2010 y 2011. Así, mientras que en España la ratio de pagos por deudas sobre renta bruta representaba el 18,0%, en la media de la eurozona era tan solo del 13,9%.

La diferencia era todavía más acusada en los hogares con menores niveles de renta (medido por el percentil 20 de la distribución de la renta). En el caso español la carga de la deuda en el percentil 20 se elevaba hasta el 46,2% en 2011, cuando la media de la zona del euro era del 26,5% en 2010.

Este elevado grado de endeudamiento de los hogares españoles ha sido uno de los determinantes, en el marco de una crisis económica y financiera que provocó un intenso incremento del desempleo, de la creciente aparición de desahucios hipotecarios.

Desde 2007 y hasta 2014, se han iniciado más de 570.000 ejecuciones hipotecarias, de las que una cuarta parte han terminado en el desahucio.

El agravamiento de la crisis en España en 2011 provocó una intensificación de esos desahucios, lo que explicaría que fuera a partir de dicho año cuando se han concentrado las iniciativas y trámites judiciales para intentar frenarlos.

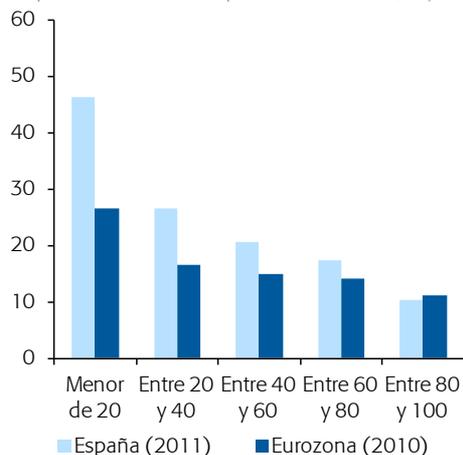
El primer pronunciamiento de los tribunales sobre los desahucios tuvo lugar a principios de 2013 y procedió del más alto nivel, concretamente, del Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea (TSJUE). Su fallo supuso un antes y un después en la normativa española, al considerar que algunos aspectos de la misma no eran compatibles con la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

En primer lugar, dictaminó que los jueces que estén examinando si ha habido cláusulas abusivas en un contrato hipotecario puedan suspender cautelarmente el procedimiento de ejecución e impedir el desalojo de la vivienda. En segundo lugar, fijó una serie de principios sobre cómo deben

Gráfico 1

1.1 - Ratio de pagos por deudas / renta bruta del hogar

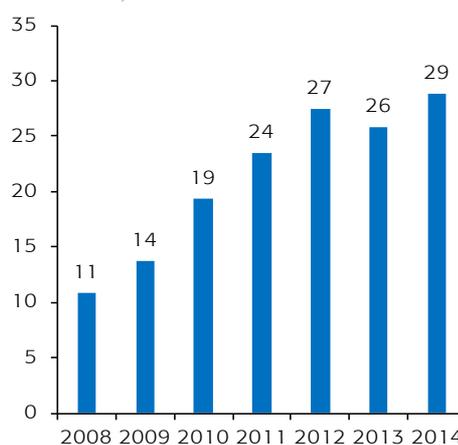
(Según el percentil de renta respecto a la mediana, %)



Fuente: Banco Central Europeo, Banco de España, Afi.

1.2 - Desahucios consecuencia de ejecución hipotecaria

(Miles de unidades)



Fuente: Consejo General del Poder Judicial, Afi.

Cuadro 1

Principios establecidos por el TSJUE para determinar que una cláusula es abusiva

Estipulaciones no negociadas individualmente y prácticas no consentidas expresamente que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato.

Cláusulas que vinculen el contrato a la voluntad del empresario.

Cláusulas que limiten los derechos del consumidor y usuario.

Cláusulas que determinen la falta de reciprocidad en el contrato.

Cláusulas que impongan al consumidor y usuario garantías desproporcionadas o le impongan indebidamente la carga de la prueba.

Cláusulas que resulten desproporcionadas en relación con el perfeccionamiento y ejecución del contrato.

Cláusulas que contravengan las reglas sobre competencia y derecho aplicable.

Fuente: TSJUE, Afi.

interpretar los jueces que una cláusula es abusiva (véase el cuadro 1). Y en tercer y último lugar, el fallo establecía que el juez deberá comparar el interés de demora que fija la entidad bancaria con el tipo de interés legal y verificar que es adecuado para garantizar la realización de los objetivos que persigue el interés de demora.

En 2013, el Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea dictaminó que los jueces que examinen la existencia de cláusulas abusivas en contratos hipotecarios, puedan suspender una ejecución hipotecaria y paralizar un desahucio de forma cautelar.

La respuesta del Gobierno no se demoró y, en apenas tres meses, diseñó y aprobó una reforma de la ley hipotecaria española que se ajustaba a la sentencia y pronunciamientos del TSJUE. Entre los cambios estructurales más relevantes que establecía la Ley 1/2013, se encontraban los siguientes:

- Se aumentó el poder de jueces y notarios, ya que a partir de ese momento podían declarar improcedentes las ejecuciones hipoteca-

rias o suspender ventas extrajudiciales de los bienes ejecutados en los casos en los que se detectase la existencia de cláusulas abusivas en los contratos hipotecarios.

- Se limitaron los intereses de demora a tres veces el interés legal del dinero. Por lo tanto, se acotó en el 12%, frente al 20% o más que se venía aplicando hasta ese momento por parte de algunas entidades bancarias. De esta forma, se favorecía la devolución de la deuda pendiente. Además, se prohibió la capitalización de estos intereses.

Gracias al primer cambio en la legislación hipotecaria y a la paralización temporal de los desahucios para los colectivos más vulnerables¹ promulgada por el Gobierno central, se ha contenido el aumento del número de lanzamientos registrado en los últimos años. Entre junio de 2013 y diciembre de 2014, se han paralizado 13.000 desahucios, lo que representa el 24% del total de desahucios registrados como consecuencia de una ejecución hipotecaria. Si se relativiza respecto al colectivo que podría beneficiarse de la segunda medida puesta en marcha por el Gobierno, entonces representarían el 9,1% del total.

¹ El Real Decreto Ley 27/2012 de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios consideraba dos años, pero el Gobierno ha prorrogado recientemente esta medida dos años más, hasta un total de cuatro años. Para más información, puede consultarse el siguiente enlace: <http://www.boe.es/boe/dias/2015/02/28/pdfs/BOE-A-2015-2109.pdf>.

Cuadro 2

Estimación Afi de la paralización temporal de los desahucios

| | |
|--|---------|
| <i>Paralización temporal de desahucios</i> | 13.000 |
| Hogares potencialmente beneficiarios (%) | 9,12 |
| Lanzamientos consecuencia de ejecución hipotecaria (%) | 23,77 |
| <i>Pro-memoria</i> | |
| Hogares potencialmente beneficiarios | 142.620 |
| Lanzamientos consecuencia de ejecución hipotecaria (2013+2014) | 54.690 |

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Banco de España, INE y Consejo General del Poder Judicial, Afi.

A pesar de esta contención, el problema de los desahucios ha seguido estando presente en el panorama económico y social. Precisamente por ello y con el objetivo de satisfacer la necesidad de vivienda de las familias desahuciadas, diferentes gobiernos autonómicos² han ido aprobando leyes con un patrón común: la expropiación forzosa del uso de la vivienda deshabitada a entidades financieras, sus filiales inmobiliarias y las entidades de gestión de activos inmobiliarios (entre las que se encuentra también la Sareb) durante un cierto periodo de tiempo para atender circunstancias especiales de emergencia social.

Las autoridades internacionales, dentro del marco de vigilancia posprograma del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), manifestaron su preocupación por el potencial impacto sobre el sistema financiero español de este tipo de normativas regionales de protección de los deudores hipotecarios. El Gobierno central las recurrió ante el Tribunal Constitucional y este último declaró de forma inmediata la suspensión cautelar de alguno de sus preceptos. A día de hoy, ya se ha declarado en contra de alguna de ellas, aludiendo a los siguientes motivos:

- Considera ilegal la expropiación de viviendas vacías propiedad de las entidades financieras.
- Invade la competencia exclusiva del Estado en materia de "coordinación de la planificación general de la actividad económica".

- Obstaculiza la eficacia de las medidas implementadas por el Gobierno central, especialmente, las que tienen que ver con la reestructuración bancaria y la protección de los deudores hipotecarios.

En 2014, el Tribunal Constitucional se ha declarado en contra de las normativas regionales que tratan de expropiar forzosamente el uso de viviendas deshabitadas de entidades financieras.

Por lo tanto, en este último caso, la sentencia del Tribunal Constitucional limita el desarrollo de este tipo de iniciativas autonómicas y evita, de esta forma, los negativos efectos que podrían llegar a tener sobre el sistema bancario, en particular, y sobre la economía española, en general.

Las "cláusulas suelo"

Junto a los desahucios, el otro ámbito de la regulación hipotecaria donde se ha producido una intensa apelación a tribunales de diferente rango, se refiere a las denominadas "cláusulas suelo", que establecen un tipo de interés mínimo en las operaciones de préstamo hipotecario a tipo variable, impidiendo que el prestatario se beneficie de los descensos del índice de referencia pactado respecto al mínimo acordado. Las iniciativas en con-

² Hasta la actualidad y por orden cronológico, se han desarrollado medidas en Andalucía (Ley 4/2013), Navarra (Ley Foral 24/2013) e Islas Canarias (Ley 2/2014).

tra de las cláusulas suelo se intensificaron con la tendencia a la reducción de los tipos de interés de referencia (fundamentalmente el euríbor a doce meses), alcanzando niveles en torno al 0,20%, en los que se vienen manteniendo desde hace muchos meses.

Según el Colegio de Registradores, más del 90% de las hipotecas contratadas en España se formalizaron con tipo de interés variable y con referencia al euríbor a 12 meses. La drástica reducción de este último desde 2009 evidenció la existencia de "cláusulas suelo" en una parte de los préstamos hipotecarios concedidos con anterioridad. Según un estudio elaborado por Banco de España a petición del Senado en 2010³, cerca del 30% de la cartera hipotecaria existente a finales de 2009 contaba con este tipo de cláusulas y el tipo medio de dicho "suelo" se situaba en el entorno del 3%.

La imposibilidad de los hogares endeudados de beneficiarse de la bajada del tipo de referencia hipotecario y la dificultad creciente de atender a los pagos de la deuda, como consecuencia del aumento del desempleo, duplicó el número de reclamaciones y quejas recibidas por el Banco de España y supuso el inicio de numerosos procesos judiciales.

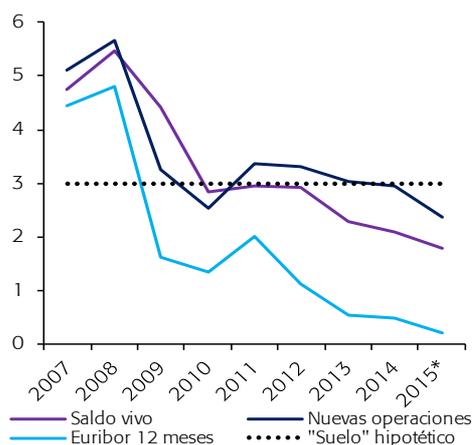
Además del pronunciamiento del TSJUE a principios de 2013 sobre las cláusulas abusivas en general que se veía con anterioridad, el Tribunal Supremo (TS), en la sentencia de Ausbanc contra algunas entidades de crédito, declaró nulas las "cláusulas suelo" de los préstamos hipotecarios, ya que consideró que no cumplían con ciertos requisitos en su formalización y contratación. De hecho, el TS estableció una serie de criterios que servirían de orientación para considerar nulas las cláusulas que no cumplieren con una serie de características (véase el cuadro 3).

Este fallo del TS implicaba que las entidades bancarias afectadas por el mismo debían eliminar estas "cláusulas suelo" de su cartera hipotecaria, pero no suponía su generalización a todo el sistema bancario, como tampoco su retroactividad a otras resoluciones judiciales o pagos ya efectuados. Ahora bien, este fallo sentó un precedente ante demandas futuras. Prueba de ello es que, durante ese mismo año (2013), las reclamaciones y quejas recibidas por el Banco de España superaron las 34.600, lo que supuso más del doble de las registradas el año anterior y el mayor número contabilizado hasta la fecha. Un 53,1% de las mismas se correspondían a quejas sobre "cláusulas suelo" y

Gráfico 2

2.1 - Tipos de interés de los préstamos hipotecarios

(Promedio anual, %)

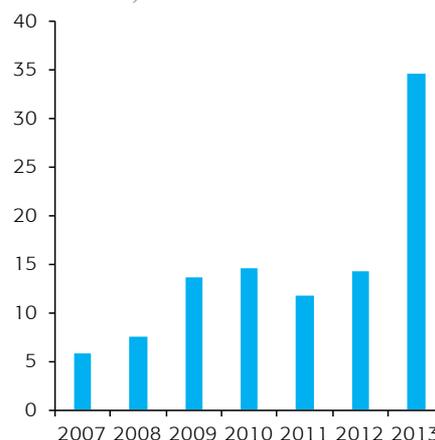


Nota: (*) 2015 es un promedio del primer semestre del año.

Fuente: Banco de España, Afi.

2.2 - Reclamaciones y quejas recibidas por el Banco de España

(Miles de unidades)



Fuente: Banco de España, Afi.

³ Para más información, puede consultarse el siguiente enlace: <http://www.senado.es/legis9/publicaciones/pdf/senado/bocg/I0457.PDF>.

Cuadro 3

Condiciones que anulan las “cláusulas suelo” en los préstamos hipotecarios según el Tribunal Supremo

Falta de información suficientemente clara de que se trata de un elemento definitorio del objeto principal del contrato.

Se justifica su existencia por la inclusión de una “cláusula techo” (tipo de interés máximo en las operaciones de préstamo hipotecario a tipo variable, que limita el pago del prestatario cuando el tipo de referencia ascienda por encima del nivel previamente pactado).

No se han simulado escenarios diversos sobre la evolución previsible de los tipos de interés.

No hay información previa clara y comprensible sobre el coste comparativo con otras modalidades de préstamo de la propia entidad.

Se ubican entre una abrumadora cantidad de datos, lo que diluye la atención del consumidor.

Fuente: TS, Afi.

en más del 80% de los casos, el Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones de Banco de España dio la razón al reclamante.

La declaración de nulidad de las “cláusulas suelo” de determinadas entidades de crédito en 2013 dio lugar a una reforma de la ley hipotecaria incorporando nuevos requisitos de formalización y contratación de préstamos hipotecarios para una mayor protección del cliente.

En la reforma de la ley hipotecaria aprobada en 2013, el Gobierno central incorporó una serie de cambios que trataban de atender los pronunciamientos del TS en lo que atañe a las “cláusulas suelo”:

- Estableció la obligación de que en la escritura pública del préstamo hipotecario se incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita por la que el prestatario manifieste que ha sido adecuadamente advertido de los posibles riesgos derivados del contrato hipotecario, siempre y cuando:
 - se establezcan suelos o techos a la variación de los tipos de interés de referencia;
 - lleve asociada la contratación de un instrumento de cobertura del riesgo de tipo de interés; y

- se conceda en una o varias divisas.

De esta forma, constará por escrito la cultura financiera del prestatario y el conocimiento pleno de las cláusulas que se incluyen en el contrato del préstamo hipotecario.

- Encargó al Banco de España la elaboración y difusión de un manual sobre los préstamos bancarios para contribuir a la transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, entre cuyos conceptos, se encuentran las “cláusulas suelo”. Esta *Guía de acceso al préstamo hipotecario* se publicó a los dos meses de la aprobación de la ley y está disponible desde entonces en la página web de Banco de España⁴.

Conclusiones

A lo largo de los últimos años, algunos aspectos de la ley hipotecaria española han sido objeto de denuncias ante los tribunales nacionales y europeos. En la mayor parte de los casos, las resoluciones judiciales han derivado en modificaciones de la legislación hipotecaria.

En lo que respecta a los desahucios, el Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea dictaminó a principios de 2013 que los jueces que examinen la existencia de cláusulas abusivas en contratos hipotecarios, puedan suspender una ejecución hipotecaria y paralizar un desahucio de forma cautelar. La reforma

⁴ Para más información, consultar siguiente enlace: http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Folletos/Fic/Guia_hipotecaria_2013.pdf.

de la ley hipotecaria aprobada ese mismo año, así contempló esta posibilidad. Sin embargo, las iniciativas legislativas desarrolladas recientemente por algunas comunidades autónomas no han prosperado, porque el Tribunal Constitucional considera ilegal la expropiación forzosa de las viviendas deshabitadas de entidades financieras que contemplan.

En cuanto a las “cláusulas suelo” de los préstamos hipotecarios de algunas entidades de

crédito, el Tribunal Supremo las declaró nulas en 2013, aunque sin carácter general y retroactivo a otras resoluciones judiciales o pagos ya efectuados. La reforma de la ley hipotecaria de ese mismo año incorporó nuevos requisitos de formalización y contratación de préstamos hipotecarios, así como instó a Banco de España a elaborar y publicar una *Guía de acceso al préstamo hipotecario* que facilitase la transparencia y protegiese al cliente de servicios bancarios.

Necesidad de cobertura líquida y evolución reciente del diferencial soberano español

José Manuel Amor y Víctor Echevarría*

Con un panorama macroeconómico que presenta, de cara a lo que resta de este año y 2016, pocos motivos para la preocupación, el repunte de la prima de riesgo española durante los últimos meses está ligado en gran medida a la incertidumbre política que generan el panorama electoral en Cataluña y en el conjunto del Estado. En todo caso, en el peor comportamiento de la deuda española también estaría pesando la ausencia de liquidez y profundidad en su cobertura natural y perfecta (futuro sobre el bono nocional de MEFF/BME). Este factor es fundamental para los grandes inversores en el mercado de bonos. Es de esperar que con la creación de un contrato de futuros sobre el bono español en Eurex a finales de octubre de 2015, este desincentivo para la inversión en deuda española desaparezca, redundando en una mejora (*ceteris paribus* el resto de factores determinantes) en su valor relativo frente a otros mercados.

Vuelve la presión, aunque moderada, sobre la prima de riesgo de la deuda española

Tras más de dos años y medio de continua reducción, los últimos meses y en especial desde principios de verano, han sido testigos de una renovada presión al alza en el diferencial de rentabilidad de la deuda española frente a la alemana. Aunque el movimiento ha sido mucho más moderado que los acaecidos en los peores momentos de la crisis de deuda soberana (con su máximo exponente en el verano de 2012), y concentrado en la deuda a medio y largo plazo (los diferenciales a corto plazo apenas han aumentado), no deja

de marcar un posible cambio de tendencia que requiere de un análisis para identificar los factores que lo están dirigiendo.

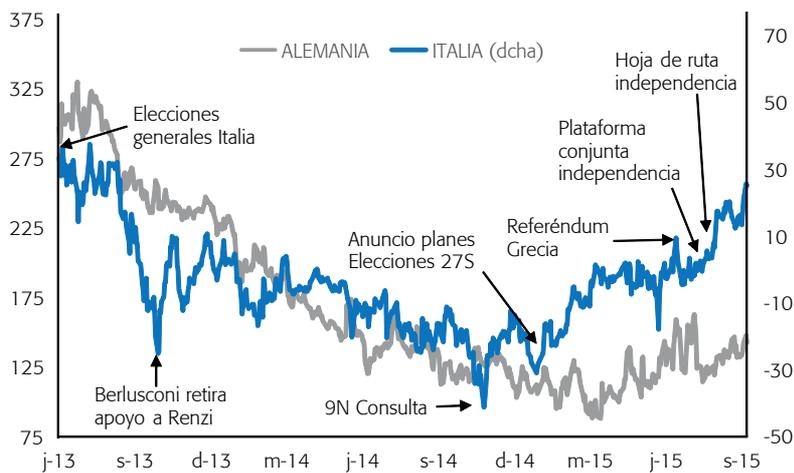
Un fenómeno llamativo en esta reversión de la reducción de diferenciales frente a la deuda alemana radica en que se produce en paralelo frente a otros emisores soberanos periféricos de la eurozona, como Italia.

Un fenómeno llamativo en esta reversión de la reducción de diferenciales frente a la deuda alemana radica en que se produce en paralelo frente

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

Gráfico 1

Diferencial (puntos básicos, TIR) de la Deuda española a 10 años frente a Alemania e Italia



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

a otros emisores soberanos del eurozona frente a los cuales, hasta hace pocos meses, la deuda española cotizaba rentabilidades muy inferiores. Nos referimos en concreto a Italia, país cuya deuda a finales de 2014 cotizaba un diferencial netamente positivo frente a la deuda española, y que en los últimos meses ha pasado a financiarse en mejores términos que el Tesoro español. A principios de septiembre, el diferencial entre la deuda española e italiana se sitúa en el entorno de los 20 puntos básicos (pb), lo que supone un máximo desde mediados de 2013.

Incertidumbre política y deterioro del diferencial

La realización de un análisis de descomposición factorial de la evolución de la rentabilidad cotizada por la deuda española a 10 años arroja resultados reveladores sobre las variables que pueden estar dirigiendo esta ampliación de diferenciales. El modelo que hemos utilizado descompone la TIR a 10 años en un componente ligado a la evolución de los tipos de referencia en el eurozona (la deuda alemana), otro que captura el riesgo proveniente de episodios de estrés en la perife-

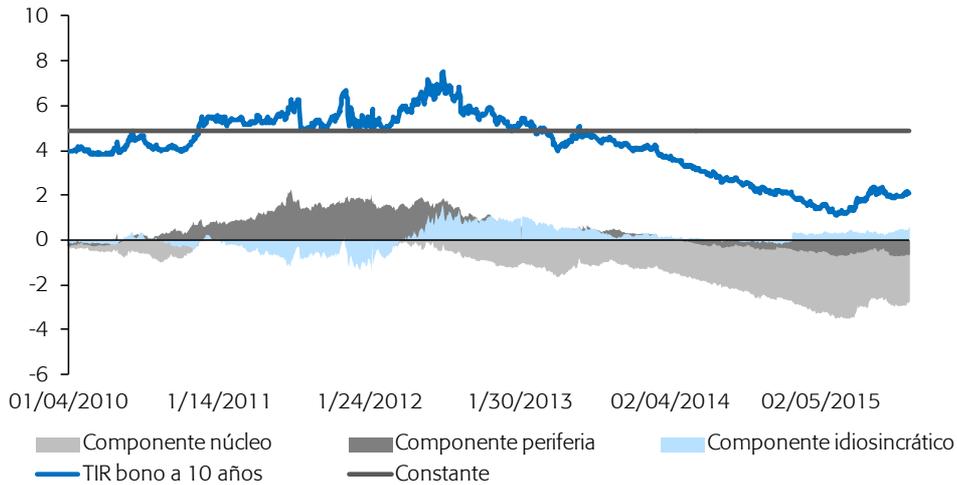
ria (que en los últimos meses se ha concentrado en la situación griega) y un tercero, residual, que asociamos a otros factores de índole específica o idiosincrática a España. Como puede observarse en los gráficos 2 y 3, es precisamente este tercer componente o factor idiosincrático el que ha ganado poder explicativo en los últimos meses y, en particular, desde inicios del verano (aunque su efecto ha sido netamente alcista sobre la rentabilidad de la deuda española a 10 años desde principios de 2015).

En ausencia de riesgos en la coyuntura macroeconómica (al menos no en un horizonte de corto y medio plazo, entendido como los próximos 24 meses), hay que buscar en otras variables las causas de este riesgo específico que estaría detrás (al menos en gran parte) del deterioro relativo de la deuda española. La incertidumbre generada en materia de perspectivas políticas, proveniente tanto de las elecciones del 27 de septiembre en Cataluña, de carácter plebiscitario, como de la dificultad para visualizar la formación de un Gobierno estable para España tras las elecciones generales de diciembre (dada la fragmentación del voto), es la causa subyacente más probable del aumento del riesgo idiosincrático.

Gráfico 2

Descomposición por componentes de la rentabilidad de la deuda española a 10 años

(En porcentaje sobre el total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

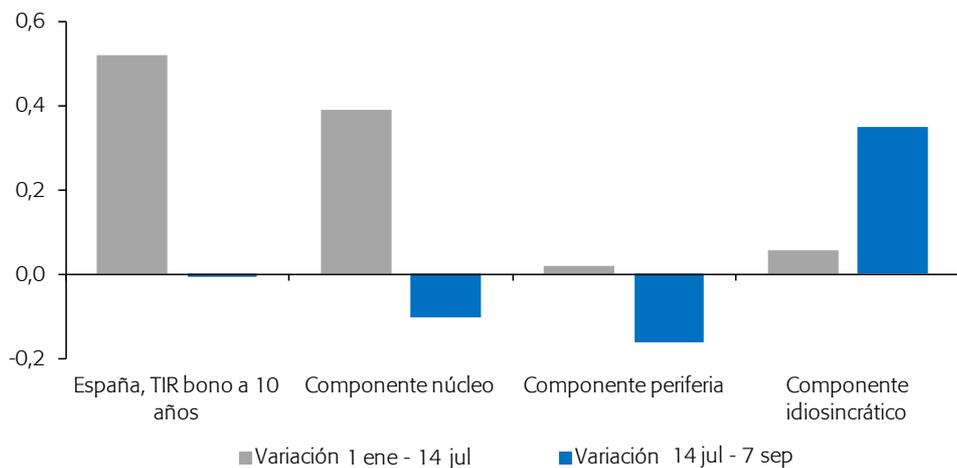
Un indicador de mercado que refleja bien este factor específico a España lo encontramos en la evolución del diferencial de rentabilidad de la referencia de deuda pública de Cataluña con vencimiento junio 2020 frente a la deuda del Tesoro. De cotizar en niveles similares a referencias a

plazos similares de otras comunidades autónomas hasta mediados de 2014, actualmente nos encontramos con una diferencia cercana a los 200 puntos básicos. A pesar de la reducida liquidez de la mayoría de emisiones de deuda autonómica, la divergencia en la cotización de la deuda catalana

Gráfico 3

Variación en distintos períodos de los componentes explicativos de la rentabilidad de la TIR de la deuda española a 10 años

(Puntos básicos, TIR)

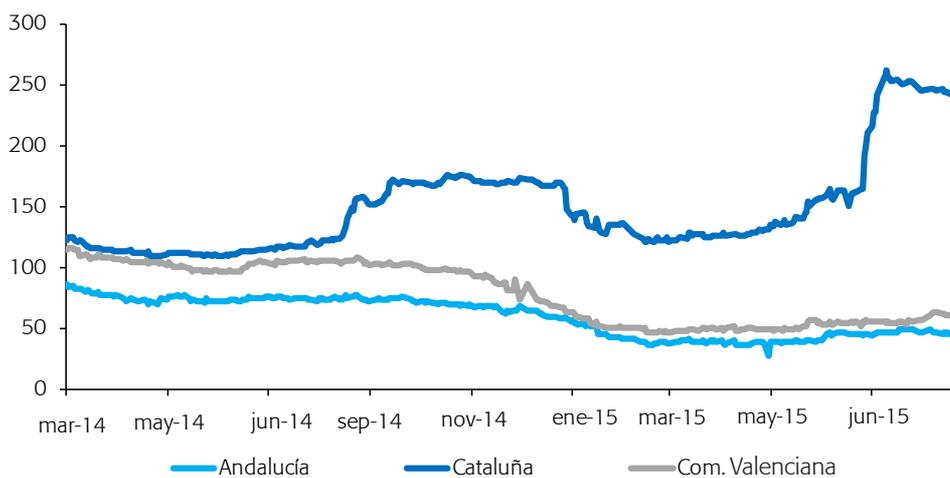


Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 4

Deuda de las comunidades autónomas, diferencial frente a Tesoro español

(Vencimiento 2020; puntos básicos)



Fuente: Bloomberg, Afi.

frente a la deuda de otros emisores con similar calificación crediticia (Andalucía o Valencia) pone de manifiesto la existencia de un riesgo diferencial.

por el mercado italiano. Como puede observarse en el gráfico 5, el saldo de tenencias de deuda por parte de no residentes ha aumentado mucho más en el mercado italiano de deuda que en el español desde finales de 2014. Esta evolución ilustra claramente el hecho que el comprador marginal de deuda periférica de la eurozona ha favorecido la acumulación de posiciones en deuda italiana frente a la española.

La ausencia de un mercado de cobertura natural suficientemente líquido

En el deterioro relativo de la deuda española frente a la italiana en los mercados secundarios, que se comenzó a producir antes de que ocurriera

El movimiento a favor de la deuda italiana iniciado durante el cuarto trimestre de 2014 ha podido verse favorecido por un entorno de mercado dominado por las expectativas de mayor activismo del BCE en materia de política monetaria.

lo mismo frente a la deuda alemana (véase el gráfico 1), podrían también estar jugando un papel relevante aspectos de índole más técnica que reforzarían las preferencias de los inversores

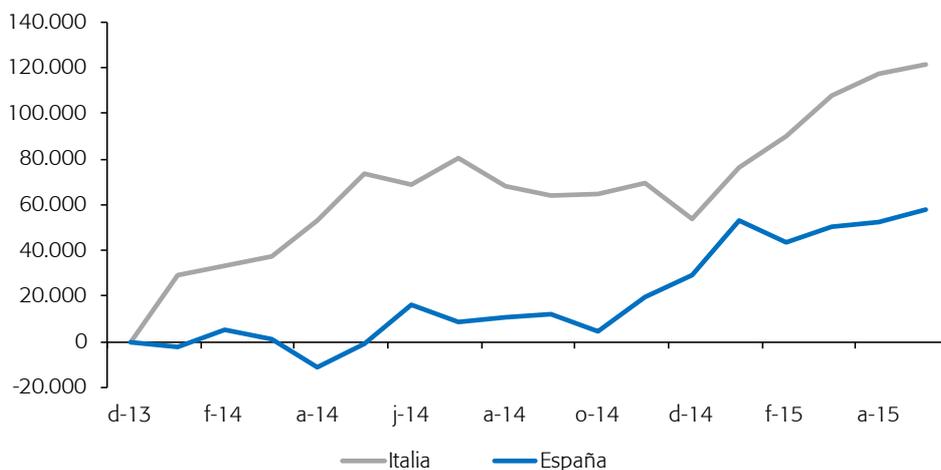
El movimiento a favor de la deuda italiana iniciado durante el cuarto trimestre de 2014 ha podido verse favorecido por un entorno de mercado dominado por las expectativas de mayor activismo del Banco Central Europeo (BCE) en materia de política monetaria, refrendadas posteriormente en el inicio del programa de compras masivas de deuda pública anunciado en enero de 2015 y que se extenderá hasta al menos septiembre de 2016. En este entorno, los inversores han mostrado una clara preferencia por comprar, a similares riesgos crediticios, deuda pública de aquellos mercados que cotizaban un diferencial extra de rentabilidad (*yield pick-up strategies*).

Junto con los anteriores motivos, la disponibilidad de un mercado de cobertura natural (entendida como perfecta) y líquido, vía futuros

Gráfico 5

Variación acumulada, desde diciembre de 2013, de tenencias de deuda del Estado española e italiana por parte de inversores no residentes

(Millones de euros)



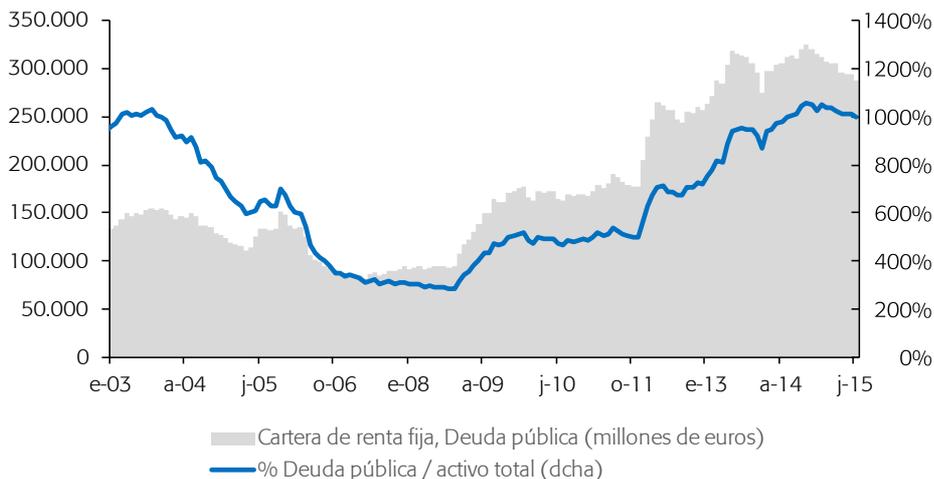
Fuentes: Banco de España, Banca d'Italia, Afi.

de deuda a largo plazo ha podido desempeñar también un papel relevante en el comportamiento relativo de la deuda española frente a otros mercados. En efecto, para un nivel de riesgo crediticio similar en el activo subyacente (la deuda materializada en bonos a tipo fijo), los inversores insti-

tucionales, desde bancos a gestoras de activos y compañías aseguradoras, preferirán por lo general posicionarse en aquellos activos que gocen de una cobertura líquida y perfecta ante movimientos adversos en los tipos de interés (que impactan negativamente en el precio de los bonos).

Gráfico 6

Evolución de la cartera de deuda pública de la banca doméstica en relación a su activo total



Fuentes: Afi a partir de datos de BCE y Banco de España.

En el caso español existe este tipo de cobertura vía futuros sobre el bono nocional en MEFF/BME, pero este mercado carece de condiciones de liquidez y profundidad suficientes para que su uso sea el preferido por parte de los inversores. De esta forma, se fuerza a los inversores a realizar las coberturas de posiciones en deuda española con futuros sobre bonos con subyacente en otros mercados, principalmente bonos italianos (conocidos como BTP) y alemanes (*Bund*, *Bobl* y *Schätze* respectivamente a plazos de 2, 5 y 10 años).

Entre los inversores en deuda pública española destaca, atendiendo a su volumen de tenencias, la posición del sector bancario doméstico: a julio de 2015 (último dato disponible publicado por el BCE) el agregado de bancos domésticos mantiene todavía cerca de 300.000 millones de euros en deuda pública, en su mayor parte de Administraciones públicas españolas; un 10% de su activo total (véase el gráfico 6). Los inversores no residentes son el otro gran sector institucional que ostenta un mayor volumen de tenencias de deuda del Estado, con 350.000 millones de euros según datos del Banco de España a junio de 2015 (cartera a vencimiento).

Como puede observarse en el gráfico 7, la evolución de la negociación, en número de contratos,

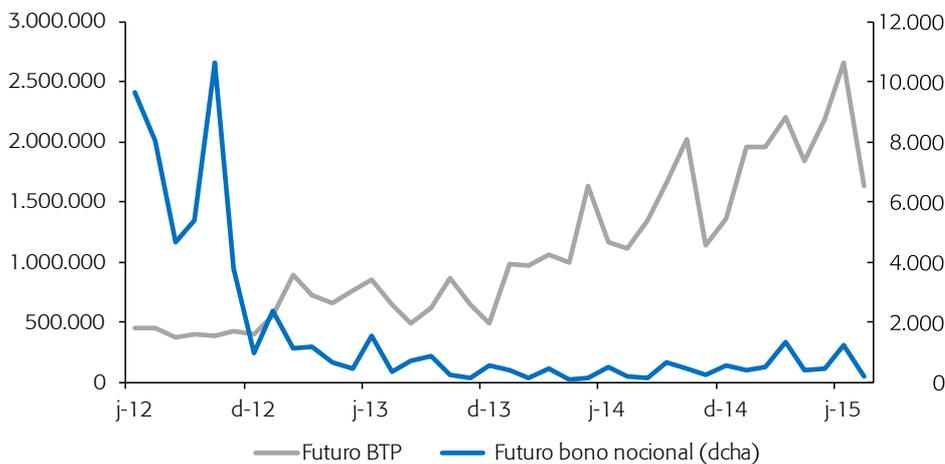
entre el futuro sobre el BTP italiano en Eurex y el bono nocional en MEFF/BME no deja lugar a dudas sobre sus preferencias a la hora de realizar coberturas en deuda española. El futuro sobre el BTP italiano ha experimentado un crecimiento exponencial en su negociación en los últimos 12 meses (+100% en tasa media anual, con medias mensuales superiores en ocasiones a los 2 millones de contratos). Por el contrario, el volumen negociado en el futuro sobre el bono nocional español sigue siendo muy reducido. Tras caer un 65% entre 2013 y 2014, el primer semestre de 2015 muestra una recuperación notable en tasa media anual, pero desde volúmenes infinitamente inferiores a los de su homólogo italiano en Eurex (el volumen negociado apenas supera los 700 contratos al mes en promedio).

Aunque no existen datos oficiales que así lo reflejen, en el mercado se manejan estimaciones que apuntan a que alrededor de un 30-40% de la operativa en futuros sobre el BTP italiano en Eurex proviene de contrapartidas españolas, que estarían utilizando este futuro para cubrir sus posiciones en deuda española en lugar de utilizar el futuro sobre el bono nocional de MEFF/BME.

La venta de futuros sobre bonos no es el único método de cobertura usado por parte de los tene-

Gráfico 7

Volumen de negociación (número de contratos) sobre futuros sobre BTP italiano y bono nocional español



Fuentes: Afi a partir de Eurex y BME.

dores de deuda española, domésticos y extranjeros, pues también se recurre a contratos de permuta de intereses (*swaps*), opciones y ventas

Alrededor de un 30-40% de la operativa en futuros sobre el BTP italiano en Eurex proviene de contrapartidas españolas, que estarían utilizando este futuro para cubrir sus posiciones en deuda española.

a plazo. En todo caso, la venta de futuros permite realizar coberturas más dinámicas en el tiempo, pues siempre que el mercado donde se negocie sea líquido y profundo, los costes de entrada y salida son muy reducidos, permitiendo optimizar el porcentaje de la cartera cubierta en función del escenario del gestor o sus necesidades de control y/o limitación de riesgo de tipos de interés.

Problemas en la cobertura de deuda española con otros futuros de mercados más líquidos

Las variaciones en los diferenciales de rentabilidad entre la deuda española y la italiana y alemana hacen que la cobertura de aquella con futuros sobre estos subyacentes no sea óptima. Por ejemplo, una posición de cobertura de deuda española con futuro sobre el BTP italiano será (casi) perfecta, y por tanto óptima, siempre que los diferenciales entre ambos mercados permanezcan estables durante el período en que se realice la misma. Ampliaciones del diferencial a favor de España redundarán en una ineficiencia de la cobertura por defecto, mientras que reducciones del diferencial provocarán un desajuste en sentido contrario (en este caso favorable).

Como puede observarse en el gráfico 8, la evolución de la correlación de la deuda española frente a la italiana y alemana ha experimentado fuertes vaivenes en los últimos meses (de hecho, la inestabilidad en la correlación ha sido la tónica dominante desde que se iniciara la crisis de deuda soberana allá por 2010).

El mercado de deuda español necesita con urgencia –porque lo necesitan los agentes que invierten en él, que son quienes en definitiva definen el coste de la financiación del Tesoro– un mercado de futuros sobre bonos españoles que sea líquido y profundo. Los inversores en deuda española, ya sean domésticos o no residentes, no deberían estar sujetos a un riesgo de base como consecuencia de la volatilidad del diferencial de la deuda española frente a la alemana o italiana. En ello el país se juega unos cuantos puntos básicos en el coste de financiación de la deuda.

Los inversores en deuda española, ya sean domésticos o no residentes, no deberían estar sujetos a un riesgo de base como consecuencia de la volatilidad del diferencial de la deuda española frente a la alemana o italiana.

No cabe escudarse, como se ha argumentado en ocasiones, en que la fuerte caída en el volumen negociado en futuros sobre el bono nacional experimentada desde 2012 se debe a una reducción de las necesidades de cobertura por parte de los inversores ante la caída del diferencial frente a la deuda alemana. La evolución de la negociación en futuros sobre el BTP en el mismo período, con la deuda italiana describiendo la misma senda descendente en diferencial frente a la alemana, desacredita este argumento.

Aunque las razones por las que no ha despegado el mercado doméstico de futuros sobre el bono nacional pueden ser de muy diversa índole, existe un elevado grado de coincidencia entre una amplia diversidad de agentes de mercado en señalar a las siguientes como las principales responsables de la ausencia de liquidez y profundidad de este mercado:

- Percepción de insuficiente implicación de varias de las entidades financieras españolas más grandes desde su lanzamiento, ya sea como creadores de mercado en futuro sobre bono nacional o como usuarios finales del producto.

- La práctica ausencia de no residentes como creadores de mercado ni como usuarios finales de futuro sobre el bono nacional, con causa principal en la existencia de concentración de "riesgo España" por partida triple: subyacente, contrapartida y cámara de compensación.
- Exigencias de cotización para creadores de mercado alejadas de la realidad y necesidades del mercado de subyacente de bonos al contado, en concreto altos diferenciales (horquilla de precios) entre oferta y demanda, y cotizaciones para volúmenes bajos (pocos contratos).

completar la profundidad y liquidez del mercado de deuda español, incidiendo positivamente en los costes de financiación del Tesoro respecto a otros mercados y en niveles absolutos ceteris paribus otros condicionantes de riesgo sistémico, de contagio o idiosincrático.

Más allá de la expectativa de que, de forma inmediata tras su lanzamiento, se debería producir una migración del volumen de actividad en futuros sobre BTP italiano y *bund alemán* que se corresponde a coberturas (imperfectas) de posiciones en bonos al contado españoles, hay otra serie de razones que favorecerán el rápido desarrollo de este mercado. Destacamos las siguientes:

Creación de un contrato de futuros sobre el bono español en Eurex

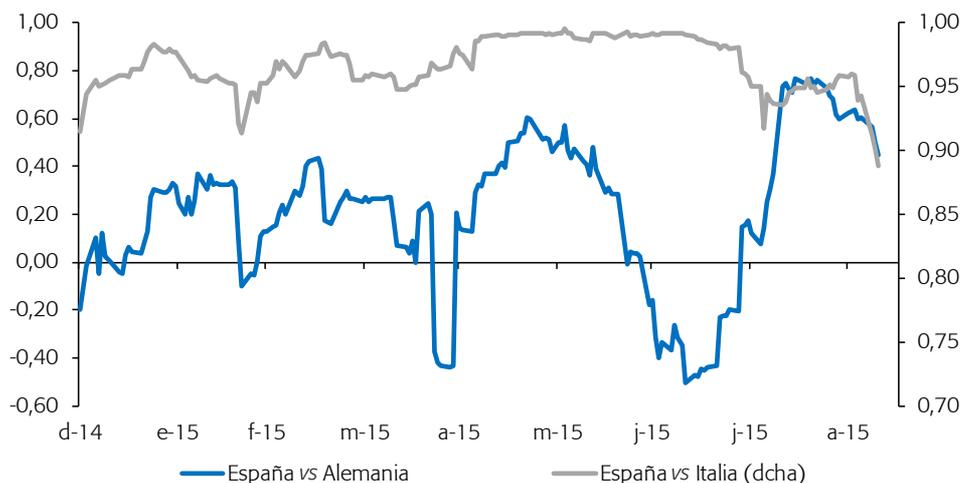
Afortunadamente, y en respuesta a las demandas de gran parte de la comunidad inversora doméstica e internacional, Eurex va a lanzar a finales de octubre de 2015 contratos de futuros con subyacente en deuda española a largo plazo.

Hay razones para pensar que el lanzamiento de este producto tendrá rápido éxito y ayudará a

- El número de creadores de mercado y los requisitos de cotización (volúmenes y precios) del mercado Eurex redundarán en condiciones óptimas de liquidez, profundidad y precios.
- La posibilidad de realizar operaciones de valor relativo entre riesgo España, Alemania e Italia, ahora confinada mayoritariamente a posiciones en bonos al contado, derivará en un aumento de la operativa en futuros Eurex sobre *bund*, BTP y bono español.

Gráfico 8

Correlación entre precios (ex-cupón) de la deuda española vs alemana e italiana (ventana móvil 20 sesiones) al plazo 7-10 años



Fuente: Afi a partir de datos de índices de BofAML

- Las compras de deuda pública realizadas por el Banco de España derivadas del QE iniciado por el BCE en marzo de 2015 han hecho de esta entidad uno de los principales agentes en el mercado de deuda española. La gestión del riesgo permitida en esta operativa a los bancos centrales nacionales (dentro del programa de QE) hace más probable que el Banco de España utilice el mercado de futuros sobre el bono español en Eurex para modular su exposición al riesgo por sus posiciones en deuda española.

Resumen y conclusiones

En los últimos meses ha vuelto la presión sobre la prima de riesgo de la deuda española. Sin poder compararse a los episodios vividos en los peores momentos de la crisis de deuda soberana en la UME, un análisis de los factores subyacentes al aumento de diferenciales evidencia que el componente de riesgo específico asociado a España ha reemergido.

Dada la marcha actual de la economía española, y a pesar de que persisten desequilibrios estructu-

rales por corregir (si bien de menor magnitud que antes de la crisis), no puede asociarse a este factor el deterioro en la cotización relativa de la deuda española. En nuestra opinión, compartida por buena parte del mercado, la causa de este peor comportamiento relativo reciente radicaría en la incertidumbre política asociada a las citas electorales en Cataluña y, de forma posterior, a nivel nacional.

No obstante, la deuda española puede estar acusando también factores de índole más técnica, como la ausencia de un mercado de cobertura natural suficientemente líquido. El escaso uso del mercado doméstico de futuros sobre deuda española ha derivado en el uso, creciente en últimos trimestres, de coberturas vía futuros de mercados europeos más líquidos (Alemania e Italia). Dada la inestabilidad de la correlación entre la cotización de la deuda española con aquellas, este status quo dista de ser óptimo a medio plazo. En breve, la creación de un contrato de futuros sobre el bono español en el mercado Eurex, cuyo éxito parece garantizado de antemano, debería beneficiar al mercado de deuda pública española y permitir a los inversores en ella disfrutar de una cobertura líquida.

Compras de deuda soberana y distribución del riesgo: implicaciones para la política monetaria de la zona del euro

Ángel Ubide*

El programa de compras de activos del Banco Central Europeo (BCE) ha sido todo un éxito y ha posibilitado una rápida mejora de las perspectivas macroeconómicas para la zona del euro. Sus efectos han sido especialmente favorables para España, al propiciar un descenso acusado en todos los plazos de la estructura temporal de tipos de interés, una caída de los tipos de los créditos aplicados por los bancos y un debilitamiento de la divisa, además de proteger a los activos españoles del contagio durante la reciente crisis griega. El resultado de todo ello ha sido la aceleración del crecimiento, facilitando la relajación de las políticas fiscales y conduciendo a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. El diseño del programa suscitó algunas dudas sobre la posible escasez de bonos aptos para ser adquiridos y la probabilidad de registrar pérdidas en caso de ejecutar las compras a niveles de rendimientos muy bajos. El presente artículo argumenta que el diseño del programa es apropiado y coherente con las características del mercado de deuda de la zona del euro y que, en caso de ser necesario, el BCE podría fácilmente relajar algunas de las restricciones relativas a la admisibilidad de los activos. El programa generará probablemente beneficios, y los criterios de distribución del riesgo y contabilidad que prevé, junto con las capacidades de absorción de pérdidas del BCE, se antojan adecuados para sus riesgos potenciales. Si llegaran a producirse pérdidas, sería deseable una rápida recapitalización para mantener la credibilidad de la política monetaria y la independencia del BCE.

En su reunión del 22 de enero de 2015, el BCE anunció la ampliación de las compras de activos mediante un programa de compras de valores públicos calificados con grado de inversión

emitidos en euros por gobiernos y agencias de los Estados miembros, así como por instituciones europeas (EAPP, por sus siglas en inglés), el cual complementaba las medidas de política monetaria

* Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics. Este artículo es una versión revisada y adaptada de una presentación ante el Consejo de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

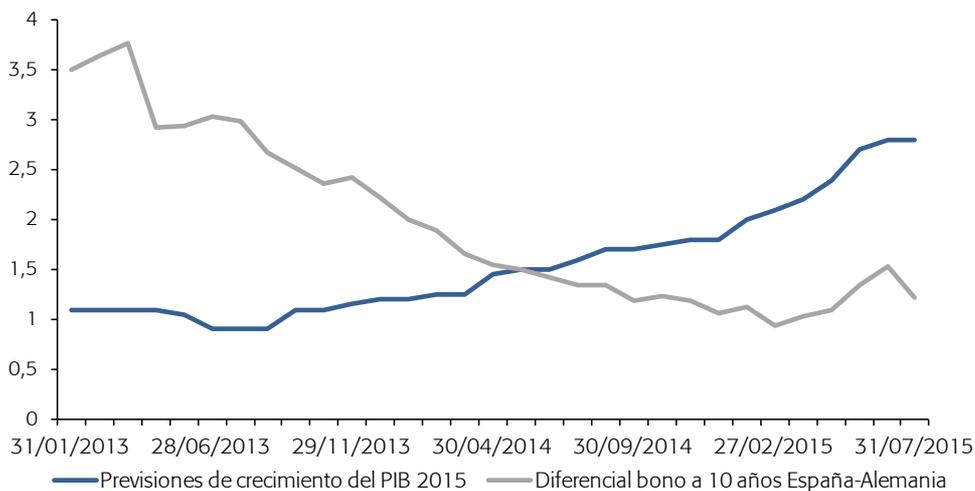
ya adoptadas en el segundo semestre de 2014, que comprendían las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO) y los programas de compras de activos privados (el programa de adquisiciones de bonos garantizados, o CBPP3, y el programa de compras de bonos de titulización de activos, o ABSPP). Todas estas decisiones pretendían abordar los riesgos crecientes de un periodo demasiado largo con tasas de inflación demasiado bajas. Las compras arrancaron en marzo, y su importe total, incluyendo valores del sector público y privado, ascenderá a 60.000 millones de euros al mes. Dichas compras de valores públicos y privados están destinadas a mantenerse hasta el final de septiembre de 2016 o, en cualquier caso, hasta que el BCE aprecie un ajuste sostenido en la trayectoria de la inflación coherente con su objetivo de alcanzar a medio plazo tasas de inflación inferiores, pero cercanas, al 2%. Existe una clara evidencia de que las medidas de política adoptadas han sido eficaces, pues las condiciones del mercado financiero y el coste de la financiación externa para el sector privado se han aliviado notablemente durante los últimos meses y las condiciones de financiación para las empresas y los hogares han mejorado de forma apreciable, con el consiguiente repunte en la demanda de crédito. Ello ha llevado a una revisión

al alza de las previsiones del consenso sobre crecimiento e inflación para la zona del euro, con efectos particularmente positivos para España, al traducirse en un brusco descenso de los tipos de interés en todos los plazos de la curva, una disminución de los tipos de financiación aplicados por los bancos y un debilitamiento de la moneda única. Esto ha espoleado la aceleración del crecimiento y de las expectativas de crecimiento (gráfico 1), ha permitido relajar las políticas en materia fiscal, y ha conducido a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. Sin olvidar el decisivo papel que el programa ha jugado en contener el contagio y los efectos inducidos de la crisis griega sobre los diferenciales de los países periféricos.

El programa comprende bonos calificados con grado de inversión denominados en euros emitidos por los gobiernos centrales y agencias de la zona del euro, así como por instituciones internacionales y supranacionales ubicadas también en la eurozona. El BCE destinará un 88% de las compras totales a bonos de gobiernos centrales y agencias y el otro 12% a bonos de instituciones internacionales y supranacionales. Las compras de bonos de instituciones supranacionales e internacionales las realizarán ciertos bancos centrales nacionales (BCN) designados. El vencimiento residual de los

Gráfico 1

España: diferencial soberano frente a previsión de crecimiento



Fuente: Bloomberg.

bonos en el momento de la compra oscilará entre un mínimo de 2 años y un máximo de 30, y las compras se distribuirán a lo largo de este rango de vencimientos con un criterio neutral respecto al mercado, es decir, en una proporción que refleje el porcentaje de su importe nominal en circulación sobre el total. Las compras se asignarán a los emisores de los distintos países de acuerdo con su participación en el capital del BCE.

A fin de limitar la interferencia en el funcionamiento del mercado y de repartir mejor el riesgo entre los distintos BCN, el BCE introdujo una serie de restricciones en el programa: acordó aplicar un límite del 25% por cada emisión (consolidando las tenencias derivadas del programa para los mercados de valores (SMP) y otras carteras en poder de los bancos centrales del Eurosistema) para evitar obstruir la aplicación de las cláusulas de acción colectiva en el eventual caso de una reestructuración de deuda, pues podría interpretarse como financiación monetaria a los Estados. También decidió aplicar un límite del 33 % por emisor a fin de preservar el funcionamiento del mercado y evitar convertirse en acreedor dominante de ningún país¹. Estos límites porcentuales se aplican sobre los nominales, no sobre los valores de mercado. Asimismo, decidió excluir del universo de valores admisibles aquellos que coticen con rendimientos inferiores al tipo de interés que actualmente aplica a la facilidad de depósito (-0,2%), para evitar incurrir en pérdidas *ex ante* (a este respecto, véase lo expuesto más abajo).

Hasta el 30 de junio, el BCE había adquirido activos por valor de unos 300.000 millones de euros, con un vencimiento medio cercano a los 8 años. El ritmo de las compras se aceleró en mayo y junio en previsión de un frenazo durante los meses de verano, en los que la liquidez tiende a disminuir. El BCE ha comprado alrededor de 5.500 millones de euros/mes de bonos españoles, acorde con la clave de capital correspondiente a España en el BCE, con un vencimiento medio de unos 10 años.

¹ El BCE no puede ostentar más del 25% de un emisor si no ostenta más del 25% de algunas emisiones. Por consiguiente, la inclusión del límite del 33% por emisor vino motivada por el hecho de que, como resultado del programa SMP, el BCE ya posee en su balance más del 25% de algunas emisiones.

Criterios contables y distribución del riesgo

El BCE, en su contabilidad, presta especial atención al principio de prudencia. La aplicación de este principio se refiere particularmente al distinto tratamiento de las ganancias y las pérdidas no realizadas a efectos del reconocimiento de ingresos, y a la prohibición de compensar las pérdidas no realizadas en un activo con las ganancias no realizadas en otro. Las ganancias no realizadas se transfieren directamente a las cuentas de revalorización, mientras que las pérdidas no realizadas que excedan de los saldos de las cuentas de revalorización conexas se consideran gastos al final del ejercicio. Las pérdidas por deterioro se registran íntegramente en la cuenta de pérdidas y ganancias.

La distribución de los beneficios y asignación de las pérdidas del BCE sigue la regla siguiente: (1) a discreción del Consejo de Gobierno, puede transferirse al fondo de reserva general hasta el 20% de los beneficios netos de cada año, con un límite equivalente al 100 % del capital del BCE; (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE (los BCN) en proporción a sus acciones desembolsadas. Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante su fondo de reserva general y, en caso necesario, previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente, en proporción y con el límite de las cantidades asignadas a los bancos centrales nacionales.

Dada la gran dimensión del programa EAPP, que se espera que alcance el 1,1 billones de euros hasta septiembre de 2016, y habida cuenta de las potenciales repercusiones cuasifiscales del programa en el supuesto de una reestructuración de la deuda, el BCE decidió adoptar un esquema específico de distribución del riesgo para el EAPP. De este modo, el 92% de los beneficios que se

obtengan de las compras de bonos de gobiernos y agencias será retenido por los BCN, y el 8% restante se distribuirá de acuerdo con la clave para la suscripción del capital del BCE. Por otro lado, los beneficios netos procedentes de las compras de bonos de instituciones supranacionales e internacionales, así como de los programas de activos del sector privado (CBPP3 y ABSPP), se distribuirán íntegramente en proporción a la participación en la clave de capital.

El cuadro 1 muestra los detalles del esquema de distribución del riesgo. Según estos cálculos, en torno al 17% de los beneficios netos obtenidos en el marco de los programas de compras de activos será objeto de reparto. El cuadro 2 ilustra el desglose previsto de las compras, expresado en miles de millones de euros y como porcentaje del PIB de cada país². Esto permite calcular las pérdidas que podrían derivarse en caso de una eventual reestructuración de la deuda. Imaginemos, en un caso extremo, que la deuda de los cuatro países que experimentaron tensiones durante la crisis (Italia, España, Portugal e Irlanda), se viera sujeta a una quita del 50% (la quita en la reestructuración griega fue del 53,5%). Esto se traduciría en unas pérdidas aproximadas de 140.000 millones de euros. Suponiendo la ausencia de merma alguna

en las compras de activos de instituciones europeas y en las realizadas en el marco de los programas CP/ABS, el esquema de distribución del riesgo implicaría unas pérdidas compartidas en torno a los 15.000 millones de euros. Obviamente, en ese caso, habría que suponer cierta ratio de impagos para el programa ABS/CP, que no tiene por qué ser elevada. La tasa histórica de impagos en el mercado de ABS europeo es muy baja, situándose tan solo en un 2% en los últimos 10 años (véase *Financial Times*, 2014), lo que implicaría unas pérdidas de unos 4.000 millones de euros. Como hipótesis de trabajo, podríamos aplicar la misma tasa histórica de impagos del mercado de ABS estadounidense, de alrededor del 20%. En ese escenario pesimista, una quita del 20% en el programa CP/ABS se traduciría en unas pérdidas totales compartidas de unos 38.000 millones de euros. En consecuencia, las pérdidas potenciales procedentes de los tres programas fluctuarían en un rango de 19.000 millones-53.000 millones de euros, es decir, entre un 0,2 y un 0,9% del PIB, dependiendo del país considerado.

En teoría, además de por una potencial reestructuración de la deuda, las pérdidas podrían venir provocadas por movimientos de valoración. En pura lógica, una cartera de bonos de deuda

Cuadro 1

Esquema de distribución del riesgo

| | Ritmo previsto de compras | | Distribución del riesgo | |
|--------------------------------|---------------------------|------------------|-------------------------|-----------------|
| | Mensual | Hasta sept. 2016 | (%) | (Miles mill. €) |
| Bonos garantizados/ABS | 10 | 190 | 100 | 190 |
| EAPP | 50 | 950 | -- | -- |
| Instituciones europeas | 6 | 114 | 100 | 114 |
| Gobiernos centrales y agencias | 44 | 836 | 8 | 67 |
| <i>Gobiernos centrales</i> | 42 | 798 | 8 | 64 |
| <i>Agencias</i> | 2 | 38 | 8 | 3 |
| Total | 60 | 1.140 | 17 | 190 |

Fuente: BCE.

² Algunos de los países más pequeños de la zona del euro alcanzarán el límite del 25% relativamente pronto, de modo que la cantidad mostrada de compras de bonos es menor de lo que sugeriría la distribución resultante de la clave de capital. En el caso de Grecia, se aplicaría el límite del 33%, con lo que su cuota es también más pequeña.

Cuadro 2

Distribución de pérdidas compartidas potenciales

| | Asignación de compras (Miles mill. €) | PIB (Miles mill. €) | Compras / PIB (%) | 19.000 Mill. pérdidas compartidas (Miles mill. €) | 53.000 Mill. pérdidas compartidas (Miles mill. €) | 19.000 Mill. pérdidas compartidas (% PIB) | 53.000 Mill. pérdidas compartidas (% PIB) |
|--------------|--|------------------------|----------------------|--|--|--|--|
| Alemania | 213 | 2.810 | 8 | 3,8 | 12,8 | 0,1 | 0,5 |
| Francia | 170 | 2.114 | 8 | 3,0 | 10,1 | 0,1 | 0,5 |
| Italia | 146 | 1.610 | 9 | 2,6 | 8,7 | 0,2 | 0,5 |
| España | 105 | 1.049 | 10 | 1,9 | 6,3 | 0,2 | 0,6 |
| Países Bajos | 48 | 643 | 7 | 0,9 | 2,8 | 0,1 | 0,4 |
| Bélgica | 29 | 395 | 7 | 0,5 | 1,8 | 0,1 | 0,4 |
| Austria | 23 | 323 | 7 | 0,4 | 1,4 | 0,1 | 0,4 |
| Portugal | 21 | 169 | 12 | 0,4 | 1,2 | 0,2 | 0,7 |
| Finlandia | 15 | 202 | 8 | 0,3 | 0,9 | 0,1 | 0,4 |
| Irlanda | 13 | 175 | 8 | 0,2 | 0,8 | 0,1 | 0,5 |
| Estonia | 3 | 19 | 16 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,7 |
| Grecia | 2 | 182 | 1 | 0,4 | 1,4 | 0,2 | 0,8 |
| Chipre | 2 | 18 | 13 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,6 |
| Letonia | 2 | 23 | 9 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,9 |
| Lituania | 1 | 35 | 3 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,8 |
| Malta | 1 | 8 | 13 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,6 |
| Luxemburgo | 3 | 45 | 7 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 |
| Eslovenia | 4 | 36 | 10 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,7 |
| Eslovaquia | 10 | 74 | 14 | 0,2 | 0,5 | 0,2 | 0,7 |

Fuente: BCE y elaboración propia.

pública adquiridos al amparo de un programa de expansión cuantitativa exitoso debería tener un valor *mark to market* previsto negativo, ya que, con su actuación, el Banco Central busca mejorar las perspectivas para el crecimiento y la inflación y devolver las expectativas de inflación al nivel deseado. Ello debería conducir a una apreciación de los activos de riesgo y, finalmente, a una subida de los rendimientos a largo plazo como reflejo de la mejora de las perspectivas nominales de crecimiento. Puesto que los precios de los bonos se mueven inversamente a los rendimientos, un programa de compras de bonos exitoso implicaría adquirir bonos de deuda pública a precios caros (o, lo que es lo mismo, cuando sus rendimientos son bajos) en la esperanza de que su precio bajará (y por tanto sus rendimientos subirán, o cuando menos se estabilizarán y dejarán de caer). Obsér-

vese que este razonamiento no funcionaría si los activos adquiridos fuesen activos de riesgo, pues en tal caso su adquisición por el Banco Central se produciría cuando cotizasen baratos, apreciándose con posterioridad si el programa da el resultado pretendido.

La probabilidad de incurrir en pérdidas *mark to market* aumenta conforme el rendimiento de un bono se acerca a cero. El precio de un bono depende de su vencimiento y del rendimiento por cupón y, dado que todos los activos susceptibles de adquirirse se emitieron con rendimientos por cupón positivos, los bonos que se adquieran en el mercado con rendimiento negativo arrojarán con toda certeza una pérdida de capital al llegar su expiración. No obstante, en la medida en que la adquisición del bono también genera un aumento

de reservas, y dichas reservas se "remuneran" al -0,2% (el BCE aplica un -0,2% sobre sus depósitos), el BCE garantiza la inexistencia de pérdidas ex ante siempre que los bonos se adquieran a niveles de rendimiento iguales o superiores al -0,2%.

El rendimiento ponderado de los bonos adquiridos por el BCE en el marco del programa EAPP entre marzo y mayo fue de alrededor del 0,6%. Si este fuese el rendimiento medio de todo el programa, compras de activos por importe de 1 billón de euros generarían un beneficio mínimo de unos 7.500 millones de euros.

Por otro lado, la normativa contable del BCE distingue entre los valores negociables mantenidos a efectos de política monetaria y otros valores. Los primeros se contabilizan a coste amortizado, minorado por las pérdidas por deterioro. El resto de valores negociables se valoran a coste amortizado si se tiene la intención de mantenerlos hasta su vencimiento, y en caso contrario se ajustan periódicamente a precio de mercado (*mark to market*). De este modo, los activos adquiridos en el marco de los programas EAPP, CBPP3 y ABSPP se valoran a coste amortizado y no correrán ningún riesgo de pérdidas *mark to market* hasta el momento de su venta. El BCE no ha desvelado todavía si su plan es vender estos activos en algún momento o bien mantenerlos hasta el vencimiento. La Reserva Federal ha anunciado su intención de mantener hasta el vencimiento los activos adquiridos en el contexto de sus programas de expansión cuantitativa, y cabe esperar que el BCE haga lo mismo ya que el tamaño de su balance no es un obstáculo para una eficaz conducción de la política monetaria.

Este criterio contable, junto con el probable mantenimiento hasta vencimiento de los activos comprados, implica que las pérdidas resultantes del programa de expansión cuantitativa del BCE

solo podrían provenir de un hipotético impago³. La restricción de no comprar valores con rendimientos inferiores al -0,2% garantiza que no se incurra en pérdidas por motivos de valoración; además, dado que el rendimiento ponderado de las compras se sitúa sustancialmente por encima del coste al que se financia el BCE del -0,2%, está garantizada la obtención de beneficios con el programa de Quantitative Easing (QE). A efectos ilustrativos, el rendimiento ponderado de los bonos adquiridos en el marco del programa EAPP entre marzo y mayo fue de alrededor del 0,6%. Si este fuese en el rendimiento medio de todo el programa, compras de activos por importe de 1 billón de euros generarían un beneficio mínimo de unos 7.500 millones de euros.

Ante un hipotético impago de los activos comprados por el BCE, su capacidad de absorción de pérdidas ascendía, al final de 2014, a unos 35.000 millones de euros. Cualquier pérdida, en caso de producirse, debería ponerse en el contexto de los beneficios generados por el programa y las grandes mejoras macroeconómicas que ha propiciado.

Por último, es importante aclarar que hay ocasiones en que el Banco Central incurre en pérdidas⁴, contando con colchones internos para absorber estas pérdidas potenciales. Por ejemplo, en 2003 y 2004, el BCE incurrió en significativas pérdidas en sus posiciones de divisas debido a la constante apreciación del euro (gráfico 2). El BCE cuenta con una capacidad de absorción de pérdidas que incluye capital, provisiones y cuentas de revalorización (véase gráfico 3). Las provisiones por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro se han acumulado para cubrir las pérdidas futuras realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas por valoración no cubiertas por las cuentas de reva-

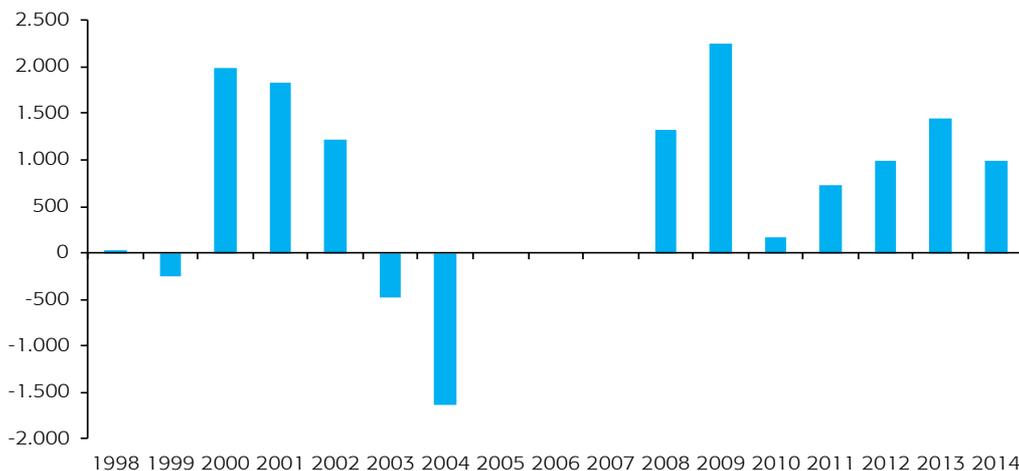
³ Un repunte muy abrupto de los tipos de interés a corto plazo también podría provocar pérdidas, pero es altamente improbable durante la vida del programa.

⁴ Para una discusión pomenorizada véase, por ejemplo, Dalton y Dziobek (2005).

Gráfico 2

Pérdidas y ganancias del BCE

(Millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

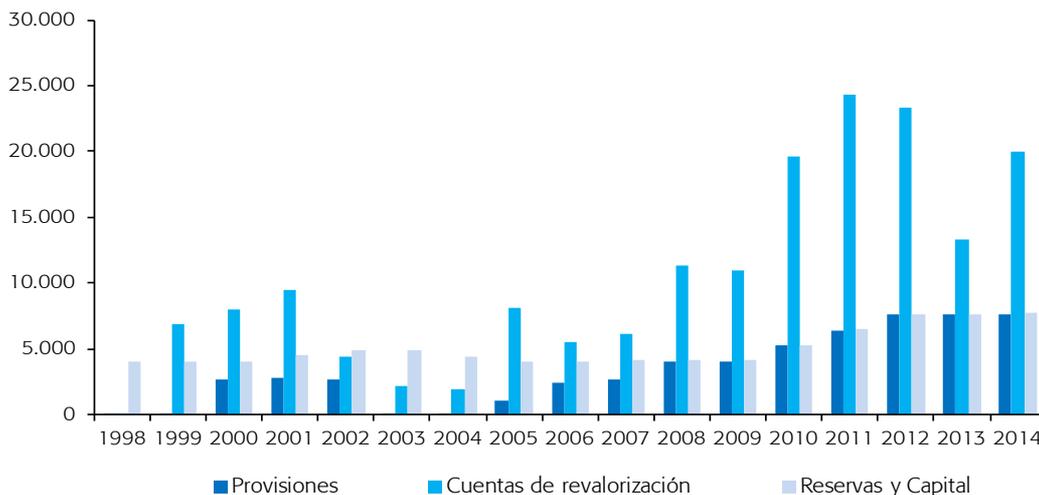
lorización. La provisión por riesgos se constituyó en 2000, y su importe se revisa anualmente en función de la evaluación sobre exposición a riesgos, sin que su saldo pueda superar el valor del capital desembolsado. En 2003 y 2004, el saldo de la provisión quedó mermado por las pérdidas incurridas, reponiéndose en años posteriores. Las

cuentas de revalorización tienen su origen en las plusvalías no realizadas sobre activos, pasivos e instrumentos contabilizados fuera del balance. El saldo de esta cuenta ha aumentado en paralelo al tamaño del balance del BCE, mostrando en estos momentos un importante superávit de 19.900 millones de euros.

Gráfico 3

Capacidad de absorción de pérdidas del BCE

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

Al final de 2014, la capacidad total de absorción de pérdidas del BCE ascendía a unos 35.000 millones de euros. Cualquier pérdida futura derivada del programa EAPP tendría que ponerse en el contexto de los beneficios generados por el programa y las grandes mejoras macroeconómicas que ha propiciado⁵. Las previsiones de PIB para la eurozona en 2015 están revisándose continuamente al alza, fruto en parte del efecto positivo del programa de expansión cuantitativa; las expectativas de inflación se han movido al alza, acercándose a la definición de estabilidad de precios del BCE; y la reducción de la carga financiera por intereses en 2015, instrumentada gracias al descenso de los rendimientos de la deuda, equivale a unas 6 décimas del PIB. Como resultado de todo ello, las perspectivas fiscales para la zona del euro han mejorado.

En el caso de España, el impacto del programa de expansión cuantitativa del BCE ha sido especialmente positivo. El brusco descenso experimentado en los tipos de interés, el movimiento alcista del mercado bursátil y el retroceso del euro, en un momento en el que el sistema bancario había sido recapitalizado y ya no planteaba un obstáculo para el crecimiento, han sido importantes catalizadores de una aceleración del crecimiento en España. Debido al programa de QE del BCE, la flexibiliza-

ción de las políticas fiscales desde 2014, además de servir de revulsivo para el crecimiento, no ha tenido ninguna repercusión negativa sobre los tipos de interés a largo plazo ni sobre los *ratings* de la deuda soberana.

El mercado de deuda de la zona del euro

El valor nominal en circulación de la deuda emitida por los gobiernos de los Estados miembros de la zona del euro supera los 6,5 billones de euros. Si se tienen en cuenta las restricciones autoimpuestas por el BCE en cuanto a vencimientos, los valores admisibles, entre 2 y 30 años, representan un nominal total cercano a los 5 billones de euros. Debido a que muchos de estos bonos cotizan por encima de la par, el valor de mercado de los bonos admisibles está más cerca de los 6 billones de euros. Además, el nominal en circulación de los bonos admisibles de agencias e instituciones supranacionales europeas con vencimientos comprendidos entre 2 y 30 años ronda los 825.000 millones de euros.

El cuadro 3 muestra, para los principales países de la eurozona, el tamaño relativo del programa

Cuadro 3

Mercados de deuda de la zona del euro

(Valor nominal; miles de millones de euros)

| | Total | 2-30 años | Admisible (25%) | Agencias | 2-30 años | Bonos+Agencias Total admisibles | Compras objetivo |
|--------------|-------|-----------|-----------------|----------|-----------|---------------------------------|------------------|
| Alemania | 1.140 | 863 | 216 | 199.43 | 184.83 | 262 | 212.8 |
| Francia | 1.580 | 1.185 | 296 | 115.73 | 93.53 | 320 | 169.1 |
| Italia | 1.852 | 1.384 | 346 | 0 | 0 | 346 | 146.3 |
| España | 874 | 632 | 158 | 34.78 | 14.4 | 162 | 104.5 |
| Países Bajos | 350 | 288 | 72 | 0 | 0 | 72 | 47.5 |
| Bélgica | 357 | 280 | 70 | 0 | 0 | 70 | 28.5 |
| Austria | 215 | 180 | 45 | 0 | 0 | 45 | 22.8 |
| Portugal | 124 | 98 | 24 | 0 | 0 | 24 | 20.9 |
| Finlandia | 103 | 83 | 21 | 0 | 0 | 21 | 15.2 |
| Irlanda | 125 | 115 | 29 | 0 | 0 | 29 | 13.3 |

Fuente: Bloomberg.

⁵ Para una discusión detallada sobre la necesidad y el probable impacto del programa de QE del BCE, véase Ubide (2014).

del BCE frente a cada mercado nacional de deuda. Con un criterio de *stock* —es decir, en relación al *stock* total en circulación de bonos de la zona del euro— el programa de compras de activos del BCE es pequeño comparado con los adoptados por la Reserva Federal, el Banco de Japón o el Banco de Inglaterra, pero es agresivo en términos de *flujo*; pues se prevé que la cantidad adquirida mensualmente supere a la de la emisión neta (cuadro 4). Además, el tamaño es grande como porcentaje de

Además, la restricción de no comprar bonos con rendimientos inferiores al -0,2% tiene el potencial de reducir aún más el universo de bonos admisibles, pese a que la reciente subida de los rendimientos ha mitigado ese riesgo. En el mínimo reciente de los rendimientos alcanzado durante abril-mayo de 2015, más de un 7% de los bonos de la zona del euro cotizaban por debajo del -0,2%, afectando en concreto a los bonos de Alemania, Austria, Países Bajos y Finlandia.

Cuadro 4

Comparativa de los programas de compra de activos

(Porcentaje)

| | QE/PIB | QE/stock total (%) | QE/emisión neta |
|-----|--------|--------------------|-----------------|
| Fed | 22 | 15 | 28 |
| BCE | 12 | 9 | 189 |
| BoJ | 39 | 21 | 206 |
| BoE | 21 | 26 | 75 |

Fuente Bloomberg y elaboración propia.

los bonos alemanes, tanto en términos de *stock* como de emisión neta, pues la clave de capital otorga a los *bunds* una cuota desmesurada respecto al total de compras (cuadro 5). Esto ha suscitado preocupación sobre la capacidad del BCE para ejecutar el programa.

El programa de compra de activos del BCE es pequeño comparado con los adoptados por la Reserva Federal o el Banco de Japón, si se mide en relación con el stock total de bonos en circulación de la zona del euro; pero es agresivo en términos de flujo, pues se prevé que la cantidad adquirida mensualmente supere a la de la emisión neta.

Dos factores adicionales hacen que el programa de expansión cuantitativa del BCE difiera de los puestos en marcha por la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón, y ambos actúan en la dirección de presionar a la baja los rendimientos a largo plazo, aproximándolos a cero.

Cuadro 5

Compras estimadas mensuales BCE frente a emisión

(Miles de millones de euros)

| | Compras BCE | Emisión bruta | Emisión neta | Emisión bruta - BCE | Emisión neta - BCE |
|--------------|-------------|---------------|--------------|---------------------|--------------------|
| Alemania | 11,1 | 13,3 | 0,3 | 2,2 | -10,8 |
| Francia | 8,8 | 17 | 7,1 | 8,2 | -1,7 |
| Italia | 7,6 | 22,7 | 6,3 | 15,1 | -1,3 |
| España | 5,5 | 11,9 | 4,7 | 6,4 | -0,8 |
| Países Bajos | 2,5 | 4,2 | 1,1 | 1,7 | -1,4 |
| Bélgica | 1,5 | 2,8 | 0,9 | 1,3 | -0,6 |
| Austria | 1,2 | 1,6 | 0,5 | 0,4 | -0,7 |
| Portugal | 1,1 | 1,9 | 1,4 | 0,8 | 0,3 |
| Finlandia | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0 | -0,1 |
| Irlanda | 0,7 | 1,3 | 0,8 | 0,6 | 0,1 |
| Total | 40,8 | 77,5 | 23,8 | 36,7 | -17 |

Fuentes: : BCE, Tesoros nacionales, JPM.

En primer lugar, la estructura de propiedad de las tenencias de deuda de la zona del euro contribuye a que haya más restricciones para las ventas por tenedores domésticos de gran tamaño, como compañías de seguros y fondos de pensiones, bancos nacionales y bancos centrales extranjeros. Además, la combinación de la QE y un tipo de interés negativo en la facilidad de depósito del BCE está empujando a los inversores a reorientar sus inversiones hacia el extremo largo de la curva. Esto tiene la ventaja de contribuir al rebalanceo de las carteras, pero también incrementa la probabilidad de activar la restricción del -0,2%.

El problema de la escasez de bonos

La expansión cuantitativa afecta a los tipos de interés a largo plazo a través de tres canales principales: (1) el efecto "señalización" de las expectativas de mercado respecto a los tipos de interés a corto plazo; (2) el efecto duración, por la vía de la reducción general de la prima de plazo en todos los vencimientos y activos; y (3) el efecto escasez, a través de la reducción de la prima de plazo de los activos concretos que se adquieren, debido a la reducción de la oferta local disponible⁶.

El efecto combinado de unos déficits fiscales más reducidos (y, por tanto, una menor emisión neta,

El efecto combinado de déficits públicos más reducidos, bajos rendimientos y los límites del BCE podrían exacerbar la escasez de bonos admisibles en algunos países, lo que ha despertado la inquietud de que el BCE pudiera no ser capaz de ejecutar íntegramente el programa.

bajos niveles de rendimientos y los límites del BCE podrían exacerbar la escasez de bonos admisibles en algunos países. Esto amplificaría el impacto positivo del programa de QE, pero también ha despertado la inquietud de que el BCE pudiera no ser capaz de ejecutar íntegramente el programa.

Debido a la conjunción de una menor emisión neta y un mayor porcentaje de bonos que cotizan cerca o, por momentos, por debajo del -0,2%, el mercado en el que el BCE podría toparse con más dificultades a la hora de alcanzar sus objetivos es el de los *bunds* alemanes.

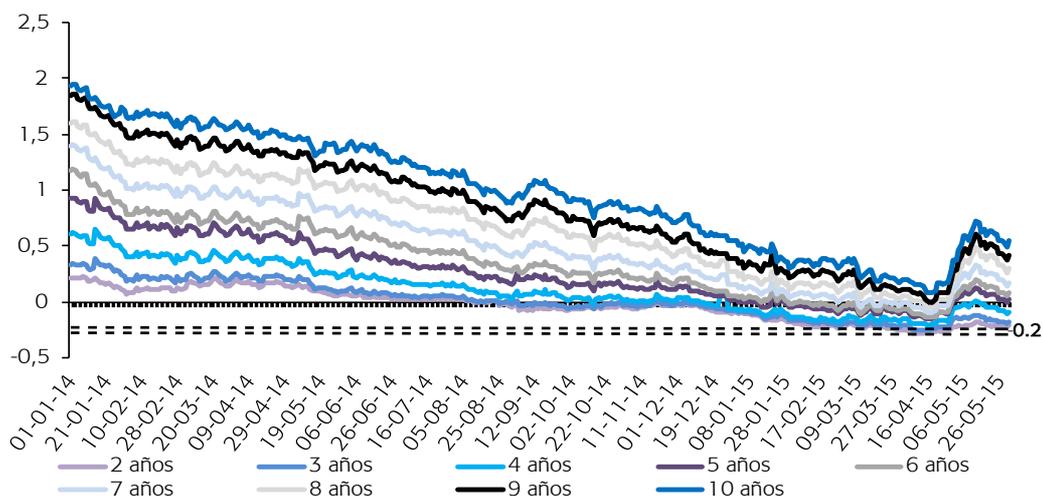
Teniendo en cuenta el tamaño del programa y la clave de capital, el objetivo es adquirir en torno a 210.000 millones en bonos alemanes hasta septiembre de 2016. El valor de mercado de los activos admisibles fluctúa en función de la cotización de mercado. El gráfico 4 muestra que, en los mínimos de los rendimientos a mediados de abril, los bonos con vencimientos hasta 4 años habían dejado de ser admisibles (sus rendimientos habían caído por debajo del -0,2%). Esto redujo la cartera de bonos alemanes disponibles hasta alrededor de los 225.000 millones, una vez tenidos en cuenta los límites sobre titularidad, dejando un colchón muy pequeño respecto al volumen de compras objetivo. Sin embargo, tras el reciente episodio de ventas masivas de bonos, todo el espectro de vencimientos del bono alemán es ahora admisible, aumentando así el tamaño del *pool* disponible de bonos hasta los 260.000 millones, muy por encima del objetivo de 210.000 millones. Además, el Bundesbank puede utilizar estas fluctuaciones del mercado para realizar compras oportunistas en tramos de la curva que podrían devenir inadmisibles de nuevo, a fin de paliar el potencial de escasez de bonos. De hecho, en mayo el Bundesbank aprovechó el repunte de los rendimientos para reducir ostensiblemente el vencimiento medio de sus compras, desde 8,1 años en marzo hasta 5,8 años en mayo. Por otro lado, el programa de préstamo de valores del Bundesbank también debería mitigar el problema de potencial escasez, al aliviar las preocupaciones de los bancos respecto al hecho de que al vender *bunds* al Bundesbank podrían quedarse sin colateral necesario para las operaciones de repo. En la actualidad, el programa de préstamo de valores está limitado a operaciones a un día, pero está prevista su próxima ampliación para incluir también los plazos de una semana y un mes.

⁶ Lo que remite a la literatura sobre *preferred habitat*, véase Vayanos y Vila (2009).

Gráfico 4

Bonos del Gobierno alemán

(Rendimiento, en porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

Con el tiempo, el problema de la escasez podría afectar a otros países y volverse más acuciante si las compras se mantienen más allá de septiembre de 2016. En el caso de Grecia, el BCE ya posee más del 33% de sus bonos, por lo que sería incapaz de adquirir nuevos bonos griegos (asumiendo que se cumplan otras condiciones, como la participación en un programa de asistencia financiera) hasta, como pronto, agosto de 2015, cuando vencen algunas de sus tenencias de deuda griega. En muchos de los países más pequeños de la zona del euro, el límite del 25% por emisión podría alcanzarse mucho antes de septiembre de 2016 y, en el caso de Portugal, en diciembre de 2016. En cuanto a los países grandes, el momento en que se alcance dicho límite dependerá del nivel de los rendimientos. En el caso de España, es improbable que suceda antes de final de 2016. En cuanto a Alemania, si no se activa antes la restricción del -0,2%, el límite del 25% se alcanzaría a finales de 2017.

Para mitigar estas restricciones de escasez, el BCE podría modificar las reglas del programa. Por ejemplo, el universo de emisores admisibles podría ampliarse para incluir la deuda emitida por otras agencias alemanas, o incluso por los estados federados o *länder*: El BCE ha anunciado

que, una vez transcurridos seis meses, someterá a revisión el límite del 25% respecto a emisiones individuales, y podría elevarlo si fuera necesario, por ejemplo en el caso de las emisiones con muy bajo riesgo (aquellas con calificación AA o AAA) o que no incluyan cláusulas de acción colectiva. El BCE también podría cambiar el criterio de asignación de las compras, pasando de ponderarlas según la clave de capital a hacerlo por el mercado, lo que además de ser más eficiente, permitiría transferir parte de la asignación del Bundesbank a otros BCN.

¿Es importante el capital de los bancos centrales?

Hemos descrito cómo el esquema de distribución del riesgo, las políticas y normas contables y la capacidad de absorción de pérdidas del BCE, así como la estructura del mercado de deuda de la zona del euro, constituyen un armazón sólido sobre el que sustentar un programa de expansión cuantitativa de éxito no generador de pérdidas (en ausencia de un *shock* imprevisto) que pudieran erosionar el capital del BCE. Pero incluso si eso ocurriera, no debería resultar un impedimento

para la operatividad del BCE. De hecho, tal vez el capital no sea el mejor instrumento para evaluar la solvencia de un Banco Central.

Los bancos centrales no son bancos comerciales. Un banco central no actúa guiado por la maximización de los beneficios, sino del bienestar nacional. En consecuencia, su éxito financiero resulta un indicador incompleto, y en muchos casos erróneo, de su éxito real. El banco central siempre puede emitir dinero para obtener ingresos por señoreaje y pagar sus deudas, y no puede ser declarado en quiebra por un juez. No requiere capital para cubrir los costes de lanzamiento de su actividad, ni para obtener financiación en los mercados (a menos que tenga que endeudarse en una divisa extranjera). En definitiva, los bancos centrales no precisan de capital para operar.

Sin embargo, hay abundante evidencia empírica, en su mayoría referida a los países menos desarrollados (véase Stella, 1997; Ize, 2005; Schoebert, 2008; Stella y Lonnberg, 2008), que apunta a una correlación negativa entre la evolución de la inflación y la solidez financiera de los bancos centrales. Ello ha llevado a la opinión de que los bancos centrales necesitan cierto nivel de capital para alcanzar sus objetivos de política monetaria. Esta es una cuestión que merece ser explorada, pues las explicaciones sobre la relación causal entre ambas variables, y la naturaleza exacta de la misma, no han sido precisadas del todo. En su versión más sencilla, un banco central obtiene una rentabilidad por sus actividades de política monetaria, por sus activos y por la emisión de base monetaria (billetes y reservas), e incurre en gastos de funcionamiento. Así que, en principio, un banco central generará beneficios de forma recurrente mientras haya terceros dispuestos a financiar el pasivo del banco central a un coste cero y mientras la base monetaria crezca al menos al mismo ritmo que los gastos operativos.

Por lo tanto, en la mayoría de los escenarios macroeconómicos y estructuras de balance del banco central, un *shock* temporal provocador de

pérdidas (debido a que los gastos de funcionamiento exceden de los ingresos operativos, o como consecuencia de pérdidas netas por valoración) que resultasen en un capital negativo siempre sería revertido a medio plazo, y el banco central retornaría a una situación de beneficios y de capital positivo. Ahora bien, en teoría, caben dos posibles excepciones: que la economía caiga en una trampa deflacionaria persistente, donde el ritmo de crecimiento de los billetes se sitúe por debajo del ritmo de crecimiento de los gastos operativos; y que la demanda de billetes crezca a un menor ritmo que los tipos de interés nominales (véase Bindseil, Manzanares y Weller, 2004).

Pero incluso una perspectiva de rentabilidad negativa a largo plazo no tiene por qué negar la posibilidad de una política monetaria eficaz⁷. Para que eso suceda, se precisa que exista una relación entre el capital del banco central y otros factores institucionales, como su credibilidad o independencia. En este sentido, un banco central nunca tendrá garantizada su independencia institucional frente a cualquier eventualidad, por muy estrictos que sean los esquemas legales. Así, una modificación del régimen cambiario, como una dolarización, podría menoscabar la solvencia del banco central. O, más importante, ningún Gobierno del mundo puede impedir a los gobiernos futuros modificar la ley que rige al Banco Central o abolir su potestad exclusiva de emitir moneda de curso legal.

Desde una perspectiva conceptual, un parámetro más adecuado que el capital para evaluar la solvencia de un Banco central sería el patrimonio neto o solidez financiera (Stella, 1997). El patrimonio neto tiene en cuenta el «valor de franquicia» del banco central –su monopolio para la emisión de dinero y el derecho a imponer coeficientes de caja a los bancos comerciales– y sus obligaciones fuera de balance, como la posible necesidad de rescatar entidades durante una crisis o defender un régimen cambiario. El patrimonio neto dependerá de las funciones sobre las que el banco central tenga conferida una responsabilidad independiente, y variará a lo largo del tiempo. Por lo tanto, el tamaño

⁷ Por ejemplo, el Banco Central de Chile incurrió en pérdidas significativas durante la década de los 1990 debido a las actividades de esterilización de reservas y recapitalización bancaria, y registró un patrimonio neto negativo hasta 1997.

óptimo del capital del banco central diferirá de un país a otro y dependerá de su exposición al riesgo (de tipo de cambio, tipo de interés y crédito), los esquemas de reparto de beneficios y los criterios contables aplicados, la solidez institucional y sus responsabilidades durante las crisis. Cuanto mayor sea la exposición al riesgo y las responsabilidades asumidas durante las crisis, y cuanto más débil sea la solidez institucional y el reparto de beneficios, mayores colchones de capital estará obligado a acumular el banco central en épocas de bonanza.

Aunque los bancos centrales pueden operar con niveles de capital persistentemente negativos, ello podría generar incentivos perversos con el tiempo. Por el lado del propio organismo emisor, un Banco central en pérdidas podría intentar restablecer su rentabilidad relajando la política monetaria a fin de acelerar la demanda de billetes, algo que podría atentar contra su objetivo de estabilidad de precios. Esto es lo que Stella y Lonnberg (2008) definieron como *policy insolvency* (insolvencia ligada a las políticas). Por el lado de la Administración central, el Gobierno puede sentir la tentación de imponer condiciones a la recapitalización que pongan en peligro la credibilidad y la independencia de la política monetaria, dando como resultado la dominancia fiscal.

Así pues, una de las condiciones para la credibilidad de un banco central consiste en contar con un patrimonio neto (su flujo futuro de beneficios) positivo, al margen de si los beneficios actuales y el capital son positivos, y los esquemas de recapitalización deben hacer hincapié en un rápido restablecimiento de los recursos propios. La mayoría de las leyes modernas sobre bancos centrales requieren que, en caso de incurrir en capital negativo, el Gobierno emita al banco central valores de deuda a tipos de interés de mercado para restaurar sus niveles de capital y aportarle un flujo constante de ingresos de magnitud suficiente para cubrir los gastos de funcionamiento, reduciendo de ese modo la probabilidad de nuevas pérdidas operativas. Una regla 100 por 100 automática y creíble de recapitalización del banco central por parte del gobierno en caso de pérdidas puede considerarse un sustituto de un nivel positivo de capital. Pero como tales reglas son difíciles

de implementar en la práctica, contar con niveles positivos de capital sigue siendo una herramienta clave para garantizar la máxima concentración de unos bancos centrales independientes en el cumplimiento de su mandato.

Este vínculo entre patrimonio neto y credibilidad se ha tornado aún más crítico a medida que los bancos centrales iban alcanzando el límite inferior de tipos de interés (*zero lower bound*, ZLB) e iban teniendo que recurrir a herramientas alternativas, altamente dependientes de su capacidad para hacer todo lo que sea preciso (*whatever it takes*) durante todo el tiempo que sea necesario, como la QE o la intervención en el mercado de divisas. Si los participantes del mercado albergan dudas sobre la determinación del banco central dada su reticencia a incurrir en pérdidas (como sucedió recientemente con el Banco Nacional de Suiza y su suelo de tipo de cambio), la política podría fracasar. En consecuencia, podría afirmarse que los bancos centrales deberían contar con superiores niveles de capital (o esquemas de recapitalización más fuertes) conforme aumente el riesgo de alcanzar el ZLB. Esto crea un compromiso o *trade-off* entre un objetivo de inflación más bajo (que aumenta las probabilidades de alcanzar el ZLB) y el nivel de capital. Por otro lado, la deseabilidad de disponer de niveles de capital superiores debe ser modulada por los mayores requerimientos democráticos necesarios para implementar actividades cuasifiscales. Hay argumentos sólidos a favor de mantener el capital de los bancos centrales en niveles mínimos, de modo que cualquier actuación del banco central que eleve los riesgos por encima de los niveles normales se someta a una rendición de cuentas democrática, y no surja de la decisión de un órgano autónomo. Esta es la filosofía que inspira la estrategia del Banco de Inglaterra (BoE), donde cada fase del programa de compras de activos del BoE contó con la autorización específica del *Chancellor* (ministro de finanzas).

Conclusión

El programa de compras de activos del BCE ha resultado todo un éxito desde el punto de vista

macroeconómico, al propiciar un aumento de las expectativas de inflación, una revalorización de los precios de los activos y una mejora de las perspectivas de crecimiento. Se ha revelado particularmente positivo para España, al instrumentar un brusco descenso de los rendimientos a lo largo de toda la estructura temporal, unos menores tipos de los préstamos aplicados por los bancos y un debilitamiento de la divisa, todo ello a la vez que protegía a los activos españoles del contagio durante la reciente crisis griega. Dicha confluencia de factores ha sido el catalizador de una aceleración del crecimiento, facilitando la relajación de las políticas fiscales y conduciendo a una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento.

El programa se ha calibrado tomando como referencia la clave de capital del BCE y se espera que las compras asciendan a algo más de 100.000 millones de euros de bonos españoles, lo que equivale a un 10% de España y es similar en magnitud a la emisión neta de deuda pública española durante la vida del programa. La utilización de la clave de capital implica que las compras de bonos emitidos por el Gobierno alemán son desproporcionadas respecto a su cuota en el *stock* total de valores de deuda pública existentes en el mercado. Esto ha suscitado la preocupación de que tal vez no existan suficientes bonos disponibles para la compra.

Uno de los mecanismos de transmisión de la expansión cuantitativa es la reducción de la prima de plazo a través del denominado efecto escasez. En consecuencia, la creación de escasez es un desarrollo positivo que incentivará el rebalanceo de carteras y el impacto del programa sobre la economía. El actual diseño debería tener éxito en su implementación, aunque las restricciones impuestas por el BCE en cuanto a la admisibilidad de los bonos podrían condicionar en la práctica a Alemania en el supuesto de que los rendimientos descendieran abruptamente desde los niveles actuales, o si debiera prorrogarse el programa más allá de septiembre de 2016. En tal caso, el BCE podría fácilmente modificar las reglas para ser capaz de relajar la política monetaria tanto como sea necesario. Las restricciones no deberían condicionar en

la práctica a los bonos españoles al menos hasta el final de 2016.

El programa de compra de activos del BCE ha resultado todo un éxito desde el punto de vista macroeconómico y se ha revelado particularmente positivo para España.

En la mayoría de los escenarios, el programa de compras de activos debería generar beneficios. La restricción de no adquirir bonos con rendimientos inferiores al -0,2% garantiza que no se produzcan pérdidas por valoración *ex ante* y, en caso de mantenimiento hasta el vencimiento de los bonos adquiridos, las normas contables del BCE impiden que se incurra en pérdidas *mark to market*.

La capacidad de absorción de pérdidas del BCE y la distribución del riesgo limitan la cuantía de las pérdidas que serían objeto de asunción compartida entre los países en caso de impago. Aun en el caso extremo de una reestructuración de la deuda en varios países que fuera similar en tamaño y alcance a la de Grecia en 2012, las pérdidas y las necesidades potenciales de recapitalización del BCE serían reducidas. Si bien los Bancos centrales pueden operar con capital negativo, de producirse pérdidas, una rápida recapitalización sería deseable para mantener la credibilidad de la política monetaria y la independencia del Banco Central Europeo.

Referencias

- BINDSEIL, U.; MANZANARES, A., y B. WELLER (2004), "The Role of Central Bank Capital Revisited", *ECB Working Paper*, 392.
- Dalton, J., y C. Dziobek (2005), "Central Bank Loses and Experiences in Selected Countries", *IMF Working Paper*, 07/72.
- IZE, A. (2005), "Capitalizing Central Banks: a new worth approach", *IMF Working Paper*, 5/15.

- FINANCIAL TIMES (2014), (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7d9d25f0-4729-11e4-ba74-00144feab7de.html#axzz3ZxCxft5W>).
- MARTÍNEZ RESANO, J.R. (2004), "Central Bank Financial Independence", *Occasional Paper* 0401, Banco de España.
- SHOEBERT, F. (2008), "Why do Central Banks make losses?", *Central Banking*, febrero.
- STELLA, P. (1997), "Do Central Banks Need Capital?", *IMF Working Paper*, 97/83.
- STELLA, P., y S. FRANK (2008), "Issues in Central Bank Finance and Independence", *IMF Working Paper*, 8/37.
- UBIDE, A. (2014), "The ECB must act aggressively to restore price stability in the euro area", en Posen, A. and A. Ubide (eds.), *Rebuilding Europe's Common Future: Combining Growth and Reform in the Euro Area*, PIIE Briefing 14-5.
- VAYANOS, D., y J.L. VILA (2009), "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates." *NBER Working Paper*, 15487.

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) (1)

Previsiones en azul

| | PIB | Consumo privado | Consumo público | Formación Bruta de Capital Fijo | | | | | Exportaciones | Importaciones | Demanda Nacional (a) | Saldo exterior (a) |
|---|---------------------------------------|--|-----------------|---------------------------------|-------|----------|----------------------|------------------------------------|---------------|---------------|----------------------|--------------------|
| | | | | Construcción | | | | Bienes de equipo y otros productos | | | | |
| | | | | Total | Total | Vivienda | Otras construcciones | | | | | |
| Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 3,2 | 3,7 | 1,0 | 6,0 | 5,1 | 3,4 | 6,4 | 6,8 | 5,2 | 7,0 | 3,6 | -0,4 |
| 2016 | 2,8 | 3,5 | 0,8 | 5,2 | 4,3 | 6,0 | 3,1 | 6,0 | 4,4 | 6,3 | 3,3 | -0,5 |
| 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 |
| II | 1,2 | 2,3 | 0,3 | 3,9 | -0,7 | -2,0 | 0,3 | 9,3 | 1,0 | 4,9 | 2,3 | -1,1 |
| III | 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 | 3,5 | 0,2 | 6,1 | 5,0 | 2,4 | 6,9 | 7,4 | 5,0 | 7,0 | 3,1 | -0,4 |
| II | 3,1 | 3,5 | 1,0 | 6,1 | 5,1 | 3,3 | 6,5 | 7,0 | 6,0 | 7,2 | 3,3 | -0,2 |
| III | 3,4 | 3,9 | 0,9 | 6,1 | 5,5 | 3,5 | 7,0 | 6,6 | 4,5 | 5,9 | 3,7 | -0,3 |
| IV | 3,5 | 4,0 | 2,1 | 5,6 | 5,0 | 4,5 | 5,3 | 6,3 | 5,1 | 7,9 | 4,2 | -0,7 |
| 2016 I | 3,2 | 4,0 | 0,7 | 5,5 | 4,3 | 5,6 | 3,4 | 6,7 | 5,9 | 8,4 | 3,8 | -0,6 |
| II | 2,8 | 3,8 | 0,5 | 4,8 | 4,0 | 5,8 | 2,6 | 5,6 | 4,8 | 7,2 | 3,4 | -0,6 |
| III | 2,6 | 3,4 | 1,0 | 5,0 | 4,3 | 6,0 | 3,0 | 5,7 | 3,3 | 4,8 | 3,0 | -0,4 |
| IV | 2,5 | 3,0 | 1,0 | 5,3 | 4,6 | 6,4 | 3,3 | 6,1 | 3,6 | 4,9 | 2,8 | -0,3 |
| Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales 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 | 3,0 | 7,0 | 5,8 | 6,6 | 1,4 | 10,6 | 4,9 | 1,5 | 1,4 | 3,7 | 0,1 |
| II | 4,0 | 4,0 | 1,8 | 8,1 | 5,8 | 5,3 | 6,2 | 10,5 | 6,6 | 9,5 | 4,7 | -0,6 |
| III | 3,2 | 4,6 | -1,0 | 4,6 | 3,7 | 5,8 | 2,2 | 5,6 | 10,6 | 15,7 | 4,0 | -0,8 |
| IV | 2,9 | 4,3 | 0,7 | 4,0 | 3,7 | 5,5 | 2,4 | 4,3 | 2,1 | 5,6 | 3,8 | -0,9 |
| 2016 I | 2,8 | 3,2 | 1,2 | 5,3 | 4,1 | 5,8 | 2,8 | 6,5 | 4,5 | 3,1 | 3,2 | -0,5 |
| II | 2,4 | 3,1 | 1,0 | 5,3 | 4,5 | 6,2 | 3,2 | 6,2 | 2,2 | 4,7 | 3,4 | -1,0 |
| III | 2,4 | 2,9 | 1,0 | 5,4 | 4,8 | 6,6 | 3,5 | 5,9 | 4,4 | 5,9 | 3,1 | -0,7 |
| IV | 2,4 | 2,7 | 1,0 | 5,4 | 5,1 | 7,0 | 3,7 | 5,7 | 3,2 | 6,0 | 3,1 | -0,6 |
| | Precios corrientes (mm. euros) | Porcentaje del PIB a precios corrientes | | | | | | | | | | |
| 2008 | 1.116,2 | 56,8 | 18,8 | 29,2 | 19,5 | 10,4 | 9,1 | 9,7 | 25,3 | 30,4 | 105,1 | -5,1 |
| 2009 | 1.079,0 | 56,1 | 20,5 | 24,3 | 16,2 | 8,1 | 8,1 | 8,2 | 22,7 | 23,8 | 101,2 | -1,2 |
| 2010 | 1.080,9 | 57,2 | 20,5 | 23,0 | 14,3 | 6,9 | 7,4 | 8,7 | 25,5 | 26,8 | 101,3 | -1,3 |
| 2011 | 1.075,1 | 57,9 | 20,4 | 21,4 | 12,5 | 5,7 | 6,8 | 8,9 | 28,8 | 29,0 | 100,2 | -0,2 |
| 2012 | 1.055,2 | 58,6 | 19,6 | 19,7 | 11,2 | 5,0 | 6,2 | 8,5 | 30,3 | 28,8 | 98,4 | 1,6 |
| 2013 | 1.049,2 | 58,2 | 19,5 | 18,5 | 9,9 | 4,3 | 5,6 | 8,7 | 31,6 | 28,1 | 96,6 | 2,1 |
| 2014 | 1.058,5 | 59,0 | 19,2 | 18,9 | 9,6 | 4,1 | 5,4 | 9,3 | 32,0 | 29,6 | 97,6 | 2,4 |
| 2015 | 1.102,3 | 58,6 | 18,7 | 19,4 | 9,8 | 4,1 | 5,6 | 9,6 | 32,6 | 29,9 | 97,3 | 2,7 |
| 2016 | 1.143,1 | 59,2 | 18,4 | 19,9 | 10,0 | 4,3 | 5,7 | 10,0 | 33,3 | 31,4 | 98,2 | 1,8 |

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

Gráfico 1.1 - PIB
Tasas de crecimiento

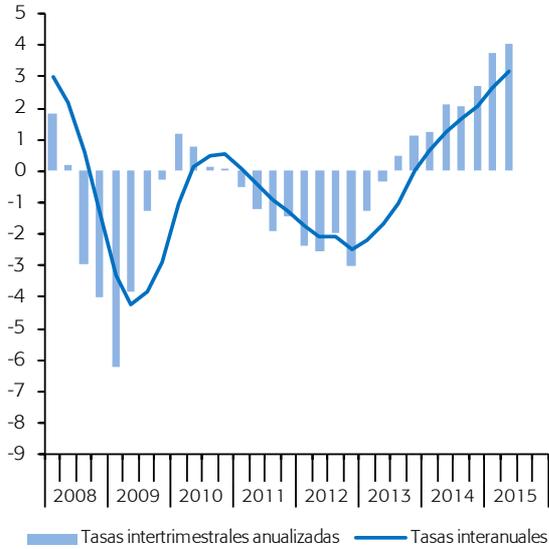


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

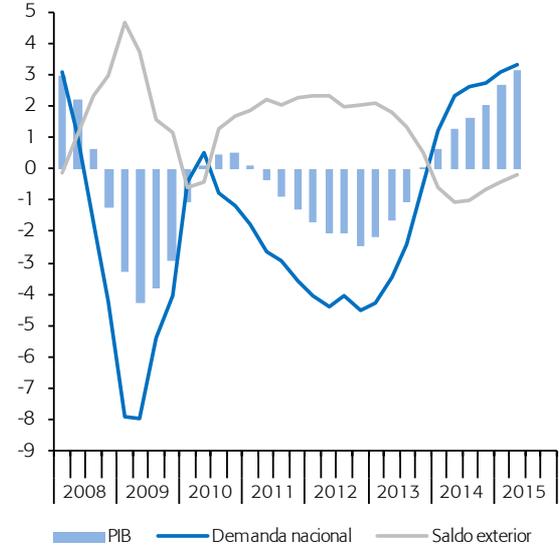


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

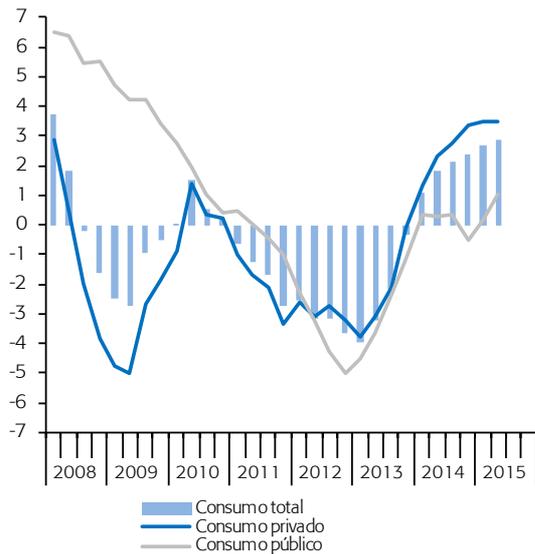
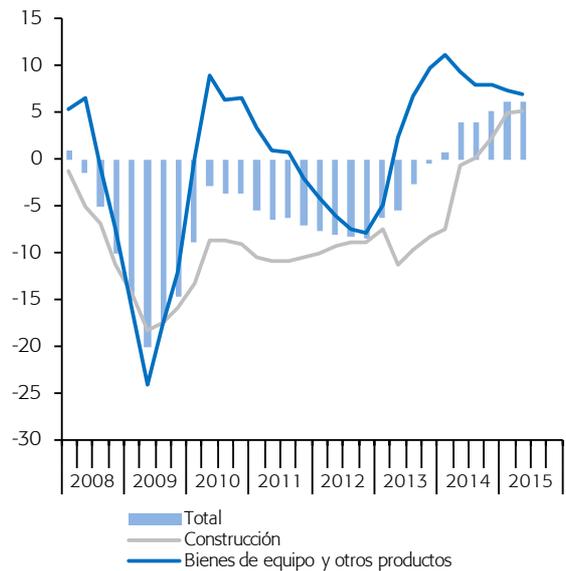


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico* (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | Valor añadido bruto a precios básicos | | | | | | | | | | | | Impuestos netos sobre los productos |
|---|---------------------------------------|--|--------------------|--------------|-----------|-----------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|--|--|---|-------------------------------------|
| | Total | Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca | Ramas industriales | Construcción | Servicios | | | | | | | | |
| | | | | | Total | Comercio, transporte y hostelería | Información y comunicaciones | Actividades financieras y de seguros | Actividades inmobiliarias | Actividades profesionales, 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 | |
| Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 3,1 | -1,7 | 3,7 | 5,5 | 3,0 | 4,2 | 3,8 | -1,9 | 2,3 | 5,9 | 1,5 | 2,9 | 3,7 |
| 2016 | 2,7 | 2,4 | 2,9 | 4,6 | 2,5 | 2,7 | 3,2 | 2,0 | 3,5 | 3,4 | 1,2 | 2,8 | 3,7 |
| 2014 I | 0,7 | 10,3 | 0,5 | -6,2 | 0,9 | 1,9 | 1,3 | -6,5 | 1,3 | 1,4 | 0,2 | 3,6 | 0,0 |
| II | 1,3 | 1,6 | 1,9 | -1,7 | 1,4 | 2,6 | 0,8 | -5,3 | 1,9 | 2,0 | 0,6 | 2,4 | 0,5 |
| III | 1,7 | 5,3 | 1,5 | 0,0 | 1,7 | 3,0 | 2,0 | -5,4 | 2,5 | 2,3 | 0,6 | 2,5 | 1,1 |
| IV | 2,1 | -3,4 | 2,1 | 3,4 | 2,3 | 3,7 | 2,4 | -4,6 | 2,3 | 4,8 | 0,5 | 3,0 | 1,0 |
| 2015 I | 2,7 | -2,6 | 2,9 | 5,7 | 2,7 | 4,3 | 2,6 | -4,8 | 2,1 | 5,7 | 1,3 | 2,7 | 1,9 |
| II | 3,2 | 2,2 | 3,5 | 5,8 | 3,0 | 4,6 | 4,3 | -2,6 | 1,9 | 6,5 | 1,2 | 3,4 | 2,0 |
| III | 3,3 | -5,3 | 3,9 | 6,4 | 3,2 | 4,4 | 4,1 | -0,8 | 2,5 | 6,4 | 1,6 | 3,0 | 5,1 |
| IV | 3,3 | -1,1 | 4,6 | 4,3 | 3,0 | 3,6 | 4,1 | 0,5 | 3,0 | 4,9 | 1,9 | 2,6 | 5,9 |
| 2016 I | 3,1 | 0,4 | 3,3 | 4,0 | 3,0 | 3,7 | 4,2 | 1,6 | 3,3 | 3,9 | 1,7 | 2,7 | 5,0 |
| II | 2,7 | -0,4 | 2,6 | 4,5 | 2,6 | 3,1 | 3,1 | 2,4 | 3,7 | 3,4 | 0,9 | 2,7 | 4,7 |
| III | 2,6 | 4,6 | 2,8 | 4,8 | 2,3 | 2,3 | 2,8 | 2,2 | 3,5 | 3,2 | 1,0 | 2,9 | 3,0 |
| IV | 2,5 | 5,3 | 3,0 | 5,1 | 2,2 | 1,9 | 2,5 | 1,9 | 3,3 | 3,2 | 1,1 | 2,8 | 2,2 |
| Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 I | 1,3 | -1,6 | 4,6 | -3,4 | 1,1 | 1,6 | 0,5 | -1,4 | 2,7 | 1,4 | -0,9 | 3,7 | 0,3 |
| II | 2,0 | -7,7 | 3,0 | 2,8 | 2,0 | 3,0 | -0,5 | -9,7 | 2,8 | 0,9 | 4,1 | -0,3 | 3,9 |
| III | 2,6 | 15,2 | 0,6 | 1,8 | 2,6 | 4,7 | 5,4 | -4,7 | 1,8 | 6,4 | -0,4 | 4,0 | -3,1 |
| IV | 2,7 | -16,9 | 0,0 | 13,0 | 3,4 | 5,6 | 4,4 | -2,2 | 2,0 | 10,8 | -0,7 | 4,7 | 2,8 |
| 2015 I | 3,7 | 2,0 | 8,0 | 5,5 | 2,6 | 4,1 | 1,1 | -2,2 | 1,8 | 5,0 | 2,1 | 2,4 | 4,1 |
| II | 4,0 | 11,8 | 5,7 | 3,2 | 3,4 | 3,9 | 6,5 | -1,4 | 1,9 | 3,9 | 4,1 | 2,6 | 4,3 |
| III | 2,7 | -15,1 | 2,3 | 4,2 | 3,3 | 3,9 | 4,4 | 2,9 | 4,2 | 6,0 | 0,8 | 2,1 | 9,2 |
| IV | 2,6 | -1,4 | 2,5 | 4,2 | 2,7 | 2,4 | 4,6 | 3,0 | 4,0 | 4,6 | 0,7 | 3,3 | 6,0 |
| 2016 I | 3,0 | 8,6 | 2,7 | 4,6 | 2,8 | 4,6 | 1,5 | 1,9 | 3,3 | 1,3 | 1,1 | 2,8 | 0,6 |
| II | 2,4 | 8,2 | 2,9 | 5,0 | 1,9 | 1,6 | 2,0 | 1,9 | 3,3 | 1,6 | 1,1 | 2,8 | 3,0 |
| III | 2,4 | 3,4 | 3,1 | 5,3 | 2,0 | 0,6 | 3,2 | 1,9 | 3,3 | 5,3 | 1,1 | 2,8 | 2,6 |
| IV | 2,4 | 1,0 | 3,2 | 5,6 | 2,1 | 1,0 | 3,4 | 1,9 | 3,3 | 4,8 | 1,1 | 2,8 | 2,5 |
| | Precios corrientes (mm. euros) | Porcentaje del VAB a precios corrientes | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 1.025,7 | 2,5 | 17,9 | 11,0 | 68,5 | 21,9 | 4,3 | 5,4 | 9,0 | 7,3 | 16,9 | 3,8 | 8,8 |
| 2009 | 1.006,1 | 2,3 | 16,6 | 10,6 | 70,4 | 22,0 | 4,4 | 5,7 | 8,9 | 7,3 | 18,2 | 4,0 | 7,2 |
| 2010 | 989,9 | 2,6 | 17,2 | 8,8 | 71,4 | 22,5 | 4,4 | 4,4 | 10,2 | 7,2 | 18,7 | 4,1 | 9,2 |
| 2011 | 988,3 | 2,5 | 17,4 | 7,5 | 72,6 | 23,1 | 4,3 | 4,1 | 10,8 | 7,4 | 18,6 | 4,2 | 8,8 |
| 2012 | 969,3 | 2,4 | 17,2 | 6,3 | 74,0 | 23,8 | 4,4 | 4,2 | 11,6 | 7,4 | 18,4 | 4,2 | 8,9 |
| 2013 | 958,5 | 2,8 | 17,6 | 5,7 | 73,9 | 23,8 | 4,1 | 3,7 | 11,9 | 7,4 | 18,6 | 4,3 | 9,5 |
| 2014 | 965,1 | 2,5 | 17,5 | 5,6 | 74,4 | 24,1 | 4,0 | 3,9 | 12,2 | 7,4 | 18,6 | 4,3 | 9,7 |
| 2015 | 1.004,6 | 2,4 | 17,6 | 5,6 | 74,3 | 24,5 | 3,9 | 3,6 | 12,0 | 7,6 | 18,4 | 4,3 | 9,7 |
| 2016 | 1.039,3 | 2,5 | 17,7 | 5,7 | 74,1 | 24,3 | 3,8 | 3,5 | 12,2 | 7,6 | 18,4 | 4,3 | 10,0 |

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

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

Gráfico 2.1 - VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

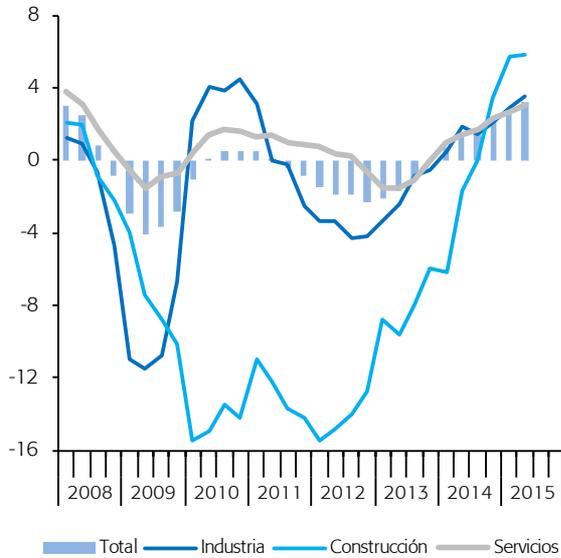


Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

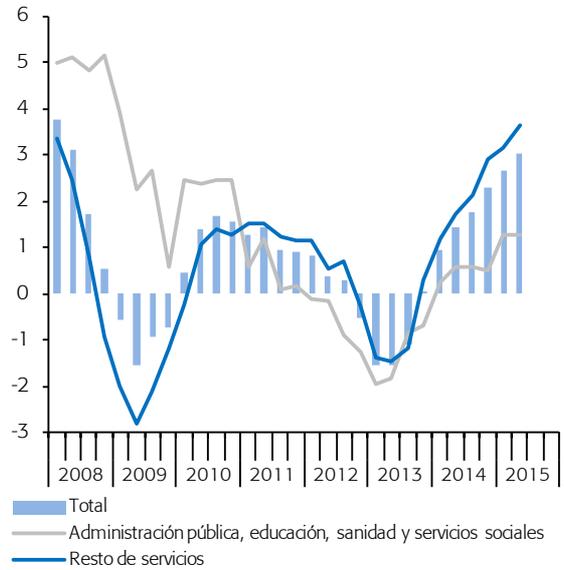


Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales

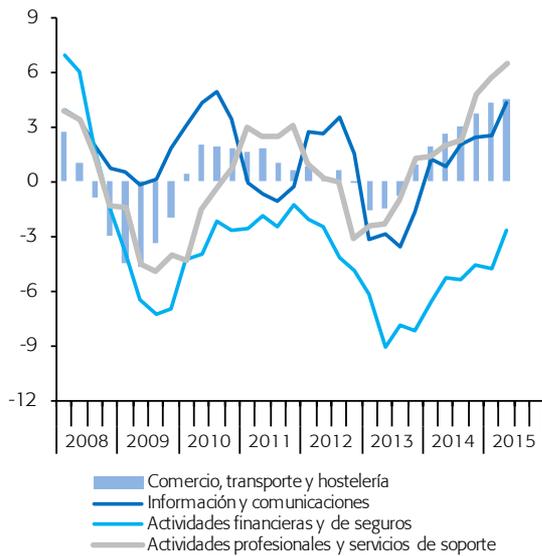
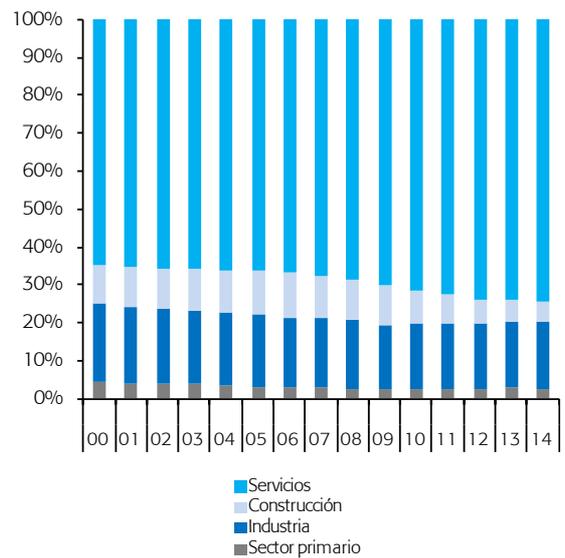


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | Total economía | | | | | | Manufacturas | | | | | |
|---|-------------------------|--|---------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|--|---------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|
| | PIB, precios constantes | Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo) | Productividad del trabajo | Remuneración por asalariado | Costes laborales unitarios nominales | Costes laborales unitarios reales (a) | VAB, precios constantes | Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo) | Productividad del trabajo | Remuneración por asalariado | Costes laborales unitarios nominales | Costes laborales unitarios reales (a) |
| | 1 | 2 | 3=1/2 | 4 | 5=4/3 | 6 | 7 | 8 | 9=7/8 | 10 | 11=10/9 | 12 |
| Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 125,2 | 106,9 | 117,2 | 149,1 | 127,3 | 93,4 | 100,0 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2016 | 128,7 | 109,5 | 117,5 | 150,4 | 128,0 | 93,1 | 103,2 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2013 III | 119,7 | 102,5 | 116,8 | 148,7 | 127,3 | 93,9 | 94,4 | 67,6 | 139,7 | 164,1 | 117,5 | 91,5 |
| IV | 120,0 | 102,4 | 117,2 | 149,0 | 127,2 | 93,8 | 94,2 | 67,6 | 139,4 | 165,1 | 118,4 | 92,1 |
| 2014 I | 120,4 | 102,8 | 117,1 | 148,5 | 126,8 | 94,0 | 95,7 | 67,8 | 141,1 | 165,1 | 117,0 | 93,0 |
| II | 121,0 | 103,6 | 116,8 | 148,5 | 127,2 | 94,2 | 96,3 | 68,4 | 140,9 | 167,1 | 118,6 | 94,0 |
| III | 121,6 | 104,2 | 116,8 | 148,3 | 127,0 | 94,0 | 96,5 | 69,0 | 139,9 | 166,1 | 118,8 | 93,8 |
| IV | 122,4 | 104,9 | 116,7 | 148,3 | 127,0 | 94,3 | 97,0 | 69,6 | 139,5 | 167,5 | 120,1 | 94,9 |
| 2015 I | 123,6 | 105,7 | 116,9 | 149,7 | 128,0 | 94,4 | 98,4 | 70,1 | 140,4 | 165,9 | 118,2 | 94,1 |
| II | 124,8 | 106,6 | 117,0 | 148,8 | 127,1 | 93,5 | 100,0 | 70,9 | 140,9 | 166,7 | 118,3 | 93,4 |
| Tasas de crecimiento 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 | 3,2 | 2,9 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | -0,7 | 3,8 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2016 | 2,8 | 2,5 | 0,3 | 0,9 | 0,6 | -0,3 | 3,2 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2013 III | -1,0 | -3,0 | 2,0 | 1,4 | -0,6 | -1,0 | -0,6 | -5,2 | 4,8 | 2,2 | -2,5 | -2,7 |
| IV | 0,0 | -1,8 | 1,8 | 3,8 | 2,0 | 1,5 | 0,4 | -3,5 | 4,0 | 2,1 | -1,9 | 0,0 |
| 2014 I | 0,6 | -0,4 | 1,1 | -0,1 | -1,1 | -0,5 | 1,5 | -2,8 | 4,5 | 1,5 | -2,8 | -0,8 |
| II | 1,2 | 1,0 | 0,2 | 0,0 | -0,3 | 0,2 | 2,4 | -0,3 | 2,7 | 1,9 | -0,7 | 0,6 |
| III | 1,6 | 1,7 | 0,0 | -0,3 | -0,3 | 0,0 | 2,3 | 2,1 | 0,1 | 1,2 | 1,1 | 2,4 |
| IV | 2,0 | 2,4 | -0,4 | -0,5 | -0,1 | 0,5 | 3,0 | 2,9 | 0,1 | 1,5 | 1,4 | 3,0 |
| 2015 I | 2,7 | 2,8 | -0,1 | 0,8 | 0,9 | 0,4 | 2,8 | 3,4 | -0,5 | 0,5 | 1,0 | 1,1 |
| II | 3,1 | 2,9 | 0,2 | 0,2 | -0,1 | -0,6 | 3,8 | 3,7 | 0,0 | -0,2 | -0,3 | -0,6 |

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

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

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

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

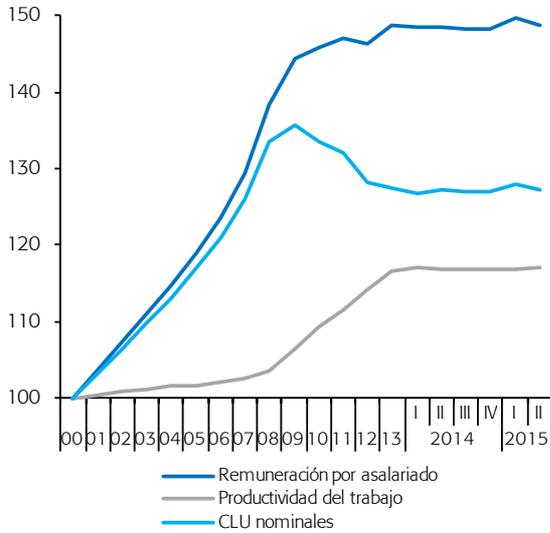
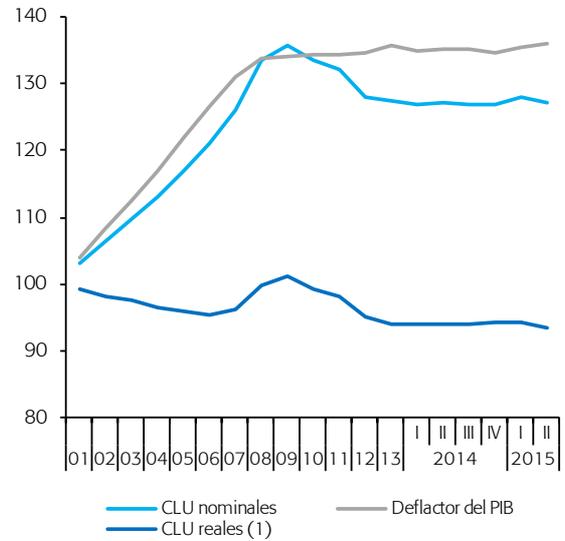


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

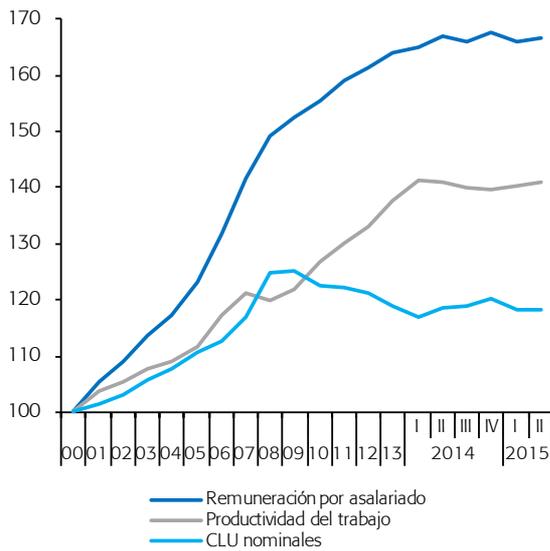
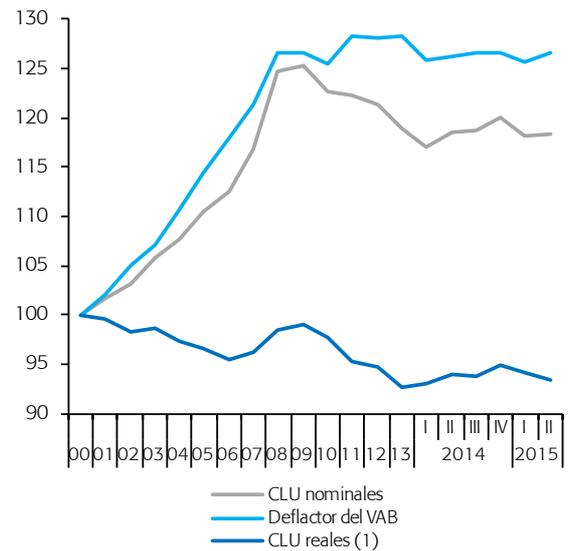


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | PIB | Remuneración de los asalariados | Excedente bruto de explotación | Impuestos netos sobre la producción y las importaciones | Rentas netas del exterior | Producto nacional bruto | Saldo transferencias corrientes con el exterior | Renta nacional bruta | Consumo final nacional | Ahorro nacional bruto (2) | Remuneración de los asalariados | Excedente bruto de explotación | Impuestos netos sobre la producción y las importaciones |
|-----------------------------------|---------|---------------------------------|--------------------------------|---|---------------------------|-------------------------|---|----------------------|------------------------|---------------------------|---|--------------------------------|---|
| | 1=2+3+4 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6=1+5 | 7 | 8=6+7 | 9 | 10=8-9 | 11 | 12 | 13 |
| MM euros, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | Porcentaje del PIB | | |
| 2008 | 1.116,2 | 559,8 | 465,2 | 91,2 | -30,0 | 1.086,3 | -15,7 | 1.070,6 | 843,1 | 227,5 | 50,1 | 41,7 | 8,2 |
| 2009 | 1.079,0 | 549,2 | 455,2 | 74,7 | -19,8 | 1.059,2 | -14,3 | 1.045,0 | 826,4 | 218,6 | 50,9 | 42,2 | 6,9 |
| 2010 | 1.080,9 | 541,5 | 445,9 | 93,6 | -15,2 | 1.065,8 | -12,7 | 1.053,0 | 840,5 | 212,6 | 50,1 | 41,3 | 8,7 |
| 2011 | 1.075,1 | 531,9 | 453,4 | 89,9 | -18,2 | 1.056,9 | -14,1 | 1.042,8 | 842,2 | 200,6 | 49,5 | 42,2 | 8,4 |
| 2012 | 1.055,2 | 501,9 | 458,3 | 94,9 | -8,9 | 1.046,3 | -12,1 | 1.034,2 | 825,7 | 208,5 | 47,6 | 43,4 | 9,0 |
| 2013 | 1.049,2 | 490,3 | 458,6 | 100,3 | -7,2 | 1.041,9 | -13,1 | 1.028,8 | 814,5 | 214,3 | 46,7 | 43,7 | 9,6 |
| 2014 | 1.058,5 | 496,9 | 458,1 | 103,5 | -6,2 | 1.052,2 | -12,5 | 1.039,8 | 827,3 | 212,5 | 46,9 | 43,3 | 9,8 |
| 2015 | 1.102,3 | 515,2 | 478,7 | 108,3 | -2,9 | 1.099,4 | -12,7 | 1.086,8 | 852,1 | 234,7 | 46,7 | 43,4 | 9,8 |
| 2016 | 1.143,1 | 533,5 | 494,3 | 115,3 | 0,5 | 1.143,6 | -12,8 | 1.130,8 | 887,1 | 243,7 | 46,7 | 43,2 | 10,1 |
| 2013 II | 1.048,3 | 490,7 | 459,1 | 98,5 | -5,9 | 1.042,4 | -12,4 | 1.030,0 | 811,4 | 218,5 | 46,8 | 43,8 | 9,4 |
| III | 1.047,7 | 488,3 | 460,2 | 99,2 | -6,4 | 1.041,3 | -13,1 | 1.028,2 | 810,8 | 217,4 | 46,6 | 43,9 | 9,5 |
| IV | 1.049,2 | 490,3 | 458,6 | 100,3 | -7,2 | 1.041,9 | -13,1 | 1.028,8 | 814,5 | 214,3 | 46,7 | 43,7 | 9,6 |
| 2014 I | 1.049,4 | 489,6 | 458,3 | 101,4 | -5,8 | 1.043,6 | -13,6 | 1.030,0 | 816,0 | 214,0 | 46,7 | 43,7 | 9,7 |
| II | 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 |
| III | 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 | 1.067,3 | 501,6 | 461,4 | 104,3 | -5,2 | 1.062,1 | -12,7 | 1.049,4 | 831,4 | 218,1 | 47,0 | 43,2 | 9,8 |
| Tasas de crecimiento interanuales | | | | | | | | | | | Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior | | |
| 2008 | 3,3 | 7,1 | 3,3 | -15,6 | 14,6 | 3,0 | 19,1 | 2,8 | 4,5 | -3,0 | 1,8 | 0,0 | -1,8 |
| 2009 | -3,3 | -1,9 | -2,2 | -18,1 | -33,9 | -2,5 | -9,1 | -2,4 | -2,0 | -3,9 | 0,7 | 0,5 | -1,3 |
| 2010 | 0,2 | -1,4 | -2,0 | 25,3 | -23,4 | 0,6 | -10,9 | 0,8 | 1,7 | -2,8 | -0,8 | -0,9 | 1,7 |
| 2011 | -0,5 | -1,8 | 1,7 | -3,9 | 20,1 | -0,8 | 11,2 | -1,0 | 0,2 | -5,6 | -0,6 | 0,9 | -0,3 |
| 2012 | -1,9 | -5,6 | 1,1 | 5,6 | -51,3 | -1,0 | -14,6 | -0,8 | -2,0 | 3,9 | -1,9 | 1,3 | 0,6 |
| 2013 | -0,6 | -2,3 | 0,1 | 5,7 | -18,3 | -0,4 | 8,4 | -0,5 | -1,4 | 2,8 | -0,8 | 0,3 | 0,6 |
| 2014 | 0,9 | 1,3 | -0,1 | 3,2 | -14,0 | 1,0 | -4,8 | 1,1 | 1,6 | -0,8 | 0,2 | -0,4 | 0,2 |
| 2015 | 4,1 | 3,7 | 4,5 | 4,6 | -54,1 | 4,5 | 1,5 | 4,5 | 3,0 | 10,4 | -0,2 | 0,2 | 0,0 |
| 2016 | 3,7 | 3,5 | 3,3 | 6,4 | -117,4 | 4,0 | 1,5 | 4,0 | 4,1 | 3,8 | -0,1 | -0,2 | 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 |
| III | -1,3 | -4,9 | 1,0 | 7,7 | -49,5 | -0,7 | -2,3 | -0,7 | -2,8 | 7,9 | -1,8 | 1,0 | 0,8 |
| IV | -0,6 | -2,3 | 0,1 | 5,7 | -18,3 | -0,4 | 8,4 | -0,5 | -1,4 | 2,8 | -0,8 | 0,3 | 0,6 |
| 2014 I | -0,1 | -1,3 | -0,1 | 5,9 | -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 |
| III | 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 | -0,1 | 3,2 | -14,0 | 1,0 | -4,8 | 1,1 | 1,6 | -0,8 | 0,2 | -0,4 | 0,2 |
| 2015 I | 1,7 | 2,4 | 0,7 | 2,9 | -9,9 | 1,8 | -6,8 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 0,3 | -0,4 | 0,1 |

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

(2) 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

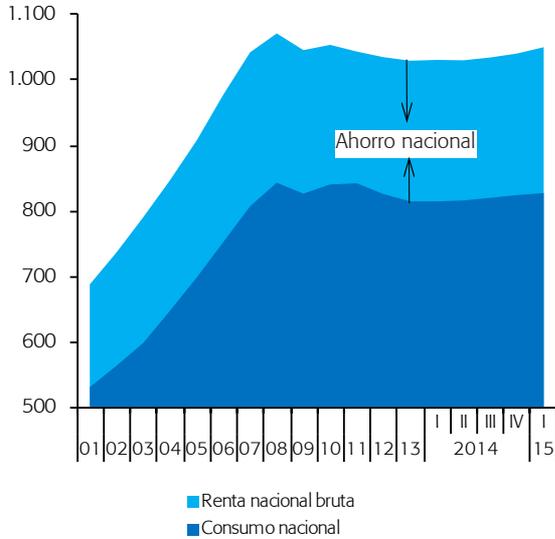


Gráfico 4.2.- Renta Nacional, consumo y tasa de ahorro

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

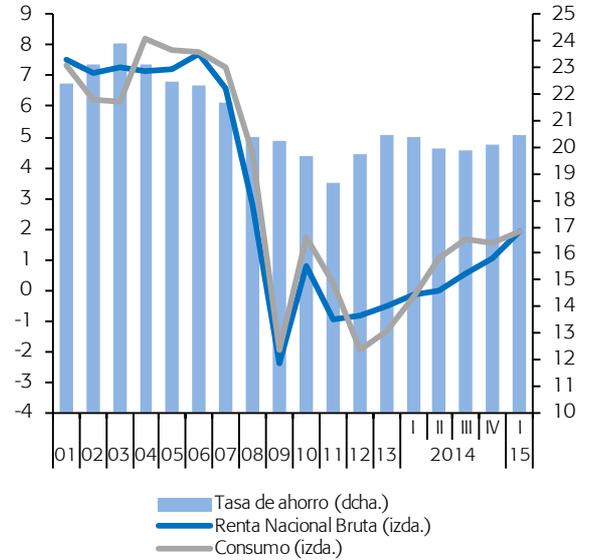


Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional

Variación interanual en %

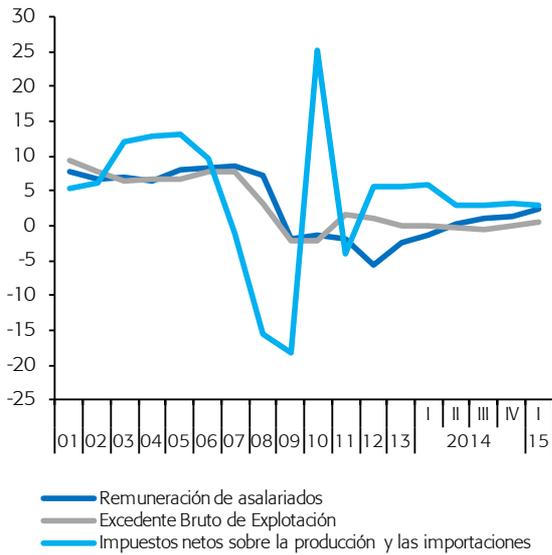
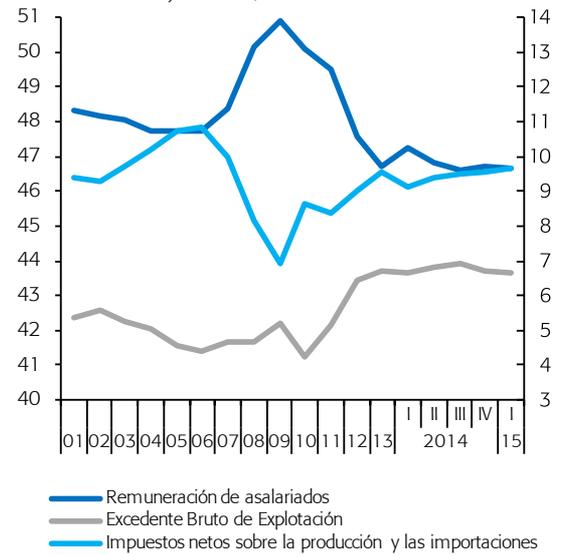


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | Bienes y servicios | | | | Rentas | Transfe- rencias corrientes | Cuenta corriente | Transfe- rencias de capital | Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación | Ahorro-inversión-déficit | | |
|--|--------------------|--------|-------------------------|----------------------------|--------|-----------------------------------|---------------------|-----------------------------------|---|----------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| | Total | Bienes | Servicios turísticos | Servicios no turísticos | | | | | | Ahorro nacio- nal bruto | Formación bruta de capital | Saldo por cuenta corriente |
| | 1=2+3+4 | 2 | 3 | 4 | | | | | | 5 | 6 | 7=1+5+6 |
| MM euros, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 29,1 | -20,5 | 28,4 | 21,2 | -2,9 | -12,7 | 13,6 | 4,9 | 18,5 | 234,7 | 221,1 | 13,6 |
| 2016 | 20,6 | -30,8 | 29,6 | 21,8 | 0,5 | -12,8 | 8,2 | 5,0 | 13,2 | 243,7 | 235,4 | 8,2 |
| 2013 II | 30,7 | -14,8 | 27,7 | 17,8 | -5,9 | -12,4 | 12,4 | 7,1 | 19,5 | 218,5 | 206,2 | 12,4 |
| III | 34,3 | -12,5 | 28,1 | 18,8 | -6,4 | -13,1 | 14,9 | 6,9 | 21,7 | 217,4 | 202,6 | 14,9 |
| IV | 35,8 | -12,6 | 28,3 | 20,1 | -7,2 | -13,1 | 15,4 | 6,8 | 22,2 | 214,3 | 198,9 | 15,4 |
| 2014 I | 33,8 | -14,7 | 28,6 | 19,9 | -5,8 | -13,6 | 14,4 | 7,1 | 21,5 | 214,0 | 199,6 | 14,4 |
| II | 29,2 | -18,8 | 28,8 | 19,2 | -7,9 | -13,2 | 8,0 | 6,4 | 14,4 | 209,5 | 201,5 | 8,0 |
| III | 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 I | 26,6 | -20,0 | 28,5 | 18,1 | -5,2 | -12,7 | 8,7 | 3,7 | 12,4 | 218,1 | 209,3 | 8,7 |
| Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | | |
| 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 | -1,9 | 2,6 | 1,9 | -0,3 | -1,1 | 1,2 | 0,4 | 1,7 | 21,3 | 20,1 | 1,2 |
| 2016 | 1,8 | -2,7 | 2,6 | 1,9 | 0,0 | -1,1 | 0,7 | 0,4 | 1,2 | 21,3 | 20,6 | 0,7 |
| 2013 II | 2,9 | -1,4 | 2,6 | 1,7 | -0,6 | -1,2 | 1,2 | 0,7 | 1,9 | 20,8 | 23,5 | -2,6 |
| III | 3,3 | -1,2 | 2,7 | 1,8 | -0,6 | -1,2 | 1,4 | 0,7 | 2,1 | 20,8 | 23,0 | -2,2 |
| IV | 3,4 | -1,2 | 2,7 | 1,9 | -0,7 | -1,2 | 1,5 | 0,7 | 2,1 | 20,4 | 22,5 | -2,0 |
| 2014 I | 3,2 | -1,4 | 2,7 | 1,9 | -0,6 | -1,3 | 1,4 | 0,7 | 2,0 | 20,4 | 21,8 | -1,5 |
| II | 2,8 | -1,8 | 2,7 | 1,8 | -0,8 | -1,3 | 0,8 | 0,6 | 1,4 | 19,9 | 21,3 | -1,3 |
| III | 2,5 | -2,0 | 2,7 | 1,8 | -0,8 | -1,2 | 0,6 | 0,5 | 1,1 | 19,9 | 20,7 | -0,8 |
| IV | 2,4 | -2,0 | 2,7 | 1,7 | -0,6 | -1,2 | 0,6 | 0,4 | 1,0 | 20,1 | 20,1 | 0,0 |
| 2015 I | 2,5 | -1,9 | 2,7 | 1,7 | -0,5 | -1,2 | 0,8 | 0,3 | 1,2 | 20,4 | 19,6 | 0,8 |

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

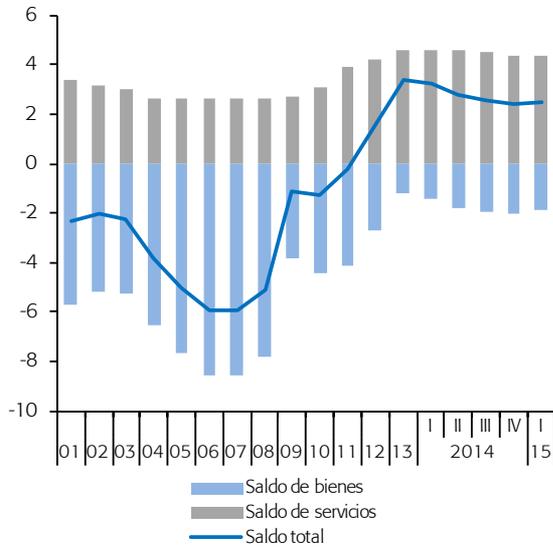


Gráfico 5.2.- Balanza de servicios

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

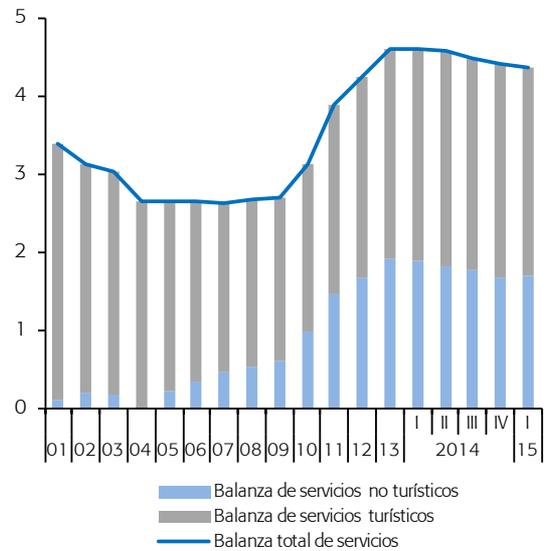


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

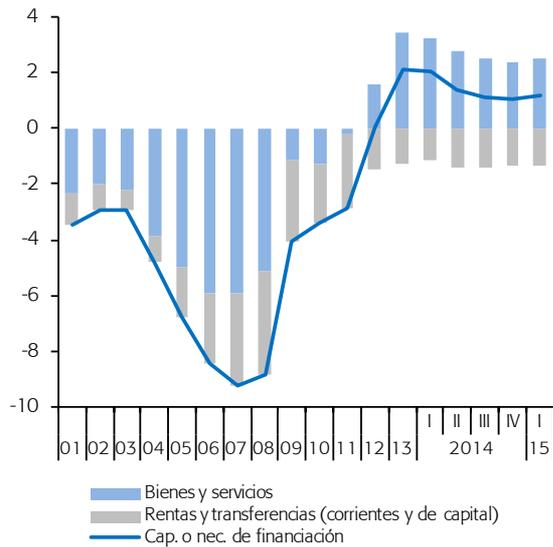
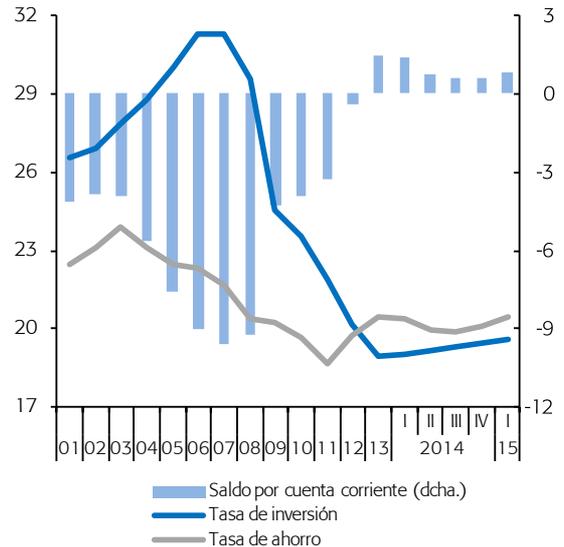


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | Renta disponible bruta (RDB) | | | | | | Gasto en consumo final | Ahorro bruto (a) | Tasa de ahorro | Transferencias netas de capital | Formación bruta de capital | Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación | Cap. o nec. de financiación en % del PIB |
|---|------------------------------|---|---|---|---|---------------------------------------|------------------------|------------------|--------------------------------------|---|----------------------------|---|--|
| | Total | Remuneraciones de los asalariados (recibidas) | Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas | Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas) | Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas) | Impuestos sobre la renta y patrimonio | | | | | | | |
| | 1=2+3+4-5-6 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9=8/1 | 10 | 11 | 12=8+10-11 | 13 |
| MM euros, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 722,1 | 517,4 | 244,4 | 242,8 | 200,1 | 82,3 | 645,5 | 75,5 | 10,5 | 0,3 | 36,3 | 39,6 | 3,6 |
| 2016 | 748,7 | 535,7 | 259,0 | 244,9 | 205,9 | 85,0 | 676,4 | 71,2 | 9,5 | 0,3 | 38,3 | 33,1 | 2,9 |
| 2013 II | 684,2 | 492,3 | 225,4 | 250,2 | 202,1 | 81,6 | 609,0 | 73,0 | 10,7 | 2,1 | 40,7 | 34,4 | 3,3 |
| III | 682,2 | 490,1 | 226,0 | 249,7 | 201,0 | 82,5 | 609,7 | 70,8 | 10,4 | 1,4 | 37,5 | 34,7 | 3,3 |
| IV | 683,4 | 492,3 | 226,0 | 249,6 | 201,3 | 83,1 | 610,3 | 71,1 | 10,4 | 0,4 | 33,4 | 38,2 | 3,6 |
| 2014 I | 681,3 | 491,8 | 226,4 | 247,1 | 200,4 | 83,7 | 611,9 | 67,8 | 10,0 | 0,2 | 33,5 | 34,6 | 3,3 |
| II | 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 |
| III | 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 |
| IV | 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 I | 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 |
| Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | Diferencia sobre año anterior | Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres | | | 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 | 4,2 | 3,7 | 5,2 | 0,2 | 1,8 | -1,5 | 3,4 | 11,9 | 0,7 | -15,0 | 6,5 | - | 0,4 |
| 2016 | 3,7 | 3,5 | 6,0 | 0,9 | 2,9 | 3,3 | 4,8 | -5,7 | -0,9 | -11,0 | 5,7 | - | -0,7 |
| 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 |

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

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

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

Gráfico 6.1.- Hogares: Renta Disponible Bruta

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

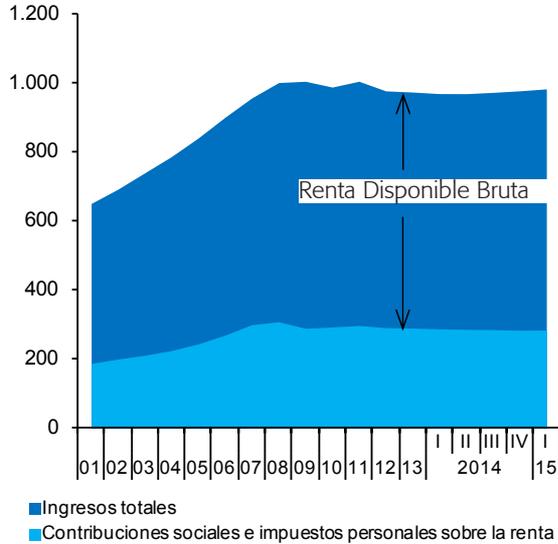
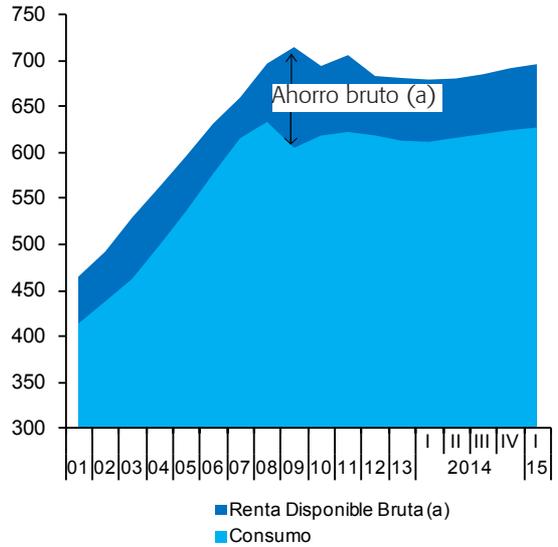


Gráfico 6.2.- Hogares: Ahorro Bruto

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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

Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro

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

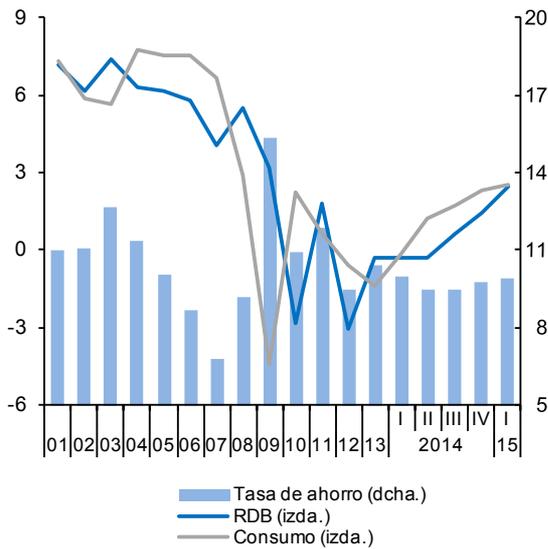
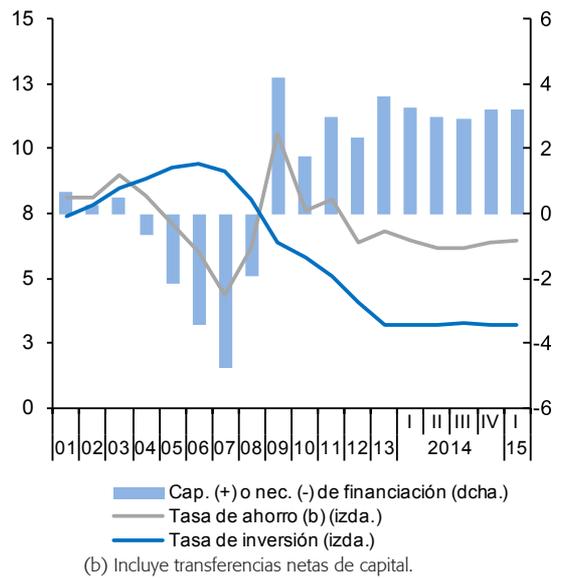


Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | Valor añadido bruto | Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados) | Excedente bruto de explotación | Rentas de la propiedad netas | Transferencias corrientes netas | Impuestos sobre la renta | Ahorro bruto | Transferencias de capital netas | Formación bruta de capital | Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación | Cap. o nec. de financiación en % del PIB | Tasa de beneficio (en %) | Tasa de inversión (en %) |
|---|---------------------|---|--------------------------------|------------------------------|---------------------------------|--------------------------|--------------|---------------------------------|----------------------------|---|--|--------------------------|--------------------------|
| | 1 | 2 | 3=1-2 | 4 | 5 | 6 | 7=3+4+5-6 | 8 | 9 | 10=7+8-9 | 11 | 12=3/1 | 13=9/1 |
| MM euros, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 574,5 | 338,7 | 235,8 | -44,8 | -7,3 | 20,8 | 163,0 | 7,0 | 158,5 | 11,5 | 1,0 | 41,0 | 27,6 |
| 2016 | 592,4 | 353,2 | 239,2 | -34,9 | -7,5 | 21,8 | 175,0 | 7,0 | 170,1 | 12,0 | 1,0 | 40,4 | 28,7 |
| 2013 II | 552,4 | 320,0 | 232,3 | -51,3 | -7,0 | 19,8 | 154,1 | 9,3 | 138,9 | 24,6 | 2,3 | 42,1 | 25,1 |
| III | 552,0 | 318,4 | 233,7 | -47,3 | -6,6 | 18,5 | 161,3 | 8,6 | 140,0 | 30,0 | 2,9 | 42,3 | 25,4 |
| IV | 549,7 | 317,0 | 232,6 | -45,4 | -6,6 | 17,7 | 163,0 | 7,2 | 136,5 | 33,6 | 3,2 | 42,3 | 24,8 |
| 2014 I | 548,6 | 316,3 | 232,3 | -45,6 | -6,6 | 17,6 | 162,5 | 6,9 | 139,1 | 30,3 | 2,9 | 42,3 | 25,4 |
| II | 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 |
| III | 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 I | 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 crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | Diferencia sobre año anterior | | |
| 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 | 4,7 | 3,1 | -13,2 | 3,0 | 10,1 | 7,8 | 0,0 | 7,9 | -- | 0,0 | -0,4 | 1,0 |
| 2016 | 3,1 | 4,3 | 1,4 | -22,1 | 3,5 | 5,1 | 7,4 | 0,0 | 7,3 | -- | 0,0 | -0,7 | 1,1 |
| 2013 II | -1,6 | -5,3 | 4,0 | -17,2 | 8,5 | 15,2 | 12,0 | -2,0 | 3,1 | -- | 1,2 | 2,3 | 1,2 |
| III | -1,2 | -4,3 | 3,5 | -23,9 | -14,9 | 10,7 | 15,8 | 3,6 | 2,7 | -- | 1,8 | 1,9 | 1,0 |
| IV | -1,3 | -3,3 | 1,5 | -21,5 | -14,5 | -11,1 | 13,3 | -20,6 | -1,4 | -- | 1,8 | 1,2 | 0,0 |
| 2014 I | -1,0 | -2,1 | 0,6 | -18,1 | -9,3 | -10,0 | 9,5 | -27,6 | 1,1 | -- | 0,9 | 0,7 | 0,5 |
| II | -0,6 | -0,6 | -0,7 | -3,9 | -4,2 | -7,5 | 1,4 | -30,1 | -0,5 | -- | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| III | -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 |
| 2015 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 |

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

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

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

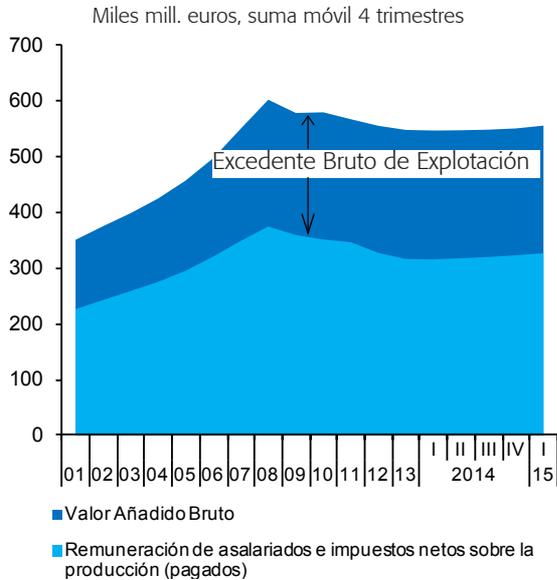


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y Ahorro

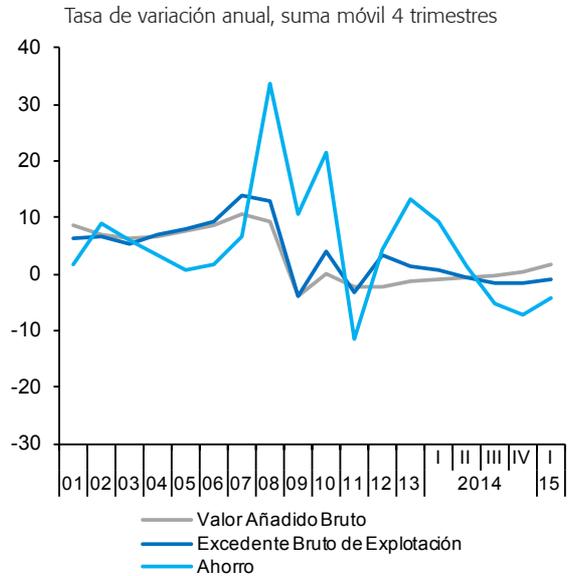


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

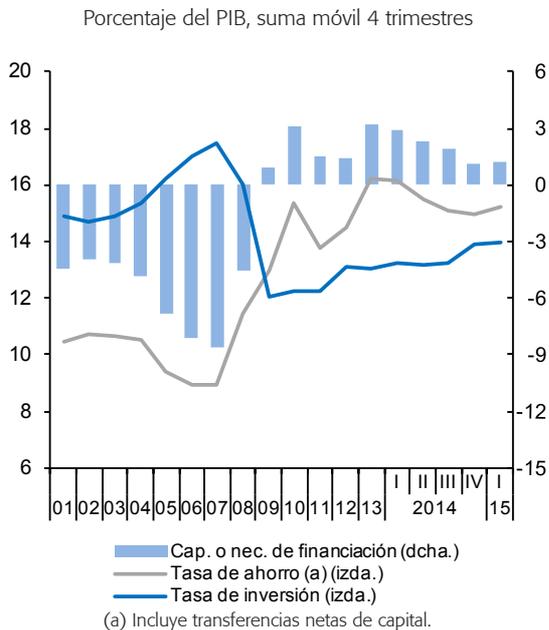
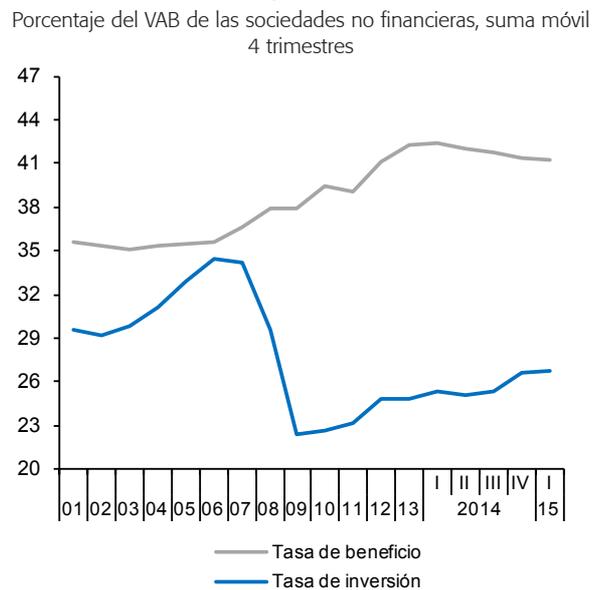


Gráfico 7.4.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión



Cuadro 8

Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

| | Valor añadido bruto | Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos) | Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos) | Cotizaciones sociales (recibidas) | Remuneración de asalariados | Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas) | Prestaciones sociales (pagadas) | Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas) | Renta disponible bruta | Gasto en consumo final | Ahorro bruto | Gastos de capital netos | Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación | Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras |
|--|---------------------|---|--|-----------------------------------|-----------------------------|--|---------------------------------|--|------------------------|------------------------|--------------|-------------------------|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9=1+2+3+4-5-6-7-8 | 10 | 11=9-10 | 12 | 13=11-12 | 14 |
| MM euros, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 146,1 | 123,4 | 106,8 | 132,2 | 117,4 | 25,0 | 170,8 | 21,5 | 173,8 | 206,5 | -32,7 | 24,2 | -56,9 | -56,9 |
| 2016 | 149,7 | 130,7 | 110,7 | 136,5 | 120,5 | 24,7 | 171,4 | 21,6 | 189,4 | 210,7 | -21,3 | 24,5 | -45,7 | -45,7 |
| 2013 II | 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 |
| III | 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 |
| IV | 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 |
| II | 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 |
| III | 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 |
| IV | 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 |
| Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 12,8 | 9,7 | 10,4 | 12,7 | 10,6 | 0,5 | 12,3 | 2,2 | 20,0 | 18,8 | 1,3 | 5,7 | -4,4 | -4,4 |
| 2009 | 14,0 | 8,5 | 9,4 | 12,9 | 11,6 | 0,7 | 14,4 | 2,2 | 15,9 | 20,5 | -4,6 | 6,4 | -11,0 | -11,0 |
| 2010 | 14,1 | 10,2 | 9,3 | 12,8 | 11,6 | 1,0 | 15,1 | 2,0 | 16,8 | 20,5 | -3,7 | 5,7 | -9,4 | -9,4 |
| 2011 | 14,0 | 9,9 | 9,5 | 12,8 | 11,4 | 1,5 | 15,3 | 2,1 | 15,9 | 20,4 | -4,6 | 4,9 | -9,4 | -8,9 |
| 2012 | 13,5 | 10,3 | 10,1 | 12,5 | 10,8 | 1,9 | 16,0 | 1,8 | 15,9 | 19,6 | -3,7 | 6,6 | -10,3 | -6,6 |
| 2013 | 13,6 | 11,0 | 10,0 | 12,2 | 10,9 | 2,2 | 16,3 | 2,0 | 15,4 | 19,5 | -4,0 | 2,7 | -6,8 | -6,3 |
| 2014 | 13,5 | 11,2 | 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 | 13,3 | 11,2 | 9,7 | 12,0 | 10,6 | 2,3 | 15,5 | 2,0 | 15,8 | 18,7 | -3,0 | 2,2 | -5,2 | -5,2 |
| 2016 | 13,1 | 11,4 | 9,7 | 11,9 | 10,5 | 2,2 | 15,0 | 1,9 | 16,6 | 18,4 | -1,9 | 2,1 | -4,0 | -4,0 |
| 2013 II | 13,3 | 10,6 | 10,0 | 12,3 | 10,6 | 2,1 | 16,3 | 1,8 | 15,6 | 19,3 | -3,7 | 5,9 | -9,6 | -6,2 |
| III | 13,3 | 10,7 | 10,0 | 12,3 | 10,6 | 2,2 | 16,4 | 1,9 | 15,4 | 19,2 | -3,8 | 5,5 | -9,3 | -6,1 |
| IV | 13,6 | 11,0 | 10,0 | 12,2 | 10,9 | 2,2 | 16,3 | 2,0 | 15,4 | 19,5 | -4,0 | 2,7 | -6,8 | -6,3 |
| 2014 I | 13,6 | 11,1 | 10,1 | 12,2 | 10,9 | 2,3 | 16,2 | 2,0 | 15,6 | 19,5 | -3,9 | 2,6 | -6,5 | -6,0 |
| II | 13,6 | 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 |
| III | 13,5 | 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 |
| IV | 13,5 | 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 |

(1) Recientemente el INE ha publicado una revisión de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional, pero no ha publicado las cifras trimestrales revisadas, por lo que las que que figuran en esta tabla no son consistentes con las nuevas cifras anuales.

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

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

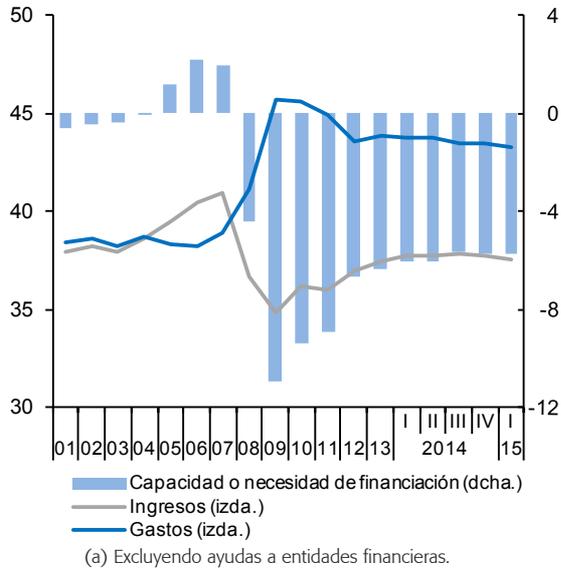


Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

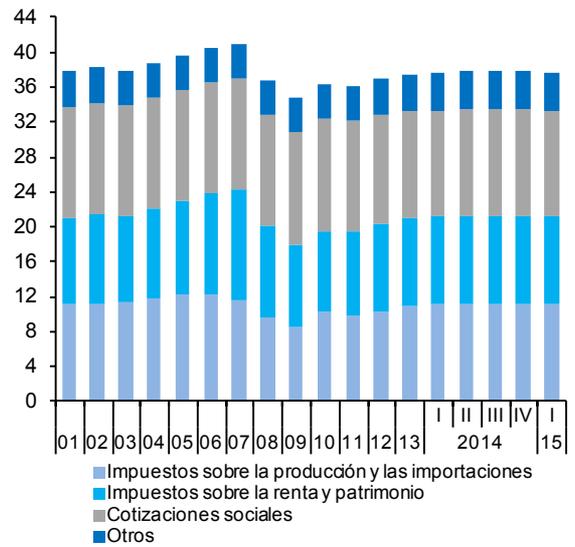


Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

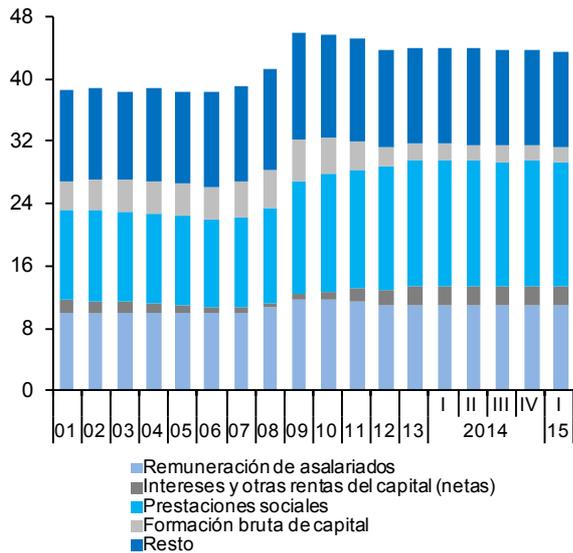
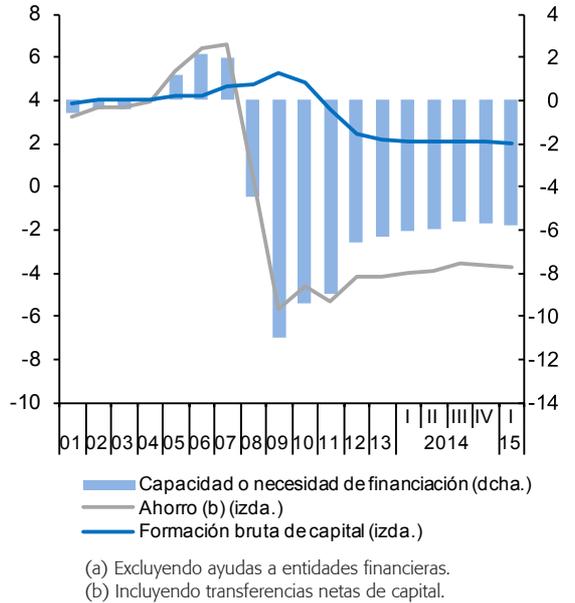


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 9

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

Previsiones en azul

| | Déficit | | | | | Deuda | | | | |
|----------|--|--------|--------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------------------|--------|--------------------------|---------------------|-----------------------------|
| | Admón. Central (a) | CC.AA. | Corporaciones locales | Seguridad Social | Total AA.PP. (a) | Admón. Central | CC.AA. | Corporaciones locales | Seguridad Social | Total AA.PP. consolidado |
| | MM euros, suma móvil 4 trimestres | | | | | MM euros, final de periodo | | | | |
| 2008 | -32,3 | -19,1 | -5,4 | 7,4 | -49,4 | 368,9 | 73,6 | 31,8 | 17,2 | 439,8 |
| 2009 | -98,4 | -21,7 | -5,9 | 7,8 | -118,2 | 487,7 | 92,4 | 34,7 | 17,2 | 568,7 |
| 2010 | -51,8 | -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 | -19,4 | 3,3 | -10,2 | -69,8 | 762,1 | 188,4 | 44,0 | 17,2 | 891,0 |
| 2013 | -44,3 | -15,9 | 5,5 | -11,6 | -66,4 | 838,1 | 209,8 | 42,1 | 17,2 | 966,2 |
| 2014 | -37,4 | -17,5 | 5,6 | -11,2 | -60,5 | 895,9 | 236,7 | 38,4 | 17,2 | 1.033,8 |
| 2015 | -29,0 | -15,4 | 4,4 | -16,9 | -56,9 | -- | -- | -- | -- | 1.103,1 |
| 2016 | -19,5 | -11,4 | 3,4 | -18,3 | -45,7 | -- | -- | -- | -- | 1.157,9 |
| 2013 III | -40,6 | -16,5 | 4,9 | -11,6 | -63,8 | 833,3 | 199,7 | 43,1 | 17,2 | 961,0 |
| IV | -44,3 | -15,9 | 5,5 | -11,6 | -66,4 | 837,8 | 209,8 | 42,3 | 17,2 | 966,1 |
| 2014 I | -41,9 | -16,1 | 5,3 | -10,7 | -63,5 | 865,8 | 225,0 | 42,1 | 17,2 | 995,8 |
| II | -36,8 | -17,2 | 4,8 | -13,9 | -63,0 | 885,0 | 228,2 | 42,2 | 17,2 | 1.012,5 |
| III | -39,0 | -17,2 | 5,1 | -8,4 | -59,5 | 891,7 | 232,1 | 41,0 | 17,2 | 1.020,3 |
| IV | -37,1 | -17,5 | 5,6 | -11,2 | -60,2 | 895,6 | 236,8 | 38,5 | 17,2 | 1.033,8 |
| 2015 I | -38,4 | -16,8 | 6,0 | -11,9 | -61,0 | 907,0 | 240,5 | 38,5 | 17,2 | 1.046,2 |
| II | -- | -- | -- | -- | -- | 917,8 | 250,2 | 37,9 | 17,2 | 1.052,8 |
| | Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres | | | | | Porcentaje del PIB | | | | |
| 2008 | -2,9 | -1,7 | -0,5 | 0,7 | -4,4 | 33,0 | 6,6 | 2,8 | 1,5 | 39,4 |
| 2009 | -9,1 | -2,0 | -0,5 | 0,7 | -11,0 | 45,2 | 8,6 | 3,2 | 1,6 | 52,7 |
| 2010 | -4,8 | -3,7 | -0,7 | -0,2 | -9,4 | 51,0 | 11,4 | 3,3 | 1,6 | 60,1 |
| 2011 | -3,0 | -5,1 | -0,8 | -0,1 | -8,9 | 58,1 | 13,5 | 3,4 | 1,6 | 69,2 |
| 2012 | -4,1 | -1,8 | 0,3 | -1,0 | -6,6 | 72,2 | 17,9 | 4,2 | 1,6 | 84,4 |
| 2013 | -4,2 | -1,5 | 0,5 | -1,1 | -6,3 | 79,9 | 20,0 | 4,0 | 1,6 | 92,1 |
| 2014 | -3,5 | -1,7 | 0,5 | -1,1 | -5,7 | 84,6 | 22,4 | 3,6 | 1,6 | 97,7 |
| 2015 | -2,6 | -1,4 | 0,4 | -1,5 | -5,2 | -- | -- | -- | -- | 100,1 |
| 2016 | -1,7 | -1,0 | 0,3 | -1,6 | -4,0 | -- | -- | -- | -- | 101,3 |
| 2013 III | -3,9 | -1,6 | 0,5 | -1,1 | -6,1 | 79,6 | 19,1 | 4,1 | 1,6 | 91,7 |
| IV | -4,2 | -1,5 | 0,5 | -1,1 | -6,3 | 79,9 | 20,0 | 4,0 | 1,6 | 92,1 |
| 2014 I | -4,0 | -1,5 | 0,5 | -1,0 | -6,0 | 82,5 | 21,4 | 4,0 | 1,6 | 94,9 |
| II | -3,5 | -1,6 | 0,5 | -1,3 | -6,0 | 84,3 | 21,7 | 4,0 | 1,6 | 96,4 |
| III | -3,7 | -1,6 | 0,5 | -0,8 | -5,6 | 84,6 | 22,0 | 3,9 | 1,6 | 96,8 |
| IV | -3,5 | -1,7 | 0,5 | -1,1 | -5,7 | 84,6 | 22,4 | 3,6 | 1,6 | 97,7 |
| 2015 I | -3,6 | -1,6 | 0,6 | -1,1 | -5,7 | 85,0 | 22,5 | 3,6 | 1,6 | 98,0 |
| III | -- | -- | -- | -- | -- | 85,2 | 23,2 | 3,5 | 1,6 | 97,7 |

(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

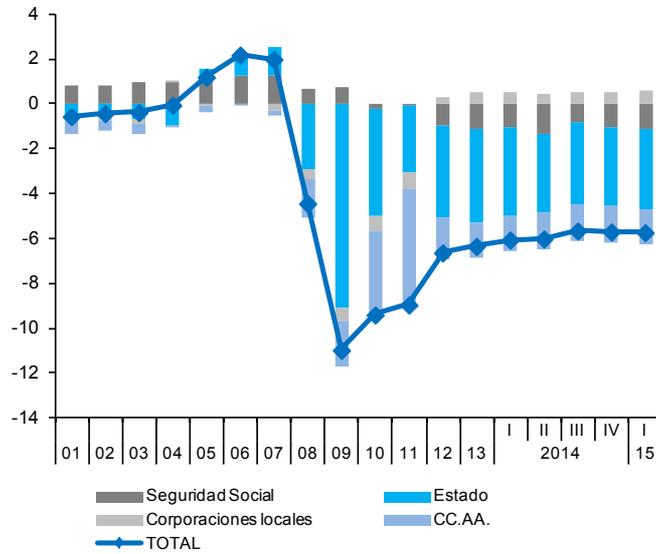
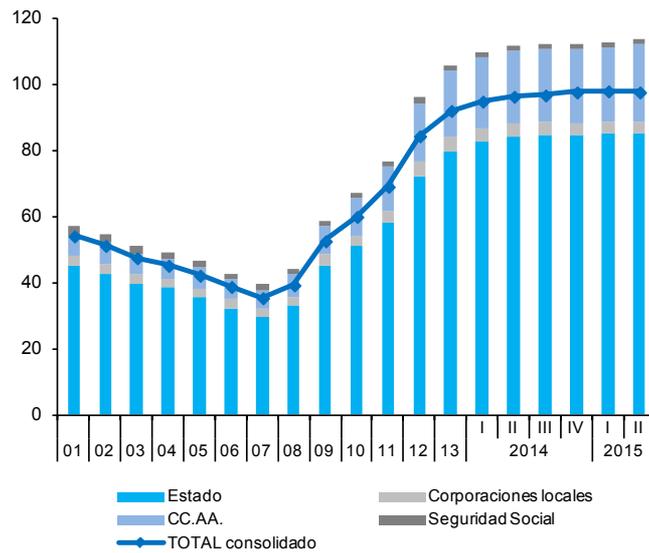


Gráfico 9.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

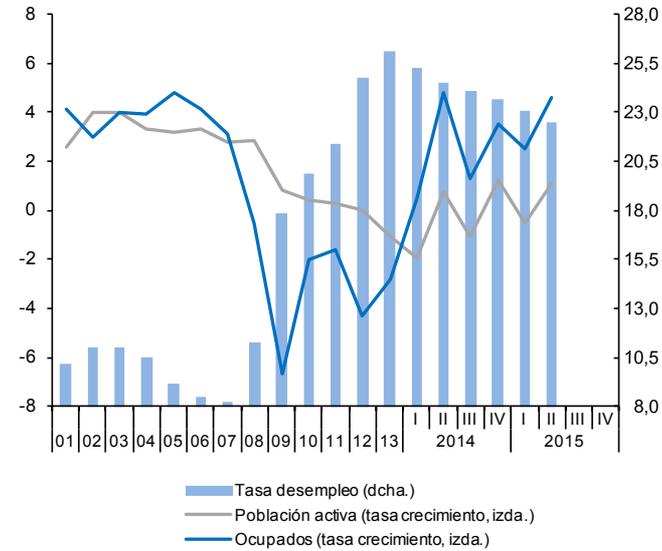
| | Población entre 16 y 64 años | Población activa | | Ocupados | | Desempleados | | Tasa de actividad 16-64 años (a) | Tasa de ocupación 16-64 años (b) | Tasa de desempleo (c) | | | | |
|------|------------------------------|---------------------------------|-------|----------|------|--------------|------|----------------------------------|---|-----------------------|------------|-----------|-------------|------|
| | | Original | CVE | Original | CVE | Original | CVE | | | Total | 16-24 años | Españoles | Extranjeros | |
| | | 1 | 2=4+6 | 3=5+7 | 4 | 5 | 6 | | | 7 | 8 | 9 | 10=7/3 | 11 |
| | | Millones | | | | | | | Porcentaje | | | | | |
| 2008 | 31,0 | 23,1 | -- | 20,5 | -- | 2,6 | -- | 73,8 | 65,4 | 11,3 | 24,5 | 10,2 | 17,4 | |
| 2009 | 31,2 | 23,3 | -- | 19,1 | -- | 4,2 | -- | 74,1 | 60,8 | 17,9 | 37,7 | 16,0 | 28,2 | |
| 2010 | 31,1 | 23,4 | -- | 18,7 | -- | 4,6 | -- | 74,6 | 59,7 | 19,9 | 41,5 | 18,1 | 29,9 | |
| 2011 | 31,1 | 23,4 | -- | 18,4 | -- | 5,0 | -- | 74,9 | 58,8 | 21,4 | 46,2 | 19,5 | 32,6 | |
| 2012 | 30,9 | 23,4 | -- | 17,6 | -- | 5,8 | -- | 75,3 | 56,5 | 24,8 | 52,9 | 23,0 | 35,9 | |
| 2013 | 30,6 | 23,2 | -- | 17,1 | -- | 6,1 | -- | 75,3 | 55,6 | 26,1 | 55,5 | 24,4 | 37,0 | |
| 2014 | 30,3 | 23,0 | -- | 17,3 | -- | 5,6 | -- | 75,3 | 56,8 | 24,4 | 53,2 | 23,0 | 34,5 | |
| 2015 | 30,2 | 23,0 | -- | 17,9 | -- | 5,1 | -- | 75,7 | 58,7 | 22,3 | -- | -- | -- | |
| 2016 | 30,1 | 23,0 | -- | 18,3 | -- | 4,7 | -- | 75,9 | 60,4 | 20,3 | -- | -- | -- | |
| 2013 | III | 30,5 | 23,2 | 23,1 | 17,2 | 17,1 | 5,9 | 6,0 | 75,3 | 56,0 | 26,0 | 55,0 | 24,3 | 37,5 |
| | IV | 30,4 | 23,1 | 23,0 | 17,1 | 17,1 | 5,9 | 5,9 | 75,2 | 55,9 | 25,7 | 54,9 | 24,1 | 36,5 |
| 2014 | I | 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 |
| | II | 30,3 | 23,0 | 23,0 | 17,4 | 17,3 | 5,6 | 5,6 | 75,3 | 56,8 | 24,5 | 53,0 | 23,1 | 34,4 |
| | III | 30,3 | 22,9 | 22,9 | 17,5 | 17,4 | 5,4 | 5,5 | 75,1 | 57,3 | 24,1 | 53,2 | 22,7 | 33,7 |
| | IV | 30,3 | 23,0 | 23,0 | 17,6 | 17,5 | 5,5 | 5,4 | 75,4 | 57,6 | 23,7 | 51,6 | 22,3 | 33,2 |
| 2015 | I | 30,2 | 22,9 | 22,9 | 17,5 | 17,7 | 5,4 | 5,3 | 75,4 | 57,3 | 23,1 | 50,4 | 21,8 | 32,2 |
| | II | 30,2 | 23,0 | 23,0 | 17,9 | 17,8 | 5,1 | 5,2 | 75,7 | 58,7 | 22,4 | 49,1 | 21,0 | 33,0 |
| | | Tasas de crecimiento (d) | | | | | | | Diferencia sobre el año anterior en pp | | | | | |
| 2008 | | 1,5 | 2,9 | -- | -0,5 | -- | 40,6 | -- | 1,0 | -1,3 | 3,0 | 6,4 | 2,6 | 5,3 |
| 2009 | | 0,4 | 0,8 | -- | -6,7 | -- | 60,0 | -- | 0,3 | -4,6 | 6,6 | 13,3 | 5,8 | 10,8 |
| 2010 | | -0,1 | 0,4 | -- | -2,0 | -- | 11,7 | -- | 0,4 | -1,2 | 2,0 | 3,8 | 2,1 | 1,7 |
| 2011 | | -0,2 | 0,3 | -- | -1,6 | -- | 8,0 | -- | 0,4 | -0,9 | 1,5 | 4,7 | 1,4 | 2,7 |
| 2012 | | -0,5 | 0,0 | -- | -4,3 | -- | 15,9 | -- | 0,4 | -2,3 | 3,4 | 6,7 | 3,5 | 3,3 |
| 2013 | | -1,1 | -1,1 | -- | -2,8 | -- | 4,1 | -- | 0,0 | -0,9 | 1,3 | 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 | -- | 3,0 | -- | -8,7 | -- | 0,4 | 1,9 | -2,2 | -- | -- | -- |
| 2016 | | -0,3 | -0,1 | -- | 2,5 | -- | -8,9 | -- | 0,2 | 1,7 | -2,0 | -- | -- | -- |
| 2013 | III | -1,2 | -1,4 | -0,8 | -2,5 | -0,7 | 2,0 | -1,4 | -0,1 | -0,7 | 0,9 | 2,0 | 0,8 | 1,8 |
| | IV | -1,3 | -1,2 | -1,7 | -1,2 | 0,0 | -1,4 | -6,5 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | 0,1 | -0,1 |
| 2014 | I | -1,3 | -1,8 | -2,0 | -0,5 | 0,4 | -5,5 | -8,7 | -0,3 | 0,5 | -1,0 | -1,4 | -0,8 | -1,5 |
| | II | -1,0 | -1,0 | 0,8 | 1,1 | 4,8 | -7,0 | -10,4 | 0,1 | 1,3 | -1,5 | -2,5 | -1,4 | -1,6 |
| | III | -0,8 | -1,0 | -1,1 | 1,6 | 1,3 | -8,7 | -8,1 | -0,2 | 1,3 | -2,0 | -1,8 | -1,6 | -3,8 |
| | IV | -0,6 | -0,2 | 1,2 | 2,5 | 3,5 | -8,1 | -5,7 | 0,2 | 1,7 | -2,1 | -3,3 | -1,8 | -3,2 |
| 2015 | I | -0,4 | 0,1 | -0,5 | 3,0 | 2,5 | -8,2 | -9,7 | 0,3 | 1,8 | -2,2 | -4,1 | -1,9 | -4,1 |
| | II | -0,5 | 0,2 | 1,1 | 3,0 | 4,6 | -8,4 | -9,8 | 0,5 | 1,9 | -2,1 | -3,9 | -2,2 | -1,4 |

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

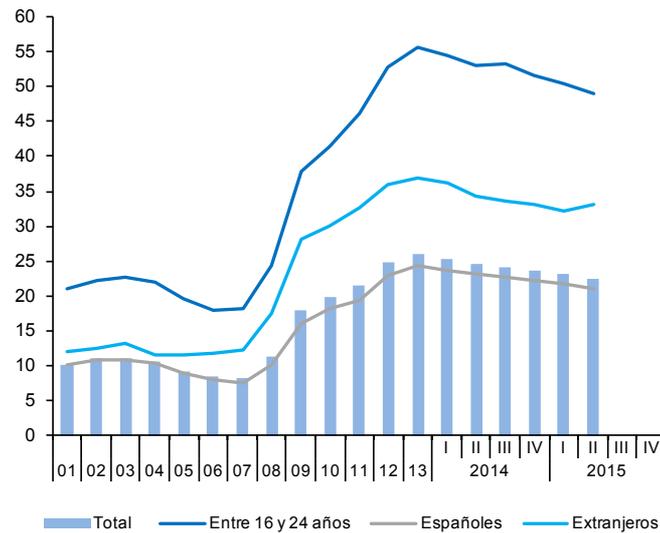
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

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

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

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

Porcentaje



Cuadro 11

Índice de precios al consumo

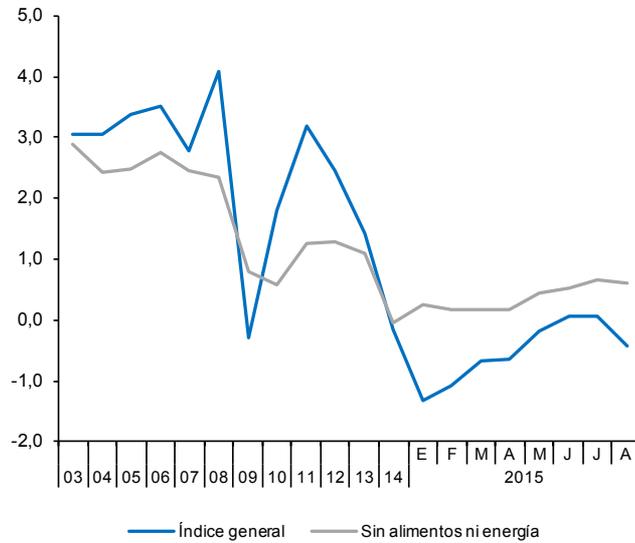
Previsiones en azul

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

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)

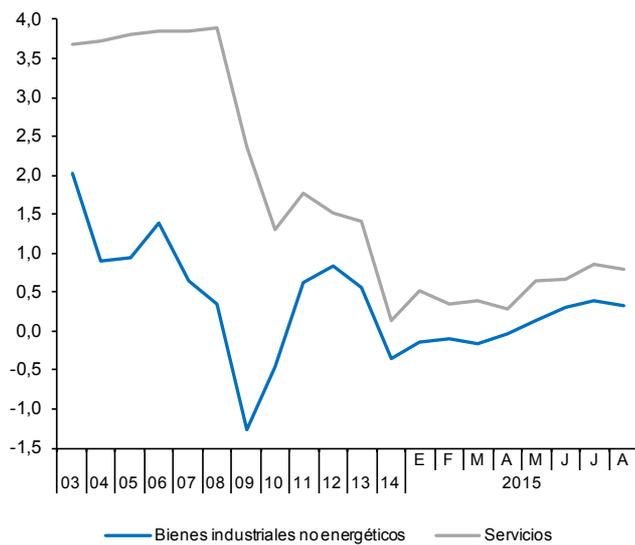
Tasas de crecimiento interanual



— Índice general — Sin alimentos ni energía

Gráfico 11.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



— Bienes industriales no energéticos — Servicios

Cuadro 12

Otros indicadores de precios y costes

| | Deflactor del PIB (a) | Índice de precios industriales | | Precio de la vivienda | | Precios del suelo urbano (M. de Fomento) | Encuesta trimestral de costes laborales | | | | Incrementos salariales pactados en negociación colectiva |
|--|-----------------------|--------------------------------|-------------|--|--|--|---|----------------------------------|-----------------------------|---|--|
| | | Total | Sin energía | Índice de precios de la vivienda (INE) | Precios de la vivienda (M. de Fomento) | | Costes laborales totales por trabajador | Costes salariales por trabajador | Otros costes por trabajador | Costes laborales totales por hora trabajada | |
| | 2010=100 | 2010=100 | | 2007=100 | | | 2000=100 | | | | |
| 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 | 154,8 | -- |
| 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) | 101,1 | 108,7 | 106,3 | 66,0 | 71,4 | 54,4 | 143,6 | 141,3 | 150,5 | 150,8 | -- |
| 2013 IV | 101,0 | 111,5 | 106,0 | 63,8 | 71,3 | 53,1 | 149,9 | 149,5 | 151,3 | 162,7 | -- |
| 2014 I | 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 | 160,2 | -- |
| IV | 100,3 | 109,1 | 105,8 | 65,0 | 71,2 | 55,9 | 149,1 | 149,2 | 148,9 | 162,2 | -- |
| 2015 I | 101,0 | 107,7 | 105,9 | 64,6 | 70,9 | 53,8 | 140,6 | 137,2 | 151,1 | 147,0 | -- |
| II | 101,2 | 109,2 | 106,6 | 67,3 | 71,8 | 55,0 | 146,5 | 145,4 | 149,8 | 154,5 | -- |
| III (b) | -- | 110,2 | 106,7 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2015 Jun | -- | 110,0 | 106,7 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Jul | -- | 110,2 | 106,7 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Ag | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Tasas de crecimiento interanuales | | | | | | | | | | | |
| 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 | 0,9 | 1,5 |
| 2011 | 0,1 | 6,9 | 4,2 | -7,4 | -5,6 | -6,7 | 1,2 | 1,0 | 1,6 | 2,2 | 2,0 |
| 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) | 0,6 | -1,3 | 0,4 | 2,8 | 0,5 | 3,4 | 0,5 | 1,0 | -1,1 | 0,7 | 0,7 |
| 2013 IV | 0,5 | 0,0 | -0,8 | -7,8 | -4,2 | -21,1 | 2,1 | 2,5 | 0,7 | 2,2 | 0,5 |
| 2014 I | -0,6 | -2,2 | -1,5 | -1,6 | -3,8 | -10,0 | -0,3 | -0,2 | -0,6 | 0,3 | 0,6 |
| II | -0,5 | -0,1 | -1,0 | 0,8 | -2,9 | -9,3 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | 0,8 | 0,5 |
| III | -0,3 | -0,9 | -0,4 | 0,3 | -2,6 | -3,3 | -0,4 | -0,1 | -1,4 | -0,2 | 0,6 |
| IV | -0,6 | -2,1 | -0,1 | 1,8 | -0,3 | 5,2 | -0,5 | -0,2 | -1,6 | -0,3 | 0,6 |
| 2015 I | 0,5 | -1,9 | 0,2 | 1,5 | -0,1 | 5,9 | 0,5 | 1,4 | -1,9 | 0,9 | 0,7 |
| II | 0,6 | -1,2 | 0,7 | 4,0 | 1,2 | 4,7 | 0,4 | 0,6 | -0,2 | 0,5 | 0,7 |
| III (c) | -- | -0,9 | 0,6 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0,7 |
| 2015 Jun | -- | -1,3 | 0,7 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0,7 |
| Jul | -- | -1,3 | 0,7 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0,7 |
| Ag | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 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)

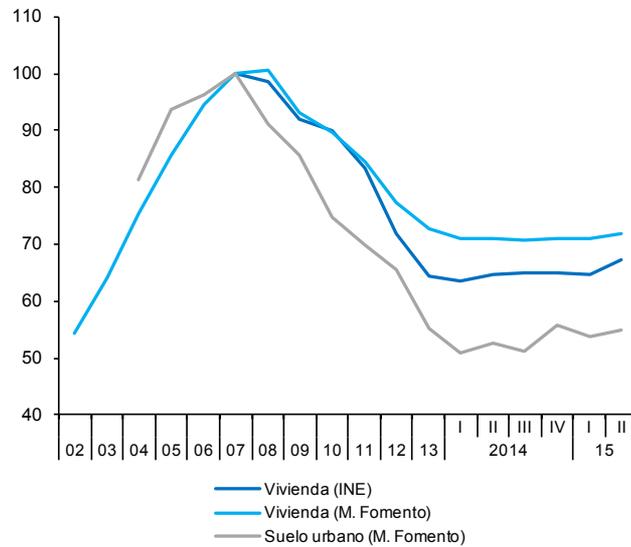
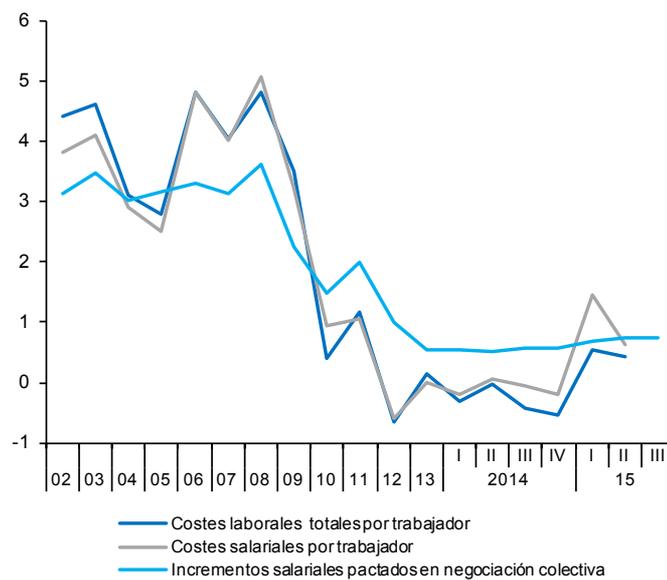


Gráfico 12.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

Desequilibrios: comparación internacional

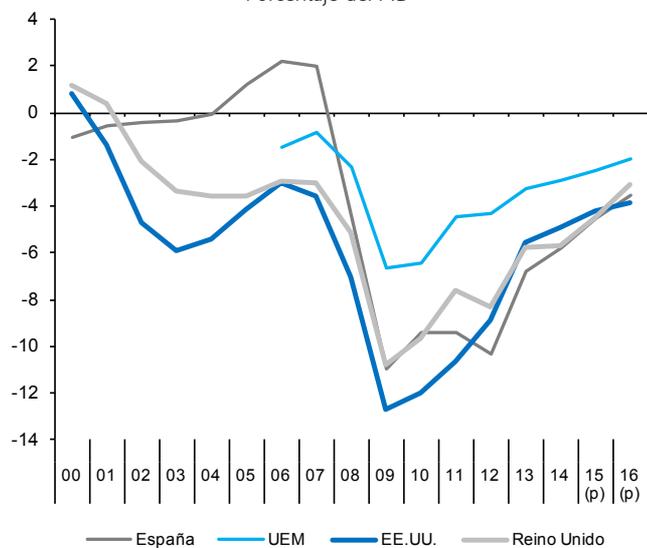
En azul: previsiones de la Comisión Europea

| | Saldo de las AAPP. | | | | Deuda pública bruta | | | | Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional) | | | |
|---|--------------------|--------|----------|-------------|---------------------|----------|----------|-------------|--|-------|--------|-------------|
| | España | UEM | EE.UU. | Reino Unido | España | UEM | EE.UU. | Reino Unido | España | UEM | EE.UU. | Reino Unido |
| Miles de millones de moneda nacional | | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 11,2 | -- | -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 |
| Porcentaje 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.

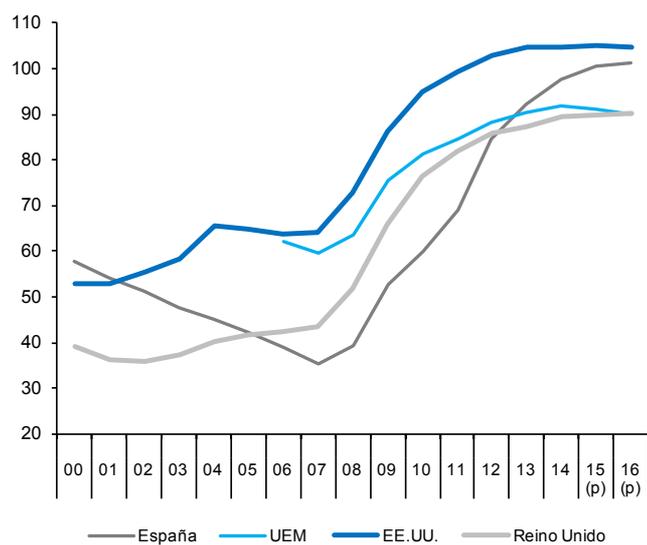
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1
Población

| | Población | | | | | | | | | Altas exteriores de nacidos en la UE-27 (%) |
|-------|-----------------|------------|--------------------------------|---|---|---------------------|--|------------------------------|------------------|---|
| | Población total | Edad media | Población de 65 años o más (%) | Esperanza de vida al nacimiento (hombres) | Esperanza de vida al nacimiento (mujeres) | Tasa de dependencia | Tasa de dependencia mayores de 64 años | Nacidos en el extranjero (%) | Altas exteriores | |
| 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.

Tasa de dependencia: población menor de 16 + población mayor de 64/ población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Tasa de dependencia mayores de 64 años: población mayor de 64 años/población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Cuadro 2
Hogares y familias

| | Hogares | | | |
|-------|---------------------------|-----------------------------|---|---|
| | Número de hogares (miles) | Tamaño medio de los hogares | Hogares con una persona sola menor de 65 años (%) | Hogares con una persona sola de 65 o más años (%) |
| 2007 | 16.280,5 | 2,74 | 11,8 | 10,2 |
| 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 | 18.365,4 | 2,50 | | |

Fuentes: EPA EPA EPA EPF EPF

| | Nupcialidad | | | | | |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|---|---|--------------------------------|
| | Tasa de nupcialidad (españoles) | Tasa de nupcialidad (extranjeros) | Separaciones y divorcios | Edad media al primer matrimonio (hombres) | Edad media al primer matrimonio (mujeres) | Matrimonios del mismo sexo (%) |
| 2007 | 9,00 | 8,69 | 141.304 | 32,2 | 29,9 | 1,56 |
| 2008 | 8,51 | 8,35 | 131.060 | 32,4 | 30,2 | 1,62 |
| 2009 | 7,48 | 8,23 | 124.594 | 32,8 | 30,6 | 1,74 |
| 2010 | 7,17 | 7,89 | 127.682 | 33,2 | 31,0 | 1,87 |
| 2011 | 6,89 | 7,19 | 124.702 | 33,6 | 31,4 | 2,17 |
| 2012 | 7,17 | 6,74 | 127.160 | 33,8 | 31,6 | 2,04 |
| 2013 | 6,56 | 6,48 | 124.975 | | | 2,05 |
| 2014 | | | 133.643 | | | |

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

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

| | Fecundidad | | | | | Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%) |
|----------|--|--|--|------------------------------------|--|--|
| | Edad media de las mujeres al primer hijo | Indicador coyuntural de fecundidad (españolas) | Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras) | Nacimientos de madre no casada (%) | Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años) | |
| 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.

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

Tasa de nupcialidad: número de residentes en España que contraen matrimonio por cada 1.000 habitantes.

Indicador coyuntural de fecundidad: número medio de hijos que tendría una mujer residente en España a lo largo de su vida fértil en caso de mantener la misma intensidad fecunda por edad que la observada en ese año.

Cuadro 3
Educación

| | Formación alcanzada (%) | | | |
|----------|---|--|--|---|
| | Población de 16 o más años con educación primaria o menos | Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos | Población de 16 o más años con educación universitaria | Población de 30 a 34 años con educación universitaria |
| 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• | 23,6 | 6,4 | 27,3 | 41,1 |
| Fuentes: | EPA | EPA | EPA | EPA |

| | Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias | | | | | Alumnos que cursan estudios en el extranjero | Gasto en educación | |
|----------|--|--------------|--|-------------------------------------|--------------------|--|----------------------------|-------------------------------|
| | Enseñanza Infantil | Bachillerato | Formación Profesional (grado medio o superior) | Universidad (1º y 2º ciclo y Grado) | Másteres Oficiales | Universidad (1º y 2º 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 Nacional del INE |

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte. El cambio en las magnitudes correspondiente a 2014 en los datos de la EPA se debe a un cambio en su metodología.

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

** Datos provisionales.

• Los datos se corresponden con los dos primeros trimestres de 2015.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

| | Prestaciones contributivas* | | | | | | | |
|--------|-----------------------------|-------------------|------------------------|----------------------|------------------------|--------------------|------------------------|--------------------|
| | Desempleo | | Seguridad Social | | | | | |
| | | | Jubilación | | Incapacidad permanente | | Viudedad | |
| Número | Importe medio diario bruto | Número | Importe medio | Número | Importe medio | Número | Importe medio | |
| 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 | 851.287 [■] | 27,1 [•] | 5.626.950 [♦] | 1.018,1 [♦] | 930.034 [♦] | 922,6 [♦] | 2.351.677 [♦] | 629,8 [♦] |

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

| | Prestaciones no contributivas/asistenciales | | | | |
|--------|---|----------------------|----------------------|---------------------|-------|
| | Desempleo | | Seguridad Social | | Otras |
| | | | Jubilación | Invalidez | |
| Número | Número | 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 | 1.125.253 [■] | 253.833 [■] | 198.820 [■] | 24.160 [■] | |

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO BEL

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

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

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

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

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

Cuadro 5

Protección social: sanidad

| | Gasto total (% PIB) | Gasto público (% del gasto total) | Médicos colegiados por 1.000 habitantes | Enfermeros colegiados por 1.000 habitantes | Personal méd. aten. prim. por 1.000 tarjetas sanitarias | Población mayor de 45 años que considera su estado de salud "bueno o muy bueno" (%) |
|------|---------------------|-----------------------------------|---|--|---|---|
| 2007 | 8,5 | 71,8 | 3,6 | 4,6 | 0,74 | |
| 2008 | 8,9 | 73,0 | 3,5 | 4,8 | 0,75 | |
| 2009 | 9,6 | 75,0 | 3,6 | 5,0 | 0,74 | |
| 2010 | 9,6 | 74,4 | 3,8 | 5,2 | 0,74 | |
| 2011 | 9,4 | 73,4 | 3,8 | 5,2 | | 58,70 |
| 2012 | 9,3 | 71,7 | 3,8 | 5,2 | | |
| 2013 | 8,9 | 70,4 | 3,8 | 5,1 | | |

Fuentes: OCDE OCDE OCDE OCDE INCLASNS ENS

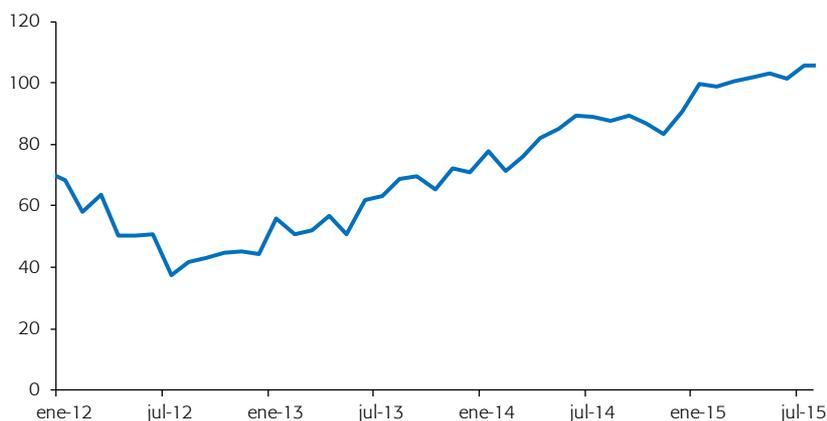
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

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

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (enero 2012 - agosto 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

154

La confianza mutua constituye un elemento crucial en las transacciones económicas, como subrayó el Premio Nobel de Economía Kenneth Arrow a principios de los años setenta¹. El nivel de confianza generalizada de una sociedad es, por tanto, una variable relevante desde el punto de vista del análisis económico.

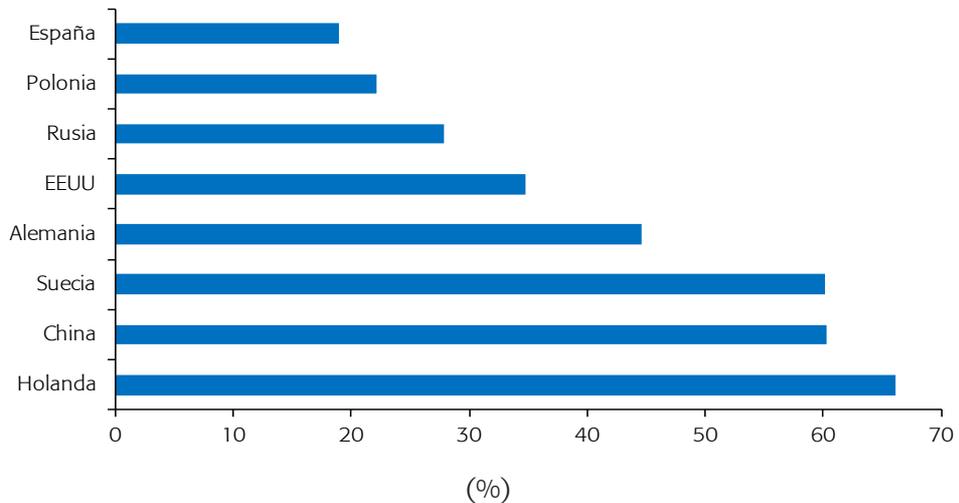
La sociedad española destaca en el contexto internacional por su escaso nivel de confianza. De acuerdo con los datos recogidos en la última ola de la Encuesta Mundial de Valores (2010-2014), la proporción de españoles según los cuales se puede confiar en la mayoría de la gente no llega a un quinto (19%). Este dato llama particularmente la atención cuando se compara con los observables en otras sociedades de nuestro entorno, como Alemania (45%), Suecia (60%) y Holanda (66%). El nivel de confianza generalizada de los españoles se encuentra incluso algo por debajo del que registran países con un pasado reciente de estricto control político y social, como Polonia y Rusia (gráfico 2).

Datos de encuesta recogidos por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) indican la existencia de bajos niveles de confianza con anterioridad a la irrupción de la crisis: en 2006, aproximadamente una cuarta parte de la población española (26%) opinaba que "nunca se es lo bastante prudente en el trato con los demás", en tanto que algunos menos (23%) pensaban que "en general se puede confiar en la gente". Tras un debilitamiento de la confianza durante los años de la crisis, parece recuperarse ligeramente en el último año: en mayo de 2015 el porcentaje de "prudentes" y "confiados" se hallaba muy próximo (27-28%), si bien los primeros continuaban superando en número a los segundos (gráfico 3).

¹ "Prácticamente cualquier transacción comercial, y más aún si se realiza a lo largo del tiempo, encierra un elemento de confianza. Cabe argumentar plausiblemente que la mayor parte del retraso económico en el mundo se explica por la ausencia de confianza mutua" (K. Arrow, "Gifts and Exchanges", *Philosophy and Public Affairs*, 1972, 1 (4): 343-62).

Gráfico 2

Grado de confianza en la gente (2010-2014): España en perspectiva comparada ("Se puede confiar en la mayoría de la gente")

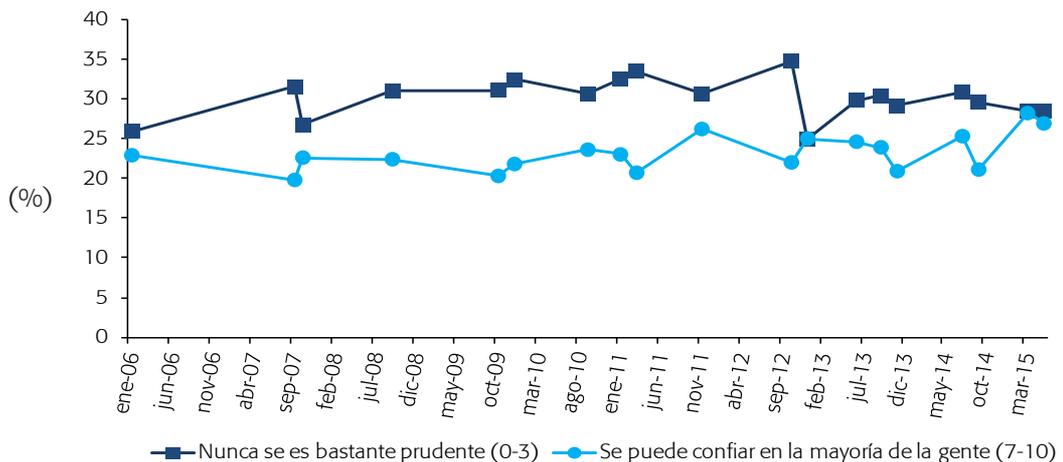


Pregunta: "En general, diría Ud. que se puede confiar en la mayoría de la gente o que es preciso ser muy prudente en el trato con la gente?"

Fuente: Encuesta Mundial de Valores, ola 2010-2014 (<http://www.worldvaluessurvey.org/WVSONline.jsp>).

Gráfico 3

Grado de confianza en la gente (2006-2015) [escala 0-10]



Pregunta: "¿Diría Ud. que, por lo general, se puede confiar en la mayoría de la gente, o que nunca se es lo bastante prudente en el trato con los demás? Por favor, sitúese en una escala de 0 a 10, en la que el 0 significa 'nunca se es lo bastante prudente' y el 10 'se puede confiar en la mayoría de la gente'".

Fuente: Barómetros del CIS (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – FUNCAS

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2015

Indicadores destacados

| Indicador | Último valor disponible | Correspondiente a: |
|---|-------------------------|--------------------|
| Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio) | 0,6 | Junio 2015 |
| Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio) | 0,7 | Junio 2015 |
| Dudosos (% var. mensual medio) | -3,2 | Junio 2015 |
| Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros) | 382.082 | Agosto 2015 |
| Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros) | 137.919 | Agosto 2015 |
| Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros) | 15.804 | Agosto 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

| Indicador | A partir de datos de: | Media 1999-2012 | 2013 | 2014 | 2015 agosto | 2015 septiembre | Definición y cálculo |
|---|-----------------------|-----------------|------|------|-------------|-----------------|---|
| 1. Oferta monetaria (% var.) | BCE | 5,8 | 2,3 | 1,9 | - | - | Variación del agregado M3 (desestacionalizado) |
| 2. Tipo de interés interbancario a 3 meses | BE | 2,68 | 0,22 | 0,21 | -0,033 | -0,038 | Medias de datos diarios |
| 3. Tipo de interés euríbor 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) | BE | 4,6 | 4,6 | 2,7 | 2,14 | 2,11 | Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa | BE | 4,6 | 3,9 | 2,3 | 2,32 | - | Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF |

Comentario "Dinero y tipos de interés": Los tipos de interés interbancarios a tres meses se redujeron de nuevo en la primera quincena de septiembre, hasta el -0,038%. El euríbor a doce meses se mantuvo en el 0,16%. El Banco Central Europeo se ha reafirmado en su política monetaria expansiva y se ha mostrado dispuesto a adoptar medidas adicionales si es preciso, aunque confía en que la inflación irá aumentando progresivamente en los próximos meses. En cuanto al bono del Estado a 10 años, su rentabilidad se ha situado en el 2,11% a 15 de septiembre, desde el 2,14% de cierre de agosto..

B. Mercados financieros

| Indicador | A partir de datos de: | Media 1999-2012 | 2013 | 2014 | 2015 junio | 2015 julio | Definición y cálculo |
|--|-----------------------|-----------------|---------|----------|------------|------------|--|
| 6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro | BE | 29,6 | 82,9 | 75,6 | 92,4 | 91,0 | (Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado | BE | 78,9 | 61,2 | 73,2 | 67,2 | 65,7 | (Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro | BE | 0,7 | 1,8 | 2,6 | 0,7 | 0,6 | (Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado | BE | 4,4 | 3,2 | 4,6 | 3,5 | 1,2 | (Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses | BE | 2,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100) | BE | 565,2 | 846,3 | 1.037,9 | 1.016,8 | 1.035,3 | En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta) |
| 12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio) | BE y Bolsa de Madrid | 0,4 | 2,3 | 0,6 | 3,8 | 3,9 | 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 | 5,5 | 9,0 | Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores |
| 14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100) | BE y Bolsa de Madrid | 1.026,5 | 1.012,0 | 1.042,5 | 1.093,3 | 990,1(a) | Con base 1985=100 |
| 15. Ibex-35 (dic1989=3000) | BE y Bolsa de Madrid | 9.864,5 | 8.715,6 | 10.528,8 | 10.769,5 | 9.782,5(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 | 19,6 | 15,6(a) | Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid |

B. Mercados financieros (continuación)

| Indicador | A partir de datos de: | Media 1999-2012 | 2013 | 2014 | 2015 junio | 2015 julio | Definición y cálculo |
|---|-----------------------|-----------------|------|------|------------|------------|---|
| 17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.) | BE y Bolsa de Madrid | 3,7 | 10,6 | 7,4 | 33,8 | -69,7 | Variación para todas las bolsas |
| 18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.) | BE y AIAF | 2,3 | 10,9 | -1,3 | -1,2 | 0,1 | 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 | 0,3 | 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 | 30,9 | -14,9 | Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35 |
| 21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.) | BE | 9,0 | 6,7 | 6,4 | 73,7 | -22,7 | Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35 |

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

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido un aumento de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro y en obligaciones del Estado, del 91% y el 65,7%, respectivamente. El Ibex-35 ha retrocedido en la primera mitad de septiembre hasta los 9.782 puntos, mientras que el índice general de la Bolsa de Madrid ha caído hasta los 990 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones, del 14,9% y 22,7%, respectivamente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

| Indicador | A partir de datos de: | Media 2005-2011 | 2012 | 2013 | 2014 IV T. | 2015 I T. | Definición y cálculo |
|---|-----------------------|-----------------|-------|-------|------------|-----------|--|
| 22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional) | BE | -6,4 | -0,2 | -1,4 | 1,0 | 1,2 | Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras |
| 23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro) | BE | 1,1 | 1,3 | 3,7 | 3,1 | 4,0 | Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras |
| 24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional) | BE | 267,4 | 305,7 | 307,1 | 317,4 | 312,2 | 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 IV T. | 2015 I T. | Definición y cálculo |
|--|-----------------------|-----------------|------|------|------------|-----------|---|
| 25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro) | BE | 81,8 | 79,4 | 75,2 | 71,3 | 69,9 | Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB |
| 26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro (% var. trimestral medio) | BE | 3,7 | -0,6 | 7,8 | -0,5 | 3,5 | Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras |
| 27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro (% var. trimestral medio) | BE | 7,0 | -4,3 | -5,6 | -0,4 | -0,8 | Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras |

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el primer trimestre de 2015 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía, hasta el 1,2% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero aumentó hasta el 4% del PIB desde el 3,1% al cierre de 2014. Se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 69,9% del PIB, frente al 71,3% del trimestre precedente. Asimismo, se registra una subida del *stock* de activos financieros de las familias del 3,5% y una caída de los pasivos del 0,8%.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

| Indicador | A partir de datos de: | Media 1999-2012 | 2013 | 2014 | 2015 mayo | 2015 junio | Definición y cálculo |
|--|-----------------------|-----------------|------|------|-----------|------------|---|
| 28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio) | BE | 10,8 | -9,5 | -4,6 | -0,2 | 0,6 | Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito |
| 29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio) | BE | 9,9 | 1,3 | -1,5 | 0,1 | 0,7 | Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito |
| 30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio) | BE | 11,3 | -5,1 | 1,2 | -0,5 | -0,5 | 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 | -1,1 | 0,1 | Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito |
| 32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales) | BE | -1,3 | -5,9 | -5,9 | -5,8 | -6,1 | Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario |

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

| Indicador | A partir de datos de: | Media 1999-2012 | 2013 | 2014 | 2015 mayo | 2015 junio | Definición y cálculo |
|--|--------------------------|--------------------|------|-------|--------------|---------------|--|
| 33. Dudosos (% var. mensual medio) | BE | 37,9 | 17,8 | -12,7 | -4,7 | -3,2 | Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito |
| 34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio) | BE | -2,1 | 6,5 | -6,1 | 8,3 | -0,1 | Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito |
| 35. Patrimonio neto (% var. mensual medio) | BE | 10,1 | 19,6 | -1,1 | -1,1 | -1,8 | Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito |

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, a junio de 2015, muestra un incremento del crédito al sector privado y de los depósitos del 0,6% y del 0,7%, respectivamente. Asimismo, los valores de renta fija redujeron su peso en el balance un 0,5%, mientras que las acciones y participaciones lo incrementaron un 0,1%. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 3,2% 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 territorio 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 empleados del sector bancario |
| 39. Número de oficinas | BE | 41.145 | 37.903 | 33.527 | 31.999 | 31.804 | 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 | 382.082(a) | Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total eurozona |
| 41. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros) | BE | 40.487 | 337.206 | 201.865 | 141.338 | 137.919(a) | Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España |

E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema (continuación)

| Indicador | A partir de datos de: | Media 1999-2011 | 2012 | 2013 | 2014 diciembre | 2015 marzo | Definición y cálculo |
|--|-----------------------|-----------------|--------|--------|----------------|------------|---|
| 42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros) | BE | 20.985 | 44.961 | 19.833 | 21.115 | 15.804(a) | Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España |

(a): Último dato a agosto de 2015.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En agosto de 2015, la apelación neta al eurosistema de las financieras españolas representaba el 36,1% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona, lo que supone una reducción de 1.717 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 resultados de las entidades de depósito |
| 44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros) | BE | 2.978,26 | 4.701,87 | 5.426,09 | 5.892,09 | 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 "oficinas/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 impuestos/activos totales medios" |
| 50. ROE | BE | 11,61 | -18,74 | 1,88 | 6,46 | 6,92 | Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios" |

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante el primer trimestre de 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 145. Regulación y política de defensa de la competencia en España

PANORAMA SOCIAL

N.º 20. Pobreza infantil

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 247. Nuevas tendencias en la financiación de las empresas

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 4, N.º 4 (2015). Spain's economic recovery gains speed

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

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

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**AÑO 2015**

| Publicación | Suscripción* | | | Números sueltos** | |
|---|-------------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------------|
| | Suscripción anual | Edición papel € | Edición digital € | Edición papel € | Edición digital € |
| Papeles de Economía Española | 4 números | 50 | 30 | 15 | 12 |
| Cuadernos de Información Económica | 6 números | 40 | Gratuita | 10 | -- |
| Panorama Social | 2 números | 20 | Gratuita | 13 | -- |
| Spanish Economic and Financial Outlook | 6 números | 30 | Gratuita | | |
| Focus | 6 números | -- | Gratuita | | |
| Estudios (números sueltos) | -- | -- | -- | 12 | 9 |
| Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío. | | | | | |

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

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

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

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

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

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

