

La consolidación fiscal en el horizonte 2017

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La reestructuración
bancaria en España
y Europa

Flujos financieros
y dinámica de la deuda
en España

Tamaño empresarial
y acceso a la financiación
bancaria

Ajuste salarial en
España durante la crisis
económica

Desigualdad,
redistribución
y crecimiento

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Las claves del crédito
bancario tras la crisis

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Alain Cuenca García

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director)

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Ángel Laborda Peralta

Antonio Jesús Romero Mora

Cuadernos de Información Económica no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni 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

Printed in Spain

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Mario Fernández Pelaz

Amado Franco Lahoz

Manuel Menéndez Menéndez

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Cuadernos de Información Económica

240

mayo/junio 2014

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

<u>Página</u>	1	La consolidación fiscal en España: balance y perspectivas <i>Santiago Lago Peñas</i>
	9	Evaluación de la reestructuración bancaria en España y Europa <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	17	Las medidas recientes para la reestructuración y refinanciación de la deuda empresarial en España: oportunidades e impacto en el sector bancario <i>María Romero e Itziar Sola</i>
	27	Flujos financieros y dinámica de la deuda en España <i>Sara Baliña y Ángel Berges</i>
	35	Tamaño empresarial y acceso a la financiación bancaria <i>Joaquín Maudos</i>
	47	Ajuste salarial en España durante la crisis económica <i>Daniel Fernández Kranz</i>
	59	¿Poder de mercado en la comercialización de combustibles de automoción en España?: análisis de la evolución de precios y márgenes <i>Alejandro Bello, Ignacio Contín-Pilart y M. Blanca Palacios</i>
	69	Desigualdad, redistribución y crecimiento <i>Eduardo Bandrés</i>

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

<u>Página</u>	79	Las claves del crédito bancario tras la crisis <i>Santiago Carbó, José García Montalvo, Joaquín Maudos y Francisco Rodríguez</i>
---------------	----	---

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	88	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	115	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	121	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la redacción

La consolidación fiscal en España ha experimentado en el año 2013 una mejora sustancial merced al apoyo de las instituciones europeas, a la incipiente recuperación de la economía española y al esfuerzo de ajuste de todos los niveles de gobierno. En el artículo que abre este número 240 de *Cuadernos*, SANTIAGO LAGO PEÑAS describe el escenario diseñado por el gobierno en la actualización del Programa de Estabilidad para el período 2014-2017 aprobado el pasado 30 de abril. Aunque los objetivos aparecen como una meta factible, cabe esperar que sea necesario adoptar medidas adicionales para lograr la senda prevista.

Por su parte SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ evalúan la reestructuración bancaria en España y en Europa. Los autores constatan que ha permitido a los bancos españoles mejorar sus resultados y su eficiencia en comparación con otros sectores bancarios europeos. No obstante, la persistencia de la contracción del crédito en la eurozona, la incertidumbre sobre las condiciones económicas, y la próxima evaluación global de los bancos por parte del supervisor único europeo, ponen de manifiesto que es posible que todavía haya pendiente una reestructuración significativa del sector bancario europeo.

El artículo de MARÍA ROMERO e ITZIAR SOLA ofrece un análisis del Real Decreto Ley 4/2014 cuyo objetivo es facilitar acuerdos de refinanciación de deudas al margen de procesos concursales con el fin de asegurar la

supervivencia de empresas viables. Las autoras realizan una estimación del efecto que este cambio normativo puede tener en la cuenta de resultados y la solvencia del sistema bancario español. En la mayoría de los casos estudiados, el impacto del nuevo tratamiento de las operaciones reestructuradas sería positivo para el sector bancario.

Desde el comienzo de la crisis, la dinámica de endeudamiento del sector privado y público ha sido muy diferente, tal como ponen de manifiesto SARA BALIÑA y ÁNGEL BERGES en su trabajo. Así, el nivel de deuda de hogares y empresas se ha reducido en 5 y 22 puntos del PIB respectivamente, mientras que el sector público ha duplicado su endeudamiento, elevando la deuda total de la economía a una cota cercana al 350% del PIB. Por un lado, la financiación empresarial presenta un claro sesgo hacia el crédito bancario (70%) y la deuda comercial (25%), suponiendo los valores negociables en mercado menos de un 5%. Por el contrario, el 80% de la deuda pública se instrumenta en valores negociables en mercado y solo el 20% restante se canaliza a través del sistema bancario. Por su parte, la dependencia del canal bancario es incluso más relevante en el caso de los hogares, con un 95% de su deuda proveniente de los bancos y solo un 5% de la deuda comercial.

JOAQUÍN MAUDOS estudia las diferencias que existen entre las pymes y las grandes empresas españolas en las condiciones de acceso a la financiación bancaria,

realizando una comparativa internacional en el contexto de la eurozona. Si bien en todos los países las pymes soportan peores condiciones en el acceso a la financiación, las diferencias entre grandes empresas y pymes son más acusadas en España, llegando a soportar un coste por un préstamo bancario 229 puntos básicos superior al de las grandes empresas. España es el país de la eurozona donde mayor resulta esa diferencia. En consecuencia, dada la importancia que las pymes tienen en el tejido productivo de la economía española, es prioritario mejorar su acceso a la financiación de cara a afianzar la recuperación.

Como es sabido, la economía española ha respondido a la crisis económica destruyendo empleo en mayor medida que reduciendo salarios. Sin embargo, DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ muestra que, una vez corregido el sesgo en la composición, los salarios también se han ajustado en reacción al *shock* adverso de demanda ligado a la reciente recesión, merced en parte a las medidas introducidas por la reforma laboral de febrero de 2012. Con todo, el proceso de ajuste salarial en España no ha generado un aumento de la desigualdad en términos de ingresos salariales. La explicación reside en que la carga del ajuste ha recaído en mayor medida sobre los asalariados con empleos mejor remunerados antes de la crisis, así como sobre los trabajadores del sector público.

ALEJANDRO BELLO, IGNACIO CONTÍN-PILART y M. BLANCA PALACIOS analizan la evolución de los precios y los már-

genes comerciales en la venta de gasolinas y gasóleos de automoción a través de estaciones de servicio en España desde 2001. Los efectos de la crisis han sido menores en el sector de la distribución de combustibles de automoción que en otros sectores, porque tanto el número de estaciones de servicio como los precios relativos de venta y los beneficios brutos totales han continuado su senda alcista tras el año 2008. Ello revela que la estructura de la industria petrolera española parece favorecer el ejercicio de poder de mercado.

Por su parte, en el artículo de EDUARDO BANDRÉS se realiza una revisión de las controvertidas relaciones entre desigualdad y crecimiento a la luz de las conclusiones más relevantes de la ciencia económica durante los últimos años. De ello se deduce que la redistribución no daña el crecimiento y por tanto no es arriesgado afirmar que en España, crecimiento, redistribución e igualdad pueden caminar en la misma dirección durante un trecho aún bastante largo.

Finalmente, para cerrar este número 240 de *Cuadernos*, se resumen las conclusiones de un estudio recientemente publicado por Funcas sobre las claves del crédito después de la crisis, cuyos autores son SANTIAGO CARBÓ, JOSÉ GARCÍA MONTALVO, JOAQUÍN MAUDOS y FRANCISCO RODRÍGUEZ. En su libro, describen cómo el sector bancario español ha vivido con la crisis financiera uno de los procesos de reestructuración más intensos en el panorama internacional e inicia en el presente año 2014 una nueva etapa.

La consolidación fiscal en España: Balance y perspectivas

Santiago Lago Peñas*

Las finanzas públicas españolas están atravesando un momento particularmente difícil porque coinciden en el tiempo desajustes y retos de naturaleza estructural, con otros provocados directamente por la profunda recesión en la que la economía española se instaló a finales de 2008 y de la que aún está comenzando a recuperarse.

La consolidación fiscal en España ha vivido en el último año una mejora sustancial merced al apoyo de las instituciones europeas, la incipiente recuperación de la economía española y el esfuerzo de ajuste de todos los niveles de gobierno. El escenario diseñado por el gobierno para el período 2014-2017 aparece como una meta factible, si bien resta trabajo por hacer para concretar la senda del ajuste.

Parte de los desafíos a los que se enfrenta hoy la economía española son similares a los que se plantean en la mayoría de los países de la Unión Europea. Por ejemplo, las dificultades que conlleva el progresivo envejecimiento de la población sobre el sistema de pensiones, la sanidad y los servicios de atención a la dependencia no son comparativamente más graves en España. También es común la necesidad de mejorar los procesos presupuestarios y la eficiencia en el gasto público, mediante evaluaciones más severas de su rentabilidad social; o el reto que plantea la globalización a los sistemas fiscales, a la hora de gravar los beneficios empresariales de grupos multinacionales, las rentas de los individuos más ricos o el comercio electrónico.

Pero en estos momentos el foco se fija donde España se desvía más de la media en negativo: la

consolidación fiscal y la sostenibilidad de la deuda pública, por un lado, y la reforma fiscal, por otro. En este artículo dejamos a un lado las preocupaciones sobre el sistema tributario para concentrarnos en los escenarios presupuestarios y financieros.

La liquidación presupuestaria de 2013 y las perspectivas del gobierno para el período 2014-2017

En el cuadro 1 se refleja la evolución de varios agregados presupuestarios expresados como porcentaje del Producto Interior Bruto (PIB) durante el período 2012 a 2017. Para los dos primeros ejercicios se trata de cifras liquidadas por la Intervención General del Estado (IGAE). Para el cuatrienio 2014-2017 son las previsiones del Gobierno

* Universidad de Vigo.

que aparecen en los documentos presupuestarios (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2014a y 2014b). Las variables en las que centramos la atención son los ingresos y gastos no financieros, cuya diferencia es el déficit público. Si al déficit le restamos los intereses, obtenemos el déficit primario. En todos los casos, excluimos el llamado coste *one-off* de la reforma financiera, por no ser gasto público ordinario y recurrente. Finalmente, se ofrece la cifra de déficit agregado para las comunidades autónomas (CC.AA.) y las corporaciones locales (CC.LL.) y la tasa de crecimiento del PIB real estimada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el bienio 2012-2013 y la prevista por el gobierno español para el cuatrienio 2013-2017.

En 2013 se produce una leve reducción en la cifra de déficit público total (-0,22%), que se explica exclusivamente por el incremento de los ingresos (+0,59%). Las subidas en los tipos impositivos sobre el consumo son el motivo de este aumento en un escenario de depresión económica, con una caída del PIB real (-1,2%). En todo caso, una vez que se descuenta el incremento en el pago de intereses por la deuda, el gasto se habría mantenido constante. En definitiva, el recorte del déficit del ejercicio 2013 ha sido pequeño para la dimensión de partida y ha superado muy ligeramente el límite finalmente acordado con la Comisión Europea (-6,50%). Sin embargo, hay que pensar que esto se logra en un año en recesión, en el que aumenta

el denominado *output gap* y en el que crece significativamente el pago por intereses de la deuda pública. Además, el dato de PIB para 2013 es todavía una primera estimación. Probablemente, la cifra final, tras las revisiones estadísticas habituales contempladas por Eurostat, aumente ligeramente. En consecuencia, se reducirán las ratios en términos de PIB y aumentará el grado de cumplimiento de objetivos para 2013.

El recorte del déficit del ejercicio 2013 ha sido pequeño para la dimensión de partida y ha superado muy ligeramente el límite finalmente acordado con la Comisión Europea. Sin embargo, hay que pensar que esto se logra en un año en recesión en el que aumenta el denominado output gap negativo.

Cuando se desciende al detalle, las partidas que más aumentan sobre el PIB son los ya mencionados intereses (+0,37%); las prestaciones sociales (+0,32%), básicamente las pensiones; y la remuneración de asalariados (+0,16%). Subidas que son compensadas por las caídas en la inversión pública directa (-0,24%) y los consumos intermedios (-0,19%). Por el lado de los ingresos, destaca la subida en la recaudación de los impuestos sobre el consumo (+0,62%), tanto el IVA como los que gravan los consumos específi-

Cuadro 1

Evolución real y prevista del déficit y sus principales componentes para los ejercicios 2012-2017

Cifras en porcentaje de PIB

	2012	2013	2014 (F)	2015 (F)	2016 (F)	2017 (F)
Déficit público total	-6,84	-6,62	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Intereses	3,06	3,43	3,5	3,6	3,7	3,8
Déficit (-) o Superávit (+) primario	-3,78	-3,19	-2,0	-0,6	0,9	2,7
Ingresos no financieros	37,17	37,76	38,5	38,8	38,9	39,0
Gastos no financieros	44,01	44,38	44,0	43,0	41,7	40,1
Pro Memo: Déficit haciendas subcentrales	-1,64	-1,13	-1,0	-0,6	-0,3	0,0

Nota: Las cifras de gasto y déficit excluyen el coste *one-off* de la reforma financiera. (F) indica previsión.

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

cos. Este aumento explica el crecimiento global de los ingresos y compensa la significativa caída en las cotizaciones sociales (-0,25%).

En lo que concierne al período 2014-2017, el gobierno propone una senda de consolidación fiscal que acaba situando el déficit público por debajo del 3%. El ritmo de consolidación es progresivo: reducción de 1,1% de PIB en 2014, 1,3% en 2015, 1,4% en 2016 y 1,7% en 2017, siguiendo el proceso de recuperación económica que se divisa. El recorte en el déficit público de 5,5% del PIB se fundamenta en la reducción de gasto público. Los ingresos crecerían el 1,2% y el gasto se contraería en un 4,3%. De hecho, puesto que se prevé que el pago por intereses aumente cuatro décimas, el ajuste en el gasto se acercaría a los cinco puntos porcentuales del PIB (4,7%). En definitiva, solo un quinto del ajuste gravitaría sobre el incremento de ingresos.

¿Es creíble el proceso de consolidación fiscal en España?

Existen argumentos que invitan al optimismo y a pensar que el proceso de consolidación fiscal es creíble y factible. En primer lugar, el déficit público se ha reducido en los dos últimos años, a pesar del incremento en el pago de intereses por la deuda y de la recesión, que ha dificultado notablemente la tarea¹. Además, se han tomado medidas extraordinarias no programadas en los presupuestos (sobre remuneración de asalariados o sobre tipos impositivos) para corregir las desviaciones de los objetivos. Finalmente, el gobierno se ha comprometido a dedicar a la reducción del déficit cualquier incremento de recaudación o caída del gasto cíclico generada por una evolución del PIB mejor que la esperada (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2013). La voluntad política de cumplimiento de objetivos presupuestarios está fuera de discusión.

En segundo lugar, se ha intensificado notablemente el control sobre las haciendas subcentrales por parte del gobierno central. Este no ha dudado en asumir los costes políticos de una estrategia percibida por muchos gobiernos autonómicos y los partidos nacionalistas como un intento de recentralización política y financiera en España (Lago Peñas, 2013). Consecuencia directa de este mayor control ha sido que las haciendas subcentrales han reducido sustancialmente su déficit. Han cerrado el ejercicio con un déficit agregado que supera ligeramente el -1,1% y se sitúa confortablemente por debajo de los objetivos pactados con la Comisión Europea (-1,4%). La elevada descentralización en la toma de decisiones presupuestarias en España debería dejar de verse como un factor de alto riesgo y prevención.

Tercero, el gráfico 1, que recoge la evolución del PIB real y del déficit primario desde 1996, muestra con claridad la elevada correlación en sus sendas. La evolución prevista para el déficit en el cuatrienio 2014-2017 es coherente con la del PIB.

Y cuarto, todos los indicadores disponibles confirman que la economía española ha dejado atrás la recesión. Las proyecciones del gobierno para el bienio 2014-2015 y que aparecen en el cuadro 1 están en línea con otras estimaciones disponibles. En particular, el consenso de los analistas que integran el Panel de Funcas prevé un crecimiento del PIB del 1% en 2014 y el 1,8% en 2015. Por su parte, Laborda y Fernández (2014) elevan la cifra para 2014 al 1,2%.

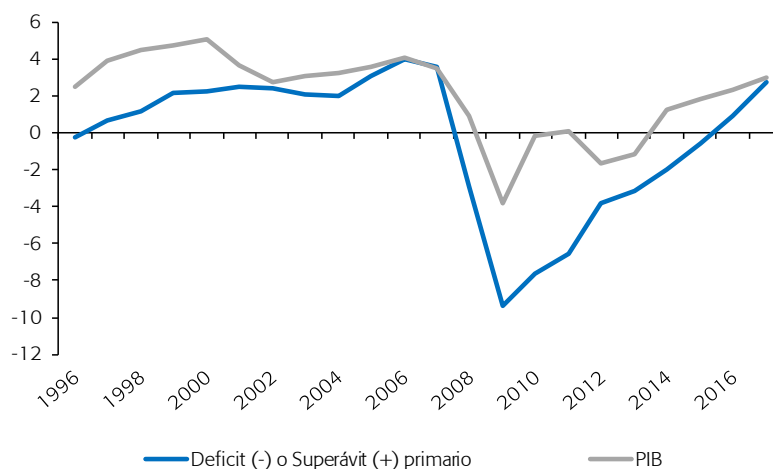
Expuesto lo anterior, es verdad que también existen factores que generan algunas dudas y que deberían ser clarificados o, al menos, supervisados.

Existen argumentos que invitan a pensar que el proceso de consolidación fiscal es creíble y factible, aunque también hay factores que generan algunas dudas y que deberían ser clarificados o, al menos, supervisados.

¹ De acuerdo con Hernández de Cos y Moral-Benito (2013), los multiplicadores del gasto público estimados para la economía española son superiores a la unidad (1,4) para tiempos de crisis y 0,6 para tiempos normales. Estas estimaciones están en línea con las más recientes de Martínez y Zubiri (2014), que sugieren un multiplicador fiscal en el intervalo 1,3-1,7 en épocas de estancamiento y en torno a 1 en épocas de crecimiento.

Gráfico 1

Evolución del déficit (-) o superávit (+) primario en porcentaje del PIB y la tasa de crecimiento del PIB real (1996-2017)



Nota: El déficit primario excluye el coste *one-off* de la reforma financiera. Déficit estimado según PDE.

Fuentes: Elaboración propia a partir de IGAE e INE para el período 1996-2013 y Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2014b) para las proyecciones.

En primer lugar, el impacto cuantitativo de las medidas anunciadas por el gobierno hasta 2017 (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2013 y 2014b) no está exento de interrogantes. Por el lado de los ingresos, porque todo depende de cómo se concrete finalmente la reforma fiscal anunciada. Las cifras adelantadas por el gobierno español apuntan a una rebaja de la imposición directa que no sería plenamente compensada por subidas en impuestos indirectos. El leve crecimiento del peso de los ingresos sobre el PIB se fía a la mejora de la coyuntura y el grueso del ajuste se concentra en la rebaja de la ratio gasto público/PIB. Una estrategia que se compadece mal con la comparación de España con los países de la UEM (gráfico 2). Volveremos sobre este punto en el apartado siguiente.

Por el lado del gasto, las medidas previstas y su cuantificación, más allá del efecto del crecimiento del PIB sobre el denominador de las ratios, la recaudación tributaria y los estabilizadores automáticos, podrían no ser suficientes. Sobre todo, porque las previsiones de crecimiento económico del gobierno para el bienio 2016-2017, que son los años en los que se concentra el recorte del

déficit, son más bien optimistas y están sujetas a un margen de error significativo, por la incertidumbre que preside la coyuntura económica en la zona del euro.

El gobierno ofrece datos sobre el ajuste desde varias perspectivas. Desde el punto de vista de la clasificación económica del gasto y en términos de porcentaje del PIB, la partida en la que el recorte sería mayor entre 2013 y 2017 es la remuneración de asalariados (-1,8%), seguida de transferencias sociales, que caería el -1,2%, y los consumos intermedios (-0,9%) y entre las tres, suman 3,9 puntos porcentuales, equivalente al 70% del recorte del déficit. Por tanto, la credibilidad del ajuste depende fundamentalmente de la credibilidad del recorte en este trinomio.

Comencemos por los gastos de personal. Según la Encuesta de Población Activa, el número de empleados públicos en España al finalizar 2013 fue de 2,79 millones de personas, una caída del -13% respecto al valor máximo alcanzado en 2011. Al finalizar 2013, el empleo público en España es semejante al que había en 2004. Pero las necesidades no se han reducido. Más

bien al contrario. Con un catálogo de prestaciones y servicios públicos similar, la población española ha aumentado un 10% y su PIB real un +5%. Teniendo en cuenta el fuerte recorte en el número de empleados y las rebajas salariales sucesivas en el trienio 2011-2013, no es en absoluto evidente cómo se van a poder encajar los ahorros previstos (-16% en términos de PIB entre 2013 y 2017) con el mantenimiento en la calidad de los servicios y los incentivos laborales a los empleados públicos. Porque el recorte previsto en los consumos intermedios no parece contemplar tampoco la externalización de servicios para su prestación por empresas privadas.

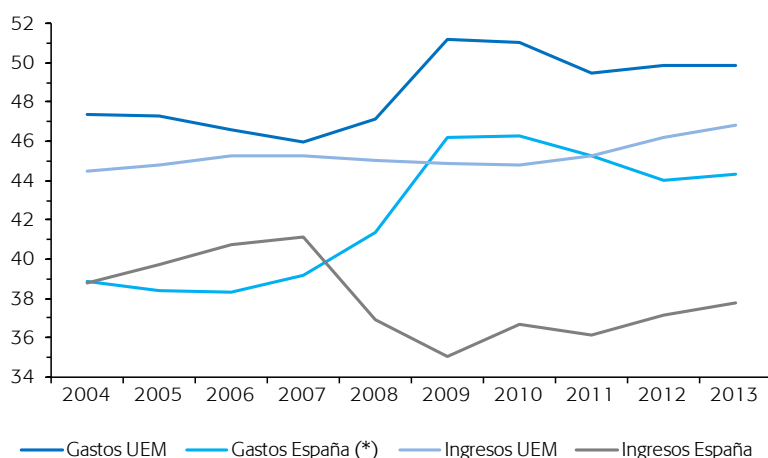
Respecto a las prestaciones sociales, no cabe aguardar que el gasto en pensiones, su principal componente, vaya a reducir su peso sobre el PIB; a pesar de las recientes reformas aprobadas². No obstante, en este frente hay que tener en cuenta el recorte en prestaciones por desempleo conforme se concrete la recuperación económica. De acuerdo con las previsiones de La Caixa (2014), la

reducción del gasto por desempleo podría situarse entre 0,7% y 1% del PIB hasta 2016.

Cuando descendemos al detalle de las medidas a tomar, las que presentan impactos cuantitativos más relevantes son las derivadas de la reforma de la Administración Local. Pero las valoraciones preliminares sugieren que los ahorros proyectados podrían ser exagerados (IEB, 2014). Adicionalmente, no hay que perder de vista el enorme esfuerzo de recorte de gasto que ya han ejecutado las haciendas autonómicas, responsables de los principales servicios públicos desde un punto de vista financiero (sanidad, educación y servicios sociales). En estos momentos, el gasto autonómico en términos reales es inferior en más de un 20% al nivel máximo alcanzado en 2009 y resulta difícil encontrar dónde seguir reduciendo sin poner en riesgo los pilares básicos del Estado del bienestar (Lago Peñas y Fernández Leiceaga, 2013). Además, las elecciones locales y autonómicas en 2015 podrían generar la tentación de aplazar ajustes comprometidos para evitar costes electorales.

Gráfico 2

Ingresos y gastos públicos, España y UEM Porcentaje del PIB



Nota: * Las cifras de gasto para España excluyen el coste *one-off* de la reforma financiera.

Fuente: Laborda (2014), a partir de Eurostat y Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2014a).

² Los Presupuestos Generales del Estado para 2014 contemplan un crecimiento del gasto en pensiones del +4,9% respecto a los de 2013 (Sanz-Sanz y Romero-Jordán, 2013).

¿Es suficiente el ajuste? La sostenibilidad de la deuda pública

La conclusión fundamental de la sección anterior es que el cumplimiento del escenario de consolidación acordado con la Comisión Europea es factible por la sustancial mejora de la coyuntura económica y por el compromiso demostrado por el gobierno español en los últimos ejercicios. Un compromiso que compensa las dudas sobre las medidas discrecionales concretas que han sido anunciadas hasta el momento, tanto por el lado de los gastos como por el de los ingresos.

Sin embargo, la consolidación fiscal no es solo importante para cumplir con los deberes pactados. También lo es para embridar la deuda pública y garantizar su sostenibilidad. Por tanto, la pregunta debe girar hacia si el recorte del déficit es suficiente para frenar el incremento de la ratio de la deuda sobre el PIB y comenzar así el retorno hacia la media de la zona del euro, en primera instancia, y hacia en el límite del 60% a más largo plazo.

Dada la combinación prevista para el crecimiento del PIB, la inflación, y el coste de la deuda, Maudos (2014) concluye la necesidad de superávits primarios en el entorno de 1,3% si se quisiera estabilizar la ratio deuda/PIB en el nivel en el que se cerró 2013, el 94%. Sin duda, la bajísima inflación que está experimentando la economía española hace particularmente difícil la rebaja en el peso de la deuda. En comparación, con un deflactor del PIB en el entorno del 2,5% y manteniendo igual todo lo demás, sería suficiente el equilibrio primario. El problema es que los objetivos hasta 2017 se sitúan por debajo de esa cifra. Incluso sin ajustes adicionales déficit-deuda, en un escenario de recuperación económica y cumpliendo los objetivos pactados en el frente de la consolidación fiscal, en 2016 la deuda pública española cruzaría la barrera del 100%.

La drástica reducción de la prima de riesgo de la deuda pública española es una buena noticia y ayuda a frenar la carga por intereses. Pero no es suficiente, ni siquiera en un escenario de retorno

del crecimiento. La economía de la zona del euro en general y la española en particular necesitan espantar los fantasmas de la deflación, lo que pasaría por una actuación más enérgica del Banco Central Europeo (IMF, 2014) y por expansiones fiscales en los países con más posibilidades. En caso contrario, parece inevitable una vuelta de tuerca adicional y el establecimiento de objetivos de superávit primario más ambiciosos, sobre todo para 2014 y 2015, si es que se quiere detener ya la escalada de la ratio deuda/PIB. En este sentido, el gráfico 2 fundamentaría un recurso a gastos e ingresos más equilibrado a la hora de reducir el déficit público que el que plantean los escenarios de consolidación presupuestaria del gobierno.

Conclusiones

Los últimos diez años han sido los más extraordinarios de la historia de la hacienda pública española. Durante la primera parte del período, el rápido crecimiento de los ingresos y del PIB nominal generaron superávits primarios significativos y un recorte drástico de la ratio deuda pública/PIB, que en 2007 alcanzó un mínimo del 36%. España era alumno aventajado y ejemplar en el plano fiscal. Uno de los países que mejor cumplían con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pero la crisis cambió todo súbitamente. El déficit se disparó a niveles nunca vistos, la deuda comenzó una ascensión que le ha hecho llegar al 94% en términos de PIB. La desconfianza sobre la sostenibilidad de la deuda pública española dispararon la prima de riesgo y las expectativas de quita o rescate.

Esa consolidación fiscal exitosa puede no ser suficiente para que, de forma simultánea, veamos un freno y posterior retroceso de la ratio deuda pública sobre el PIB; salvo que la Unión Europea y el BCE sean capaces de ejecutar medidas de estímulo que impulsen el PIB nominal de la eurozona.

Afortunadamente, la situación en el último año ha mejorado sustancialmente. El apoyo de las

instituciones europeas, la incipiente recuperación de la economía española y el esfuerzo de ajuste de todos los niveles de gobierno se han combinado para relajar los temores de los mercados financieros internacionales y generar confianza sobre la vuelta de las finanzas públicas a una senda de sostenibilidad. En este sentido, el escenario diseñado para el cuatrienio 2014-2017 aparece como una meta factible; si bien resta trabajo por hacer para concretar la senda del ajuste. La reforma fiscal hoy en definición debe tener muy presente su necesaria contribución a la consolidación fiscal, muy probablemente por encima de lo proyectado por el gobierno español.

En todo caso, esa consolidación fiscal exitosa puede no ser suficiente para que, de forma simultánea, veamos un freno y posterior retroceso de la ratio de la deuda pública sobre el PIB; salvo que la Unión Europea y el BCE sean capaces de ejecutar medidas de estímulo que impulsen el PIB nominal de la zona del euro y, de ahí, el español. El elevado valor del *stock* de deuda pública acumulada y la bajísima tasa de inflación se alían para exigir mayores tasas de crecimiento real y/o de superávit primario para controlar la ratio.

Referencias

- HERNÁNDEZ DE COS, P., y MORAL-BENITO, E. (2013), "Fiscal multipliers in turbulent times: The case of Spain", Bank of Spain, *Working Paper*, 1309.
- IEB (2014), "Reforma de la Administración local", en *Informe IEB sobre federalismo fiscal y finanzas públicas 2013*: 4-20. (http://www.ieb.ub.edu/files/INF%20IEB%20FFFP_2013.pdf).
- IMF (2014), *World Economic Outlook*, April 2014. (<http://www.imf.org/external/Pubs/ft/weo/2014/01/>).
- LABORDA, A. (2014), "El déficit público: la asignatura pendiente", *El País*, 6-4-2014.
- LABORDA, A., y FERNÁNDEZ, M.J. (2014), "La recuperación de la economía española cobra fuerza, pero seguirá siendo lenta", *Cuadernos de Información Económica*, 239: 1-14.
- LA CAIXA (2014), "Una visión a medio plazo del ajuste fiscal en España", *La Caixa Informe mensual*, marzo.
- LAGO-PÉÑAS, S. (2013), "La nueva estabilidad presupuestaria en España: un enfoque centralizador", *Informe sobre federalismo fiscal en España 2012*, IEB, Barcelona.
- LAGO-PÉÑAS, S., y FERNÁNDEZ, X. (2013), "Las finanzas autonómicas, expansión y crisis: 2002-2012", *Papeles de Economía Española*, 138: 129-146.
- MARTÍNEZ, J., y ZUBIRI, I. (2014), "Los multiplicadores de la política fiscal en España", *Papeles de Economía Española*, 139:174-198.
- MAUDOS, J. (2014), "Public debt sustainability: Spain in the European context", *SEFO*, 3(2): 29-40.
- MINISTERIO DE HACIENDA y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (2013), *Informe sobre la acción efectiva adoptada por España*, 1 de octubre de 2013.
- (2014a), *Déficit de las Administraciones Públicas en 2013*, 31 de marzo de 2014.
- (2014b), *Actualización del Programa de Estabilidad. Reino de España 2014-2017*, 30 de abril de 2014.
- SANZ-SANZ, J.F., y ROMERO-JORDÁN, D. (2013), "Los Presupuestos generales del estado para 2014: Una descripción", *Cuadernos de Información Económica*, 237: 27-37.

Evaluación de la reestructuración bancaria en España y Europa

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La persistencia de la contracción del crédito en la eurozona, la incertidumbre sobre las condiciones económicas, y la próxima evaluación global de los bancos por parte del supervisor único europeo han puesto de manifiesto que es posible que todavía haya pendiente una reestructuración significativa del sector bancario europeo. El intenso proceso de reestructuración de España en comparación con otros países probablemente explica las ventajas competitivas que están surgiendo en el sector bancario español.

El análisis de este artículo sugiere que el desapalancamiento es una tendencia cada vez mas intensa en Europa. Sin ir más lejos, los activos totales del sector bancario cayeron un 8% en la eurozona en 2013. Se espera que esta tendencia continúe en 2014 y, probablemente, se intensificará con la próxima evaluación global de los bancos. No obstante, el desapalancamiento no solo responde a presiones regulatorias. Se explica también por la falta de reestructuración bancaria en muchos países europeos. La reestructuración no ha estado en consonancia con la capacidad de servicio (medida por la caída de las oficinas bancarias). En el caso de España, el ajuste entre 2008 y 2012 alcanzó el 17%, mientras se han observado correcciones mucho más limitadas en otros países de tamaño importante dentro de la UE. Algunas de las estimaciones de este artículo sugieren que la reestructuración ha permitido a los bancos españoles mejorar sus resultados y su eficiencia en comparación con otros sectores bancarios europeos y actualmente están disfrutando de economías de escala significativas.

La reestructuración como guía estratégica para el sector bancario europeo

La salud de los bancos se ha convertido de nuevo en una cuestión clave para la economía europea. En parte, por el seguimiento y las con-

secuencias potenciales de la evaluación global de los bancos que el Banco Central Europeo (BCE) llevará a cabo en noviembre de 2014. Esta evaluación representará el debut del BCE como supervisor único dentro de la Unión Bancaria Europea. Uno de los principales objetivos de este análisis es determinar si los sectores bancarios de la Unión

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

Europea (UE) están en condiciones adecuadas para restablecer y reforzar el vínculo entre el sistema financiero y la economía real.

Dado que la incertidumbre sobre las condiciones financieras de los bancos continúa, se espera que el análisis del BCE ofrezca un diagnóstico amplio sobre la solvencia de los bancos de la eurozona. Las dudas que quedan están motivadas por una serie de factores. Uno de ellos es el modo sustancialmente desigual en que los gobiernos y las autoridades supervisoras de los países de la eurozona han implementado los mecanismos de resolución para tratar restaurar la estabilidad financiera. Las alternativas de resolución han sido, en general, una combinación desigual de medidas de recapitalización y reestructuración. Como muestra el gráfico 1, ha habido tres maneras principales de combinar recapitalización y reestructuración. Una de las alternativas ha sido desarrollar una reestructuración ordenada de los bancos y una recapitalización lenta y tardía, como en el caso de España. Los principales problemas relacionados con este enfoque, probablemente, han sido los mayores costes de rescate asumidos por una recapitalización tardía en relación a los que podrían haberse asumido con inyecciones de capital más tempranas. Adicionalmente, este retraso ha con-

tribuido a la concurrencia de un programa de asistencia europeo para el sector bancario, con una condicionalidad añadida. Las ventajas, no obstante, han sido una planificación ordenada de una nueva estructura del sector bancario, que ha implicado una corrección considerable de exceso de capacidad de oferta.

Un segundo modelo ha sido la combinación de una recapitalización temprana con una reestructuración tardía. Este ha sido, por ejemplo, el caso de Irlanda. Hacia 2008 y 2009, los bancos irlandeses recibieron grandes inyecciones de capital. No obstante, las autoridades pronto se dieron cuenta de que la situación de la solvencia de los bancos era incluso peor de la esperada. Las pérdidas estimadas calculadas por el Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA por sus siglas en inglés), el banco malo irlandés, se quedaron cortas. Las necesidades de capital fueron finalmente mucho mayores, impulsando la deuda soberana irlandesa a alcanzar niveles récord y motivando un amplio programa de asistencia de la UE, incluyendo condicionalidad tanto para el sector bancario como para las políticas fiscales.

Finalmente, un tercer modelo combina la recapitalización temprana con una reducida rees-

Gráfico 1

Tres modos de combinar recapitalización y reestructuración en la banca europea

Reestructuración ordenada y recapitalización lenta	Recapitalización temprana pero reestructuración tardía	Recapitalización temprana pero poca reestructuración
• Caso: España. • Problemas: Incremento de los costes de rescate debido a la intervención tardía, condicionalidad de la UE. • Ventajas: Planificación ordenada del sector bancario europeo, ayuda europea, reestructuración efectiva que corrige el exceso de capacidad.	• Caso: Irlanda. • Problemas: Una recapitalización temprana insuficiente incrementa los problemas de credibilidad, mayores costes de rescate, condicionalidad de la UE. • Ventajas: Recuperación gradual de la credibilidad con el programa de asistencia de la UE.	• Casos: Alemania y Reino Unido. • Problemas: La falta de reestructuración hace el sector no rentable y probablemente necesite recapitalización. • Ventajas: Poca o ninguna condicionalidad de la UE.

Fuente: Elaboración propia de los autores.

tructuración. Alemania y el Reino Unido son los principales ejemplos. Se realizaron inyecciones de capital considerables en 2008 y 2009 y, particularmente en el Reino Unido, algunos grandes bancos fueron nacionalizados. No obstante, la rentabilidad y la solvencia de estos y otros bancos en aquellos países no han mejorado como se esperaba y han aparecido algunas necesidades de capital adicionales. Además, estos sectores bancarios no han estado sujetos a medidas de reestructuración sustanciales incluso si el análisis de mercado sugiere que hay un claro desajuste entre la oferta y la demanda de servicios financieros.

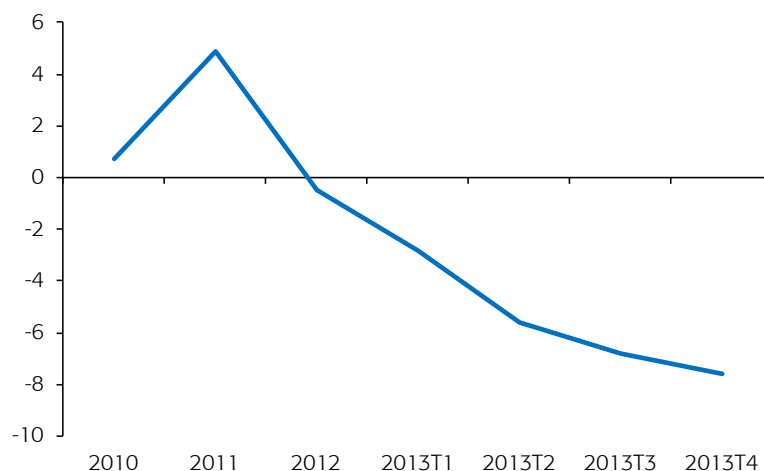
Los efectos heterogéneos de las diferentes alternativas de resolución han dejado tareas pendientes para el sector bancario europeo. Todavía queda un espacio significativo para la reestructuración y el desapalancamiento. Las autoridades de supervisión son conscientes de ello, y los resultados del sector en Europa muestran que la reestructuración es todavía una tarea en curso.

El reciente discurso de Mario Draghi en la ceremonia de los *Schumpeter Awards* organizada por el Banco Central de Australia el 13 de marzo de 2014, ilustra este hecho. El Sr. Draghi hizo mención a tres puntos que merecen especial atención:

En primer lugar, una referencia explícita a la medida en que el desapalancamiento puede ser parte de la planificación estratégica de los bancos en el futuro próximo. En particular, se refiere a que *“desde una perspectiva política, la cuestión que se nos presenta no es si podemos evitar este desapalancamiento. Es universalmente aceptado que se ha acumulado demasiada deuda en el periodo previo a la crisis por los gobiernos, empresas no financieras, hogares y bancos, y que ahora tenemos que lidiar con los efectos de la deuda pendiente. La cuestión correcta, desde mi punto de vista, es de qué forma este desapalancamiento podría llevarse a cabo, y a qué velocidad puede permitirse, o impulsarse, para que tenga lugar. Claramente, no queremos un desapalancamiento excesivamente rápido que conlleve liquidaciones desordenadas de los activos (...). Tampoco es deseable un desapalancamiento excesivamente prolongado, que propicie que los bancos reduzcan su crédito en balance y restrinjan los flujos de nuevo crédito, mientras se espera que los activos problemáticos recuperen su valor. Dicho sin rodeos, esto crearía “bancos zombis” que no prestan, y si esto persiste durante más tiempo, las condiciones del crédito a largo plazo interferirán con el proceso de destrucción creativa descrito por Schumpeter. El proceso*

Gráfico 2

Activos totales del sector bancario de la eurozona (Tasa de variación anual, %)



Fuente: BCE y elaboración propia.

de regeneración entre las empresas entrantes y salientes del mercado, que es un elemento crucial de productividad, se interrumpiría". Por tanto, parece haber un "buen" desapalancamiento (corrección de deuda y mejora de estabilidad financiera) y un "mal" desapalancamiento (restricción crediticia). De hecho, como muestra el gráfico 2, los activos totales del sector bancario de la eurozona han estado reduciéndose significativamente desde 2012 hasta finales de 2013, año en el que la caída anual fue del 8%.

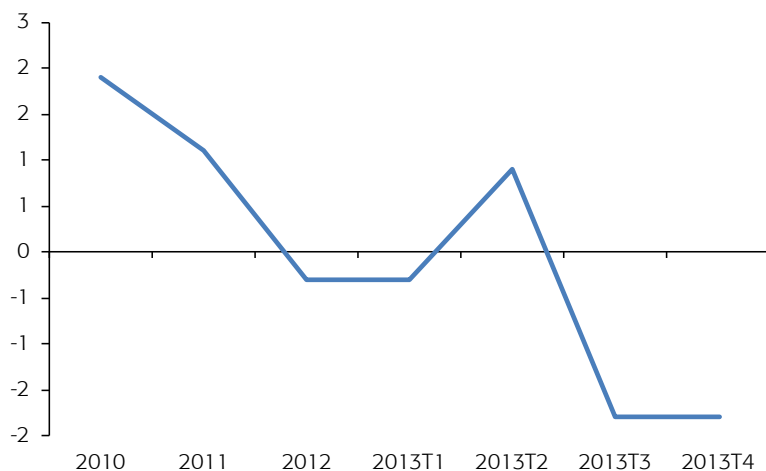
En segundo lugar, ese significativo desapalancamiento está teniendo impacto sobre el crecimiento del crédito. Como menciona el Sr. Draghi, *"hay alguna evidencia de que esta mala asignación de crédito está ocurriendo todavía en la Eurozona, y está creando una indeseable distorsión (incluso aunque fuera solo temporalmente) en detrimento de las empresas pequeñas. A diferencia de las grandes empresas, las pequeñas y medianas empresas (pymes) no pueden sustituir fácilmente la financiación bancaria por la financiación en el mercado de capitales. Los bancos juegan un papel clave para reducir las asimetrías de información con relación a la solvencia de los prestatarios pequeños".* El

gráfico 3 parece confirmar que la contracción del crédito en la eurozona se ha intensificado en 2013. Esto debería estar relacionado con la tendencia al desapalancamiento que, al mismo tiempo, está siendo impulsada por los crecientes requerimientos de solvencia más allá de la evaluación global del BCE en 2014 y las regulaciones de Basilea III.

Finalmente, parece que la recapitalización del sector bancario europeo es todavía incompleta. No obstante, esto no solo se debe a las crecientes presiones regulatorias y a la intensidad del cumplimiento de la supervisión sino también a la necesidad de implementar reestructuración adicional en muchos sectores bancarios europeos. Como señalaba el Sr. Draghi, *"nuestra evaluación global de los balances bancarios es, desde mi punto de vista, crear las bases y los incentivos para conseguirlo. La evaluación arrojará luz sobre los activos bancarios, asegurará que los activos problemáticos sean reconocidos plenamente y dará entrada a la medida correctiva temprana y oportuna en forma de reestructuración bancaria y reposición de capital. (...) Los bancos correctamente capitalizados son capaces de cancelar o reestructurar mejor los créditos a las empresas en peor situación crediticia. Esto a su vez debería facilitar el*

Gráfico 3

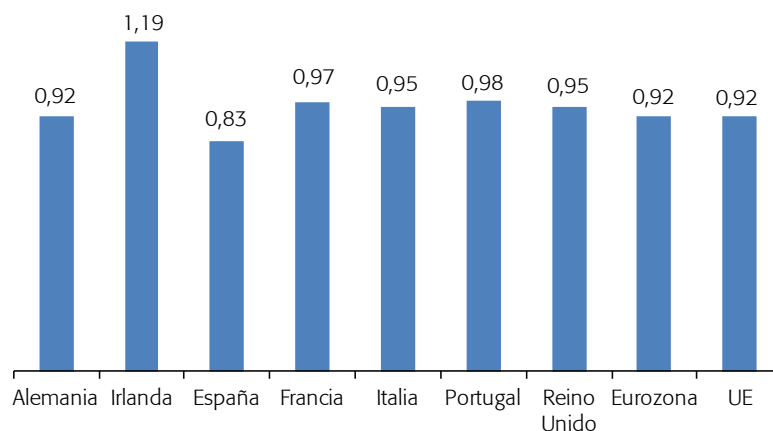
Crédito al sector privado de los bancos de la eurozona
(Tasa de variación anual, %)



Fuente: BCE y elaboración propia.

Gráfico 4

Ratio "oficinas 2012/oficinas 2008" en sectores bancarios europeos seleccionados



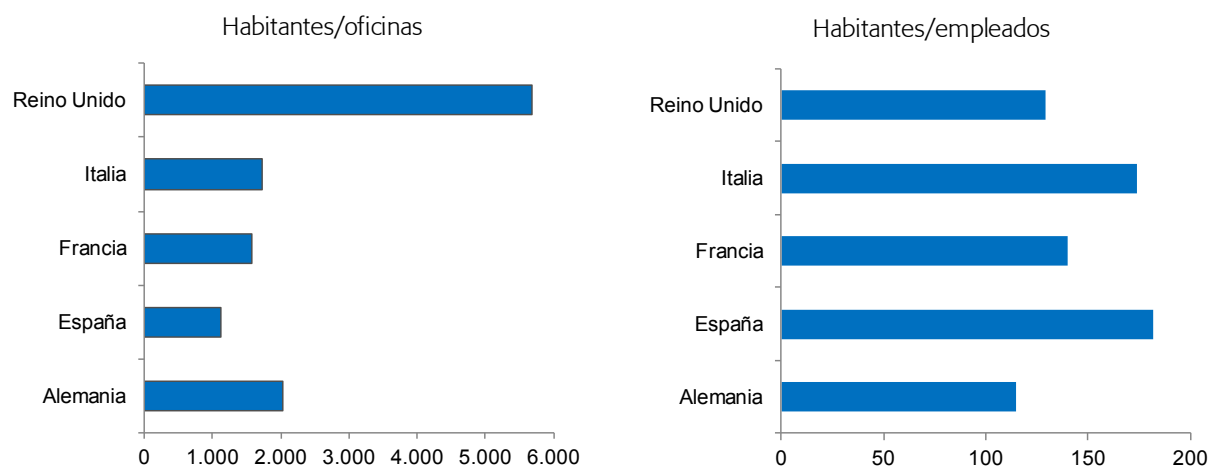
Fuente: BCE y elaboración propia.

proceso de selección de las empresas que merecen sobrevivir debido a que pueden prosperar. Por supuesto, las condiciones de crédito no son el único obstáculo a la innovación, y es importante enfatizar el papel de las reformas estructurales y fiscales para crear un clima empresarial que sea propicio a la inversión y la creación de empleo. Depurar los bancos no es condición suficiente para un retorno al crecimiento sostenible – pero es condición necesaria”.

Por tanto, la reestructuración bancaria implica tanto una depuración adecuada de los activos en un sector bancario dado así como el establecimiento de un equilibrio necesario entre oferta y demanda, reduciendo el número de entidades, principalmente por procesos de integración y por desapalancamiento de activos. Estos procesos se han discutido ampliamente en números anteriores de *Cuadernos de Información Económica*. En cualquier caso, como referencia para ilustrar cómo

Gráfico 5

Indicadores de capacidad en sectores bancarios europeos seleccionados



Fuente: BCE y elaboración propia.

de heterogéneo han sido, el gráfico 4 representa la evolución de la ratio de oficinas bancarias en 2012 sobre las oficinas bancarias en 2008. Este indicador revela que España ha ajustado su capacidad de servicio un 17% en cinco años, mientras que otros países como Alemania o Reino Unido, han reducido solo sus oficinas un 5% y un 3%, respectivamente.

Merece la pena considerar la evolución de la red de oficinas junto con la evolución del número de empleados. En este contexto, el ajuste en la infraestructura de oficinas ha sido acompañado por una reducción de 42.205 empleados en España desde 2008 a 2012. No obstante, en otros países donde el ajuste en la red de oficinas se ha notado menos, la reducción en personal también ha sido sustancial. Esto es, por ejemplo, el caso de Alemania (-26.450 trabajadores), Italia (-28.495) o Reino Unido (-54.225). Este marcado contraste entre no ajustar la infraestructura de red y una reducción sustancial de la fuerza de trabajo sugiere que la mayoría de los bancos europeos son reacios a adoptar un verdadero proceso de reestructuración. Esto permite intuir que el coste de la ausencia de reestructuración es asumido principalmente por los empleados en estos países, mientras que la parte relativa a la infraestructura necesita corregirse todavía en gran medida.

El gráfico 5 muestra que la reducción de oficinas en España ha permitido una cierta “normalización” de la capacidad del servicio por lo que el sector bancario ahora tiene una de las menores ratios “habitantes/oficinas” y una de las mayores ratios “habitantes/empleados”.

Los próximos test de estrés revelan las “preferencias” del supervisor europeo sobre el entorno en el que se desenvuelven los bancos en cada país

En la sección anterior se ha descrito el proceso de reestructuración en Europa como un proceso endógeno. No obstante, existen también facto-

res exógenos que han explicado la variedad de opciones y el ajuste desigual hecho a lo largo de los sectores bancarios europeos. Uno de los más importantes son las condiciones macroeconómicas. En abril de 2014, la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) publicó su metodología y sus escenarios macroeconómicos para los test de estrés, que serán uno de los elementos de la evaluación global de los bancos coordinada por el BCE.

Una característica importante con relación a los test de la EBA es que los escenarios macroeconómicos diseñados revelan hasta cierto punto las percepciones del supervisor europeo sobre cómo la economía puede impactar sobre los bancos en los próximos años. Al igual que las elecciones del consumidor “revelan” sus preferencias relativas para algunos bienes, los escenarios macroeconómicos revelan las percepciones del supervisor de la eurozona sobre el entorno en el cual los bancos operarán en un futuro próximo. En este sentido, un análisis interesante consiste en comparar las condiciones previstas para España con aquellas para la eurozona y la Unión Europea. Hacemos este análisis tomando como referencia el peor escenario posible, el llamado “escenario adverso”. Este escenario, de acuerdo con la EBA, “refleja los riesgos sistémicos que se estiman como resultado de las amenazas más acuciantes para la estabilidad del sector bancario de la UE: (i) un incremento del rendimiento global de los bonos soberanos amplificado por un aumento abrupto en el riesgo, especialmente en las economías emergentes; (ii) un deterioro adicional de la calidad del crédito en países con una demanda interna débil; (iii) estancamiento de las políticas de reformas que pongan en peligro la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas; y (iv) la falta de saneamiento de los balance bancarios necesaria para mantener unas condiciones adecuadas de financiación”.

Como muestra el cuadro 1, el escenario adverso parece ser menos severo para España comparado con el promedio de la eurozona o de la Unión Europea para la mayoría de los indicadores considerados, con la única excepción del

Cuadro 1

Escenario macroeconómico adverso para los test de estrés de noviembre de 2014 (Porcentaje)

		<i>Crecimiento del PIB</i>	<i>Inflación</i>	<i>Desempleo</i>	<i>Precios de la vivienda</i>
España	2014	-0,3	0,3	26,3	-7,4
	2015	-1	0,4	26,8	-3
	2016	0,1	0,8	27,1	0,9
Eurozona	2014	-0,7	1	12,3	-8
	2015	-1,4	0,6	12,9	-5,7
	2016	0	0,3	13,5	1,5
Unión Europea	2014	-0,7	1,1	11,3	-7,9
	2015	-1,5	0,6	12,3	-6,2
	2016	0,1	0	13	-2,1

Fuentes: BCE y bancos centrales nacionales.

desempleo. Esto significa que, al menos en lo que al crecimiento económico concierne, el futuro de los bancos españoles no impone presiones macroeconómicas adicionales en comparación con otros sectores bancarios de la UE donde la reestructuración bancaria está todavía pendiente.

¿Resulta rentable reestructurar un sector bancario?

Como se menciona en la sección anterior, la reestructuración bancaria puede responder a una

variedad de factores. No importa si las razones para una reestructuración relativamente mayor en España sean endógenas o exógenas, la cuestión relevante sería: ¿resulta rentable reestructurar? La respuesta parece ser “sí” por varias razones. Primero, la depuración de los balances y la nueva estructura de los bancos españoles ha contribuido en parte a restaurar la confianza en el sistema financiero español y, además, a la mejora de los costes de financiación del país¹.

Una segunda razón es que los bancos españoles han mejorado considerablemente su

Cuadro 2

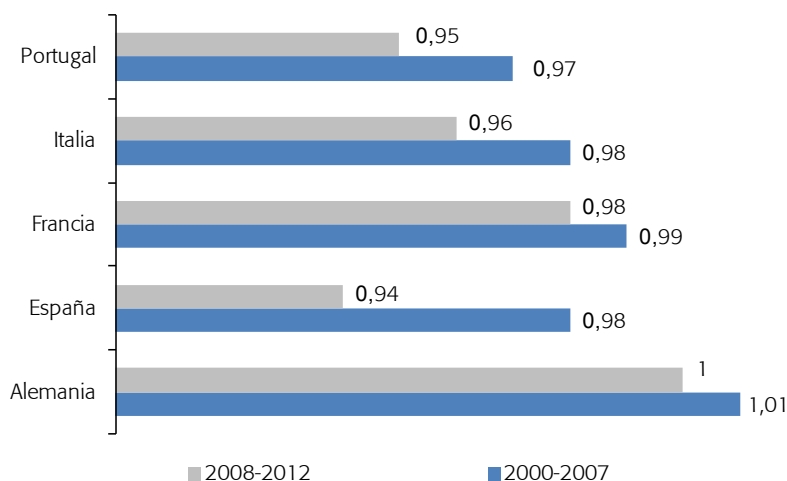
Indicadores nacionales de rentabilidad, eficiencia y solvencia bancaria (2013) (Porcentaje activos totales)

	<i>Alemania</i>	<i>Irlanda</i>	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Holanda</i>	<i>Portugal</i>	<i>Reino Unido</i>
Margen de intermediación	0,76	0,55	1,70	1,05	1,40	1,21	1,08	0,90
Margen bruto	1,52	1,05	2,82	2,09	2,84	1,58	2,17	2,10
Ratio de eficiencia	-70,93	-63,73	-50,07	-67,68	-61,09	-63,29	-67,25	-63,40
RoE	5,61	-4,50	8,02	6,85	1,39	5,34	-7,38	7,03
RoA	0,20	-0,30	0,49	0,35	0,10	0,24	-0,47	0,37
Ratio Tier 1	14,78	17,38	10,76	12,64	10,92	12,78	11,71	13,18

Fuentes: BCE y bancos centrales nacionales.

¹ Véase el número 239 de *Cuadernos de Información Económica* para tener una referencia sobre cómo los bancos españoles cotizados han mejorado su valor de mercado a lo largo de los últimos años y cómo la prima de riesgo del país ha caído en paralelo.

Gráfico 6

Economías de escala en los sectores bancario europeos

Fuente: Estimaciones propias a partir de una muestra representativa de bancos europeos.

rentabilidad, incluso en un ambiente macroeconómico que está mejorando pero es todavía difícil. Como muestra el cuadro 2, los bancos españoles se situaron entre los más rentables en 2013 y también entre los más eficientes. Además, su solvencia ha mejorado también y está alcanzando la media de la UE².

Finalmente, existe otro beneficio derivado de la reestructuración, su capacidad para equilibrar oferta y demanda de servicios financieros. Una buena aproximación de dicha mejoría son las economías de escala, que se estiman como una variación en el coste medio dada una variación unitaria de los activos totales. Tomando una muestra representativa de bancos de la UE de la base de datos Bankscope, hemos estimado las economías de escala en varios sectores bancarios europeos. La función de costes se ha estimado utilizando una función Fourier Flexible. Las economías de escala se detectan cuando su valor estimado es menor que 1, mientras que existen deseconomías cuando el valor estimado es mayor que 1.

Una observación común en la mayoría de los estudios sobre banca antes de la crisis era que

el potencial de las economías de escala se había agotado en la mayoría de los sectores bancarios europeos. Nuestras estimaciones —como muestra el gráfico 6— confirman estas observaciones pero revelan que algunas economías de escala han emergido en los últimos años siendo significativamente mayores en países donde la reestructuración ha sido más intensa, como en el caso de España. En particular, los bancos españoles actualmente disfrutan de un potencial del 5% para reducir sus costes incrementando sus activos, mientras que esta ventaja no existe en Alemania y está muy limitada (por debajo del 2%) en otros países, como por ejemplo Francia.

En resumen, nuestro análisis sugiere que el proceso intenso de reestructuración que los bancos españoles han desarrollado en los últimos años ha impuesto muchos sacrificios, pero también puede traer amplias ventajas competitivas en un futuro próximo. Este hecho está realmente ya produciendo beneficios significativos, pero los más importantes están todavía por llegar, como por ejemplo aquellos relacionados con el incremento del crédito a la economía real.

² Algunos desarrollos más recientes han contribuido también a incrementar la solvencia bancaria en España, incluyendo el establecimiento de normas para incluir activos fiscales diferidos como recursos propios y la limitación de pagos de dividendos establecida por el Banco de España.

Las medidas recientes para la reestructuración y refinanciación de la deuda empresarial en España: oportunidades e impacto en el sector bancario

María Romero e Itziar Sola*

El elevado nivel de endeudamiento en España, particularmente en las empresas no financieras (130% del PIB en 2013), es mencionado frecuentemente por las instituciones internacionales como el principal obstáculo para la recuperación económica. El reciente Real Decreto Ley 4/2014 sobre medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial tiene como objetivo el acercamiento entre lo que los bancos esperan razonablemente cobrar y lo que las empresas deben reconocer como deuda en sus balances.

Este artículo propone un breve análisis de las medidas más importantes adoptadas en el Real Decreto Ley 4/2014 y, en particular, una estimación del impacto que este cambio normativo puede tener en la cuenta de resultados y la solvencia del sistema bancario español. Los resultados son muy sensibles a parámetros como el porcentaje de deuda que se convierte en capital o el nivel de cobertura del préstamo.

El Real Decreto Ley 4/2014, de medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, pretende facilitar acuerdos de refinanciación al margen de procesos concursales, con el fin de asegurar la supervivencia de empresas viables pero que, por su elevado endeudamiento y la coyuntura económica, no pueden hacer frente a las condiciones actuales de financiación.

El texto contempla, entre otras medidas, refinanciaciones con "quitas" o capitalizaciones de deuda, suspensión de ejecuciones, eliminación de minorías de bloqueo, exenciones fiscales y

mejora del tratamiento de las provisiones constituidas para operaciones de refinanciación y reestructuración.

Respecto a este último aspecto, el Banco de España se ha pronunciado estableciendo que los importes debidos tras el acuerdo de refinanciación se clasificarán como "riesgo normal" cuando existan elementos objetivos que evidencien la probable recuperación del préstamo concedido.

Dada la numerosa casuística sobre los canales de impacto que este cambio normativo puede tener en la cuenta de resultados y la solvencia

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

del sistema bancario español, proponemos varios ejemplos cuantitativos y cualitativos y sus posibles efectos en la generación de capital de las entidades. Los resultados son muy sensibles a parámetros como el porcentaje de deuda que se convierte en capital o el nivel de cobertura del préstamo.

Situación actual

El elevado endeudamiento privado en España, y muy especialmente en las empresas no financieras, es recurrentemente señalado por las diferen-

El elevado endeudamiento privado en España, especialmente de las empresas no financieras, (130% del PIB en 2013), es recurrentemente señalado por las instituciones internacionales como el principal obstáculo para la recuperación.

tes instituciones internacionales (Fondo Monetario Internacional, Comisión Europea, Banco Central Europeo, OCDE, etc.) como el principal obstáculo

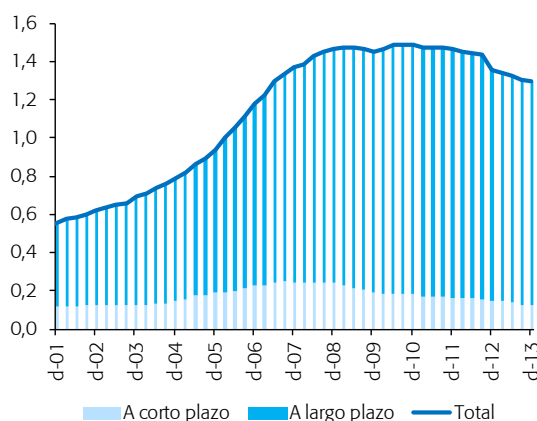
para una recuperación económica sostenida en nuestro país. Es más, lo que vienen reclamando estos organismos internacionales desde hace tiempo es que haya algún acercamiento entre lo que los bancos esperan razonablemente cobrar, y lo que las empresas deben reconocer como deuda en sus balances, pues no tiene sentido seguir asumiendo que la totalidad de la misma se va a pagar.

En este sentido, conviene analizar, en primer lugar, cuál es el importe de la deuda reconocida en el balance de las empresas no financieras, así como cuánto la han podido reducir desde el inicio de la crisis, y, por contrapartida, cuál es el volumen de crédito (bruto y neto de provisiones) que aparece a día de hoy en los balances bancarios.

Con respecto a las primeras, la deuda financiera ascendía a 1,3 billones de euros en 2013, equivalente al 130% del PIB. Un volumen que se ha reducido en casi 170.000 millones de euros desde 2008, aunque por un descenso más significativo de la deuda a corto plazo que a largo. Pues bien, según la Comisión Europea o el Banco Central Europeo (BCE)¹, ese endeudamiento empre-

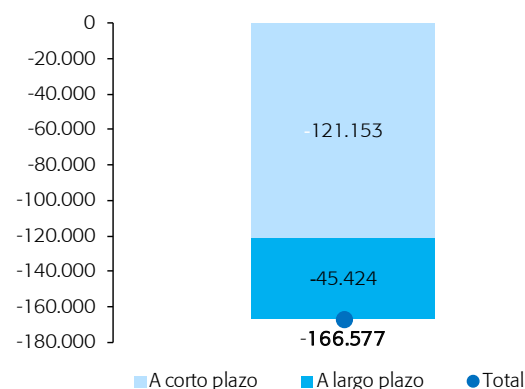
Gráfico 1

Deuda financiera de las empresas por tipología (Billones de euros)



Fuente: Banco de España, AFI.

Variación acumulada de deuda financiera de las empresas por tipología, 3T08-4T13 (Millones de euros)



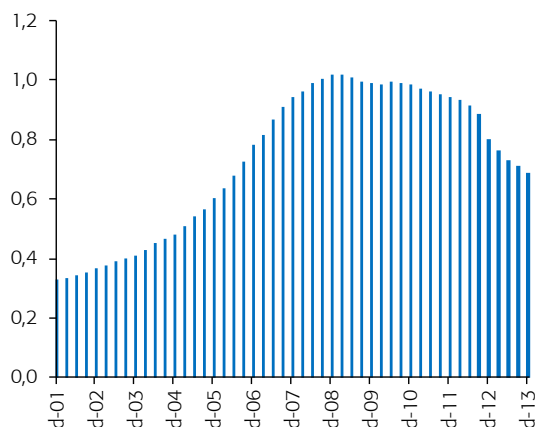
Fuente: Banco de España, AFI.

¹ Para más información, consultar el siguiente link: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201402en_pp97-114en.pdf

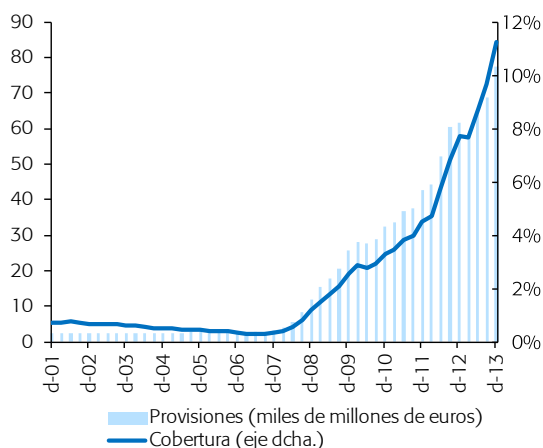
Gráfico 2

Crédito bancario a empresas

(Billones de euros)



Fuente: Banco de España, AFI.

Provisiones específicas de crédito bancario a empresas y tasa de cobertura

Fuente: Banco de España, AFI.

sarial debería reducirse en otro tanto, para alcanzar un nivel sostenible.

En paralelo, el sistema bancario español ha reducido su saldo vivo de crédito con empresas españolas en unos 240.000 millones de euros desde 2008 hasta 2013, bien sea por la amortización de la deuda, la adjudicación de las garantías (generalmente, inmobiliarias), o, sobre todo, por el traspaso de créditos a la Sareb (85.000 millo-

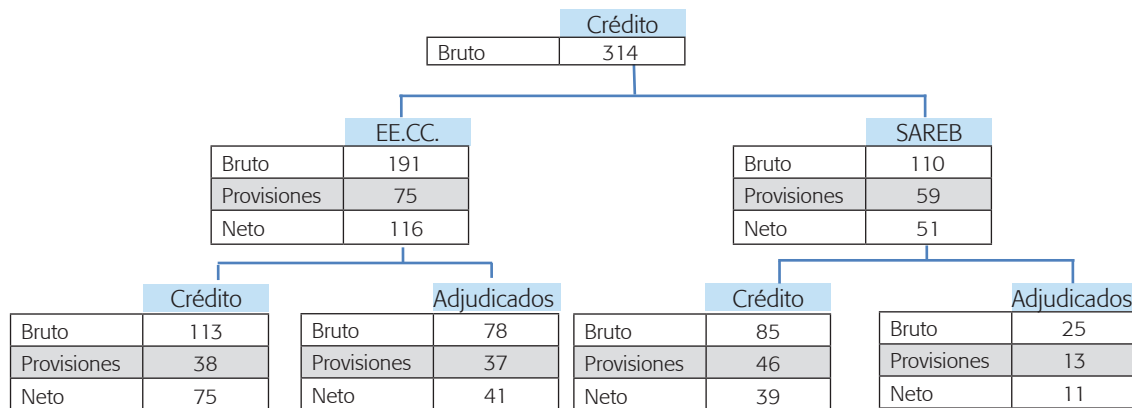
nes de euros). Además de esto hay que tener en cuenta que el sistema bancario ha realizado provisiones que rozan los 80.000 millones de euros en 2013 (una cobertura del orden del 11%), lo que implica un claro reconocimiento de la absoluta imposibilidad de cobrar todas las deudas vivas.

En lo que respecta al sector de la construcción y promoción inmobiliaria, el contraste entre deuda empresarial y bancaria es, si cabe, más pronun-

Gráfico 3

Exposición bancaria al sector de la construcción y promoción inmobiliaria

(Miles de millones de euros)



Fuentes: Banco de España, CNMV, AFI.

ciado, pues la obligación de provisionar el crédito a este sector con porcentajes mucho más relevantes que los que establecía la normativa bancaria para el resto de actividades productivas (según el RDL 2/2012 y el RDL 18/2012), así como el traspaso de una gran parte de estos activos a la Sareb, han permitido que el crédito bruto en los balances bancarios apenas supere los 110.000 millones de euros (75.000 millones de euros en términos netos).

Oportunidades tras el RDL 4/2014

El reciente Real Decreto Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, va precisamente en la línea de abrir nuevas vías para conseguir el acercamiento entre lo que puede exigir la banca y lo que las empresas viables pueden realmente pagar. Se trata de facilitar acuerdos al margen de procesos concursales que se han revelado lentos, ineficientes y poco incentivadores de la supervivencia de aquellas empresas que, siendo viables en velocidad de crucero y claves para liderar la recuperación económica, se ven ahogadas por un endeudamiento al que no pueden hacer frente en las condiciones actuales.

Entre las medidas puestas en marcha, destacan las siguientes:

- **Refinanciaciones.** Se modifica el régimen de los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente: la mayoría exigida se reduce del 55% actual al 51% (mayoría simple) de los pasivos financieros, siendo del 75% en el caso de los préstamos sindicados y siempre y cuando las normas que regulan la sindicación no establezcan una mayoría inferior. Estos acuerdos de refinanciación podrán comprender las siguientes medidas:
 - **Quitas o condonación de una parte de la deuda,** pudiendo ser, por ejemplo, el porcentaje de la misma que ya ha sido provisionado.
 - **Capitalización de la deuda.** Quienes hayan adquirido la condición de socios por la capitalización de deuda acordada en una operación de refinanciación, no serán considerados personas “especialmente relacionadas” a efectos de calificar como subordinada la financiación por ellos otorgada debido a dicha operación.
 - **Aplazamientos o “esperas”** de duración limitada, que pueden ser de principal, intereses o de cualquier otra cantidad adeudada.
- **Suspensión de ejecuciones.** Durante la negociación entre deudor y acreedor se suspenderán por cuatro meses las ejecuciones judiciales de bienes que resulten necesari-

Cuadro 1

Eliminación de las minorías de bloqueo de acuerdos

% de acreedores que suscriben el acuerdo	Extensión de los efectos acordados en el acuerdo de refinanciación					
	Conversión deuda en:					
	“Esperas”	Quitas	Acciones o participaciones	Préstamos participativos	Otros activos	Cesión de bienes o derechos
≥ 60% ¹ (o 65% ²)	Plazo ≤ 5 años	No	No	Plazo ≤ 5 años	No	No
≥ 75% ¹ (o 80% ²)	Plazo ≥ 5 años, pero ≤ 10 años	Sí	Sí	Plazo ≥ 5 años, pero ≤ 10 años	Sí	Sí

Notas: ¹ Si el crédito no tiene garantía real o por la parte que exceda del valor de la garantía real.

² Por la parte del crédito que no exceda del valor de la garantía real.

Fuente: BOE, AFI.

rios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial del deudor, así como el resto de ejecuciones singulares promovidas por los acreedores financieros, siempre que, al menos, un 51% de los acreedores de pasivos financieros hayan apoyado el proceso negociador. El objetivo es permitir que las negociaciones de los acuerdos lleguen a buen puerto y no se produzca una acumulación de ejecuciones singulares por parte de acreedores no dispuestos a negociar.

■ *Eliminación de las minorías de bloqueo de acuerdos.* Los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente podrán extender sus efectos a los acreedores disidentes cuando concurren las siguientes mayorías (ver cuadro 1).

■ *Mejora del tratamiento del dinero nuevo (fresh money) aportado en operaciones de reestructuración de deuda.* Hasta el momento, solo el 50% del dinero nuevo puesto en una refinanciación contaba con el privilegio concursal de abonar los créditos a su respectivo vencimiento. Con este RDL, dicho porcentaje se eleva con carácter extraordinario y temporal hasta el 100% de los nuevos ingresos de tesorería que se produzcan durante los próximos dos años. El objetivo es incentivar la financiación adicional, al ser imprescindible para garantizar la viabilidad transitoria de la empresa y hacer practicable el propio acuerdo. Transcurrido el plazo de los dos años desde su concesión, este dinero nuevo se considerará un crédito contra la masa de acreedores.

■ *Exenciones y mejoras fiscales para los procesos de refinanciación de deudas:*

- Impuesto sobre sociedades (IS): la conversión de deudas en capital estará exenta del pago de este impuesto, salvo que la capitalización hubiera sido objeto de una adquisición derivativa por el acreedor por un valor distinto al nominal de la misma. Para las rentas derivadas de quitas y “esperas” se

determina un sistema de imputación diferida del ingreso generado en la base imponible, en función de los gastos financieros que posteriormente se vayan registrando.

Por otro lado, no hay que olvidar que la Ley 16/2013, de 29 de octubre, por la que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras de carácter tributario y financiero, eliminaba los límites de compensación de bases imponibles negativas a rentas correspondientes a quitas consecuencia de acuerdos con acreedores. Recordemos que estos límites son del 25% o 50% para empresas con facturación superior a 60 o a 20 millones de euros, respectivamente.

- Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados (ITP y ADJ): exención de las escrituras notariales que contengan quitas o minoraciones de los préstamos, créditos y demás obligaciones.

■ *Prórroga durante un año del RDL 10/2008.* Para la determinación de las pérdidas para la reducción obligatoria de capital, no se computarán las pérdidas por deterioro derivadas del inmovilizado material, las inversiones inmobiliarias y las existencias. Esta medida será de aplicación única y exclusivamente a los ejercicios sociales que se cierren en el año 2014. Una medida que no solo afecta al sector de la construcción y promoción inmobiliaria, sino a una amplia muestra de empresas de otros sectores de actividad, a la propia Sareb y, por extensión, a las entidades bancarias.

■ *Mejora del tratamiento de las provisiones constituidas para operaciones de refinanciación y reestructuración.* Se encomienda al Banco de España para que, en el plazo de un mes, establezca reglas homogéneas que mejoren la calificación de la deuda subsistente tras un acuerdo de refinanciación. Recordemos que, por exigencia de Banco de España, las deudas refinanciadas o reestructuradas en situación normal pasaron a clasificarse como riesgo subestándar en sep-

Cuadro 2

Crédito bancario a empresas

	Crédito	Crédito refinanciado							
		Total		Normal		Subestándar		Dudoso	
	Miles mill. €	Miles mill. €	% crédito total	Miles mill. €	% refinanciado	Miles mill. €	% refinanciado	Miles mill. €	% refinanciado
Empresas	427	89	21	30	34	21	23	38	43
Construcción y promoción	232	59	26	6	10	9	15	45	75
Total	659	149	23	36	24	30	20	83	56

Fuentes: Banco de España, AFI y datos de entidades cotizadas.

tiembre de 2013. En el caso del segmento de la construcción y promoción inmobiliaria, el impacto fue modesto en el sentido en que el grueso de las provisiones ya habían sido constituidas con motivo del RDL 2/2012 y RDL 18/2012.

El Banco de España se pronunció² respecto a este último punto el 18 de marzo, estableciendo las líneas generales del tratamiento contable de los importes pendientes de pago tras un acuerdo de refinanciación. Dichos importes se clasificarán como:

- *Riesgo normal*, cuando existan elementos objetivos que permitan concluir que resulta probable la recuperación de los importes debidos tras el acuerdo de refinanciación. Para ello, será relevante valorar el efecto de las quitas, o conversiones de deuda en capital, sobre las posibilidades de recuperación del importe debido, teniendo en cuenta los planes de negocio del deudor. El informe de un experto independiente podría aportar objetividad en este sentido.
- *Riesgo distinto del normal* (dudoso o “subestándar”), en caso de que exista evidencia de la insuficiencia de flujos de efectivo futuros para hacer frente a los compromisos asumidos tras el acuerdo de refinanciación. En el momento que desaparezcan las causas que justificaron su clasificación se permitirá

la reclasificación a una mejor categoría de riesgo.

El Banco de España ha establecido el tratamiento contable de los importes pendientes de pago tras un acuerdo de refinanciación. Los importes se clasificarán como “riesgo normal” y “riesgo distinto al normal”.

Impacto en la cuenta de resultados y en la solvencia de los bancos

La casuística sobre los canales de impacto en la cuenta de resultados y la solvencia del sector bancario español será muy amplia, ya que dependerá, entre otros factores, del nivel de saneamiento realizado y de la instrumentación de los acuerdos de refinanciación (quita, conversión de deuda en capital o esperas).

A continuación, exponemos tres ejemplos de acuerdos de refinanciación con conversión de deuda en capital, suponiendo que la operación inicial era un préstamo a una pyme clasificado como dudoso. En el primer caso asumimos que no se liberan las provisiones mientras que en los otros dos casos suponemos que se liberarían una parte (caso 2) o la totalidad (caso 3) de las provisiones, si bien consideramos que este último escenario es menos probable.

² Para más información, consultar el siguiente *link*: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_14.pdf

La generación de capital provendrá de dos vías:

- Liberación de recursos propios (RR.PP.), debido a la reducción del volumen de activos ponderados por riesgo, en tanto que asumimos que el préstamo inicial estaba clasificado como dudoso y, tras el acuerdo de refinanciación y aplicada la conversión de capital, pasaría a ser riesgo normal.
- Liberación de provisiones, que después de impuestos, irían a reservas asumiendo que no se distribuyen beneficios.

Con las hipótesis planteadas, los tres supuestos arrojan un resultado positivo tras el acuerdo de refinanciación, con lo que se generaría capital para la entidad. Cabe señalar que en los dos últimos casos la liberación de recursos propios por reducción de activos ponderados por riesgo daría un resultado negativo puesto que la rebaja de la ponderación de riesgo del préstamo reclasificado como normal no compensaría el aumento del saldo neto derivado de la liberación de provisiones. No obstante, este efecto se vería más que compensado por la liberación de provisiones en cuenta de resultados. Aun así, debe tenerse en cuenta la enorme sensi-

Cuadro 3

Ejemplos de impactos potenciales de acuerdos de refinanciación con conversión de capital

<i>Hipótesis</i>				
Importe de la operación (mill. euros)				100
Cobertura (% provisionado)				40
<i>Ponderaciones en APR y solvencia</i>				
Ponderación préstamo inicial (dudoso)				100
Ponderación préstamo final (normal)				57
Ponderación de inversión en capital				150
Requerimiento de RRPP (coef. solvencia)				10,50
Conversión en capital				20
Tasa impositiva				30
<i>Escenarios</i>				
Caso 1				No se liberan provisiones.
Caso 2				Se liberan todas las provisiones excepto el importe que se capitaliza.
Caso 3				Se liberan todas las provisiones
	<i>Pre refinanciación</i>	<i>Post refinanciación</i>		
		Caso 1	Caso 2	Caso 3
Préstamo (neto)	60,0	40,0	60,0	80,0
Préstamo bruto	100,0	80,0	80,0	80,0
Provisión	-40,0	-40,0	-20,0	0,0
Inversión en equity (neta)	0,0	20,0	20,0	20,0
Bruta	0,0	20,0	20,0	20,0
Deterioro	0,0	0,0	0,0	0,0
APR	60,0	52,8	64,2	75,6
Consumo capital	6,3	5,5	6,7	7,9
Liberación capital		0,8	-0,4	-1,6
Liberación provisiones		0,0	20,0	40,0
Impacto en beneficio neto		0,0	14,0	28,0
Impacto total en capital		0,8	13,6	26,4

Fuente: AFI.

bilidad de la generación de capital a la proporción de deuda que se convierta en capital, al nivel de cobertura inicial del préstamo y a las provisiones que la entidad decida liberar.

Como puede observarse en el cuadro 4, en el caso 1 es evidente que cuanto mayor sea el nivel de cobertura más beneficioso será para la entidad. En cambio, para un mismo nivel de cobertura, pongamos el 40%, cuanto mayor sea la conversión de deuda en capital peor resultado tendrá para la entidad, pudiendo incluso presentar un efecto negativo si se sitúa en torno al 60% o supera esta cota. Esto es debido al mayor consumo de recursos propios por posiciones en capital que en préstamos. En cualquier caso, entendemos que, si se contempla la capitalización de deuda en el acuerdo de refinanciación, el porcentaje de conversión no

sería muy elevado puesto que el objetivo de las entidades bancarias no es convertirse en gestores de las empresas sino recuperar el máximo importe posible de los préstamos concedidos.

En la mayoría de los casos el impacto del nuevo tratamiento contable de las operaciones reestructuradas será positivo para el sector bancario.

En los casos 2 y 3 ocurriría algo similar y, como veíamos en el cuadro anterior, el impacto final sería mucho mayor por el mero hecho de la liberación de provisiones.

En el caso de “quitas” en lugar de conversiones en capital, el impacto sería equivalente a la opción 1

Cuadro 4

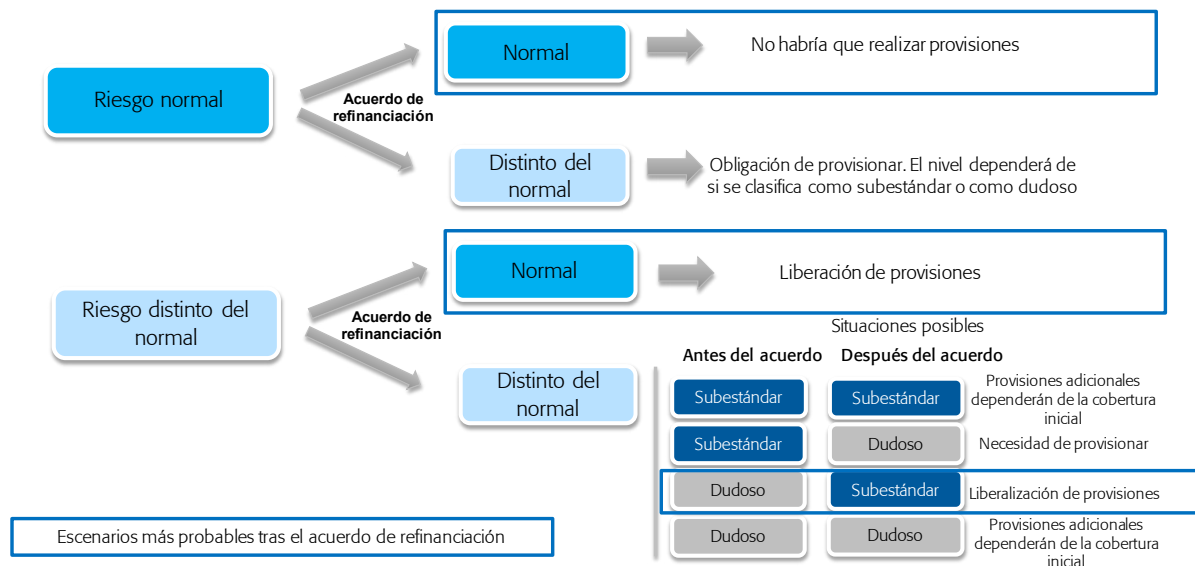
Análisis de sensibilidad: impacto en capital de la conversión de deuda en capital en función del porcentaje de conversión y el grado de cobertura del crédito bancario concedido

Escenarios						
Caso 1: No se liberan provisiones.						
Caso 2: Se liberan todas las provisiones excepto el importe que se capitaliza.						
Caso 3: Se liberan todas las provisiones.						
Caso 1						
% conversión de deuda en capital						
		0	20	40	60	80
% cobertura del préstamo inicial	20	3,6	1,7	-0,3	-2,2	-4,2
	40	2,7	0,8	-1,2	-3,2	-5,1
	60	1,8	-0,1	-2,1	-4,1	-6,0
	80	0,9	-1,1	-3,0	-5,0	-6,9
Caso 2						
% conversión de deuda en capital						
		0	20	40	60	80
% cobertura del préstamo inicial	20	16,4	1,7	-0,3	-2,2	-4,2
	40	28,3	13,6	-1,2	-3,2	-5,1
	60	40,2	25,5	10,7	-4,1	-6,0
	80	52,1	37,4	22,6	7,8	-6,9
Caso 3						
% conversión de deuda en capital						
		0	20	40	60	80
% cobertura del préstamo inicial	20	16,4	14,5	12,5	10,6	8,6
	40	28,3	26,4	24,4	22,5	20,5
	60	40,2	38,3	36,3	34,4	32,4
	80	52,1	50,2	48,2	46,3	44,3

Fuente: AFI.

Gráfico 4

Impacto en provisiones de operaciones refinanciadas con aplazamientos o esperas



Fuente: AFI.

de la tabla anterior. El efecto sería más favorable si en lugar de “quita” se acordase un alargamiento de plazos.

Conclusiones

El RDL 4/2014, de medidas urgentes de refinanciación y reestructuración de deudas, la prórroga del RDL 10/2008 sobre causa de disolución y la eliminación de los límites de compensación de las bases imponibles negativas para las rentas procedentes de quitas de la Ley 16/2013 hacen de 2014 un año propicio para la negociación con las entidades bancarias.

El RDL recientemente aprobado no aporta soluciones milagrosas, porque no puede haberlas, pero sí favorece un catálogo de actuaciones que deben favorecer un marco de adecuación entre lo que realmente puede exigir la banca y lo que las empresas viables desde un punto de vista operativo pueden realmente pagar.

En conclusión, en la mayoría de los casos el impacto del nuevo tratamiento de las operaciones reestructuradas sería positivo para el sector bancario por un doble motivo: (i) facilita la reestructuración de deuda de empresas viables, es decir, la gestión del riesgo, y (ii) con un adecuado análisis de las operaciones y de los aspectos más sensibles puede mejorar la posición de capital de las entidades.

Flujos financieros y dinámica de la deuda en España

Sara Baliña y Ángel Berges*

El sector privado continúa con su proceso de desapalancamiento en España en contraste con el fuerte incremento de los niveles de deuda del sector público. Esta combinación ha alterado la importancia relativa de la financiación bancaria y la deuda comercial en la estructura del pasivo, incrementando el peso de la deuda materializada en valores.

Desde el comienzo de la crisis, el sector público y el privado han mostrado un comportamiento simétrico: mientras que la posición financiera del primero se deterioró significativamente, la de los hogares y las empresas no financieras pasó de ser deficitaria a superavitaria, en parte, debido al intenso ajuste de la inversión en activos fijos. Este patrón de ahorro dispar ha derivado en una dinámica de endeudamiento también muy diferente. Así, el nivel de deuda de hogares y empresas se ha reducido en 5 y 22 puntos de PIB respectivamente, mientras que el sector público ha duplicado su endeudamiento, elevando la deuda total de la economía a una cota cercana al 350% del PIB. Las divergencias entre desapalancamiento privado y apalancamiento público han alterado la importancia de la financiación bancaria, si bien la financiación canalizada a través del mercado tiene todavía un peso reducido, siendo el sector público el que concentra el grueso de este tipo de financiación. El 80% de la deuda pública se instrumenta en valores negociables en mercado y solo el 20% restante se canaliza a través del sistema bancario. Por el contrario, la financiación empresarial presenta un claro sesgo hacia el crédito bancario (70% del total del pasivo excluido el materializado en acciones y otras participaciones en el capital) y la deuda comercial (25%), suponiendo los valores negociables en mercado menos de un 5%. La dependencia del canal bancario es incluso más relevante en el caso de los hogares, con un 95% de su deuda proveniente de los bancos y solo un 5% de la deuda comercial.

La brecha de la financiación exterior

La economía española registró en 2013 un ahorro neto positivo de 15.000 millones de euros (1,5% del PIB), el primer dato positivo tras quince

años consecutivos de necesidades de financiación exterior. El mayor desequilibrio se produjo en 2007, año en el que el ahorro neto negativo de la economía alcanzó el 10% del PIB. La alteración de la posición exterior fue el resultado de un ajuste

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

Gráfico 1

Tasa de ahorro bruto e inversión fija en España Porcentaje del PIB



Fuente: INE, AFL.

sin precedentes de la tasa de inversión agregada y de un incremento sustancial del ahorro privado, provocado por la reducción del gasto en consumo. El saldo positivo de la balanza por cuenta corriente es el reflejo de este proceso de saneamiento que, además de la contención del gasto interno, ha tenido como manifestación una mejora de la competitividad exterior de España.

En este artículo pretendemos centrarnos en el análisis de los flujos financieros de la economía y, en particular, en la dinámica de endeudamiento que subyace en dichos flujos, con repercusiones relevantes para la posición financiera neta de los principales sectores institucionales. Asimismo, se aborda la importancia relativa de las diferentes fuentes de financiación, distinguiendo entre aquellas basadas en el canal bancario frente a las orientadas a los mercados, e incluyendo el papel de la deuda comercial.

Dinámica de la deuda: privada contra pública

Pasar de un -10% a +1,5% del PIB de ahorro neto en solo seis años supone cambiar necesaria-

mente la contribución de los principales sectores institucionales a la posición exterior de España.

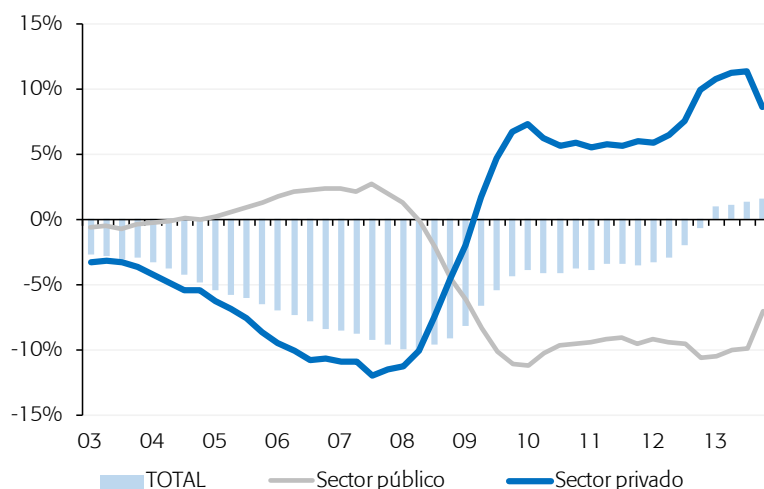
En conjunto, los hogares han pasado de presentar una posición de ahorro negativa de casi el 3% del PIB en 2007 a una positiva de un 2,5% del PIB en 2013. Más relevante aún ha sido el cambio registrado por las empresas no financieras: al inicio de la crisis, sus necesidades de financiación rondaban el 11% del PIB, y a finales de 2013 el ahorro neto generado por las mismas era de 44.000 millones de euros (4,3% del PIB).

La contrapartida del ahorro neto positivo del sector privado es el déficit público. En 2007, el conjunto de administraciones públicas registró un superávit del 2% del PIB; seis años más tarde, la posición financiera neta del sector público fue deficitaria por un 7% del PIB. De hecho, el desequilibrio de las cuentas públicas fue aún mayor en 2012 (-10,5% del PIB), una vez incorporadas las ayudas que hizo el Estado al sector bancario.

Un comportamiento tan simétrico del ahorro neto del sector privado y público tiene repercusiones relevantes para las respectivas dinámicas de la deuda: incremento considerable del nivel

Gráfico 2

Posición de financiación exterior de España por sector institucional: capacidad (+) necesidad (-) de financiación
Porcentaje del PIB



Fuente: INE, AFL.

de deuda pública y disminución de la deuda privada; una evolución que analizamos a través de los datos procedentes de las *Cuentas Financieras de la Economía Española para 2007-2013*.

La primera cuestión que surge del análisis es si debe utilizarse como referencia la deuda bruta o la neta (descontado el valor de los activos financieros). Si se analizase una sola empresa u hogar, la medida apropiada de endeudamiento sería la deuda neta, dado que los activos financieros podrían utilizarse para aliviar los pagos de la deuda. En términos agregados, sin embargo, es preferible utilizar la deuda bruta por varias razones: la primera es la imposibilidad de compensar

la deuda de un hogar o empresa con los activos financieros de otro hogar o empresa. De hecho, es probable que haya una correlación negativa entre la tenencia de activos y la deuda contraída entre hogares y empresas: los más endeudados pueden ser, en muchos casos, los que menos activos financieros poseen.

Una segunda razón es el mantenimiento de la estabilidad financiera. En términos de estabilidad financiera sistémica, la deuda bruta es la medida pertinente, independientemente de quién sea el deudor o el acreedor, o incluso el instrumento en el que se materialice la deuda.

Cuadro 1

Dinámica de la deuda de España: pública y privada 2007 y 2013

Porcentaje del PIB

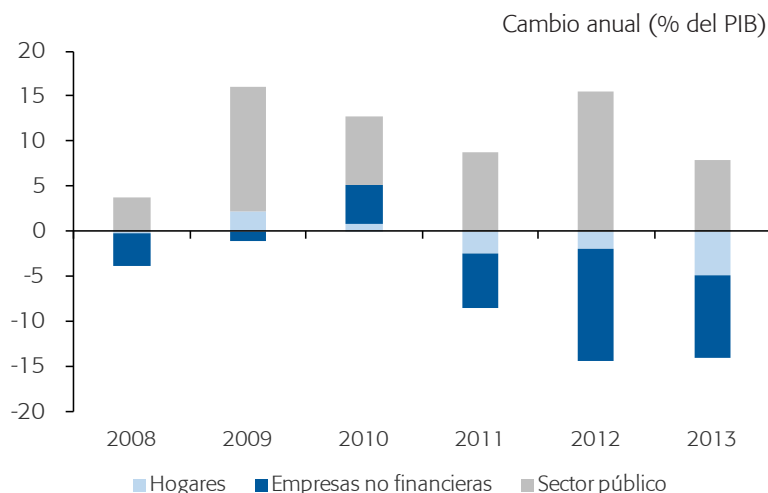
% PIB	2007	Máximo ciclo (2010)	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Hogares	89	93	83	-6	-10
Empresas no financieras	200	198	171	-28	-27
Sector público	36		94	58	
Total	325		348	23	

Fuente: Banco de España, AFL.

Gráfico 3

Dinámica de la deuda de España: pública y privada 2007 y 2013

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, AFI.

Según este razonamiento, el cuadro 1 y el gráfico 3 muestran la dinámica de la deuda, desde 2007 hasta 2013, de los sectores institucionales público y privado, expresada en porcentaje del PIB. En el caso de las administraciones públicas, la deuda se corresponde con la utilizada a efectos del cálculo del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) y no con el dato agregado ofrecido por las Cuentas Financieras. El motivo es doble: (i) la deuda según PDE está recogida a valor nominal (valorada precios de mercado según las Cuentas Financieras) y (ii) está consolidada, es decir, no incluye las operaciones de endeudamiento entre administraciones (por ejemplo, el relativo al Fondo de Liquidez Autonómica o el Fondo de Proveedores).

De estas cifras se puede inferir que la economía española inició la crisis con un nivel de deuda total del 322% del PIB, de la que menos de un 40% del PIB era deuda pública. Seis años de crisis han producido un aumento general del endeudamiento hacia cotas del 350% del PIB, con un intenso reequilibrio entre la deuda pública y privada.

Respecto a las cotas máximas de 2010, los hogares han reducido su deuda en 121.000 millo-

nes de euros (10% del PIB) y las empresas lo han hecho en 328.000 millones de euros (27% del PIB). Este intenso proceso de *desapalancamiento* de los principales agentes privados ha sido ampliamente superado por el aumento de deuda pública (casi 600.000 millones, aproximadamente un 60% del PIB), alcanzando la ratio sobre PIB el 94% a finales de 2013, medido según el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE).

Instrumentos de deuda: préstamos bancarios, financiación en mercados y deuda comercial

Otro punto relevante es el papel desempeñado por los diferentes instrumentos de deuda en los cambios observados en la dinámica de endeudamiento agregado. La literatura sobre los sistemas financieros distingue entre los orientados a la banca ("bancarizados") y los orientados al mercado, perteneciendo el español a la primera categoría. En la medida en que la crisis actual ha afectado especialmente al sector bancario, condicionando su función tradicional de proveedor de crédito a la economía, una de las principales preocupaciones reside en la capacidad de España para

encontrar fuentes financieras no bancarias que compensen las restricciones de crédito.

La deuda bancaria se ha mantenido prácticamente inalterada en porcentaje del PIB como consecuencia de las diferentes dinámicas en los sectores público y privado.

El patrón de endeudamiento de los diferentes sectores institucionales a lo largo de la crisis va a tener un doble efecto sobre el rol relativo de la financiación bancaria frente a la que se basa en el mercado. El apalancamiento del sector público se ha sustentado en la emisión de valores (financiación orientada a mercado) mientras que el *desapalancamiento* privado se ha concentrado en los préstamos bancarios.

Del análisis de la dinámica de la deuda por tipología de instrumentos en el caso de los hogares, las empresas no financieras y el sector público se desprende lo siguiente: la deuda bancaria se ha mantenido prácticamente inalterada en porcentaje del PIB como consecuencia de las dinámicas muy diferentes en los sectores público y privado. Desde 2007, las empresas no financieras y los hogares han reducido su deuda bancaria en torno al 10% del PIB (-24 puntos de PIB desde los niveles máximos de 2010) mientras que el sector público aumentó su deuda con los bancos en una magnitud similar.

Este aumento de la deuda bancaria por parte del sector público es atribuible a los gobiernos regionales y locales que, no pudiendo acceder al

mercado de emisión de valores durante los años de crisis, han tenido que depender casi exclusivamente del canal bancario. Por el contrario, el endeudamiento del sector público estatal se basó casi exclusivamente en la emisión de títulos valores (bonos y letras), lo que explica el aumento en 50 puntos de PIB de estos instrumentos en el endeudamiento público agregado.

Una última fuente de financiación es la relacionada con la actividad comercial, que en el caso de los hogares y el sector público tiene una importancia relativa menor y prácticamente no presenta cambios en los últimos seis años. Sin embargo, la deuda comercial es una fuente importante de financiación empresarial a pesar de su fuerte caída desde el inicio de la crisis. Hasta 2007, la deuda comercial en las empresas no financieras representaba alrededor del 65% del PIB y, desde entonces, se ha reducido en un tercio (alrededor del 44% del PIB en 2013). Una caída de esta magnitud en la deuda comercial es un reflejo probablemente del descenso de la actividad operativa, así como de la falta de solvencia entre socios comerciales, pero también de las condiciones más estrictas de los bancos para aceptar papel comercial como colateral de financiación a corto plazo.

Dinámica de la deuda en España por instrumento y sector institucional (% del PIB)

En resumen, la deuda total se ha incrementado en casi un 40% del PIB entre 2007 y 2013, con un claro reequilibrio de los deudores y los instrumentos de deuda. El desapalancamiento de los sectores privados (hogares y empresas), por algo más

Cuadro 2

Hogares

Porcentaje del PIB

% PIB	2007	Máximo del ciclo	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Deuda bancaria	83	88	77	-6	-11
Deuda comercial	6	7	6	0	-1
Total	89		83	-6	

Fuente: Banco de España, AFI.

Cuadro 3

Empresas no financieras**Porcentaje del PIB**

% PIB	2007	Máximo del ciclo	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Deuda bancaria	130	143	127	-4	-16
Valores	1	3	3	2	0
Deuda comercial	68	68	42	-26	-26
Total	200		171	-28	

Fuente: Banco de España, AFI.

Cuadro 4

Sector público**Porcentaje del PIB**

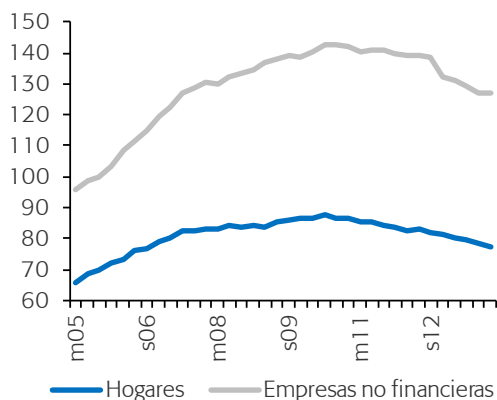
% PIB	2007	Máximo del ciclo	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Deuda bancaria	7	21	19	13	-2
Valores	30	75	75	45	0
Total	36		94	58	

Fuente: Banco de España, AFI.

del 30% del PIB, se ha visto más que compensado por el apalancamiento del sector público. El elevado protagonismo de las emisiones de valores en la financiación del sector público, junto con la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en el pasivo de hogares y, especial-

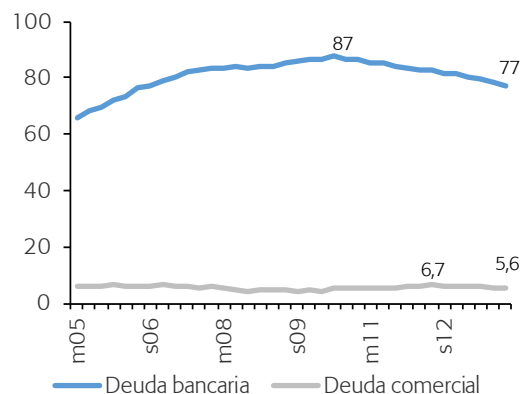
mente, de empresas no financieras, tiene efectos relevantes en la caracterización del sistema financiero español como "orientado a la banca" u "orientado al mercado". También pone de manifiesto un aumento considerable de la financiación basada en valores frente al canal bancario.

Gráfico 4

Deuda bancaria**Porcentaje del PIB**

Fuente: Banco de España, AFI.

Gráfico 5

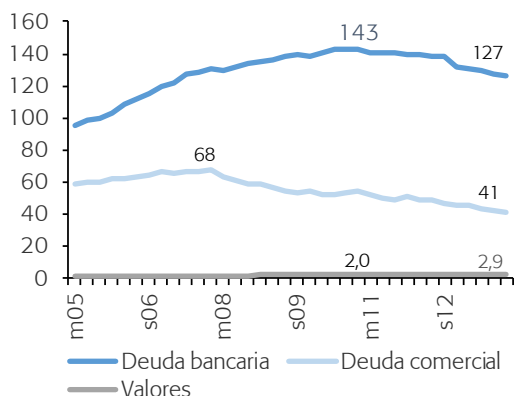
Posición de endeudamiento de los hogares españoles**Porcentaje del PIB**

Fuente: Banco de España, AFI.

Gráfico 6

Posición de endeudamiento de las empresas no financieras españolas

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, AFI.

La nueva financiación captada durante la crisis ha provenido de la emisión de valores, mientras que los préstamos bancarios han permanecido estables y la deuda comercial ha caído de forma significativa. Como consecuencia, la financiación basada en el mercado, que al inicio de la crisis representaba el 25% del endeudamiento total de España, ha ascendido al 40%.

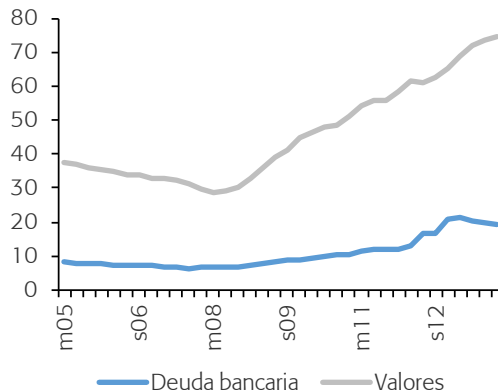
Las emisiones de valores en la financiación del sector público y la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en el pasivo de los hogares y, especialmente, de empresas no financieras, es uno de los hechos diferenciales del periodo reciente de crisis.

En resumen, la deuda total se ha incrementado en casi un 35% del PIB entre 2007 y 2013, con un claro reequilibrio de los deudores y los instrumentos de deuda. El *desapalancamiento* de los sectores privados (hogares y empresas) se ha visto más que compensado (por un factor de dos) por el apalancamiento del sector público. Las emisiones de valores en la financiación del sector público y la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en el pasivo de hogares y, especialmente, de empresas no financieras, es uno de los hechos diferenciales del periodo reciente de crisis.

Gráfico 7

Posición de endeudamiento del sector público español

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, AFI.

Conclusiones

La dinámica futura del endeudamiento de España dependerá del comportamiento relativo de los diferentes sectores institucionales, así como del papel que jueguen el sector bancario y los mercados como fuentes de financiación.

Respecto al sector público, está fuera de duda que su dinámica de endeudamiento en los próximos años no puede mostrar el perfil observado hasta el momento. Es previsible que la ratio de deuda sobre el PIB continúe creciendo, aunque a un ritmo más moderado, alcanzando cotas máximas en niveles del 104% del PIB en 2017 (en torno a un 10% superior al de cierre de 2013).

En relación al sector privado (hogares y empresas no financieras), existen argumentos para creer que su proceso de desapalancamiento todavía no ha terminado. A pesar de haber reducido su ratio de deuda en 30 puntos de PIB (10 puntos los hogares y 20 puntos las empresas), el endeudamiento agregado todavía es considerablemente más elevado que el de otros países de la eurozona, como Francia, Alemania o Italia.

En adelante, la caída de la ratio de deuda privada será más gradual que durante los últimos años. De hecho, las empresas no financieras, en

Cuadro 5

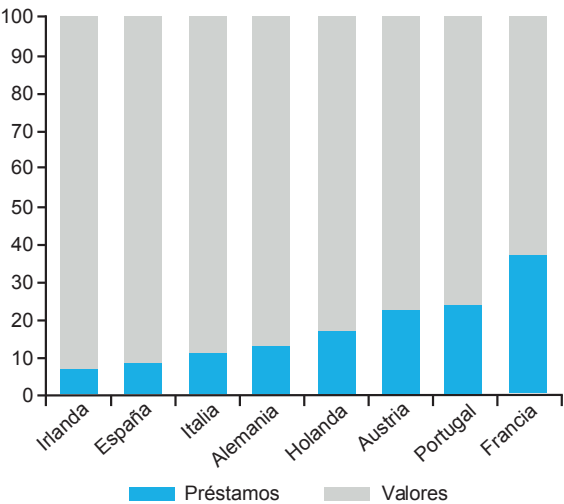
Endeudamiento privado

% del PIB	Eurozona	Francia	Alemania	Italia	España
Hogares	71	68	58	56	84
Empresas no financieras	68	68	43	78	99

Notas: Hogares: incluye el conjunto del pasivo y no solo préstamos.
Empresas no financieras: incluye un ajuste por préstamos intragrupo.
Fuente: FMI.

Gráfico 8

Fuentes de financiación de empresas no financieras
Porcentaje del total



Nota: Se excluyen los préstamos intragrupo.
Fuentes: Estimaciones del FMI y bancos centrales.

particular las de pequeño y mediano tamaño con orientación exportadora, están progresivamente liderando la recuperación de la economía española, tras haberse completado el grueso del proceso de devaluación interna que ha generado ganancias sustanciales de competitividad.

El nuevo papel que vayan a desempeñar las pymes dependerá, en gran medida, de su acceso

a otras fórmulas de financiación ajenas al sector bancario, que, a corto plazo, tendrá dificultades para reactivar el crédito en términos netos. Los canales de financiación no bancaria para pymes son especialmente necesarios en España, dada que su dependencia del canal bancario es de las más elevadas de Europa, tal y como el FMI ha recalcado sistemáticamente y queda ilustrado en el último gráfico.

Tamaño empresarial y acceso a la financiación bancaria

Joaquín Maudos*

Es un hecho conocido que las pequeñas y medianas empresas (pymes) se enfrentan a mayores problemas en el acceso a la financiación en comparación con las empresas de mayor tamaño. Este artículo analiza las diferencias que existen entre las pymes y las grandes empresas españolas en las condiciones de acceso a la financiación bancaria, realizando una comparativa internacional en el contexto de la eurozona.

Si bien en todos los países las pymes soportan peores condiciones en el acceso a la financiación, las diferencias entre grandes empresas y pymes son más acusadas en España, llegando a soportar un coste por un préstamo bancario 229 puntos básicos superior al de las grandes empresas, siendo España el país de la eurozona donde mayor resulta esa diferencia. En consecuencia, dada la importancia que las pymes tienen en el tejido productivo de la economía española, es prioritario mejorar su acceso a la financiación de cara a afianzar la recuperación.

En principio, hay argumentos que justifican la importancia del tamaño a la hora de obtener financiación externa, siendo uno de ellos la asimetría de información. Así, en el caso de las pymes, el prestamista tiene más dificultades para obtener información sobre la empresa y el proyecto a financiar (por ser empresas más jóvenes, no auditadas, con mayor opacidad de información, con menores garantías, etc.), por lo que el problema de riesgo moral y selección adversa que de ello se deriva, les hace exigir más garantías y aumentar el coste de la financiación. Incluso en algunos casos el prestamista puede no estar dispuesto a dar la financiación y en consecuencia deniega el crédito.

Si bien hay argumentos que justifican que las pymes tengan mayores restricciones en el acceso a la financiación externa, la información que se aporta en este artículo indica que el sobrecoste que pagan es excesivo y muy desigual entre países, por lo que hay elementos adicionales que contribuyen a explicar las diferencias observadas. En consecuencia, es necesario implementar medidas específicas dirigidas a las pymes con el objetivo de mejorar su acceso a la financiación, máxime teniendo en cuenta que en muchos países su presencia es mayoritaria y generan un elevado porcentaje de la producción y el empleo de la economía. Este es el caso de España, donde en 2013 las pymes representan el 99,9% del total

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia e Investigador del Ivie. Este artículo se enmarca en los proyectos de investigación ECO2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación y PROMETEO/2009/066 del Gobierno Valenciano.

de empresas y generan un porcentaje del empleo (74,8%) y el valor añadido (64,8%) superior a la media de la UE-27.

La estructura financiera de las empresas: pymes vs. grandes empresas

La última información disponible referida a 2012 de la estructura financiera de las empresas españolas por tamaños muestra la mayor importancia que en las pymes tiene la financiación vía recursos propios, ya que representan el 48,8% del pasivo total, 11,5 puntos porcentuales (pp.) más

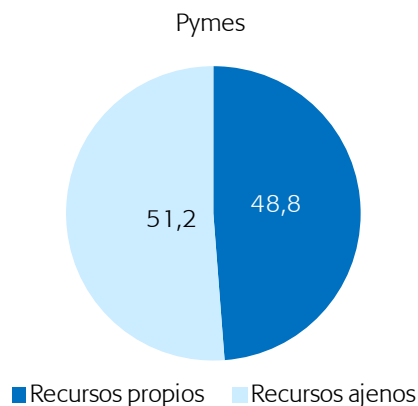
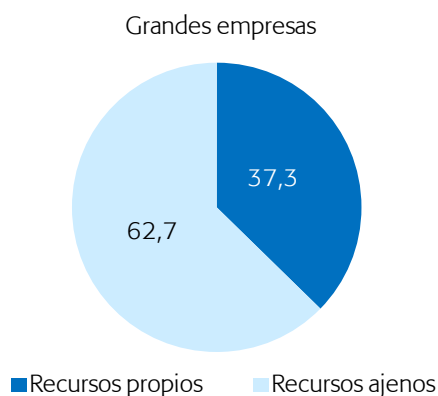
que en las grandes empresas (gráfico 1). Es el primer indicador que muestra las dificultades de las pymes para obtener recursos ajenos.

En el caso de la composición de la financiación ajena, la diferencia más importante entre grandes empresas y pymes está en el peso relativo de la financiación bancaria, que en las pymes españolas es 11 pp. mayor que en las grandes empresas, hasta representar el 39,5% del total de los recursos ajenos. Los préstamos no bancarios (que incluyen los préstamos intraempresa) son más importantes en las grandes empresas (41,3% vs. 37,6%), al igual que la financiación vía deuda, si

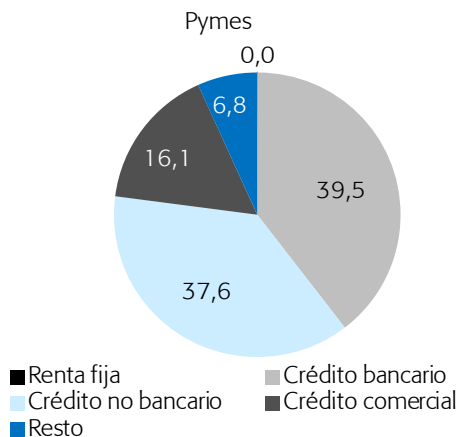
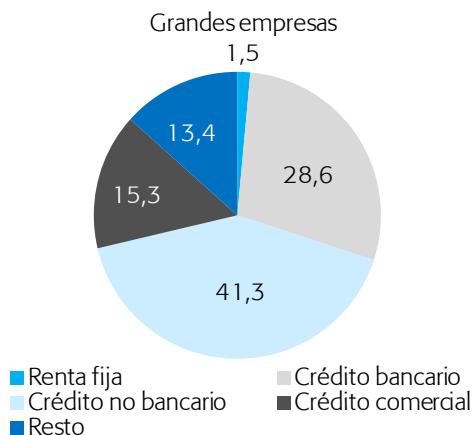
Gráfico 1

Estructura financiera de las sociedades no financieras en España, 2012

a) Estructura porcentual del pasivo total



b) Estructura porcentual de los recursos ajenos



Fuente: BACH.

bien su importancia es incluso reducida en las grandes empresas españolas (1,5% de la financiación ajena). En cambio, el crédito comercial representa un porcentaje de la financiación ajena algo más elevado en las pymes que en las grandes empresas (16,1% vs. 15,3%).

Tamaño y coste de la financiación bancaria

Las mayores restricciones de las pymes en el acceso a la financiación externa se traducen en un tipo de interés del préstamo bancario más elevado. Este hecho se puede ilustrar utilizando la información que ofrece el Banco Central Europeo (BCE) sobre el tipo de interés del préstamo bancario en nuevas operaciones distinguiendo por tamaño del préstamo. Así, es razonable atribuir los préstamos de menos de un millón de euros a las pymes y los de mayor importe a las grandes empresas.

Como refleja el gráfico 2, las pymes españolas siempre han pagado un tipo de interés por un préstamo superior a las grandes empresas. Sin embargo, el sobrecoste no ha permanecido esta-

ble en el tiempo, sino que frente a la caída del diferencial que tuvo lugar desde 2003 a 2007, desde el estallido de la crisis financiera del verano de 2007 esa diferencia llegó a multiplicarse por seis, hasta alcanzar un máximo de 288 pb. en septiembre de 2012, frente a los 50 pb. en los que osciló en la primera mitad de 2007. Desde ese valor máximo, la diferencia se ha reducido, aunque sigue estando en un nivel en marzo de 2014 (229 pb.) muy superior al que estaba antes de la crisis.

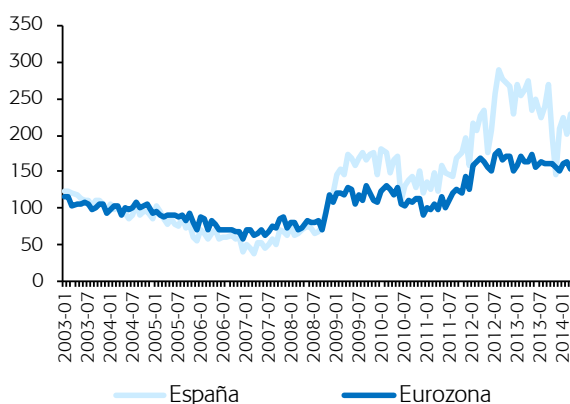
El sobrecoste no ha permanecido estable en el tiempo, sino que frente a la caída del diferencial que tuvo lugar desde 2003 a 2007, desde el estallido de la crisis financiera del verano de 2007 la diferencia entre los que pagan las grandes empresas y las pymes llegó a multiplicarse por seis, hasta alcanzar un máximo en septiembre de 2012.

El mayor coste de la financiación bancaria de las pymes es un rasgo común a las empresas de la eurozona, aunque en el periodo de crisis la diferencia según tamaño de las empre-

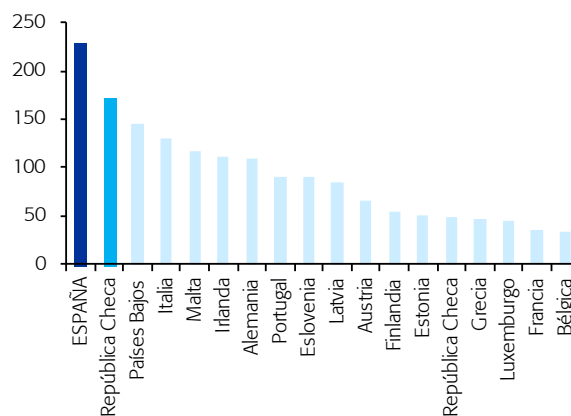
Gráfico 2

Diferencia entre el tipo de interés del préstamo de menos y de más de un millón de euros a sociedades no financieras
Puntos básicos

a) España vs. eurozona



b) Ranking en marzo 2014



Fuente: BCE.

sas es más acusada en España. De hecho, en marzo de 2014 España se sitúa en la primera posición del *ranking* de la eurozona en términos de la diferencia entre el tipo de interés de un préstamo de menos y de más de un millón de euros. El rango de variación es muy grande, ya que coexisten países donde la diferencia es de menos de 40 pb. (es el caso de Francia y Bélgica) con otros donde es mayor a 200 pb. (España).

Tamaño empresarial y disponibilidad de financiación

La encuesta que semestralmente elabora el BCE sobre las condiciones en el acceso a la financiación de las empresas, si bien pone el énfasis en las pymes, para los principales países de la eurozona (Alemania, Francia, Italia y España) ofrece información separada para grandes empresas y pymes, y dentro de estas últimas distingue entre micro, pequeñas y medianas empresas¹. La

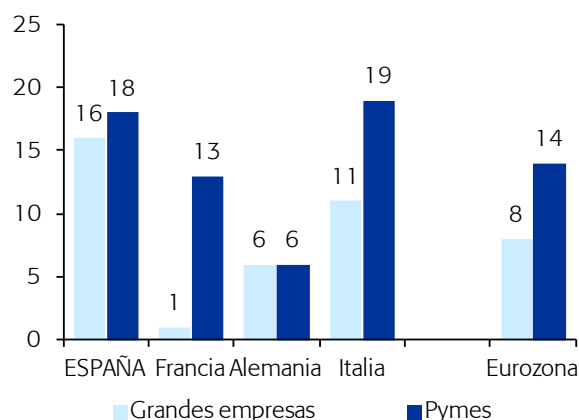
última encuesta publicada el 30 de abril de 2014 hace referencia a la situación de las empresas de octubre 2013 a marzo de 2014. Además de proporcionar información para los cuatro países mencionados, también la ofrece para el agregado de empresas de la eurozona. En los gráficos que se ofrecen a continuación se reporta tanto la información de la última encuesta como la anterior referida a la situación de abril a septiembre de 2013, lo que permite analizar si han mejorado o empeorado en los últimos seis meses las condiciones en el acceso al crédito bancario.

El gráfico 3 muestra el porcentaje de empresas que declara que el principal problema al que se enfrentan es el acceso a la financiación, pudiendo elegir además como respuesta la búsqueda de clientes, la competencia, el coste de producción, la disponibilidad de gestores cualificados y la regulación. En el caso de las empresas españolas, el 18% de las pymes identifica el acceso a la financiación como su principal problema, frente al 16% en el caso de las grandes empresas. En la euro-

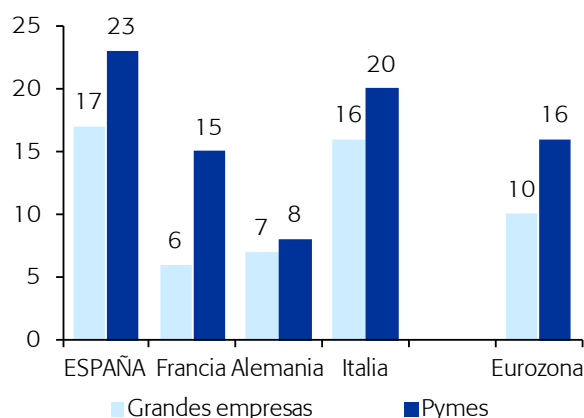
Gráfico 3

Porcentaje de empresas cuyo principal problema es el acceso a la financiación

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013



Fuente: BCE.

¹ Las micro empresas son las que tienen menos de 10 trabajadores y un balance o volumen de negocios inferior a 2 millones de euros. Las pequeñas empresas son las que tienen entre 10 y 49 trabajadores y un activo o volumen de negocio inferior a 10 millones de euros. Las medianas empresas son las que tienen menos de 250 trabajadores, y cuyo volumen de negocios no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros.

zona, también es mayor el porcentaje de pymes que apunta como principal problema la financiación externa, siendo del 14%, 6 pp. más que en las grandes empresas. De los países representados, son las pymes italianas las que presentan el mayor porcentaje (19%), 1 pp. más que en España. En general, el problema de acceso a la financiación es mayor en las pymes, siendo la diferencia entre grandes y pymes muy elevada (12 pp.) en Francia. Solo en Alemania no hay diferencias entre grandes y pymes (el 6% identifica el acceso a la financiación como su principal problema).

Un indicador de restricción crediticia: el miedo al rechazo

Una de las cuestiones de la encuesta del BCE que ofrece evidencia sobre el grado de restricción al que se enfrentan las empresas a la hora de acceder al crédito bancario es la que pregunta si han solicitado un préstamo bancario, y en caso de no haberlo hecho, si se debe al miedo al rechazo.

El gráfico 4 muestra las respuestas a esta pregunta y permite constatar nuevamente la mayor

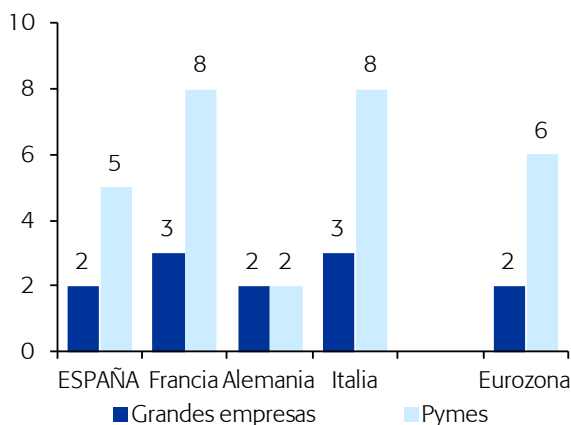
restricción financiera que sufren las pymes en relación a las grandes empresas. Para la media de pymes de la eurozona, el 6% no solicitan un préstamo por miedo al rechazo, frente al 2% de las grandes empresas. En España, la diferencia es de 3 pp., con porcentajes del 5% y 2%, respectivamente. La máxima diferencia tiene lugar en Francia e Italia, con una brecha de 5 pp. entre el 8% de las pymes y el 3% de las grandes empresas. Son las empresas más pequeñas las más restringidas en el acceso al crédito. En el caso de las españolas, frente a un 6% de microempresas que tienen miedo al rechazo, en las medianas el porcentaje es del 3%.

¿Cuál es el porcentaje de rechazo una vez la empresa ha solicitado el préstamo bancario? Como muestra el gráfico 5, la diferencia en el caso de España es abultada, ya que mientras solo el 2% de las grandes empresas ve rechazada su petición de financiación, en las pymes el rechazo es del 10%. También en la eurozona la diferencia entre grandes y pymes es importante (9 pp.). En Alemania, apenas existen diferencias por tamaño empresarial en la tasa de rechazo, ya que el porcentaje es del 1% en las pymes y del 2% en las grandes empresas.

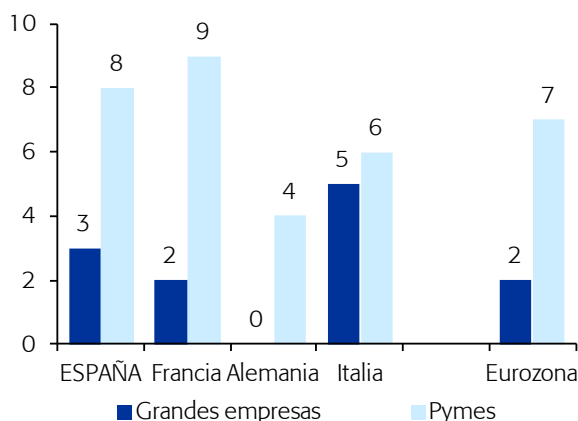
Gráfico 4

Porcentaje de empresas que no solicitan un préstamo bancario por temor al rechazo

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013

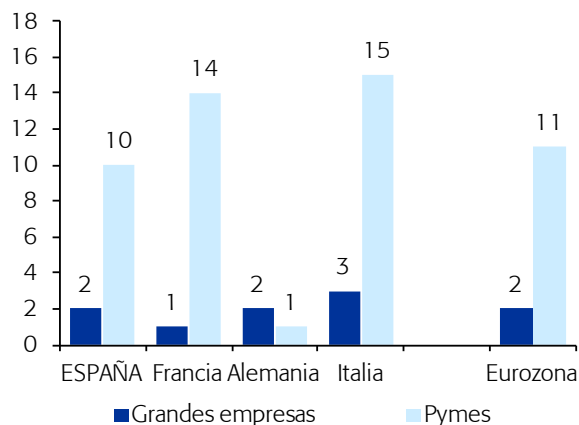


Fuente: BCE.

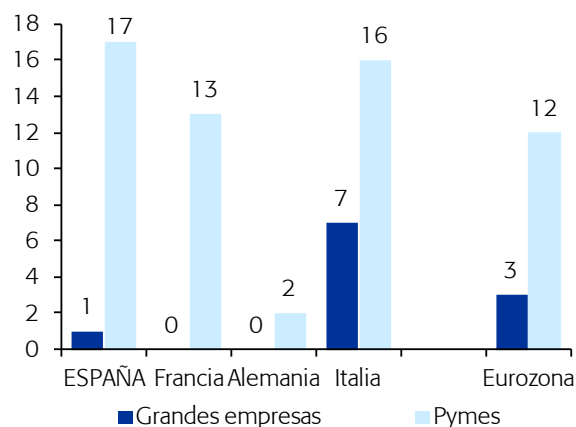
Gráfico 5

Porcentaje de empresas cuya solicitud de préstamo ha sido rechazada

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013



Fuente: BCE.

Disponibilidad de crédito bancario y condiciones de financiación según el tamaño empresarial

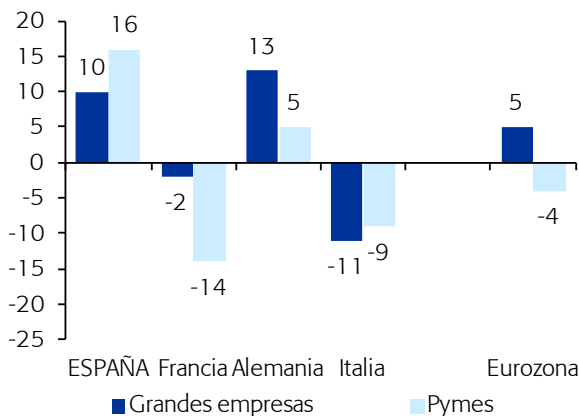
¿Ha mejorado la disponibilidad de crédito bancario en opinión de las empresas? En el caso de España, la situación ha mejorado enormemente en la última encuesta del BCE en comparación con

la anterior, ya que mientras que en la actualidad es mayor el porcentaje de empresas que considera que ha mejorado la disponibilidad de crédito que el que opina que ha empeorado (la diferencia neta de respuestas es de 16 pp. en las pymes y 10 pp. en las grandes empresas), en la anterior encuesta el porcentaje neto de respuestas era negativo: -7 pp. en las pymes y -6 pp. en las grandes empresas. Además, dada la peor situación de

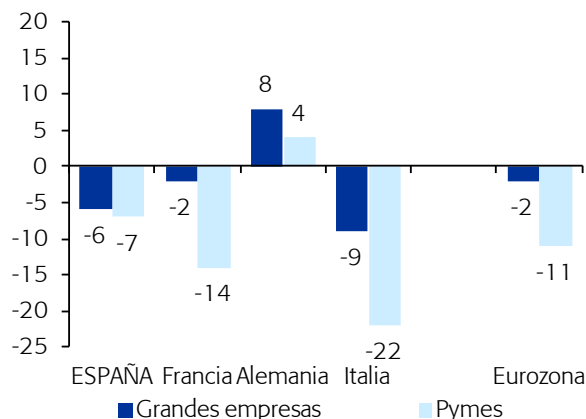
Gráfico 6

Porcentaje neto de respuestas de empresas que opinan que ha mejorado-empeorado la disponibilidad de préstamo bancario

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013



Fuente: BCE.

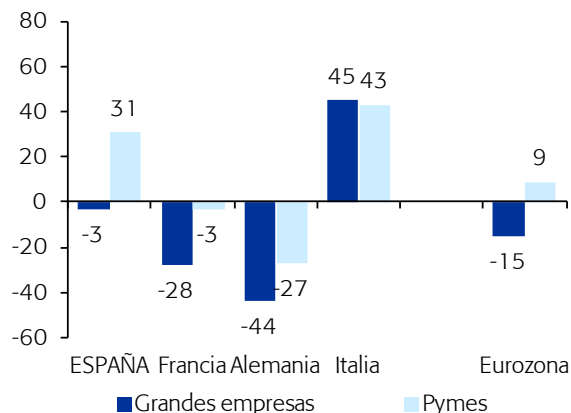
Gráfico 7

Opinión de las empresas sobre las condiciones en el acceso a la financiación bancaria

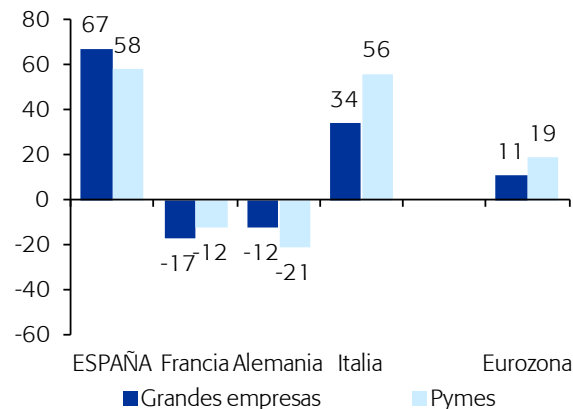
Porcentaje neto de respuestas

1) Aumento-disminución de los tipos de interés

a) Octubre 2013 a marzo 2014

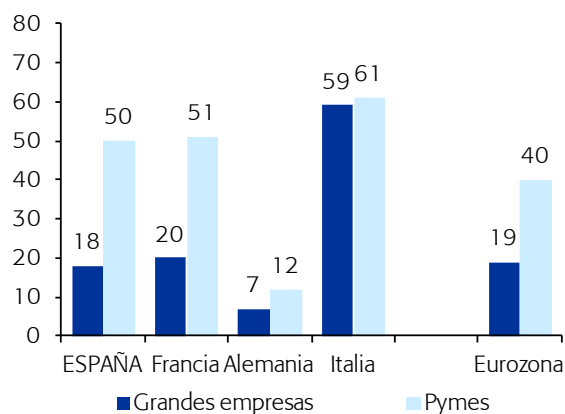


b) Abril 2013 a septiembre 2013

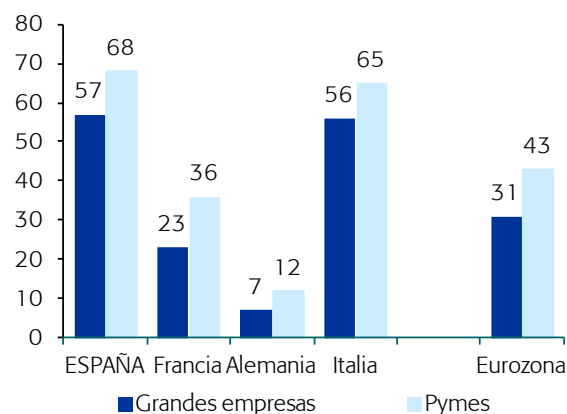


2) Aumento-disminución de costes distintos al tipo de interés

a) Octubre 2013 a marzo 2014

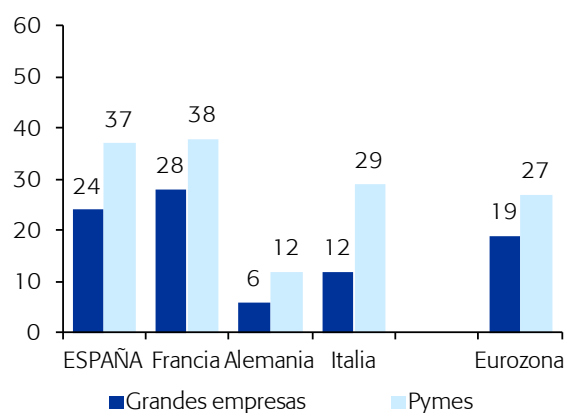


b) Abril 2013 a septiembre 2013

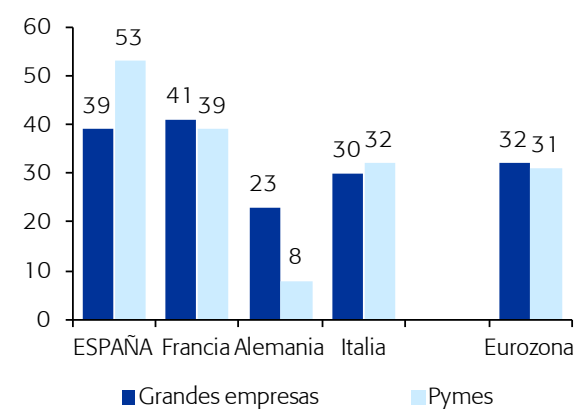


3) Aumento-disminución de garantías

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013



Fuente: BCE.

partida de las pymes, es una buena noticia que el porcentaje neto positivo de respuestas sea mayor en las pymes.

La mejora que se ha producido en los últimos meses en el acceso al crédito bancario en España es un rasgo compartido por las empresas de la eurozona, pero solo en el caso de las grandes empresas. Así, en la eurozona es mayor el porcentaje de pymes que opina que la disponibilidad de crédito ha empeorado que el que opina que ha mejorado, siendo la diferencia de 4 pp. Además, de los países analizados, son las pymes españolas las que más han mejorado su percepción respecto a la disponibilidad de crédito bancario, algo que contrasta con la situación de las pymes en Francia e Italia, que presentan porcentajes de respuestas netas negativas de -14 pp. y -9 pp., respectivamente.

La mejora que se ha producido en los últimos meses en el acceso al crédito bancario en España es un rasgo compartido por las empresas de la eurozona, pero solo en el caso de las grandes empresas.

Al margen de la mayor o menor disponibilidad de crédito bancario, también es importante conocer las condiciones de esa financiación en aspectos como el tipo de interés del préstamo, otros costes de la financiación (como las comisiones pagadas) o la exigencia de garantías. En el primer caso, el porcentaje neto de respuestas entre las empresas que opinan que ha aumentado el tipo de interés y el que opina que ha caído es de 9 pp. en las pymes de la eurozona, frente a -15 pp. en las grandes empresas. En consecuencia, en la eurozona, hay una amplia diferencia en el coste de la financiación bancaria en función del tamaño de la empresa, con aumentos en el tipo de interés que pagan las pymes frente a caídas en las grandes empresas.

En España, el porcentaje neto de respuestas de las pymes es mucho mayor (31 pp.), por lo que han visto aumentar en mayor medida el tipo de interés de la financiación bancaria. La situación

es completamente distinta en las grandes empresas españolas, en las que predomina el porcentaje que opina que ha caído el tipo de interés del préstamo bancario. El dato de las pymes españolas contrasta por completo con la situación que viven las pymes en Alemania y Francia, países en los que predomina el porcentaje de empresas que opina que la banca ha reducido los tipos de interés.

En el caso de otros costes distintos al tipo de interés pagado, las pymes son las que los han visto aumentar en mayor medida, sobre todo las españolas en las que el porcentaje neto de respuestas “ha aumentado-disminuido” es de 50 pp., 32 pp. más que las grandes empresas españolas y 10 pp. más que las empresas de la eurozona de su mismo tamaño. En la eurozona, así como en los países analizados sin excepción, las pymes han visto aumentar en mayor medida esos costes, con porcentajes netos de respuestas positivos superiores siempre en las pymes en comparación con las grandes empresas.

También las pymes españolas han visto aumentar en mayor medida la exigencia de garantías a la hora de solicitar un préstamo bancario, siendo el porcentaje neto de respuesta aumento-disminución de 37 pp. frente a 24 pp. en las grandes empresas. Este rasgo es compartido con la situación existente en las empresas de la eurozona.

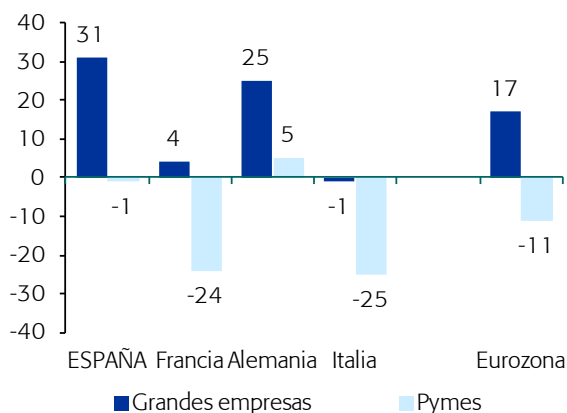
Disposición de la banca a dar financiación: la opinión de las empresas

Para arrojar algo de luz en el cruce de acusaciones entre bancos (“no hay demanda solvente”) y empresas (“hay restricciones por el lado de la oferta”) a la hora de justificar la caída del crédito bancario, una cuestión de la encuesta del BCE de interés es la que pregunta a las empresas que den su opinión sobre la disposición de los bancos a dar crédito. Como muestra el gráfico 8, son con diferencia las pymes las que acusan en mayor medida a los bancos del problema de financiación, con un porcentaje neto de respuesta “mejorado-empeorado” de -11 pp. en la eurozona, frente a

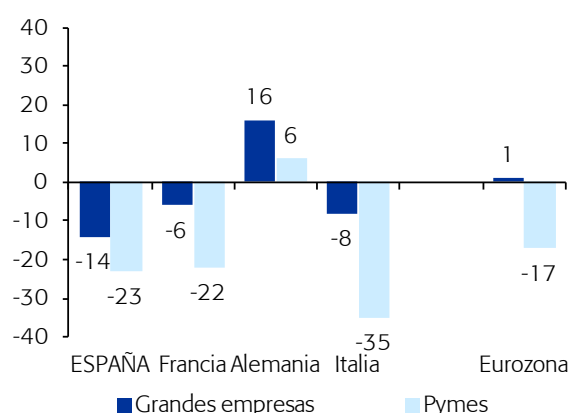
Gráfico 8

Opinión de las empresas sobre la disposición de los bancos a dar financiación**Porcentaje neto (mejorado-empeorado) de respuestas**

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013



Fuente: BCE.

uno positivo de 17 pp. en las grandes empresas. En España, también en las pymes el porcentaje neto es negativo (-1 pp.), frente al elevado valor positivo (31 pp.) de las grandes empresas. Igualmente, en Francia e Italia predominan las pymes que consideran que los bancos han reducido su disposición a dar crédito, algo que no ocurre en Alemania. En cualquier caso, en este último país las grandes empresas perciben una mayor mejora en la disposición de los bancos a dar financiación,

con un porcentaje neto de respuestas de 20 pp. superior a las pymes.

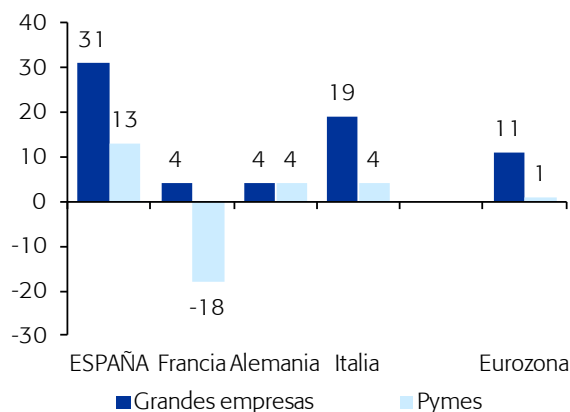
Expectativas de las empresas acerca de la recuperación del crédito

¿Mejorará la disponibilidad de crédito a las empresas? ¿y hay diferencias según el tamaño empresarial? Para responder a este interrogante,

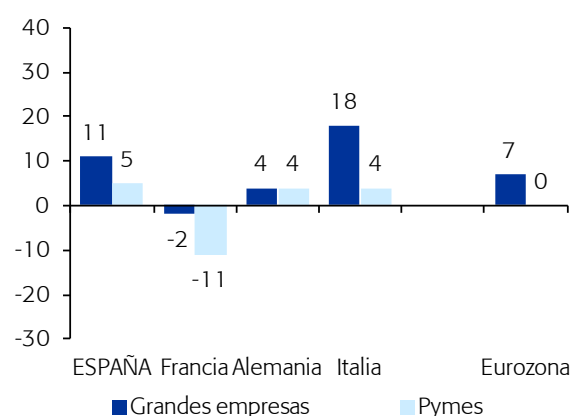
Gráfico 9

Expectativas de las empresas sobre la disponibilidad de financiación bancaria en los próximos 6 meses**Porcentaje neto (mejorará-empeorará) de respuestas**

a) Octubre 2013 a marzo 2014



b) Abril 2013 a septiembre 2013



Fuente: BCE.

el BCE pide a las empresas su expectativa sobre si el acceso a la financiación bancaria mejorará o empeorará en los próximos seis meses. Como muestra el gráfico 9, las grandes empresas de la eurozona son mucho más optimistas que las pymes en el acceso futuro al crédito, ya que la diferencia en el porcentaje de empresas que opina que mejorará y el que opina lo contrario es de 11 pp., frente a 1 en las pymes.

En este contexto, también en las grandes empresas españolas es mayor el número de respuestas optimistas que pesimistas, siendo la diferencia superior a la media de la eurozona (31 pp. vs. 11 pp.). Las pymes también han mejorado su expectativa sobre el futuro del crédito bancario, aunque la diferencia de respuestas mejorará-empeorará es más reducida (13 pp.), pero superior a la media europea (1pp.). En el resto de países, las grandes empresas en general son más optimistas en el acceso al crédito bancario, aunque en Alemania no hay diferencias entre pymes y grandes empresas. Es de destacar el caso de Francia, ya que es el único país en el que predo-

minan las pymes que han empeorado su expectativa respecto a la disponibilidad de financiación bancaria.

Crédito bancario a nuevas operaciones de financiación: grandes vs. pymes

Para finalizar este recorrido por el análisis del acceso de las empresas españolas al crédito bancario en función de su tamaño conviene detenerse en la evolución reciente del crédito. El Banco de España suministra información del crédito a nuevas operaciones distinguiendo entre operaciones de menos y de más de un millón de euros. Es una información que debe interpretarse con cautela ya que las nuevas operaciones incluyen las refinanciaciones, si bien con los nuevos criterios de clasificación del Banco de España vigentes desde mayo de 2013² estas series empiezan a reflejar en los últimos meses la evolución del verdadero “nuevo crédito”.

El cuadro 1 contiene tanto el volumen de los nuevos créditos concedidos a las socieda-

Cuadro 1

Nuevas operaciones de crédito a las sociedades no financieras españolas

	Millones de euros			Tasa interanual de crecimiento (%)		
	Menos de 1 millón €	Más de 1 millón €	Total	Menos de 1 millón €	Más de 1 millón €	Total
Mayo 2013	11.362	19.153	30.515	-16,1	-44,4	-36,4
Junio 2013	11.330	27.661	38.991	-12,4	-29,4	-25,2
Julio 2013	12.442	21.409	33.851	-6,9	-31,2	-23,9
Agosto 2013	8.577	12.472	21.049	-6,4	-39,2	-29,1
Septiembre 2013	10.517	20.771	31.288	-1,4	-0,8	-1,0
Octubre 2013	12.273	19.564	31.837	0,1	-24,2	-16,4
Noviembre 2013	11.576	20.279	31.855	4,7	-9,8	-5,0
Diciembre 2013	12.775	31.072	43.847	9,6	6,1	7,1
Enero 2014	10.973	17.842	28.815	5,0	-16,9	-9,7
Febrero 2014	10.694	14.961	25.655	6,0	-31,0	-19,3
Marzo 2014	11.795	18.767	30.562	5,1	-16,7	-9,4

Fuente: Banco de España.

² “Criterios para la aplicación de la Circular 4/2004 en materia de refinanciación y reestructuración de créditos” (Nota de prensa de 31/04/2013).

des no financieras, como la tasa de crecimiento interanual desde mayo de 2013, distinguiendo entre las operaciones de menos y de más de un millón de euros. En el primer caso, desde mayo de 2013 se está recuperando el crédito, con un aumento del valor del nuevo crédito desde octubre de 2013, situándose en el 5,1% la tasa de crecimiento en marzo de 2014. La situación es diametralmente distinta en los préstamos de mayor importe, ya que salvo una tasa de crecimiento interanual positiva puntual en diciembre de 2013, en el resto de meses desde mayo de 2013 la tasa es negativa, situándose en el -16,7% en marzo de 2014. Para el total del nuevo crédito, todavía no se puede hablar de recuperación, ya que en 2014 las tasas de crecimiento interanuales siguen en negativo, dado que del total de operaciones, en torno al 65% corresponden a créditos de más de un millón de euros que son los que presentan tasas de crecimiento negativas de elevada magnitud.

Conclusiones

La importancia de las pymes en España y su elevada dependencia de la financiación bancaria justifican la trascendencia de que mejore su acceso a la financiación en cualquier estrategia de recuperación económica. Las cifras hablan por sí mismas: a finales de 2013 el 99,9% de las empresas españolas son pymes y generan el 64,8% del valor añadido (7 pp. más que en la UE-27) y el 74,8% del empleo (8,2 pp. más que en la UE-27). Y dentro de las pymes, la presencia mayoritaria corresponde a las micro empresas (empresas de menos de 10 trabajadores y 2 millones de euros de activo), ya que generan el 40% y el 27,5% del empleo y el valor añadido de la economía, respectivamente. Si tenemos en cuenta además que el préstamo bancario representa el 39% de la financiación ajena de las pymes españolas (10 pp. más que en las empresas de mayor tamaño), es prioritario mejorar las condiciones en su acceso al crédito bancario.

Los datos aportados en este artículo permiten concluir que, en comparación con otros países de

la eurozona, las diferencias en las condiciones de acceso a la financiación entre pymes y grandes empresas son mayores en España:

- España es el país de la eurozona donde mayor es la diferencia entre el tipo de interés de un préstamo a una pyme (préstamo de menos de un millón de euros) y a una gran empresa (préstamo de más de un millón de euros), siendo la diferencia en marzo de 2014 de 229 pb.
- El 18% de las pymes españolas señala el acceso a la financiación como su principal problema, 4 pp. más que las pymes de la eurozona y 2 pp. más que las grandes empresas.
- Un indicador de las mayores restricciones financieras de las pymes en comparación con las grandes empresas es el miedo a que le rechacen la petición de un crédito bancario. En España, el 5% de las pymes ni siquiera lo solicita por temor al rechazo, 3 pp. más que las grandes empresas. Y en el caso de haberlo solicitado, solo el 2% de las grandes empresas españolas declara que se lo han denegado, frente a un 10% en el caso de las pymes.
- Las pymes españolas se quejan en mayor medida que las grandes del aumento que se ha producido en la exigencia de mayores garantías por parte de los bancos y del mayor aumento de los costes distintos a los tipos de interés (como las comisiones bancarias). Además, el porcentaje de pymes españolas (y también de grandes empresas) que declara que la banca endurece las condiciones de la financiación es muy superior al de las empresas de la eurozona. También las pymes consideran que ha empeorado la disposición de los bancos a dar financiación, algo que contrasta por completo con la percepción de las grandes empresas.

Con estos resultados, es prioritario poner en marcha cuanto antes medidas específicas diri-

das a las pymes para que mejoren su acceso a la financiación, en línea con las que contiene el anteproyecto de ley de financiación empresarial y con algunas de las propuestas que acaba de hacer el BCE en su último informe sobre la integración financiera³. También en Europa se es muy consciente de este problema, con iniciativas de la Comisión Europea para desarrollar el mercado de capitales dirigido a las pymes como las contenidas en su comunicación al Consejo y al Parlamento europeo sobre la financiación a largo plazo de la economía europea.

Los datos más recientes disponibles muestran que el crédito a nuevas operaciones de pymes (préstamos de menos de un millón de euros) está aumentando en España, con tasas de crecimiento interanuales positivas desde octubre de 2013, al contrario de lo que sucede en el préstamo de más de un millón de euros.

Afortunadamente, los datos más recientes disponibles muestran que el crédito a nuevas operaciones de pymes (préstamos de menos de un millón de euros) está aumentando en España, con

tasas de crecimiento interanuales positivas desde octubre de 2013, al contrario de lo que sucede en el préstamo de más de un millón de euros. Sin embargo, en el caso de las grandes empresas, la caída del crédito bancario puede ser compensada por otras vías de financiación (préstamo interempresarial, emisión de deuda, etc.), algo que es muy difícil en el caso de las pymes cuyo acceso a la financiación directa en los mercados es marginal.

Finalmente, la recuperación del crédito a las pymes que ponen de manifiesto los datos más recientes de la evolución del crédito nuevo está en sintonía con la mejora que se percibe en la última encuesta del BCE del acceso a la financiación. Así, la comparación de los resultados de la última encuesta publicada en abril de 2014 con la de seis meses anteriores muestra una mejoría en la disponibilidad de crédito, aunque sigue siendo muy superior el porcentaje de empresas que opina que han empeorado las condiciones en el acceso a la financiación (aumento de tipo de interés, comisiones, garantías, etc.) que el que opina lo contrario. Además, también ha mejorado la percepción de las empresas españolas (y también las de la eurozona) sobre las expectativas futuras sobre la disponibilidad de financiación bancaria, aunque mucho más en las grandes que en las pymes.

³ *Financial Integration in Europe*, BCE (2014), 28/04/2014.

Ajuste salarial en España durante la crisis económica

Daniel Fernández Kranz*

Una vez que se elimina el sesgo en la composición, se observa que los salarios en España han mostrado cierta flexibilidad como respuesta a la crisis económica. No obstante, la distribución del ajuste ha sido desigual.

En gran medida, la economía española ha respondido a la crisis económica destruyendo empleo. Ahora bien, los datos, una vez corregido el sesgo en la composición, muestran que los salarios se han ajustado en reacción al shock adverso de demanda ligado a la reciente recesión, un ajuste que ha estado en parte apoyado por las medidas introducidas por la reforma laboral de febrero de 2012. Aunque el proceso de ajuste salarial en España no se ha repartido de manera uniforme, no ha generado un aumento de la desigualdad en términos de ingresos. La carga del ajuste salarial ha recaído en mayor medida sobre los asalariados con empleos mejor remunerados antes de la crisis, así como sobre los trabajadores del sector público. La intensidad del ajuste también ha sido mayor en el sector de la construcción y en las comunidades donde la tasa de paro ha crecido con más fuerza.

Desde 2008, España ha perdido más de 3,6 millones de empleos (un 17% del empleo total en 2008). El proceso de destrucción de empleo ha sido más intenso en España que en cualquier otra economía del mundo desarrollado, lo que llevó a que la tasa de paro aumentase desde cerca del 8% hasta el 26% en menos de seis años. España ha seguido destruyendo empleo en 2013, si bien la tasa de paro comenzó a descender en los primeros meses de 2014.

En 1994, la tasa de paro en España era del 24%. Ese año constituyó el punto álgido de otra recesión económica, cuyos orígenes se encuen-

tran igualmente en una burbuja inmobiliaria, la de los primeros años noventa, que estuvo impulsada por la incorporación de España a la Comunidad Europea y por la celebración de la *Exposición Universal de Sevilla* y los *Juegos Olímpicos de Barcelona* en 1992. Entonces, como ahora, el mercado de trabajo español se ajustó en gran medida a la situación recesiva destruyendo masivamente puestos de trabajo. Otras economías han capeado los difíciles años de la crisis económica de forma ligeramente diferente. En ellas, los salarios han caído en mayor medida, pero el empleo permaneció relativamente estable, al menos comparado con España.

* Profesor de Economía y Director del Departamento de Entorno Económico del IE-Business School. Fellow del Centro de Estudios Europeos del IE-Business School.

Las autoridades españolas han reformado el mercado de trabajo en diversas ocasiones, la más reciente de ellas en febrero de 2012, buscando flexibilizar los salarios y frenar la sangría de puestos de trabajo. Sin embargo, el problema de si los salarios en España se han ajustado o no a la baja en los últimos años, y en qué medida lo han hecho, sigue siendo un tema que genera debate.

Las estadísticas publicadas recientemente han mostrado una notable disminución de los ingresos salariales medios en España. Pero dichas estadísticas adolecen de lo que se conoce como un “sesgo en la composición”. Normalmente, se fijan en el nivel medio de los salarios en un sector, industria o grupo de trabajadores determinados. Pero mientras millones de trabajadores se quedan sin trabajo, las condiciones de quienes conservan su empleo en cada industria o sector pueden diferir radicalmente de quienes lo perdieron, y esto afecta al cálculo de los salarios medios. Por ejemplo, si los trabajadores con salarios elevados pierden su empleo a mayor velocidad que los trabajadores con salarios bajos, el nivel medio de salarios mostrará una tendencia descendente solo porque los supervivientes tenían de partida unos salarios más bajos. Lo contrario sucederá si los trabajadores con salarios bajos son los que resultan despedidos. Así, las estadísticas que adolecen de este sesgo en la composición tenderán a infraestimar o sobreestimar el grado de ajuste salarial dependiendo de si los que pierden el empleo de forma predominante son los trabajadores con salarios elevados o bajos.

El presente artículo aporta evidencias sobre el proceso de ajuste de salarios en España una vez eliminado el sesgo en la composición. Esto se consigue utilizando historiales laborales de 39.188 personas¹ que trabajaron a tiempo completo cada trimestre para la misma empresa entre 2008 y 2012². La fuente de los datos son los registros administrativos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*), y en ellos se incluye información sobre el salario bruto mensual

de cada trabajador, así como características individuales y relacionadas con el puesto ocupado. Se calculan tendencias salariales para cada tipo de puesto, partiendo de los salarios de los trabajadores que se mantuvieron ocupados en la misma empresa durante todo el periodo analizado. Debido a que los sujetos son los mismos durante la totalidad del periodo de la muestra, la principal ventaja de este procedimiento es que despoja a los datos de cualquier sesgo en la composición, sesgo que sí está presente en otras estadísticas.

La información sobre salarios proviene de sujetos que trabajaron a tiempo completo para la misma empresa de forma ininterrumpida durante los primeros cinco años de la crisis económica. Por lo tanto, las tendencias salariales mostradas deben entenderse como remuneraciones asociadas a un puesto de trabajo concreto (combinación empleado-empresa). Estas tendencias salariales no captan la evolución de los ingresos laborales de un trabajador determinado. Los trabajadores que se quedaron sin empleo, o que se vieron forzados a cambiar de empleo, sufrieron pérdidas de salario considerablemente mayores que las que se mostrarán aquí. Estudiar la evolución de las remuneraciones salariales de un puesto de trabajo, en lugar de los ingresos laborales de los trabajadores, es interesante porque esta medida de salario ofrece una buena imagen de cómo se ha visto afectado el proceso de negociación salarial en España como consecuencia de la crisis económica.

Principales hallazgos

Los datos muestran que los salarios en España siguieron incrementándose durante casi todo 2008, 2009 y parte de 2010. Los salarios de los puestos con altas remuneraciones comenzaron a descender en 2010, un año antes de que lo hicieran los salarios de los puestos menos remunerados. Llama poderosamente la atención constatar que durante los dos o tres primeros años de la crisis económica, mientras la economía destruía

¹ Todos los sujetos observados son varones.

² Por desgracia, la información sobre 2013 aún no está disponible, por lo que el análisis abarca los años de la crisis económica entre 2008 y 2012.

empleo a gran velocidad, los salarios, de hecho, aumentaron. Entre 2010 y 2012, los salarios descendieron en términos reales (una vez considerada la inflación) un 4,1% de media, y tan solo lo hicieron un 1,4% desde 2008. Gran parte de este descenso se debe al proceso de ajuste de salarios en el sector público, puesto que los salarios del sector privado solo disminuyeron un 3,4% desde 2010 (comparado con la disminución del 8% registrada en el sector público). Este es un ajuste muy modesto que contrasta enormemente con el rápido aumento del paro durante esos años.

Llama poderosamente la atención constatar que durante los dos o tres primeros años de la crisis económica, mientras la economía destruía empleo a gran velocidad, los salarios, de hecho, se incrementaron.

De la disminución de 4,1 puntos porcentuales observada desde 2010, 1,6 puntos corresponden al periodo entre 2010 y 2011, y los 2,5 puntos restantes al periodo entre 2011 y 2012. Esto indica que la reforma de febrero de 2012 ha aumentado la flexibilidad de los salarios en España.

Una pauta general que se observa en los datos es que los salarios han caído más en los trabajos que percibían salarios más altos al comienzo de la crisis económica. Así, los salarios descendieron más en los trabajos cualificados, en las grandes empresas, en el sector público y entre los puestos desempeñados por trabajadores de mayor edad y con mayor nivel de formación. Estas últimas evidencias parecen contradecir las recientes afirmaciones de que la crisis económica ha ensanchado la brecha entre los niveles de ingresos en España. Si lo ha hecho, dicho aumento de la disparidad de ingresos debe de haberse generado por otras vías, como por ejemplo, por el hecho de que diferentes grupos de trabajadores hayan perdido su empleo a ritmos diferentes.

Por último, los salarios se han ajustado en mayor medida en el sector de la construcción y en las comunidades que se han visto más golpeadas por el paro. Esto respalda la idea de que el comportamiento de los salarios en España posee cierta flexibilidad, en el sentido de que se han ajustado en consonancia a la gravedad del *shock* negativo de demanda registrado en cada rama de actividad y región.

Ajuste salarial según el tipo de ocupación

Este apartado muestra el proceso de ajuste salarial según el tipo de puesto ocupado, el cual se define por el nivel de salario inicial, el tamaño del establecimiento y el tipo de contrato que tenía el titular de dicho puesto al comienzo de la crisis económica en 2008. Los gráficos de este apartado y los del resto del artículo presentan una estructura idéntica, con dos paneles por cada uno. En el panel (a) se muestra el salario bruto medio mensual entre 2008 y 2012³, mientras que en el panel (b) se muestra el porcentaje de variación de ese mismo salario normalizando su valor a 1 en 2008.

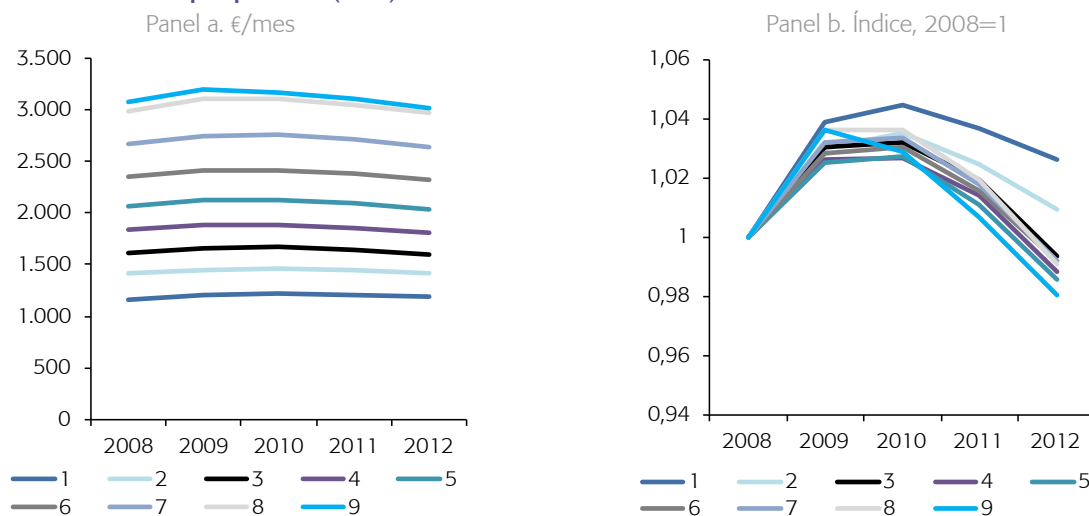
El gráfico 1 muestra la evolución del salario bruto mensual de los puestos en función de su posición en la distribución salarial en el primer trimestre de 2008. Para calcular los deciles salariales por puesto, se ordenan todos los puestos según la cuantía del salario de cada uno y se dividen en 10 grupos iguales. El primer decil corresponde al 10% de puestos con menor remuneración en 2008 y el décimo decil corresponde al 10% de puestos con mayor remuneración en 2008⁴. Las cifras muestran que, en la mayoría de los puestos, los salarios se incrementaron hasta 2010. Por ejemplo, en el grupo de remuneración situado en el punto medio (quinto decil), los salarios aumentaron un 2,7% entre 2008 y 2010.

Se suele argüir que la crisis económica ha aumentado la desigualdad de ingresos en España.

³ Los salarios se expresan en términos reales (€ de 2008) y se deflactan utilizando el Índice de Precios al Consumo (IPC).

⁴ La cifra omite a los trabajadores del décimo decil debido al *topcoding* (es decir, los datos no reflejan la variación de los salarios de esos empleados ya que la información se somete a codificación en los registros de la Seguridad Social).

Gráfico 1

Salario bruto mensual por posición (decil) en la distribución salarial: 2008-2012

Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

Los datos del gráfico 1 indican que dicho aumento de la disparidad en los ingresos no se debe al proceso de fijación de salarios. De hecho, observando las cifras se puede concluir que los puestos con menor remuneración (los deciles bajos) aumentaron más que el resto durante 2008 y 2009, y siguieron incrementándose en 2010 cuando los salarios de los puestos mejor remunerados empezaron a descender. Además, a partir de 2010, los salarios descendieron más en los puestos mejor remunerados que en los demás grupos de remuneración. Por ejemplo, mientras los salarios de los puestos del primer decil de la distribución salarial disminuyeron un 1,8%, los de los puestos del cuarto decil lo hicieron un 3,8%, y los puestos mejor remunerados, encuadrados en el noveno decil, perdieron un 4,8% de salario⁵. Como resultado de ello, la ratio de salario entre los puestos situados en el noveno decil y los ubicados en el primer decil pasó de 2,64 en 2008 a 2,52 en 2012. Los motivos que explican estas tendencias no están claros, pero en ello tuvieron que ver probablemente los mínimos salariales impuestos por

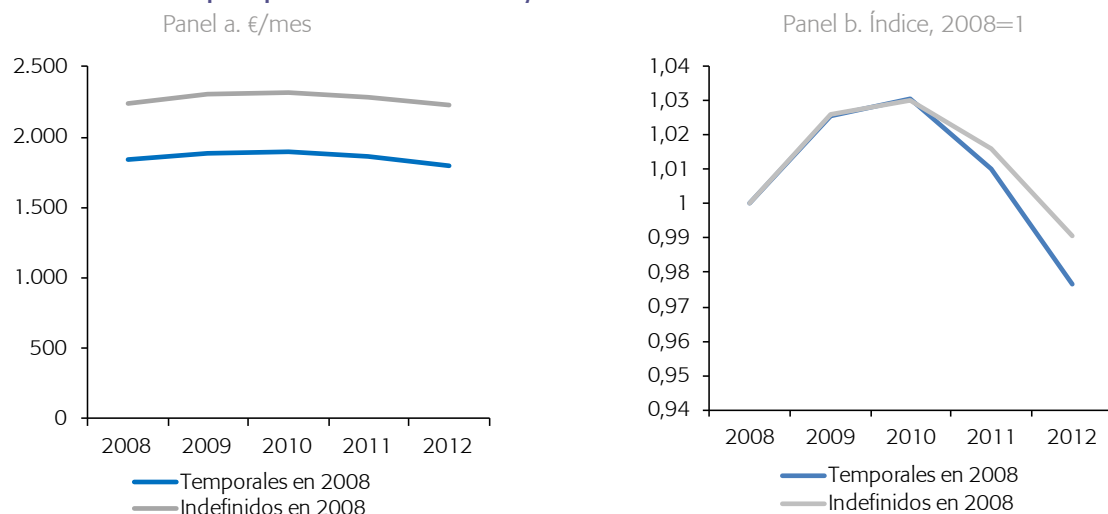
la regulación laboral y el proceso de negociación colectiva en España por las diversas clases de legislación aprobada y el proceso de negociación salarial en España, que impide que los salarios de los trabajadores en los tramos más bajos de la escala caigan por debajo de un determinado nivel.

Se suele argüir que la crisis económica ha aumentado la desigualdad de ingresos en España. Los datos indican que dicho aumento de la disparidad en los ingresos no se debe al proceso de fijación de salarios.

Es importante recordar que el gráfico refleja los salarios de los puestos partiendo de una muestra de trabajadores que se mantuvieron empleados a tiempo completo en la misma empresa entre 2008 y 2012. Aun en ese caso, la desigualdad de ingresos puede incrementarse si los trabajadores que pierden sus empleos a tiempo completo deben aceptar trabajos a tiempo parcial peor

⁵ Estos datos probablemente infravaloran el descenso de los salarios de los puestos mejor remunerados. La razón es que la variable de los salarios en los datos que componen la muestra no incluyen los pagos por horas extraordinarias y bonificaciones, conceptos salariales que probablemente revisten más importancia en los puestos de mayor remuneración y que, probablemente, se vieron recortados durante la crisis económica.

Gráfico 2

Salario bruto mensual por tipo de contrato en 2008 y año: 2008-2012

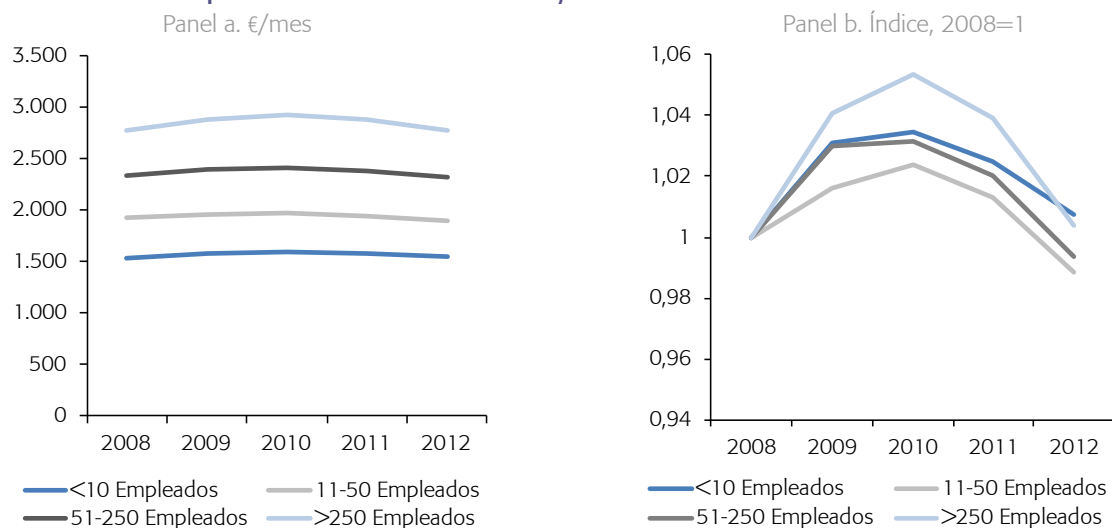
Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

remunerados, o si los trabajadores que son privados de empleo deben aceptar trabajos a tiempo completo en otras empresas con peores salarios.

El gráfico 2 muestra la variación de los salarios de los puestos según el tipo de contrato (temporal o indefinido) ostentado a comienzos de la crisis económica en 2008. Ambos tipos de puestos

exhiben el mismo ritmo de incremento salarial hasta 2010. A partir de entonces, los salarios de los puestos con contratos temporales descienden más que los salarios de los puestos con contratos indefinidos. Los salarios de los puestos con contratos temporales disminuyeron un 5,4% entre 2010 y 2012, frente a un 3,9% en los indefinidos. De acuerdo con estas evidencias, contar con

Gráfico 3

Salario bruto mensual por tamaño del establecimiento y año: 2008-2012

Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

un contrato indefinido supuso para su titular una protección no solo frente a la posibilidad de ser despedido, sino también frente a una reducción salarial más intensa.

El gráfico 3 muestra la evolución salarial de los puestos agrupados según el tamaño de la empresa. Aunque los asalariados en empresas de tamaño medio han experimentado la mayor caída de salario desde 2008, el gráfico muestra claramente que los salarios en las empresas más grandes se han vuelto más flexibles, con un descenso del 5,3% en los dos últimos años. Probablemente, detrás de esto coexisten varios motivos: por un lado, tal y como muestra el gráfico, los salarios reales en los establecimientos de más 250 empleados se habían incrementado significativamente antes de 2010; por otro lado, la reforma de febrero de 2012 ha permitido a las empresas descolgarse de los convenios colectivos firmados a nivel sectorial o regional. Aunque en principio todas las empresas pueden utilizar los mecanismos de flexibilidad que otorga la reforma, las de mayor tamaño son las que cuentan con las capacidades y recursos para negociar sus propios acuerdos salariales. Finalmente, los salarios son, de media, mayores en las empresas de tamaño muy grande, lo que confiere a dichas firmas mayor margen para reducirlos en un contexto de recesión.

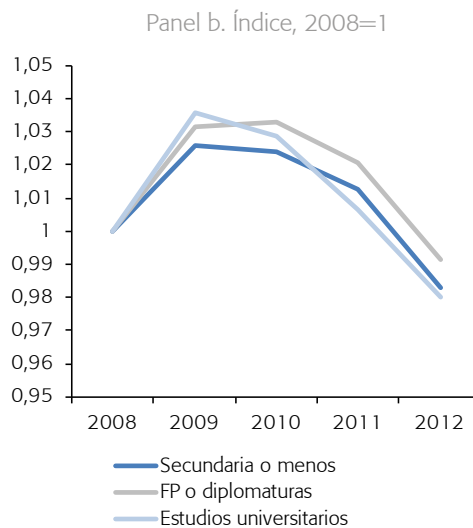
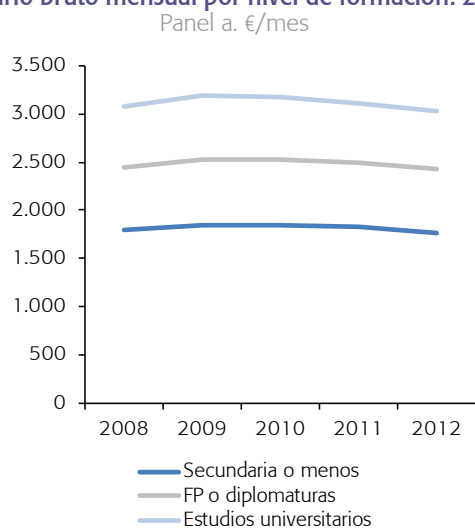
Ajuste salarial según el puesto y las características de su titular

Este apartado analiza la evolución de los salarios de los puestos atendiendo a las características de quienes los ocupan, es decir, el nivel de formación alcanzado por el trabajador, la ocupación que desempeñaba en 2008 y su edad en 2008. En general, los asalariados que disfrutaban de mayores remuneraciones de partida han sufrido un descenso salarial más intenso en el periodo entre 2010 y 2012. Los salarios han descendido más en los trabajos de alta cualificación, en los puestos ocupados por trabajadores con mayor nivel de formación y en el grupo de empleados de mayor edad.

El gráfico 5 muestra la evolución salarial de los puestos ocupados por trabajadores con distintos niveles de formación. Los salarios de los puestos ocupados por personas con estudios superiores han registrado el mayor descenso, cayendo un 5,6% desde su máximo alcanzado en 2009. En cambio, durante ese periodo, los puestos ocupados por personas con niveles de formación más bajos han perdido de media un 4,2% de salario. La pauta que se obtiene es similar si, en lugar del nivel educativo, observamos el tipo de ocupación desem-

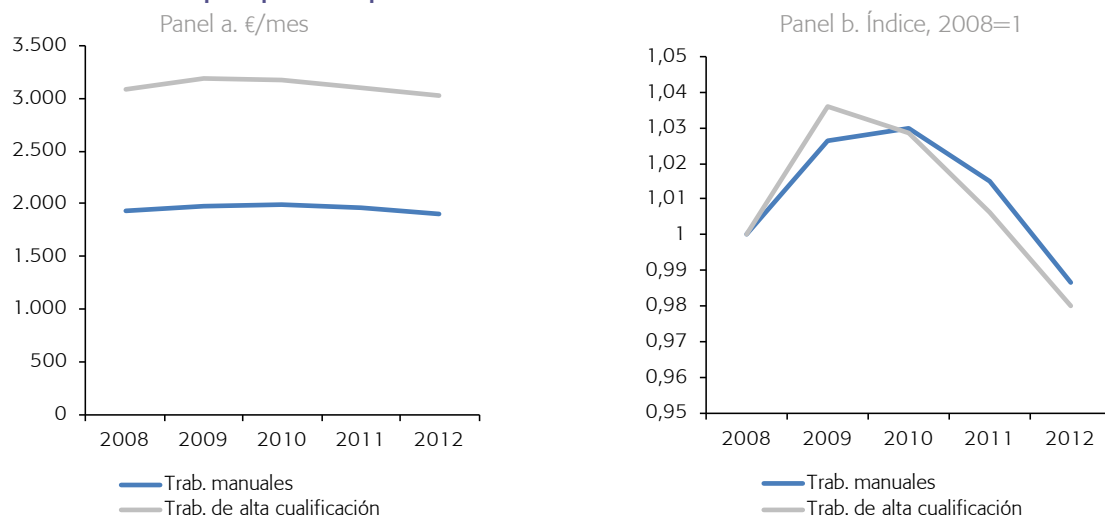
Gráfico 4

Salario bruto mensual por nivel de formación: 2008-2012



Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

Gráfico 5

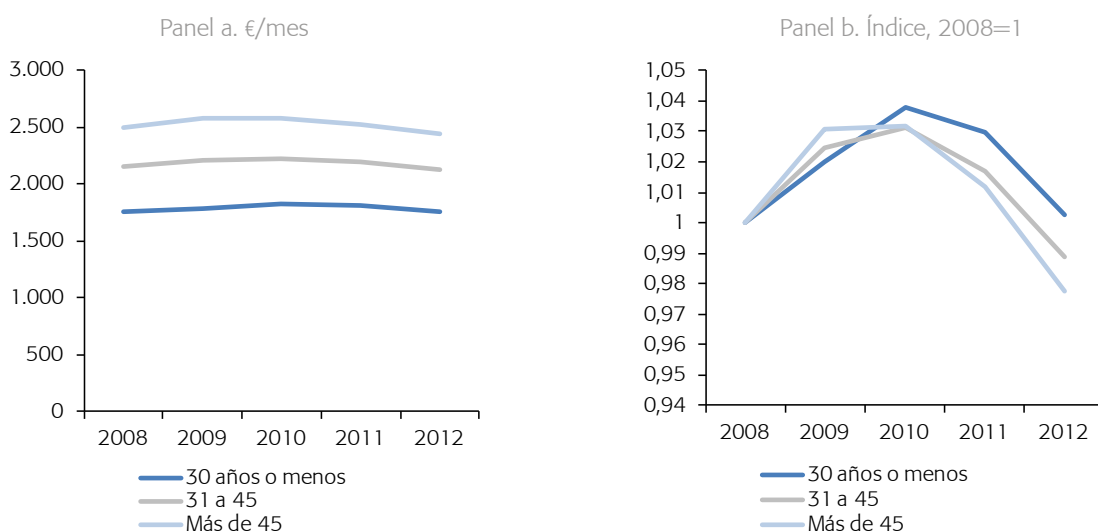
Salario bruto mensual por tipo de ocupación en 2008: 2008-2012

Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

peñada en 2008. Esto se refleja en el gráfico 5. Mientras en los trabajos de fábrica los salarios disminuyeron un 4,3% desde 2010, en los trabajos de alta cualificación cayeron un 5,6%, y empezaron su descenso un año antes. Por último, el gráfico 6 muestra que los grupos de trabajadores de mayor edad han perdido un 5,4% de salario, frente al

3,5% en términos reales perdido por los trabajadores menores de 30 años. Esta evolución implica una reducción significativa de la desigualdad salarial entre los distintos tramos de edad. Por ejemplo, mientras en 2008 los trabajadores de 45 años o más ganaban de media un 42% más que los trabajadores menores de 30, esta brecha se ha ido

Gráfico 6

Salario bruto mensual por edad en 2008: 2008-2012

Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

estrechando hasta situarse cinco años más tarde en el 38%.

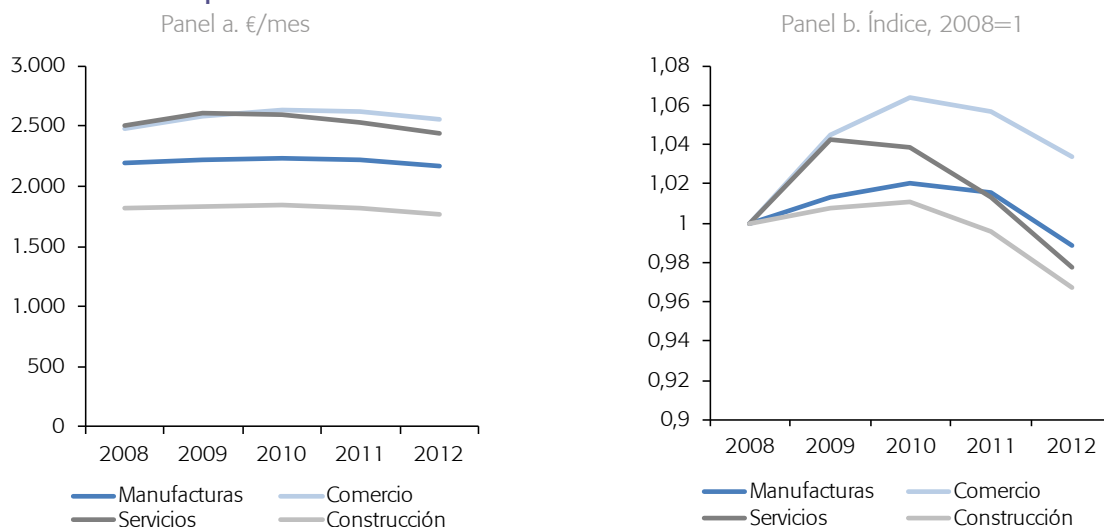
Ajuste salarial por rama de actividad y por comunidades autónomas

Este apartado examina la evolución de los salarios de los puestos según la rama de actividad económica y la comunidad autónoma considerada. La recesión ha afectado con diferente intensidad a los sectores económicos y las regiones. Por ejemplo, la

El gráfico 7 muestra los salarios de puestos pertenecientes a la industria manufacturera, comercio al por menor, servicios y construcción. Los puestos relacionados con la construcción son los que registraron la mayor caída salarial desde 2008 (3,3% desde 2008 y un 4,4% desde su máximo en 2010). Esto es consistente con la idea de que los salarios han caído más en los sectores más duramente golpeados por la recesión económica. La misma idea queda patente observando el gráfico 8, donde se compara la variación de salarios entre 2010 y 2012 con el incremento de la tasa

Gráfico 7

Salario bruto mensual por rama de actividad en 2008: 2008-2012



Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

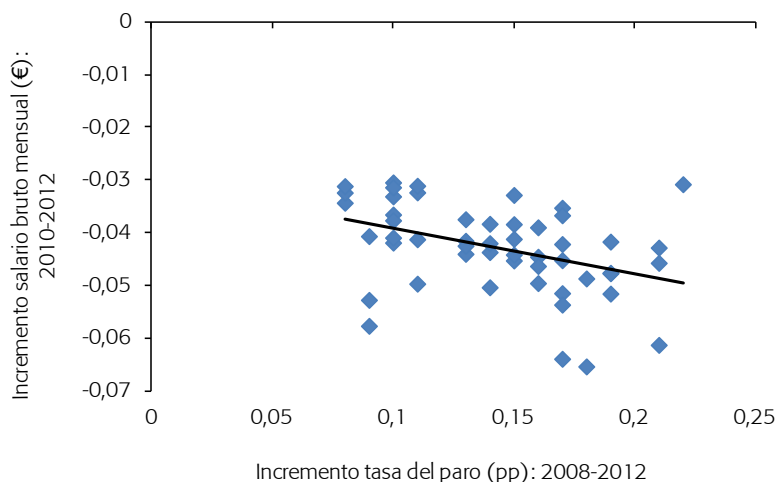
destrucción de empleo ha sido especialmente acusada en el sector de la construcción, con un 65% menos de empleo respecto a 2008. Además, la tasa de paro en las provincias españolas ha aumentado a distinta velocidad, lo que probablemente refleja su diferente especialización sectorial, así como aspectos relacionados con la oferta de mano de obra. Una cuestión interesante es comprobar si los salarios se han ajustado a la baja en mayor grado en aquellos sectores o provincias en los que el proceso de destrucción salarial ha sido más intenso, tal y como, por otro lado, cabría esperar en un mercado de trabajo flexible donde los salarios reaccionan a las condiciones de demanda y de oferta.

de paro en las 52 provincias españolas. El gráfico incluye la línea de tendencia que mejor ajusta los datos. De media, los salarios descendieron más en las provincias con la mayor tasa de desempleo. El coeficiente de correlación entre estas dos variables es negativo y significativo (-0,39).

Tendencias salariales en los sectores público y privado

Los salarios del sector público se han comportado tradicionalmente de manera independiente respecto al ciclo económico. Los salarios

Gráfico 8

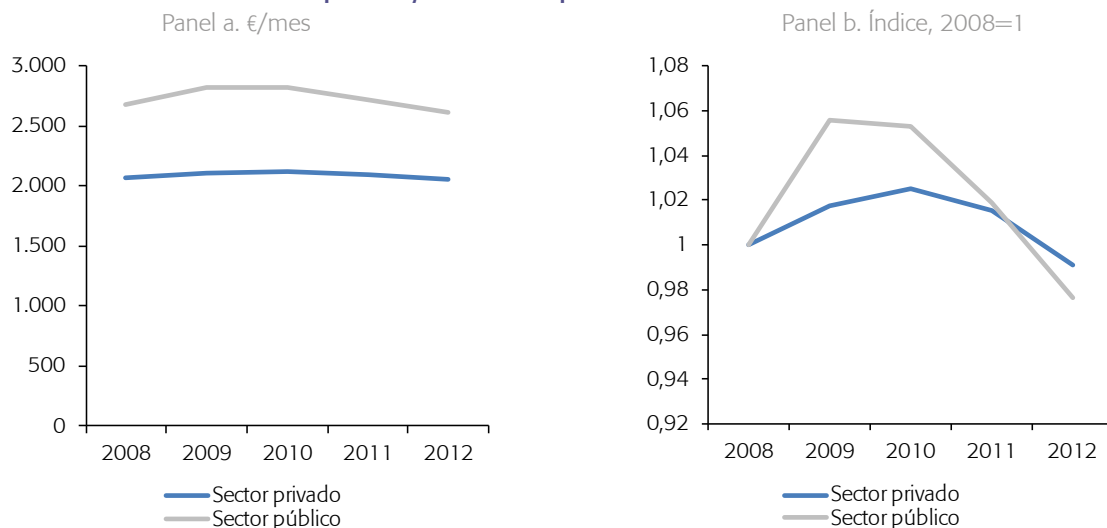
Variación salarial y tasa de paro en las provincias españolas: 2008-2012

Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

en el sector público, en lugar de responder a las leyes de la oferta y la demanda, vienen marcados por ley, por lo que potencialmente podrían exhibir bastante rigidez en un contexto de situación económica cambiante. No obstante, el gobierno español se ha enfrentado a tensiones debido a su creciente déficit y deuda pública. Tanto los mercados de financiación como las ins-

tituciones internacionales han forzado a España a adoptar significativas medidas de consolidación fiscal desde 2010. Una pregunta importante es si la evolución de los salarios en el sector público refleja estos esfuerzos de consolidación fiscal, y si los salarios en el sector público se han comportado, o no, de manera diferente a los salarios en el sector privado.

Gráfico 9

Tendencias salariales en el sector público y en el sector privado: 2008-2012

Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (*Muestra Continua de Vidas Laborales*).

El gráfico 9 muestra hasta qué punto ha sido diferente el comportamiento de los salarios en el sector público y en el sector privado. En el sector público, los salarios se incrementaron un notable

Una pregunta importante es si la evolución de los salarios en el sector público refleja los esfuerzos de consolidación fiscal, y si los salarios en el sector público se han comportado, o no, de manera diferente a los del sector privado. En conjunto, el proceso de ajuste salarial ha sido más intenso en el sector público que en el privado desde 2008.

5,5% durante 2009, para luego disminuir un 8% hasta 2012. Esto contrasta con la evolución de los salarios en el sector privado, que disminuyeron un más modesto 3,4% desde su máximo alcanzado en 2010. En conjunto, el proceso de ajuste salarial ha sido más intenso en el sector público que en el privado desde 2008 (un 2,4% frente a un 0,8%).

trabajo sobre la evolución de los salarios. El problema de este tipo de análisis es que con frecuencia una o más de esas características están correlacionadas entre sí, lo que complica la interpretación de los resultados. Por ejemplo, los salarios descendieron más en el sector público y en los trabajos de alta cualificación. Pero si en el sector público los trabajos son típicamente de oficina, no sabemos si el resultado que observamos se debe al hecho de que estos puestos pertenecen al sector público o bien a su atributo de trabajo de oficina (o a ambos). El análisis de regresión permite dar una solución a este problema estudiando el efecto de una variable tras controlar por el valor de las otras. El resultado de este tipo de análisis se presenta en el gráfico 10.

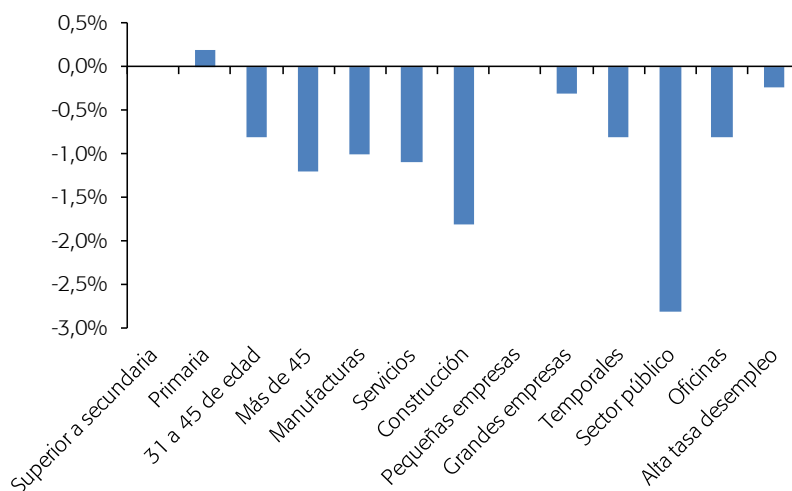
El gráfico 10 muestra el coeficiente, o la magnitud del impacto, de cada variable en el ritmo de variación de los salarios desde 2010, los años de mayor caída salarial. Los resultados de este análisis confirman en general los hallazgos previos. Con la única excepción de la educación, que no es ahora un factor significativo, los salarios descendieron más en aquellos puestos desempeñados por trabajadores de mayor edad, en el sector de la construcción, en empleos de oficina, en las grandes empresas, en el sector público y en las provincias donde el paro repuntó con más fuerza.

Análisis de regresión

En los gráficos 1 a 9 se ha analizado el impacto de las distintas características de los puestos de

Gráfico 10

Impacto de cada atributo relativo al puesto sobre el ritmo de descenso salarial



Fuente: Elaboración propia y datos de la Seguridad Social (Muestra Continua de Vidas Laborales).

En resumen, este análisis confirma que los salarios en España se han ajustado a la baja como respuesta a los *shocks* adversos de demanda y lo han hecho en distinto grado según la rama de actividad y la provincia. También corrobora la

idea de que la carga del proceso de ajuste salarial ha recaído más en los trabajadores del sector público y en los empleados que percibían salarios más altos antes de que se iniciara la crisis económica.

¿Poder de mercado en la comercialización de combustibles de automoción en España?: análisis de la evolución de precios y márgenes

Alejandro Bello, Ignacio Contín-Pilart y M. Blanca Palacios*

Este trabajo analiza la evolución de los precios y los márgenes comerciales en la venta de gasolinas y gasóleos de automoción a través de estaciones de servicio en España durante el período enero de 2001-marzo de 2014.

Nuestro estudio relaciona las principales magnitudes estructurales de oferta y demanda de la industria española del petróleo con la evolución de los precios de venta antes de impuestos, los márgenes comerciales y los beneficios brutos obtenidos por el conjunto del sector de la distribución de carburantes de automoción. Se aprecia así la existencia de cierto poder de mercado.

Durante todo el período entre enero de 2001-marzo de 2014, el número de estaciones de servicio ha crecido de forma constante. En cuanto a la evolución de la demanda, precios relativos antes de impuestos y márgenes comerciales podemos distinguir dos subperíodos. Uno que va desde 2001 hasta 2007, en el que observamos un crecimiento continuo de la demanda, y un mantenimiento de precios relativos y márgenes comerciales, y otro, que va desde 2008 hasta la actualidad, que se caracteriza por una fuerte caída de la demanda y un aumento relativo de precios y márgenes comerciales. Como consecuencia, el beneficio bruto total del sector de la distribución de carburantes de automoción en España no solo

no ha disminuido sino que ha aumentado durante el período de crisis económica.

La industria española del petróleo: principales dimensiones estructurales

La industria petrolera se estructura verticalmente desde la propiedad de las reservas y la extracción de crudo, hasta la transformación, distribución y venta de sus derivados. Las actividades que componen la cadena vertical se suelen agrupar en exploración, desarrollo y producción de crudos, que configuran el negocio de aguas arriba

* Universidad Pública de Navarra. Los autores del trabajo desean agradecer el apoyo financiero del Ministerio de Economía y Competitividad (proyectos: ECO2010-21242-C03-03 y ECO2010-21393-C04-03).

(*upstream*), y el refino, la distribución primaria, y la comercialización final de productos petrolíferos, que integran el negocio de aguas abajo (*downstream*).

En España, la actividad de exploración y producción de crudos es prácticamente testimonial. En cuanto a la actividad del refino, Repsol tiene cinco plantas refineras, Cepsa, tres y BP, una. Por último, Repsol y Cepsa comparten la propiedad de una décima planta dedicada al tratamiento de crudos pesados y la producción de asfaltos. En el año 2013, la industria procesó 57,5 millones de toneladas de crudos y materias primas, lo que significó una utilización del 81% de la capacidad total de refino instalada en España (*Enciclopedia Nacional del Petróleo, Petroquímica y Gas*, 2013). Tradicionalmente, la demanda de gasóleo ha excedido a la producción nacional, mientras que la producción de gasolina ha superado a la demanda. Así, en el año 2012 las importaciones netas de gasóleo alcanzaron los 8.115 millones mientras que las exportaciones netas de gasolinas fueron de 4.241 millones de litros.

La distribución primaria de productos petrolíferos en España se realiza prácticamente en régimen de monopolio por la Compañía Logística de Hidrocarburos (CLH). Su red de transporte y almacenamiento de hidrocarburos líquidos alcanza los 4.006 km de oleoductos y cuenta con 38 instalaciones de almacenamiento, con una capacidad total (propia y alquilada) de 7,8 millones de metros cúbicos (m³). Esto convierte a CLH en la *esencial facility* de la industria petrolera (Contín-Pilart *et al.*, 2001). Actualmente la participación conjunta de Repsol, Cepsa y BP en la compañía no supera el 25%.

Por último, la comercialización y venta de gasolinas y gasóleos de automoción se realiza principalmente a través de estaciones de servicio. Su número no ha dejado de crecer desde la abolición del Monopolio Español del Petróleo en 1993 (cuadro 1); crecimiento impulsado tanto por el atractivo del sector, que tenía una baja densidad de estaciones de servicio por habitante y kilómetro cuadrado, como por el aumento de la demanda asociada al último ciclo económico experimentado por la economía española. Es de destacar que el incremento en el número de estaciones de servicio se mantiene incluso después del año 2008, momento en el cual se agudizan los efectos de la crisis económica y caen los niveles de consumo (gráfico 1). Actualmente, la red española de estaciones de servicio cuenta con aproximadamente 10.600 puntos de venta (Asociación Española de Operadores de Productos Petrolíferos, 2014).

El cuadro 1 recoge la evolución del número de estaciones de servicio y el índice de concentración C3. Puede observarse cómo dicho índice disminuye constantemente a lo largo del tiempo. Esto se debe tanto al incremento de la participación de nuevos agentes (Galp, Meroil, Disa, etc.) tras la abolición del Monopolio como a las distintas medidas regulatorias que han limitado las nuevas aperturas de gasolineras por parte de los principales operadores, Repsol y Cepsa. A pesar del aumento de operadores y la disminución en la cuota de mercado conjunta de los operadores con capacidad de refino, los niveles de concentración se mantienen en niveles elevados, siendo en algunas regiones españolas especialmente altos (Bello y Contín-Pilart, 2012).

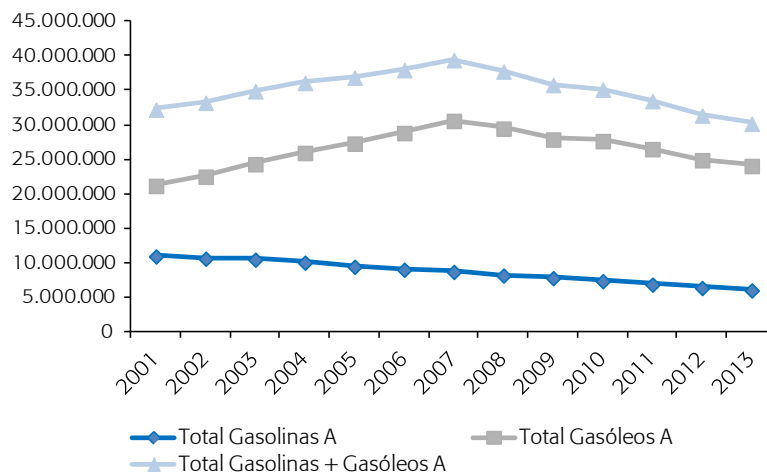
Cuadro 1

Evolución del número de estaciones de servicio y el índice de concentración

	1995	2001	2006	2009	2012
Nº de Estaciones de Servicio	6.327	7.798	8.282	9.726	10.424
C3. Cuota de mercado conjunta de los tres principales operadores (Repsol, Cepsa, BP) por estaciones de servicio.	86%	73%	61%	58%	56%

Fuentes: AOP, Enciclopedia Nacional del Petróleo, Petroquímica y Gas (1995-2013) y elaboración propia.

Gráfico 1

Consumo de gasoléos y gasolinas de automoción en España en miles de litros (2002-2013)

Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y elaboración propia.

En cuanto a la demanda, los productos petrolíferos constituyen la fuente de energía más utilizada en España. El consumo de productos derivados del petróleo en el año 2013 fue de 43.963 kilotoneladas equivalentes de petróleo (ktep), lo que supone el 51% del total de energía consumida (Ministerio de Industria, Energía y Turismo). Dentro de estos, los gasoléos en primer lugar, y las gasolinas en segundo, son los productos más demandados. El gráfico 1 recoge la evolución en las cantidades consumidas de gasoléos y gasolinas de automoción en litros anuales, para el período comprendido entre los años 2001 y 2012. Se puede observar cómo la demanda experimenta una caída importante a partir del año 2008, con tasas de descenso interanual que alcanzan el 9%, debido fundamentalmente a la caída en el consumo de gasoléos.

Evolución de precios y márgenes comerciales

Los precios de comercialización después de impuestos de los combustibles de automoción en España son inferiores a los precios medios europeos debido, fundamentalmente, a que los

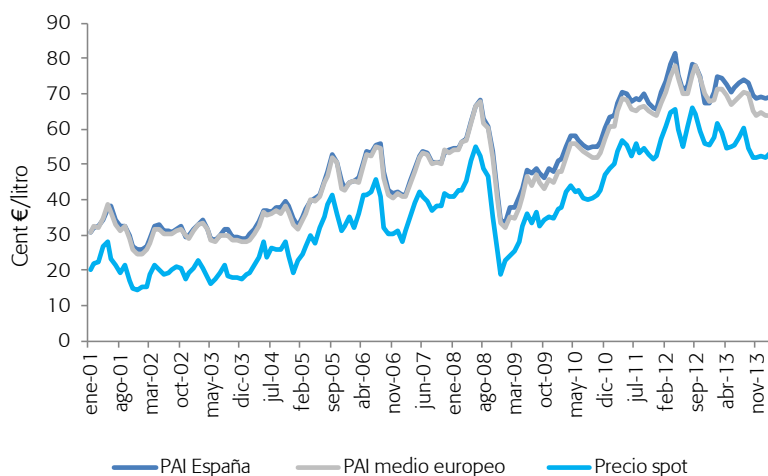
impuestos que gravan las gasolinas y los gasoléos de automoción en España son claramente inferiores a los que se aplican en la mayoría de los países europeos.

Por ello, en este apartado nos vamos a centrar en analizar la evolución de los precios antes de impuestos y de los márgenes comerciales de la gasolina 95 de octanos y del gasóleo de automoción en España en comparación con la experimentada por los precios y márgenes medios europeos durante el período comprendido entre enero de 2001 y marzo de 2014. Más concretamente, los precios y márgenes medios europeos se calculan como la media de seis países: Francia, Italia, Bélgica, Alemania, Reino Unido y Holanda. Tomamos como referencia estos países porque su precio antes de impuestos se utilizaba para calcular semanalmente, junto con otros parámetros, los precios máximos de gasolinas y gasoléos durante el período de regulación de precios máximos (junio de 1990-septiembre de 1998 para las gasolinas y junio de 1990-junio de 1996 para los gasoléos).

El gráfico 2 muestra cómo tanto el precio spot mensual de referencia de la gasolina para España

Gráfico 2

Precios mensuales de la gasolina



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y elaboración propia.

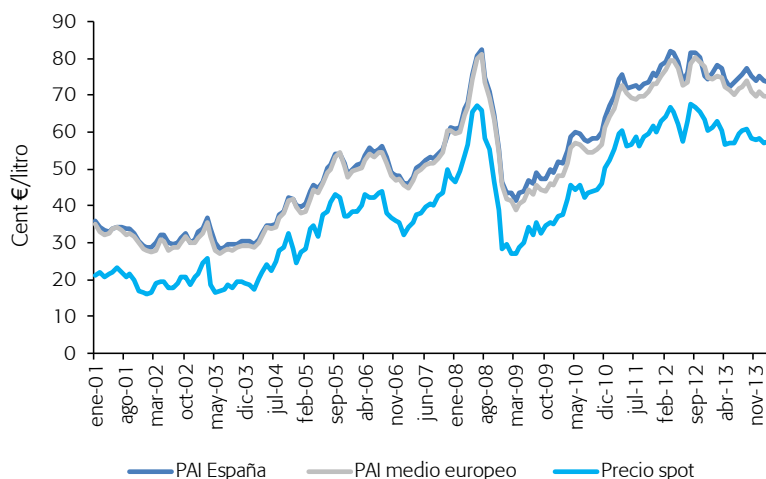
como los precios medios mensuales antes de impuestos en España (PAI España) y en Europa (PAI medio europeo) han seguido una tendencia creciente durante el período analizado. Asimismo, también se puede observar cómo a partir de mediados de 2008 las diferencias entre los precios medios en España y en Europa aumentan. La

misma evolución se observa en el caso del gasóleo de automoción (gráfico 3).

Por otra parte, utilizando la información suministrada por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, se puede calcular el margen medio bruto mensual por litro vendido en España y en Europa.

Gráfico 3

Precios mensuales del gasóleo de automoción



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y elaboración propia.

En concreto, el margen bruto se calcula como la diferencia entre el precio antes de impuestos y el precio spot e incluye, además de la remuneración para el operador petrolífero, bien sea un operador con capacidad de refino u otro operador al por mayor (Disa, Galp, etc.), los costes operativos de la estación de servicio, los costes de transporte por llevar los combustibles desde las refinerías o los puertos a las estaciones de servicio, el margen del gasolinero, etcétera.

El gráfico 4 muestra la evolución de las diferencias mensuales entre los márgenes comerciales brutos medios obtenidos en España y en Europa en la venta de la gasolina de 95 octanos. Se pueden distinguir dos períodos. En el primero, comprendido entre los años 2001 y 2008, vemos cómo dicha diferencia fluctúa alrededor de 1 céntimo por litro. A partir de 2008, esa diferencia se incrementa notablemente con la excepción del período septiembre-diciembre de 2012. De hecho en noviembre de 2012, el margen comercial por litro vendido se situó en España 2,6 céntimos por debajo del medio europeo. Esta "anomalía" se explica por el llamado "efecto lunes", que se dio con especial intensidad en los meses señalados, y que respondía al hecho de que los operadores bajaban los precios de venta en las estaciones de

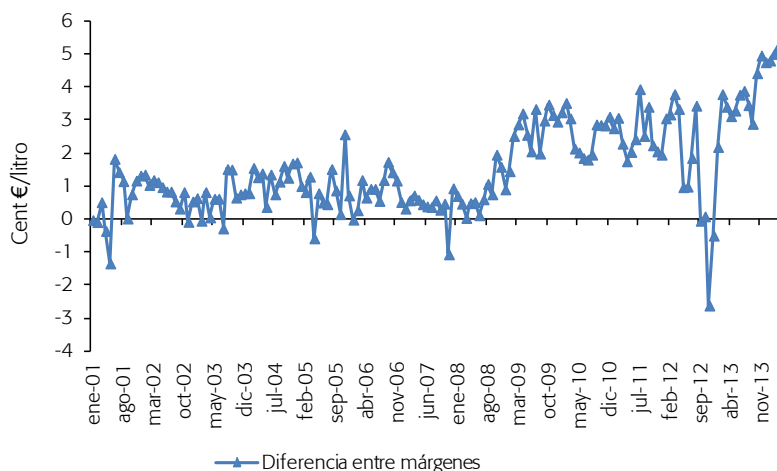
servicio los lunes para después subirlos a partir del martes. El lunes era el día en que el Ministerio recogía los datos a petición de la Comisión Europea para la elaboración de estadísticas (incluidos los precios mensuales que utilizamos en este artículo).

Tanto en el caso de la gasolina como en el del gasóleo el margen bruto comercial medio se ha incrementado significativamente durante el período de crisis económica (enero de 2008-marzo de 2014).

La Comisión Nacional de la Energía en distintos informes sugiere que el "efecto lunes" perseguía manipular las estadísticas sobre precios de tal manera que en ellas se reflejasen precios inferiores a los que realmente se aplicaban a lo largo de la semana, mientras que algunos operadores como Repsol confirmaban esa bajada de precios los lunes, pero la atribuían a estrategias comerciales. Más concretamente, Repsol señala que la bajada de precios de los lunes se debía a que los transportistas cargaban sus depósitos de combustibles mayoritariamente estos días de cara a su

Gráfico 4

Diferencias en los márgenes comerciales brutos entre España y Europa en la gasolina de 95 octanos



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y elaboración propia.

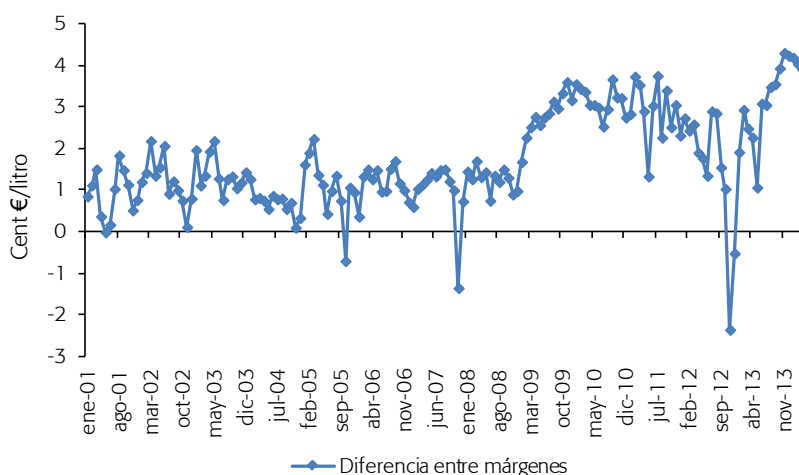
actividad semanal. En todo caso, y como reconoce la Comisión Nacional de la Energía, el llamado “efecto lunes” fue un fenómeno pasajero. A partir de mayo de 2013, los precios semanales que se envían a Bruselas ya no se corresponden con los precios observados los lunes en las estaciones de servicio, si no que se utilizan precios observados durante todos los días de la semana. A partir de esa fecha el diferencial de precios entre España y Europa se incrementa hasta alcanzar su mayor valor durante los primeros meses del presente

año (alrededor de 5 céntimos por litro). El mismo patrón se observa en el gasóleo (gráfico 5), si bien el diferencial en este caso es menor que el observado en la gasolina.

Para entender mejor qué ha pasado con la evolución de los precios y los márgenes comerciales en España durante el período analizado, el cuadro 2 presenta las estimaciones de la ecuación de precios. Vemos cómo el coeficiente estimado para el precio spot es prácticamente igual a 1 tanto para

Gráfico 5

Diferencias en los márgenes comerciales brutos entre España y Europa en el gasóleo de automoción



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y elaboración propia.

Cuadro 2

Estimación de la ecuación de precios

	Gasolina	Gasóleo
Constante	11,22 (0,434)*	11,70 (0,378)*
PS_t	1,01 (0,015)*	1,00 (0,011)*
D_t	2,40 (0,472)*	2,80 (0,355)*
R^2	0,988	0,997

Notas: PS_t es el precio spot del combustible en el mes t .

D_t es una variable dicotómica que toma valor 0 desde enero de 2001 hasta diciembre de 2007 y 1 desde enero de 2008 hasta marzo de 2014.

Número de observaciones: 159. Errores estándar de Newey-West entre paréntesis.

* Coeficientes distintos de cero al nivel de significación del 1%.

Fuente: Elaboración propia.

la gasolina como para los gasóleos, por lo que se podría considerar que la totalidad de los cambios que se han producido en el precio spot a lo largo de todo el período de análisis se han transmitido a los precios antes de impuestos. El valor que toma la constante es una estimación del margen bruto comercial medio por litro vendido alcanzado para el período precrisis. Dicho margen habría sido durante este período, en media, de 11,22 céntimos de euro por litro para la gasolina y de 11,70, para el gasóleo. Estos valores son prácticamente idénticos a lo que obtenemos si calculamos directamente los márgenes medios a partir de la base de datos que hemos creado exprofeso para este trabajo: 11,5 céntimos por litro para la gasolina; 11,9 para el gasóleo.

El coeficiente estimado de la variable dicotómica nos indica que tanto en el caso de la gasolina como en el del gasóleo el margen bruto comercial medio se ha incrementado significativamente durante el período de crisis económica (enero de 2008-marzo de 2014). Esto vendría explicado por el incremento de los precios relativos de los combustibles de automoción en España, en comparación con los medios europeos, a partir de 2008 (ver gráficos 2 y 3), fecha a partir de la cual cae fuertemente el consumo total de combustibles de automoción en España (ver gráfico 1). Asimismo, los gráficos 4 y 5 ya apuntaban un aumento destacado del margen relativo bruto por litro vendido en el período de crisis económica. La suma del valor de la constante más la del coeficiente estimado de la variable dicotómica nos indica el margen bruto medio por litro vendido obtenido durante el período crisis: 13,62 céntimos por litro en el caso de la gasolina y de 14,50 en el del gasóleo.

Discusión y conclusiones

Siguiendo el enfoque tradicional de la Economía Industrial, en este trabajo se han descrito y analizado las principales dimensiones estructurales que caracterizan la industria española del petróleo, la conducta del conjunto de empresas establecidas en el sector de la distribución de combustibles de automoción, y los resultados de la industria en

término de precios medios de comercialización de gasolinas y gasóleos de automoción antes de impuestos y de márgenes comerciales.

La evolución observada en el número de estaciones de servicio es uno de los elementos estructurales que más informan sobre el funcionamiento del sector. En este sentido, hemos observado cómo desde la abolición del monopolio de petróleos su número ha crecido de forma constante hasta la actualidad, impulsado no solo por las inversiones de los operadores tradicionales sino también por nuevas aperturas de estaciones de servicio independientes. Este comportamiento se observa incluso a partir del año 2008, cuando los efectos de la crisis económica se ponen de manifiesto con caídas importantes en el consumo total de combustibles de automoción (gráfico 1), lo que supone la ruptura de la tendencia de crecimiento en el consumo experimentada hasta el año 2007. En resumen, a pesar de la caída en la demanda, el sector de distribución de estaciones de servicio mantiene su atractivo y continúa creciendo en número de estaciones de servicio.

Desde la abolición del monopolio de petróleos el número de estaciones de servicio ha crecido de forma constante hasta la actualidad, impulsado no solo por las inversiones de los operadores tradicionales sino también por nuevas aperturas de estaciones de servicio independientes.

Por otra parte, tanto los precios antes de impuestos como los márgenes comerciales se situaron en España durante el período precrisis ligeramente por encima de los medios europeos (alrededor de 1 céntimo por litro). Sin embargo, a partir de 2008, y coincidiendo con la caída en la demanda de combustibles de automoción mencionada anteriormente, asistimos a un importante aumento relativo de los precios en España en comparación con los precios medios europeos. Como consecuencia, el margen comercial por litro vendido en los combustibles de automoción se incrementa de manera notable en España en comparación con el período precrisis y en com-

paración con los márgenes medios europeos para ese mismo período. En resumen, observamos cómo las empresas del sector han tenido la capacidad de incrementar los precios relativos de venta a partir del año 2008 aumentando así los márgenes comerciales de forma muy importante.

Finalmente, para visualizar mejor el efecto que ha tenido el comportamiento observado en los precios en los resultados del sector, hemos hecho un ejercicio simple de calcular los beneficios brutos totales por la venta de los combustibles de automoción. En concreto, hemos calculado el beneficio bruto total mes a mes como la suma del beneficio bruto obtenido en la venta de la gasolina, que es igual al margen bruto por litro vendido multiplicado por la cantidad de litros de gasolina vendida, más el beneficio bruto obtenido en la venta del gasóleo de automoción, calculado de igual manera que en el caso de las gasolinas.

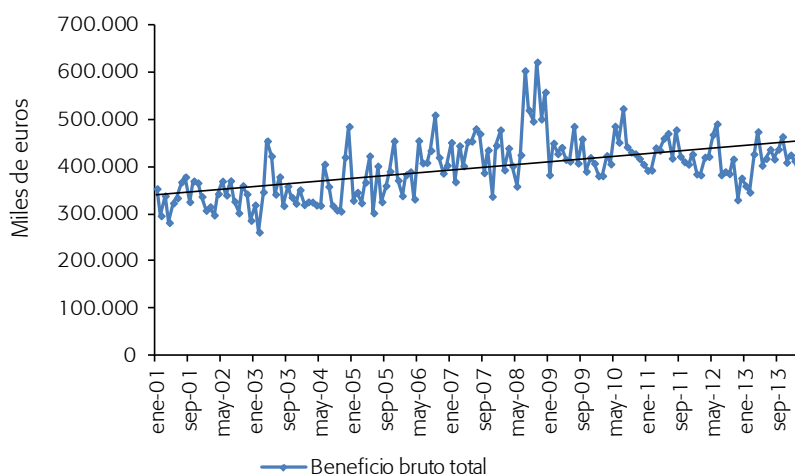
El gráfico 6 muestra la evolución que han seguido los beneficios brutos totales por la venta de combustibles de automoción del sector petrolero español en su conjunto desde el año 2001 en adelante. Este gráfico pone de manifiesto que el aumento relativo de precios y márgenes brutos por litro vendido habría permitido al sector

petrolero en su conjunto aumentar a lo largo del tiempo sus beneficios brutos totales, incluso tras el año 2008. No obstante, cabe señalar que en los últimos meses, y frente a lo ocurrido en épocas pasadas, se empiezan a observar importantes diferencias en los precios entre diferentes tipos de gasolineras; impulsadas por las estrategias de precios más agresivas de estaciones independientes e hipermercados. Así, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) señala que en febrero de 2014 los precios en las estaciones de servicio independientes se situaron, en media, en 3 y 4 céntimos/litro por debajo de los fijados en las estaciones integradas en redes de operadores petrolíferos para la gasolina y para el gasóleo, respectivamente, mientras que el precio medio de los supermercados se situó 1,8 céntimos por debajo del fijado en las estaciones de servicio independientes en ambos tipos de combustibles (<http://www.cnmc.es>). En ese mismo mes, y de acuerdo con nuestros cálculos, el margen bruto por litro vendido se situó en España 5,0 y 4,03 céntimos por encima del medio europeo para la gasolina y para el gasóleo, respectivamente.

Los efectos de la crisis observados en otros sectores de la economía española que también han

Gráfico 6

Evolución del beneficio bruto total en la venta de combustibles de automoción en España



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y elaboración propia.

experimentado caídas importantes en la demanda, como ajustes de capacidad, cierre de empresas y precios de venta a la baja, no se habrían producido en el sector de la distribución de combustible de automoción, ya que tanto el número de estaciones de servicio como los precios relativos de venta y sus beneficios brutos totales han continuado su senda alcista tras el año 2008. En resumen, la estructura de la industria petrolera española parece favorecer el ejercicio de poder de mercado, lo que ha llevado al conjunto del sector de la distribución de combustibles de automoción a mantener, e incluso aumentar, sus beneficios brutos totales durante la crisis económica.

Referencias

- BELLO, A., y CONTÍN-PILART, I. (2012), "Taxes, cost and demand shifters as determinants in the regional gasoline price formation process: Evidence from Spain", *Energy Policy*, 48: 439-448.
- CONTÍN-PILART I.; CORREJÉ, A., y HUERTA, E. (2001), "The Spanish distribution system of oil products: an obstacle to competition?", *Energy Policy*, 29 (2): 103-111.
- ENCICLOPEDIA ESPAÑOLA DEL PETRÓLEO, PETROQUÍMICA Y GAS, 1995-2013, Ediciones Oilgas, Madrid.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO (<http://www.minetur.gob.es/es-ES/Paginas/index.aspx>).

Desigualdad, redistribución y crecimiento

Eduardo Bandrés*

España es uno de los países europeos donde la Gran Recesión ha tenido un mayor impacto en términos de desempleo, deterioro de las condiciones laborales y caída de la renta de las familias. Es también uno de los países con mayores índices de desigualdad en la distribución de la renta y donde esta ha tenido un aumento más destacado durante la crisis. Alcanzar un crecimiento económico sostenible se convierte así en una condición absolutamente necesaria para crear empleo y reducir la brecha social. Pero en estas condiciones, ¿puede ser la desigualdad una rémora para la recuperación de un crecimiento sostenible? Autores como Stiglitz (2012) han puesto de manifiesto que la desigualdad acumulada en los años de la expansión habría amplificado los efectos de la crisis financiera y estaría siendo un obstáculo para la obtención y consolidación de un crecimiento estable a largo plazo. La desigualdad estaría así fomentando una economía menos eficiente y menos productiva, una economía, en suma, con menor crecimiento. Este artículo es una revisión de las controvertidas relaciones entre desigualdad y crecimiento a la luz de las conclusiones más relevantes de la ciencia económica durante los últimos años.

La redistribución no daña el crecimiento. En un país con un problema estructural de insuficiencia de ingresos públicos y con un gasto social muy por debajo de la media europea el aumento de la presión fiscal no va a desencadenar un proceso distorsionador en la asignación de recursos capaz de desbaratar los efectos positivos sobre el crecimiento del gasto público en educación, pensiones o sanidad. No es arriesgado afirmar que en España crecimiento, redistribución e igualdad pueden caminar en la misma dirección durante un trecho aún bastante largo.

Las relaciones entre desigualdad y crecimiento han dado lugar a una ingente literatura teórica y empírica cuya más reciente manifestación es, sin duda alguna, uno de los éxitos editoriales más sonoros de los últimos tiempos: el libro de Piketty

(2014) sobre el capital en el siglo XXI. La dinámica que sigue la distribución de la renta y la riqueza en las economías avanzadas no se ajusta, según Piketty, a la lógica de un mecanismo económico como el que durante muchos años se articuló

* Universidad de Zaragoza.

alrededor de la curva de Kuznets y según el cual el mismo proceso de crecimiento que genera desigualdad en sus primeros estadios, conduce posteriormente a su reducción. Muy al contrario, la historia de la desigualdad sería el resultado de múltiples factores económicos, sociales y sobre todo políticos, que comprimen o expanden las desigualdades atendiendo a la intensidad con que se manifiestan en cada momento. El riesgo, viene a señalar Piketty, es que el capitalismo del siglo XXI termine dominado por la que a su juicio es la principal fuerza que amplifica las divergencias en una economía de mercado: el aumento de la tasa de retorno del capital por encima de la tasa de crecimiento económico, en un contexto donde el capital se encuentra muy concentrado. El resultado es un capitalismo “patrimonial” dominado por una creciente desigualdad, que a la larga representa una amenaza para las sociedades democráticas y los valores de la justicia social.

También en fechas muy cercanas, otro trabajo, mucho menos ambicioso en su concepción y más dirigido al ámbito estrictamente académico (Ostry, Berg y Tsangarides, 2014), analizaba precisamente el sentido inverso de la relación entre desigualdad y crecimiento: justo el que conduce de la primera al segundo. Sus conclusiones no son tan llamativas, habida cuenta que desde mediados de la década de 1990 la nueva economía del crecimiento concluía con bastante grado de consenso que la desigualdad es perjudicial para el crecimiento, echando así por tierra otro de los mitos que durante bastante tiempo prevaleció bajo la forma del inevitable *trade-off* entre eficiencia y equidad al que se refiriera Okun veinte años antes. Lo novedoso es que esta reciente aportación se publica en un documento del Fondo Monetario Internacional y aunque la institución no comparta necesariamente las opiniones de los autores, no deja de ser un hecho relevante, sobre todo porque no se trata de un artículo aislado sino de un programa de investigación que ha dado lugar a otros estudios complementarios.

En las páginas que siguen vamos a profundizar, una vez más, en el sentido más controvertido

de la relación: de la desigualdad al crecimiento. La teoría convencional había sostenido la tesis de que la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza es una condición necesaria para el crecimiento. Aun sin llegar a precisar cuál es el tamaño de la desigualdad que resulta óptimo a tal efecto, se interpretaba que aquella actúa como estímulo a la innovación, el emprendimiento y el proceso de acumulación, en cuanto no pone límites exigentes a los rendimientos de los activos invertidos. Otras explicaciones mantenían lo esencial de la conclusión, pero basándola en que la mayor propensión al ahorro entre las rentas altas garantiza una elevada acumulación de activos y, por tanto, un mayor crecimiento. En consecuencia, las interferencias del sector público tratando de reducir la desigualdad socavarían el funcionamiento de la economía y limitarían el crecimiento, abriendo así el mencionado dilema entre eficiencia y equidad.

El balance final se inclina mayoritariamente del lado de quienes concluyen que la desigualdad afecta negativamente al crecimiento.

La búsqueda de regularidades empíricas y explicaciones causales sobre los efectos de la desigualdad en el crecimiento generó una vasta literatura que tuvo su momento culminante en los años noventa del pasado siglo y primeros años del actual¹. Reconociendo la valía de trabajos posteriores que han reforzado las bases teóricas de los modelos, refinado los métodos de estimación y mejorado la calidad de los datos, lo cierto es que las conclusiones principales no han cambiado mucho en relación con aquellas primeras aportaciones. El propósito que nos guía es, por tanto, revisar las conclusiones de aquella literatura acompañados de algunas significativas contribuciones que en fechas más recientes nos ayudan a comprender mejor las explicaciones que subyacen tras esas controvertidas relaciones entre desigualdad y crecimiento.

Los análisis de correlación parcial entre crecimiento y distribución de la renta para distintas

¹ Un extenso panorama de dicha literatura, en Bandrés y García Delgado (2000).

muestras de países suelen ofrecer una asociación negativa entre desigualdad y crecimiento, aunque no siempre significativa. Así por ejemplo, distintos autores obtienen una evidencia débil de tal relación y otros no encuentran vínculos simples entre desigualdad y crecimiento (OECD, 2012). Sin embargo, Ostry, Berg y Tsangarides (2014) observan una fuerte correlación negativa entre el nivel de desigualdad de la renta disponible y el crecimiento medio de la renta per cápita de los diez años siguientes. Es más, la principal novedad introducida por estos últimos es que también establecen los vínculos entre la desigualdad y la duración de los episodios de crecimiento: a menos desigualdad, más años de crecimiento sostenido.

Sin embargo, las relaciones entre desigualdad y crecimiento no pueden analizarse exclusivamente mediante correlaciones simples que, por su propia naturaleza, no tienen en cuenta la influencia de muchas otras variables. En los primeros estudios empíricos el crecimiento de un país a lo largo de un periodo de tiempo se hacía depender de un conjunto de variables habituales, como la renta per cápita inicial, la escolarización, la tasa de inversión, la apertura exterior, el nivel de desarrollo financiero, la estabilidad política y variables ficticias regionales, al que se incorporaban diferentes indicadores de desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza. La evidencia empírica de esos primeros trabajos permitía concluir con un elevado grado de coincidencia que, efectivamente, la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza contribuye negativamente al crecimiento. Los efectos negativos de la desigualdad son incluso mayores y más robustos cuando se toma como indicador la distribución de la riqueza y, en particular, la distribución de la propiedad de la tierra. No obstante, algunos trabajos obtienen resultados diferentes e introducen matices que vale la pena considerar. Es el caso de Barro (2000) quien, en un extenso trabajo con diferentes especificaciones que incorporan numerosas variables de control e indicadores de desigualdad, concluye que esta retarda el crecimiento en los países con menores nivel de renta por habitante, pero lo promueve en los países avanzados, probablemente por las distorsiones provocadas por las ambiciosas políticas redistri-

butivas, en forma de impuestos y transferencias, sobre el sistema de incentivos.

Aunque el balance final se inclina mayoritariamente del lado de quienes concluyen que la desigualdad afecta negativamente al crecimiento, lo que resta por explicar es el canal a través del cual se producen dichos efectos. Hace falta, por tanto, indagar en las teorías o enfoques que permitan desvelar los mecanismos y relaciones causales subyacentes entre desigualdad y crecimiento.

Existen tres enfoques principales que tratan de explicar las relaciones negativas entre desigualdad y crecimiento (González-Páramo, 1994). Expuestos en forma esquemática, son los siguientes:

- *Redistribución endógena*: en una democracia, una mayor desigualdad en la distribución de la renta de mercado genera una mayor demanda de políticas redistributivas (impuestos, transferencias, servicios públicos), que distorsionan la asignación de recursos y reducen, por tanto, la inversión en factores acumulables y la tasa de crecimiento.
- *Inestabilidad sociopolítica*: una mayor desigualdad aumenta la probabilidad de conflicto social, ampliando la incertidumbre sobre la garantía de los derechos de propiedad y deteriorando el clima laboral y político, con los consiguientes efectos negativos sobre la inversión y el crecimiento.
- *Mercados imperfectos y educación*: en presencia de mercados de capitales imperfectos, una mayor desigualdad impide o limita la inversión en capital humano (educación, salud) de quienes no superan un determinado umbral de ingresos, disminuyendo el capital humano agregado y con él la tasa de crecimiento.

Redistribución endógena

El enfoque de la redistribución endógena, que tiene su formulación inicial entre otros, en los traba-

jos de Alesina y Rodrik (1994), Persson y Tabellini (1994) y Perotti (1993), se sustenta en un modelo con un componente político y otro económico. El primero, inherente a la propia democracia, vincula el nivel de desigualdad con las políticas públicas adoptadas por un gobierno que respondería a las demandas de los ciudadanos, mientras que el segundo relaciona dichas políticas con el crecimiento económico.

De acuerdo con el mecanismo político, el resultado que se impondría socialmente en un marco democrático se ajustaría a las preferencias del votante mediano, de modo que cuanto menor sea su renta o dotación de activos, mayor será el tipo impositivo y el nivel de gasto elegido. En consecuencia, el tamaño de la desigualdad determinaría la intensidad redistributiva de las políticas públicas.

El mecanismo económico relaciona las políticas públicas resultantes de la elección colectiva con el crecimiento. En el supuesto de que el gasto público sea, al menos en parte, productivo, la relación entre este y la tasa de crecimiento tendría la forma de una U invertida (Barro, 1990): para tipos impositivos bajos, prevalecería el efecto positivo del gasto productivo sobre la rentabilidad del capital, la inversión y el crecimiento, mientras que para tipos altos lo que predominaría es el efecto distorsionador de los impuestos que afectaría negativamente a esas mismas variables. En síntesis: a partir de un determinado nivel, más impuestos y más gastos se asocian a un menor crecimiento.

Interesa, por tanto, establecer por separado la contrastación de los dos mecanismos —político y económico— susceptibles de explicar los vínculos entre desigualdad y crecimiento. Una forma de comprobar hasta qué punto el mecanismo político desencadena un proceso redistributivo en un marco democrático es relacionando la desigualdad con las transferencias y gastos sociales, al entender que ambos recogen el núcleo fundamental de las políticas redistributivas. Sin embargo, los resultados no confirmaban la hipótesis de partida y por tanto, una mayor desigualdad no estaría conduciendo necesariamente a una política fiscal más redistributiva.

La explicación de tal resultado podría encontrarse en las bien conocidas limitaciones del teorema del votante mediano. Baste señalar aquí algunas de las más relevantes: el hecho de que las votaciones no tienen lugar sobre una sola cuestión, la menor participación política de los pobres en los procesos electorales o la influencia que ejercen los distintos grupos de presión sobre las decisiones de ingresos y gastos de los gobiernos. Todo ello debilitaría los posibles vínculos entre desigualdad y políticas redistributivas, refutando el proceso de transmisión entre la primera y las segundas.

No obstante, el problema puede no ser teórico, sino empírico y nos remite a cómo se mide la redistribución. En ocasiones se utilizan para tal fin indicadores de presión fiscal, transferencias o gasto social, pero puede que no sean adecuados por cuanto no todas las partidas de gasto social son progresivas, y otro tanto puede decirse de los impuestos y cotizaciones que las financian: en suma, el gasto social no siempre es redistributivo y, sobre todo, no lo es en igual medida en unos y otros programas. Por consiguiente, si lo que se quiere es estimar el efecto de la desigualdad sobre la redistribución, lo que se necesita es especificar correctamente los indicadores de redistribución en términos de la diferencia entre la desigualdad de la renta de mercado —las también denominadas rentas primarias— y la desigualdad de la renta disponible. Distintos trabajos ponen entonces de relieve que los países en los que la renta de mercado se distribuye de forma más desigual, realizan con mayor intensidad políticas redistributivas hacia los pobres. Si a la renta disponible se suma también el impacto redistributivo de servicios públicos como la educación o la sanidad —las denominadas transferencias en especie—, trabajos empíricos recientes obtienen asimismo resultados favorables al funcionamiento del mecanismo político, especialmente en los países avanzados. Un aumento en la desigualdad de la renta de mercado se asocia positivamente con un incremento de la redistribución pública, si bien el impacto es más elevado en los países de la OCDE.

La evidencia empírica tampoco parecía apoyar la hipótesis del mecanismo económico, el que

relaciona negativamente la redistribución con el crecimiento. Con algunas excepciones, la mayoría de los trabajos sobre gastos sociales y crecimiento económico arroja resultados positivos y significativos en lo que se refiere a la influencia de los primeros sobre el segundo. Entre la literatura más vinculada a la nueva economía del crecimiento, algunos autores ya obtenían apoyo empírico a la teoría que postula un efecto positivo de las transferencias sociales sobre el crecimiento económico, en cuanto amortiguan el conflicto social, que resultaría perjudicial para la inversión y el crecimiento. Ciertos programas de gasto del estado de bienestar, como la sanidad y especialmente la educación, resultan también inequívocamente favorables al crecimiento, a partir de los efectos de ambos sobre el nivel y la acumulación de capital humano de una economía. Pero también se formula la importancia de la redistribución en la configuración de una clase media con capacidad de gasto e influencia positiva sobre la demanda global y, por tanto, sobre la actividad productiva.

Sin embargo, igual que sucedía en la contrastación del mecanismo político, también aquí se habrían tomado los gastos sociales en lugar de indicadores directos de la redistribución, a pesar de que no puede afirmarse con generalidad que dichos gastos sean todos ellos inequívocamente redistributivos. De modo que lo que en el primer caso servía como argumento para cuestionar la falta de relación entre desigualdad y políticas redistributivas, debería también mantenerse ahora para poner en tela de juicio los resultados obtenidos al vincular la redistribución con el crecimiento. Lo que se ha podido confirmar es que los gastos sociales en conjunto, y las transferencias en particular, ejercen una influencia positiva sobre el crecimiento, pero si bien es cierto que este tipo de gastos suelen tener una importante potencialidad redistributiva, vale la pena, si se dispone de datos, contrastar el mecanismo económico tomando directamente indicadores de redistribución. Esta se calcula en términos de la diferencia entre la desigualdad de la renta de mercado y de la renta disponible, medidas por ejemplo en ambos casos por el índice de Gini.

Pues bien, trabajos como el de Ostry, Berg y Tsangarides (2014), en los que la tasa de crecimiento del PIB per cápita a medio plazo se hace depender de la renta inicial, de la desigualdad en la distribución de la renta disponible y del tamaño de la redistribución, no encuentran relaciones significativas —presuntamente negativas— entre redistribución y crecimiento, tanto cuando únicamente se toman esas tres variables como cuando se incluyen otras variables de control, como la inversión, el nivel educativo, las instituciones políticas o el grado de apertura de la economía. La explicación descansaría en que los efectos positivos y negativos de las políticas redistributivas sobre el crecimiento, se neutralizarían entre sí. Por una parte, las políticas sociales a través de las cuales se instrumenta el proceso de redistribución desde el sector público —educación, sanidad, pensiones, servicios sociales— influirían positivamente en el crecimiento, pero por otra, los efectos distorsionadores de los impuestos y de determinadas prestaciones actuarían en sentido contrario, sobre todo cuando se alcanza un nivel elevado de impuestos y gastos. En suma, cuando se mide de manera directa, mediante su inclusión en una ecuación de crecimiento, el efecto total de la redistribución, bajo el supuesto de desigualdad constante, arroja coeficientes muy pequeños y poco significativos, por lo que no puede decirse que aquella suponga un daño para la tasa de crecimiento a medio plazo.

La redistribución representa, por definición, una reducción de la desigualdad, y este vínculo de la redistribución con la reducción de la desigualdad es el que desemboca en un resultado inequívocamente favorable al crecimiento, a pesar de sus potenciales efectos negativos sobre el sistema de incentivos, si es que los hubiere.

Además, el mencionado trabajo así como otro anterior de Berg y Ostry (2011) también encuentran evidencia sobre los efectos de la desigualdad y la redistribución en la duración de los periodos de crecimiento de los países. Las conclusiones están en consonancia con las anteriormente seña-

ladas. Cuanto mayor es la desigualdad, menor es la duración esperada de los periodos de crecimiento, mientras que la redistribución no tiene una influencia significativa al respecto. Únicamente, cuando la redistribución es ya muy elevada, se obtienen resultados negativos y significativos sobre la duración de los periodos de crecimiento.

¿Cómo podemos conciliar, finalmente, los resultados obtenidos en este enfoque de la redistribución endógena? ¿Cómo podemos explicar que cuanto mayor es la desigualdad menor es la tasa de crecimiento de un país y, al mismo tiempo, las políticas redistributivas –que son más intensas cuanto más elevada es la desigualdad– no tienen efectos significativos sobre el crecimiento? La respuesta no es del todo inmediata. La redistribución representa, por definición, una reducción de la desigualdad, y este vínculo de la redistribución con la reducción de la desigualdad es el que desemboca en un resultado inequívocamente favorable al crecimiento, a pesar de sus potenciales efectos negativos sobre el sistema de incentivos, si es que los hubiere.

Inestabilidad sociopolítica

El enfoque de la inestabilidad sociopolítica sostiene que una distribución muy desigual y polarizada de la renta deteriora el clima laboral, crea incentivos para la subversión del orden social y desestabiliza la situación política. Todo ello aumenta el nivel esperado de imposición, trastorna el funcionamiento de la actividad productiva y eleva la incertidumbre sobre el curso de la política económica, la protección de los derechos de propiedad y la primacía del derecho, aumentando el riesgo y reduciendo la tasa esperada de rendimiento de la inversión: el resultado es una caída de la tasa de inversión y del crecimiento.

Trabajos pioneros como el de Barro y Sala-i-Martin (1995), en los que la inestabilidad sociopolítica se mide por el número de revoluciones y golpes, y por otros indicadores de violencia política, ya obtenían asociaciones negativas y significativas entre esas variables y la tasa de crecimiento.

La cuestión que ahora se trata de dilucidar es si la inestabilidad sociopolítica actúa como mecanismo transmisor de los efectos de la desigualdad sobre el crecimiento y, por tanto, si las políticas redistributivas –de reducción de la desigualdad– pueden atemperar el conflicto social y contribuir positivamente a la obtención de tasas de crecimiento a medio y largo plazo.

La cuestión que se trata de dilucidar es si las políticas redistributivas –de reducción de la desigualdad– pueden atemperar el conflicto social y contribuir positivamente a la obtención de tasas de crecimiento a medio y largo plazo.

La nueva teoría del crecimiento contempla la posibilidad de que el sector público pueda influir positivamente sobre la tasa de crecimiento a largo plazo, si bien sus efectos dependerían del tamaño alcanzado por el sector público. En todo caso, la clave estaría en que los bienes y servicios suministrados por el Estado entren o no dentro del concepto de actividades “productivas”, esto es, que conjuntamente con el capital privado permitan fijar una senda de crecimiento permanente. En relación con los gastos sociales, la propia literatura del crecimiento reconoce que los gastos en educación y probablemente también los de sanidad, en cuanto contribuyen a la formación de capital humano, presentarán coeficientes positivos en las ecuaciones de crecimiento. En cambio, el signo esperado de las transferencias era, en la mayor parte de los modelos teóricos, negativo, dado que el análisis microeconómico de este tipo de prestaciones tiene en cuenta sus efectos sobre la oferta de trabajo, la tasa de ahorro privado o la búsqueda de empleo.

Sin embargo, en un elevado número de trabajos empíricos las transferencias sociales aparecen, como ya se ha dicho, con signo positivo. Hasta no hace mucho tiempo la literatura era muy cautelosa al interpretar estos resultados, quizá porque no se encontraban argumentos teóricos en los que apoyarse. Pero el estudio de los determinantes sociales, institucionales y políticos del crecimiento y, en especial, la relación entre desigualdad y

crecimiento, ha proporcionado un buen soporte teórico al signo positivo de las variables de gasto social, reforzado además por trabajos empíricos más recientes.

Las políticas de reducción de la desigualdad pueden interpretarse como compensaciones redistributivas que reducen la probabilidad de conflicto y la inestabilidad sociopolítica. En esta línea se sitúa por ejemplo un trabajo de Sala-i-Martin (1997) que analiza el papel de las transferencias de renta, en un modelo de crecimiento endógeno con sector público, como una forma de “sobornos” frente a la comisión de delitos o la subversión del orden social. Aunque pudieran existir efectos distorsionadores derivados de la imposición con los que se financian las políticas sociales, estas aumentan la probabilidad de mantenimiento de los derechos de propiedad, de modo que se asegura la recuperación de la inversión y se favorece el crecimiento. Los trabajos más relevantes que contrastan las relaciones entre desigualdad, inestabilidad sociopolítica y crecimiento (Perotti, 1996 y Alesina y Perotti, 1996) confirman que cuanto mayor es la desigualdad, mayor es el grado de inestabilidad sociopolítica y cuanto más inestable es la situación política, menores son las tasas de inversión y de crecimiento.

Las políticas redistributivas contribuyen a reducir el potencial de conflicto social generado por la desigualdad, la pobreza y la polarización social y pueden también ser contempladas como políticas de promoción del crecimiento.

La conclusión es que las políticas redistributivas contribuyen a reducir el potencial de conflicto social generado por la desigualdad, la pobreza y la polarización social. Puesto que la inestabilidad sociopolítica actúa de forma negativa sobre la tasa de crecimiento, las políticas sociales pueden también ser contempladas desde este enfoque como políticas de promoción del crecimiento. Así por ejemplo, Dutt y Mitra (2008) confirman la influencia que la desigualdad ejerce sobre la inestabilidad política, tomando como indicador de esta última los cambios de régimen político de dictadura a

democracia y viceversa. Dichas alteraciones en el sistema político acarrearán una mayor volatilidad de las políticas económicas y es precisamente esta volatilidad la que provocaría una mayor fluctuación de la inversión y la producción, y en definitiva, una menor tasa de crecimiento.

Mercados imperfectos y educación

La educación, entendida como una forma de inversión en los seres humanos, es un factor clave en todo proceso de crecimiento económico. Tras las primeras aportaciones de Schultz y Becker, la incorporación del concepto de capital humano a los modelos formales de crecimiento ha sido una constante cualesquiera que fueran las bases teóricas en las que estos se sustentaban. Aunque la inversión en capital humano comprende no solo la educación, sino también la formación en el trabajo, la adquisición de conocimientos mediante la búsqueda de empleo o la mejora de la salud, la referencia más frecuente en los trabajos que incluyen el capital humano entre los determinantes de la producción es su identificación con el sector educativo: se entiende que la educación es el medio principal a través del cual se produce capital humano y este es, por consiguiente, capital educativo. Además, los vínculos entre capital humano y crecimiento no solo relacionan el crecimiento económico con la acumulación de capital humano, como un *input* ordinario de la función de producción, sino que el propio *stock* de capital humano existente en la economía es la fuente principal del cambio técnico.

Ahora bien, cuando se toman en consideración las externalidades asociada al *stock* de capital humano o cuando se analizan las complementariedades entre la educación y las actividades de I+D+i, se está reconociendo que el rendimiento privado de la inversión en educación es inferior al rendimiento social, de manera que la corrección de este y otros fallos de mercado –como la denominada externalidad “cívica”– justificaría la intervención pública en el sector educativo mediante la regulación y la financiación de la inversión en capital humano.

Pero aún hay una razón más poderosa para legitimar, desde la óptica del crecimiento, la actuación del Estado: la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza y sus consecuencias sobre la inversión en capital humano. El problema se plantea porque en ausencia de intervención pública la inversión en capital humano no solo sería inferior a la óptima por la diferencia entre la rentabilidad social y privada de la educación –las ya comentadas externalidades positivas–, sino porque las imperfecciones de los mercados de capitales impedirían el acceso a la financiación privada a los individuos con menores recursos económicos, aunque tuvieran talento suficiente para rentabilizar esa inversión (Galor y Zeira, 1993). Los problemas surgen, entre otras razones, porque la información es imperfecta y asimétrica, lo que genera restricciones de liquidez para los sujetos con menor nivel de renta o riqueza familiar, que ni siquiera podrían obtener financiación privada para sus estudios sobre la garantía de sus futuros ingresos. La inversión en educación estará así condicionada por dichas restricciones presupuestarias iniciales, que lastran de forma determinante el desarrollo de las capacidades individuales. Los ingresos posteriores, las herencias y los efectos de la desigualdad se transmiten a su vez de una a otra generación, afectando a la tasa de crecimiento de la economía. La conclusión es que una distribución más igualitaria de la renta y la riqueza relaja las restricciones de liquidez de los más pobres y aumenta la inversión en capital humano, extendiendo sus efectos positivos sobre la productividad y alcanzando, en último término, mayores tasas de crecimiento económico.

Los efectos de la redistribución en la formación de capital humano fueron analizados por Perotti (1993) en un modelo típico de votante mediano en el que este debe elegir un determinado nivel de imposición con el que efectuar las políticas redistributivas, comparando la pérdida de bienestar ocasionada por los impuestos con la ganancia esperada por el efecto positivo del capital humano total de la economía sobre su propia productividad y su renta futura, en virtud de las externalidades educativas. La alteración de la distribución inicial de la renta en un sentido de mayor igualdad limi-

taría el efecto de las restricciones de liquidez sobre la inversión en capital humano, promoviendo un mayor crecimiento y una menor desigualdad en las rentas futuras. En todo caso, las conclusiones varían según el nivel de desarrollo de cada país.

Si nos centramos, por tanto, en los países avanzados y suponemos que la desigualdad es muy grande, el votante mediano desencadenaría un proceso de fuerte contenido redistributivo, con un elevado gasto en educación; y a pesar de las distorsiones asociadas a los impuestos y de las posibles secuelas sobre los incentivos a la acumulación de capital humano, casi todos los modelos predicen un impacto final positivo sobre el crecimiento gracias al efecto de la redistribución sobre la educación de los pobres. Pero conforme la desigualdad se reduce por el propio efecto igualitario de la educación, el apoyo a la redistribución se debilita, de modo que el gasto público en educación perdería peso y se reduciría el crecimiento.

No hay dudas sobre la caracterización de la educación como un elemento básico de la política de crecimiento. Sin embargo, ni todo el gasto educativo tiene los mismos efectos, ni el modo en que se organiza es neutral en términos de crecimiento.

No obstante, la evidencia no parece confirmar algunas de esas predicciones. Ni la disminución de las desigualdades en los países ricos ha llevado consigo la reducción del gasto público en educación, ni las mayores desigualdades en los países pobres han dado lugar a mayores gastos en educación y tasas de crecimiento más elevadas que en los países ricos. En todo caso, las conclusiones que se deducen de la mayoría de los trabajos apenas ofrecen dudas sobre la caracterización de la educación como un elemento básico de la política de crecimiento. Sin embargo, ni todo el gasto educativo tiene los mismos efectos sobre el crecimiento, ni el modo en que se organiza el sector es neutral en términos de crecimiento. Los distintos patrones de política educativa en Iberoamérica y

en los llamados dragones asiáticos pueden ayudar a comprender las menores tasas de crecimiento de la primera en el pasado reciente.

A modo de conclusión

En un país como España, con un elevado nivel de desigualdad, esta puede ser una rémora para la recuperación de un crecimiento estable capaz de generar empleo a medio y largo plazo. La pregunta con que iniciábamos este artículo encuentra abundantes argumentos teóricos y empíricos para ser respondida en el sentido que ahora manifestamos. La literatura sobre crecimiento económico de los últimos veinte años mayoritariamente concluye que la desigualdad es perjudicial para el crecimiento, sobre todo cuando se superan determinados niveles que ponen en riesgo la estabilidad social o la inversión en capital humano.

La redistribución, por tanto, no daña el crecimiento. En un país con un problema estructural de insuficiencia de ingresos públicos y con un gasto social muy por debajo de la media europea no parece que el aumento de la presión fiscal vaya a desencadenar un proceso distorsionador en la asignación de recursos capaz de desbaratar los efectos positivos sobre el crecimiento del gasto público en educación, pensiones o sanidad. No es arriesgado afirmar que en España crecimiento, redistribución e igualdad pueden caminar en la misma dirección durante un trecho aún bastante largo.

Sin embargo, también existen importantes matices que conviene tomar en consideración a los efectos de elegir bien las políticas económicas que mayor compatibilidad demuestran por su contribución conjunta al crecimiento y la reducción de la desigualdad. Todas las actuaciones sobre el mercado de trabajo destinadas a mejorar la empleabilidad de los parados, así como a promover una mayor equidad en el acceso a una educación de más calidad, y a compensar socialmente a los colectivos sociales más castigados por la pobreza y la exclusión social, son apuestas seguras en la dirección correcta.

Referencias

- ALESINA, A., y PEROTTI, R. (1996), "Income distribution, political instability, and investment", *European Economic Review*, 40: pp. 1203-1228.
- ALESINA, A., y RODRIK, D. (1994), "Distributive politics and economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, 109: pp. 465-490.
- BANDRÉS, E., y GARCÍA DELGADO, J.L. (2000), "Estado de bienestar y crecimiento económico", en S. MUÑOZ MACHADO, J.L. GARCÍA DELGADO, y L. GONZÁLEZ SEARA (dirs.), *Las estructuras del bienestar en Europa*, Madrid, Civitas y Fundación ONCE: pp. 183-303.
- BARRO, R.J. (1990), "Government spending in a simple model of endogenous growth", *Journal of Political Economy*, 98: pp. S103-S125.
- (2000), "Inequality and growth in a panel of countries", *Journal of Economic Growth*, 5: pp. 5-32.
- BARRO R.J., y SALA-I-MARTIN, X. (1995), *Economic growth*, McGraw-Hill, New York.
- BERG, A.G., y OSTRY, J.D. (2011), "Inequality and unsustainable growth: two sides of the same coin?", *IMF Staff Discussion Note*, 11/08, International Monetary Fund.
- DUTT, P., y MITRA, D. (2008), "Inequality and instability of polity and policy", *The Economic Journal*, 118: pp. 1285-1314.
- GALOR, O., y ZEIRA, J. (1993), "Income distribution and macroeconomics", *Review of Economic Studies*, 60: pp. 35-52.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (1994), "Gasto social y crecimiento económico en el Estado de Bienestar", *Hacienda Pública Española*, monografía núm. 2: pp. 135-153.
- OECD (2012), *Economic Policy Reforms 2012. Going for growth*, cap. 5: "Reducing income inequality while boosting economic growth: can it be done?", París: pp. 181-202.
- OSTRI, J.D.; BERG, A., y TSANGARIDES, C.G. (2014), "Redistribution, inequality and growth", *IMF Staff Discussion Note*, 14/02, International Monetary Fund.

PEROTTI, R. (1993), "Political equilibrium, income distribution, and growth", *Review of Economic Studies*, 60: pp. 755-776.

— (1996), "Growth, income distribution, and democracy: what the data say", *Journal of Economic Growth*, 1: pp. 149-187.

PERSSON, T., y TABELLINI, G. (1994), "Is inequality harmful for growth?", *American Economic Review*, 84: pp. 600-621.

PIKETTY, T. (2014), *Capital in the Twenty-first century*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.).

SALA-I-MARTIN, X. (1997), "Transfers, social safety nets, and economic growth", *IMF Staff Papers*, 44: pp. 81-102.

STIGLITZ, J.E. (2012), *El precio de la desigualdad*, Madrid, Taurus.

Las claves del crédito bancario tras la crisis

Santiago Carbó*, José García Montalvo**, Joaquín Maudos*** y Francisco Rodríguez****

El sector bancario español ha vivido con la crisis financiera uno de los procesos de reestructuración más intensos en el panorama internacional e inicia en el presente año 2014 una nueva etapa. En este artículo se resumen las conclusiones de un estudio recientemente publicado por Funcas sobre las claves del crédito después de la crisis.

Hemos asistido a un aumento importante de la concentración bancaria y cabe preguntarse en qué medida la nueva industria financiera española está preparada para atender a la demanda de crédito y reforzar el proceso de recuperación económica. El sector bancario español afronta también retos futuros, ya que tanto en España como en muchos otros países, la crisis y los cambios regulatorios aplicados para hacerle frente y evitar que se repita van a determinar una nueva manera de hacer banca. Estamos ante una vuelta a los principios básicos del sistema financiero o lo que algunos denominan “banca aburrida”. Un modelo de negocio caracterizado por una base de depositantes grande; una baja exposición a la financiación mayorista; una mayor diversificación de los ingresos, y una participación menor en actividades de negociación en activos financieros y participaciones industriales.

Concentración bancaria y competencia

El análisis de la competencia muestra que puede existir un *trade-off* entre competencia y estabilidad financiera. Así, un exceso de competencia en el mercado bancario, aunque en principio es beneficioso en la medida en la que permite una mejor remuneración del ahorro y un abaratamiento de la inversión, a largo plazo puede ser

contraproducente si acaba generando inestabilidad financiera en forma de crisis sistémica que se traduce en elevados costes del rescate (públicos y privados), en caída del crédito y, en consecuencia, en menor crecimiento económico.

Si bien no existe ni desde el punto de vista teórico ni empírico evidencia concluyente respecto del efecto de la competencia sobre la estabilidad financiera (ver un reciente resumen en Beck *et al.*, 2013),

* Bangor Business School.

** Universidad Pompeu Fabra.

*** Universidad de Valencia e IVE.

**** Universidad de Granada.

la evidencia sí sugiere que un nivel intermedio de competencia tiene efectos beneficiosos. Así, un exceso de competencia (que conlleva márgenes reducidos y caída del valor de los bancos) incentiva comportamientos arriesgados que hacen que los bancos se preocupen más por mantener/ganar cuota de mercado rebajando los criterios de selección de sus clientes. De hecho hay evidencia (Dell'Ariccia *et al.*, 2012) que muestra que la competencia ha distorsionado la calidad del crédito durante la reciente crisis. Por el contrario, un reducido nivel de competencia (con pocos competidores y elevada cuota de mercado) desincentiva la ganancia de eficiencia y aumenta la probabilidad de asumir las consecuencias asociadas al *too big to fail* ("demasiado grandes para caer").

El aumento de la concentración no es en sí mismo síntoma de menor competencia, ya que disponemos de abundante evidencia que muestra la débil conexión que existe entre la estructura de mercado y la competencia, y también entre la concentración y la asunción de riesgos. De hecho, en países como Canadá o Australia que han sido escasamente afectados por la crisis financiera, la concentración alcanza niveles intermedios (cuota de mercado de los tres bancos más grandes por activo total (CR3) en torno al 50%), mientras que en países con concentraciones muy altas (como Holanda o Bélgica) o muy bajas (como Japón o EE.UU.), el impacto de la crisis ha sido mayor. Para sectores con concentraciones parecidas (como Canadá, Francia e Irlanda), el impacto de la crisis ha sido muy desigual. Por tanto, no parece que exista una relación definida entre concentración y resultados (e impacto de la crisis), o en todo caso la relación parece ser en forma de U.

En el caso español, la anterior etapa de expansión en la que el crecimiento económico iba de la mano de tasas de crecimiento elevadas del crédito bancario, generó el caldo de cultivo para que los bancos basaran su comportamiento en la ganancia de cuota de mercado (a la vista de lo que hacían sus rivales), incrementando no solo el nivel de riesgo asumido, sino también su concentración en la actividad inmobiliaria. En consecuencia, la evidencia parece apuntar hacia la existencia

en aquella época de un exceso de competencia que ha pasado factura (con un importe de ayudas públicas en forma de capital de 61.000 millones de euros según estimación del Banco de España) en términos de inestabilidad financiera y riesgo sistémico.

Los desequilibrios acumulados por el sector bancario español en la etapa de expansión en ese contexto de exceso de competencia son los que explican los problemas posteriores y la necesidad de acometer una profunda reestructuración que se ha traducido en una importante caída del número de competidores y en un aumento de la concentración.

El aumento de la concentración no tiene por qué traducirse en una desviación del principio de ganancia de eficiencia, si son las entidades más ineficientes que asumieron excesivos riesgos las que son absorbidas por las más eficientes. Y eso ha tenido lugar en algunos casos. Y en otros, las fusiones que han tenido lugar y que han necesitado ayudas públicas han estado condicionadas a la aprobación de un plan de viabilidad que incluía una corrección del exceso de capacidad instalada, por lo que por esta vía también se han producido ganancias de eficiencia. En consecuencia, el aumento de la concentración del mercado es consecuencia de la reestructuración que se ha acometido para ganar eficiencia.

Los indicadores de competencia muestran que en la mayoría de los sectores bancarios europeos se ha producido una caída del grado de competencia durante el reciente periodo de crisis. En España, la evidencia más reciente revela que el grado de competencia es inferior a la media de la banca europea, a lo que puede haber contribuido el aumento más intenso de la concentración. En cualquier caso, conviene no olvidar que si bien ha caído la competencia, el aumento de la concentración fruto de las reestructuraciones realizadas puede ser beneficioso para la estabilidad financiera.

La limitación que tiene el análisis de la competencia realizado a escala nacional es que en ocasiones puede no ser el relevante para valo-

rar la intensidad de la competencia, al menos en muchos casos en los que las entidades de crédito solo operan en mercados regionales.

En el caso del sector bancario español, se ha producido una drástica caída en el número de competidores y un ajuste muy desigual en la red de sucursales que ha ocasionado un aumento de la concentración hasta niveles elevados en algunos mercados regionales.

En el caso concreto del sector bancario español, se ha producido una drástica caída en el número de competidores y un ajuste muy desigual en la red de sucursales que ha ocasionado un aumento de la concentración hasta niveles elevados en algunos mercados regionales. Así lo confirman los índices de concentración bancaria a escala provincial y de comunidad autónoma. Es un análisis basado en la distribución de la red de oficinas, que es la única variable para la que disponemos de información a nivel provincial y por entidad. En consecuencia, los resultados deben ser interpretados con cautela ya que descansan en supuestos discutibles. Por este motivo, sería deseable disponer de información de la distribución del negocio de cada entidad por provincias (como el crédito y los depósitos, para los que el Banco de España ofrece la distribución pero para el agregado de las entidades de crédito), lo que permitiría medir con más rigor la concentración de los mercados bancarios y analizar por separado distintos mercados (préstamos, depósitos, etcétera.).

Además del aumento de la concentración bancaria, las fusiones han dado lugar a entidades mucho más grandes. En concreto, se ha multiplicado por más de cuatro el tamaño medio de las entidades, y si bien esto no es perjudicial (porque permite disfrutar de economías de escala), en algunos casos ha dado lugar a entidades “demasiado grandes para caer”, aumentado en consecuencia la probabilidad de una crisis sistémica.

En este contexto, la política de la competencia adquiere mayor protagonismo ya que debe velar

por alcanzar un nivel intermedio de competencia que permita: a) que no existan incentivos para la asunción de excesivos riesgos; b) que no existan entidades demasiado grandes para caer; c) que el mercado sea “atacable” (fomentando la entrada de bancos extranjeros); d) regular el abanico de actividades que los bancos pueden realizar (en línea con las sugerencias del informe Liikanen Europa; la regla Volcker en EE.UU. o Vickers en el Reino Unido); y e) vigilar la competencia en los ámbitos geográficos relevantes en cada producto. En este último es donde la evidencia muestra que en algunos casos se han rebasado límites de concentración excesivos en España. De hecho, si utilizamos como referencia la regla 1.800/200 que sirve de referencia en EE.UU. para aprobar/denegar una fusión, en España en 27 de las 52 provincias el aumento del índice de Herfindahl ha superado los 200 puntos desde el estallido de la crisis y en la actualidad en 11 provincias se supera el valor de los 1.800. Son provincias con escasa población donde la cuota de mercado de las tres entidades más grandes suele superar el 60% e incluso en alguna ocasión acercarse al 80%. Sin embargo, es llamativo que los dictámenes de la CNC siempre hayan sido favorables incluso en algún caso en el que la cuota de mercado de la entidad resultante de la fusión supera el 60% en el mercado geográfico (provincia y comunidad autónoma) en el que compete. En consecuencia, la evidencia parece apuntar a que desde el punto de vista de la extinta Comisión Nacional de la Competencia (CNC), la concentración es prácticamente irrelevante como indicador de competencia porque, cuando es elevada, se argumenta que, a pesar de ello, hay intensidad competitiva. Por tanto, parece que el regulador está asumiendo implícitamente el relativo valor de los indicadores de concentración como medidas de poder de mercado.

Tal y como señala un reciente documento del FMI (Ratnovski, 2013), los cambios en las características del negocio bancario (con una caída de la importancia relativa de los ingresos tradicionales asociados a la labor de intermediación y un aumento del resto de ingresos asociado a otro tipo de actividades que generan comisiones, resultados por operaciones financieras, etc.) aconsejan

redefinir y reorientar la política de la competencia bancaria hacia: a) darle más importancia al problema del *too big to fail*; b) centrarse más en las actividades que pueden realizar los bancos que en la concentración del mercado; y c) permitir mayor concentración y control público de los bancos para facilitar la resolución de una crisis incluso cuando de forma temporal se distorsione la competencia. En este contexto, las decisiones que desde las autoridades públicas españolas se han adoptado para resolver la crisis bancaria parecen estar guiadas por la última de estas recomendaciones, ya que el Frob y el Banco de España ha conducido el proceso de fusiones que ha dado lugar a un importante aumento de la concentración. Sin embargo, no parece que se haya seguido la primera de las recomendaciones, ya que en algunos casos se han creado entidades sistémicas. También en España se han adoptado medidas que restringen la competencia (como la recomendación de no remunerar los depósitos por encima de un determinado umbral respecto del euríbor) en aras a conseguir una mayor estabilidad financiera (mejorando la cuenta de resultados).

El “arte” de la política de la competencia es lograr ese difícil punto de equilibrio en el que se renuncia a algo de competencia a costa de conseguir una mayor estabilidad financiera. Solo el tiempo dirá si en la hoja de ruta que se ha seguido en España para superar la crisis bancaria se ha alcanzado ese punto de equilibrio.

El problema de la última de las recomendaciones del FMI que se ha seguido en España (resolver la crisis bancaria aunque temporalmente ello suponga un aumento de la concentración en perjuicio de la competencia) es que el aumento de la concentración no sea transitorio, dando lugar a un nuevo *status quo* en el sector en el que un reducido número de entidades concentren una elevada cuota de mercado. Además, el aumento de la concentración ha sido muy intenso en algunos mercados regionales, sin que esa situación vaya a ser temporal.

Estructura de mercado, provisiones anticíclicas y calidad del crédito

Varios estudios internacionales han analizado la relación entre la estructura del mercado bancario y la cantidad y calidad de la inversión crediticia en los últimos años. La mayoría se han centrado en dos relaciones de forma separada. Así, algunos estudios han analizado la relación que existe entre concentración de mercado y disponibilidad de crédito, en tanto que otros han prestado atención a la relación entre concentración de mercado y calidad de los préstamos concedidos. Si fusionamos ambos planteamientos en uno, examinamos los efectos cuantitativos y cualitativos a medio y largo plazo que los cambios de la estructura del mercado bancario producen en la oferta de crédito de los bancos. En concreto, estudiamos el impacto de una reestructuración del sector bancario tanto en el crecimiento de la inversión crediticia como en la calidad de la misma.

La experiencia de España entre 2009 y 2013 es un caso de laboratorio, al ser un periodo marcado por un intenso proceso de reestructuración bancaria y un aumento significativo de la concentración. Al estimar conjuntamente los determinantes del crecimiento de la inversión crediticia y de la calidad de los préstamos (ratio de préstamos dudosos) observamos que la concentración del mercado bancario y la oferta de crédito guardan una relación en forma de U: el crecimiento de la inversión crediticia se reduce tras un lento incremento del índice de concentración y aumenta cuando el incremento del índice se acelera. También resulta que fuertes incrementos del índice de concentración pueden reducir la tasa de morosidad. En general, una reestructuración bancaria que se traduzca en un aumento de la concentración y una reducción del número de sucursales bancarias y de competidores podría conducir a tasas más bajas de crecimiento de la inversión crediticia, aunque de mayor calidad. Los ejercicios prospectivos efectuados para España en este trabajo —considerando diversos escenarios a partir de las proyecciones macroeconómicas oficiales— sugieren que el crecimiento de la inversión crediticia será, a medio y largo plazo, más bajo que el de

los años anteriores a la crisis, pero la calidad de los préstamos concedidos mejorará.

Una reestructuración bancaria que se traduzca en un aumento de la concentración y una reducción del número de sucursales bancarias y de competidores podría conducir a tasas más bajas de crecimiento de la inversión crediticia, aunque de mayor calidad.

Por otra parte, se ha examinado el impacto del sistema español de provisiones anticíclicas sobre la discrecionalidad de los gestores bancarios en materia de provisiones para insolvencias y sobre el crecimiento del crédito. Para ello se analiza una muestra de 55 bancos españoles durante el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el primer trimestre de 2012. Los resultados sugieren que el sistema anticíclico ha reducido considerablemente la prociclicidad ligada a las provisiones para insolvencias. También observamos que las provisiones anticíclicas no han disuadido a los bancos españoles de utilizar varios mecanismos discrecionales de gestión de los resultados, aunque este comportamiento ha sido menos significativo (en el sentido tanto económico como estadístico del término) tras la implantación de las provisiones anticíclicas. Asimismo, se detecta que existe un régimen dual, en el que el crecimiento del crédito bancario más allá de un determinado umbral antes de la crisis (umbral que estimamos en una tasa de crecimiento trimestral del 4%) desencadena impagos en los préstamos y enjuga las ventajas potenciales de las provisiones anticíclicas respecto a la relajación de los estándares crediticios y la discrecionalidad de los gestores bancarios en materia de provisiones.

Los hallazgos empíricos sugieren por tanto que con un sistema de provisiones anticíclicas se ha alcanzado alguno de los objetivos primarios definidos, como es la reducción de la prociclicidad. Sin embargo, dichas provisiones no parecen, por sí solas, haber controlado de forma efectiva un excesivo crecimiento del crédito. Esta evidencia es consistente con algunas evaluaciones preliminares

sobre la efectividad de las provisiones anticíclicas, sugiriendo que, aunque las provisiones dinámicas podrían reducir de hecho la prociclicidad y actuar como colchón frente a los impagos en los créditos a lo largo del ciclo económico, no son capaces de impedir la formación de *booms* crediticios (Brunnermeier *et al.*, 2009; Balla y McKenna, 2009; Sacasa, 2010). Estos resultados también podrían vincularse con teorías que justifican la necesidad de regular el capital bancario y utilizar las provisiones para insolvencias para “controlar” el riesgo de quiebra bancaria. En este sentido, se requieren más estudios para delimitar hasta qué punto un mismo instrumento (regulación sobre los niveles de capital y las provisiones) puede servir para alcanzar simultáneamente el doble objetivo de controlar el riesgo de quiebra y la prociclicidad.

El negocio bancario del futuro

La crisis financiera ha puesto de manifiesto importantes debilidades del sistema financiero tal y como funcionaba con anterioridad. Estos problemas no se circunscriben a las dificultades legales y multas que han sufrido muchos bancos (especialmente en Estados Unidos) sino que abarcan aspectos más sustanciales del negocio bancario. El tsunami regulatorio que ha acompañado la reacción de los gobiernos a los problemas del sistema financiero hace prever que el negocio bancario

¿Cuál es el modelo de negocio de una banca aburrida? De forma sintética este modelo de negocio se corresponde con las actividades de banca minorista centradas en el análisis de riesgos de productos financieros tradicionales como hipotecas o préstamos empresariales, y la provisión de servicios de medios de pago.

será bastante distinto en el futuro. El impacto de las nuevas tecnologías y de nuevos competidores no bancarios también colaborará en la redefinición del negocio. En particular se habla de una vuelta a la banca aburrida o a la esencia del negocio bancario. Esta banca aburrida no será necesariamente un reflejo de la banca minorista del pasado.

En la Unión Europea el camino hacia una mayor integración financiera pasa por el proceso de la unión bancaria: el *single rule book* (CRDIV/CRR), del desarrollo de un mecanismo de supervisión único (SSM *Single Supervisory Mechanism*), la puesta en funcionamiento de un mecanismo de resolución único (SRM o *Single Resolution Mechanism*), y un Fondo de Garantía de Depósitos conjunto.

El modelo de negocio bancario del futuro vendrá condicionado por la aplicación de todas estas nuevas regulaciones así como la dinámica competitiva del sector y la evolución macroeconómica de la economía europea. Las entidades financieras reconocen que el contexto regulatorio es incluso mucho más complejo que en el pasado, especialmente para la banca universal global basada en Europa. Las nuevas necesidades de capital, derivadas fundamentalmente de los nuevos requisitos regulatorios, podrían relajarse con nuevas emisiones o la retención de beneficios. Sin embargo es difícil atraer nuevo capital con unas ROE bajas y decrecientes. También se pueden reducir las deducciones del capital ordinario mediante la venta de participadas no estratégicas. La posibilidad de que se aplique un *ring-fencing* a partir de la aprobación futura de regulación estructural también favorece la utilización de esta posibilidad. Además los inversores prefieren invertir en bancos y no en una mezcla de un banco y un conjunto amplio de participaciones industriales.

Asimismo, con los tipos de interés tan bajos es muy difícil aumentar el margen de intereses y, por tanto, la generación de mayores beneficios tendrá que basarse en aumentos de comisiones y reducción de los costes operativos. En esta situación la forma más común de aumentar la ratio de capital será a partir de una reducción de los activos ponderados por riesgo (APRs) y, en general, del apalancamiento. La reducción de los APR se centra fundamentalmente en los activos que consumen más capital. De esta forma se reducirá la concentración en créditos de mayor riesgo en beneficio de créditos con menor riesgo ponderado (por ejemplo pymes). También se producirá un sesgo hacia más activos líquidos y bonos sobera-

nos y menos *trading book*. La venta de gestoras y negocio de seguro también favorecerá el desapalancamiento.

Respecto a la financiación la tendencia será a la reducción de la financiación mayorista y a corto plazo. Por una parte la percepción de que la financiación mayorista incrementa la sensibilidad bancaria ante las crisis reduce su interés. Pero también existen motivos regulatorios relacionados con la aplicación futura de las ratios de financiación estable y de cobertura de la liquidez. Ciertamente el aumento y la mejora de la calidad del capital así como los cargos adicionales aumentan la capacidad de absorción del capital y la deuda junior y, por tanto, protegen la deuda senior al reducir su probabilidad de impago. Sin embargo el efecto de la directiva de reestructuración y resolución bancaria puede suponer un impacto diferencial en la deuda garantizada frente a la no garantizada. La ratio de cobertura de liquidez y la reforma de los OTC producen una tendencia a la colateralización de los activos bancarios. Esto implica una reducción del coste de la deuda senior garantizada pero un efecto incierto sobre la no garantizada. La configuración definitiva del mecanismo de resolución tendrá también efectos sobre el coste de la deuda en función del tipo de *bail-in* que se configure.

Por último existen otros factores que favorecen el desapalancamiento a partir de las nuevas regulaciones. El establecimiento de colchones de capital para entidades sistémicas y la futura reforma estructural reduce el subsidio del TBTF (*too big to fail*), reduce las ventajas del tamaño y favorece el desapalancamiento a la espera de que aparezcan evidencias claras de la existencia de economías a escala en el sector bancario.

En el futuro es previsible observar, como consecuencia de todo lo anterior, la marcha hacia la banca aburrida que vuelve a centrarse fundamentalmente en el negocio minorista. No obstante será importante que la preocupación por la estabilidad financiera no sacrifique en exceso la necesidad de un sistema financiero que potencie el crecimiento económico y distribuya el riesgo de la manera más eficiente posible.

Referencias

- BALLA, E., y McKENNA, A. (2009), Dynamic provisioning: A countercyclical tool for loan loss reserves, *Economic Quarterly*, 95: pp. 383-418.
- BECK, T.; DE JONGHE, O., y SCHEPENS, G. (2013), "Bank competition and stability: Cross-country heterogeneity", *Journal of Financial Intermediation*, 22: 218-244.
- BRUNNERMEIER, M. A.; CROCKET, C.; GOODHART, A.; PERSAUD D., y H. SHIN (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva *Report on the World Economy*, 11, ICMB-CEPR.
- DELL' ALCIA, G.; IGAN, D., y LAEVEN. L. (2012), "Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market", *Journal of Money, Credit and Banking*, 44 (2-3): 367-84.
- RATNOVSKI, L. (2013), "Competition policy for modern banks", *IMF Working Paper* WP/13/126, International Monetary Fund.
- SACASA, N. (2010), Implementing Rules-Based Stabilizers for Banks: A Simplified Simulation for the United States 1992-2007, *IMF Working Paper*, próxima publicación, Washington: Internacional Monetary Fund.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
					Construcción			Bienes de equipo y otros productos				
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2007	3,5	3,5	5,6	4,5	2,4	1,4	3,6	10,0	6,7	8,0	4,3	-0,8
2008	0,9	-0,6	5,9	-4,7	-5,8	-9,1	-1,6	-2,1	-1,0	-5,2	-0,6	1,5
2009	-3,8	-3,7	3,7	-18,0	-16,6	-20,4	-12,2	-21,3	-10,0	-17,2	-6,7	2,9
2010	-0,2	0,2	1,5	-5,5	-9,9	-11,4	-8,4	5,5	11,7	9,3	-0,6	0,4
2011	0,1	-1,2	-0,5	-5,4	-10,8	-12,5	-9,2	5,8	7,6	-0,1	-2,1	2,1
2012	-1,6	-2,8	-4,8	-7,0	-9,7	-8,7	-10,6	-2,6	2,1	-5,7	-4,1	2,5
2013	-1,2	-2,1	-2,3	-5,1	-9,6	-8,0	-10,9	1,7	4,9	0,4	-2,7	1,5
2014	1,2	1,3	-1,3	0,6	-1,9	-4,8	0,3	4,0	3,5	2,3	0,7	0,5
2015	1,8	1,5	-0,9	2,5	1,1	-1,7	3,1	4,3	4,8	3,5	1,2	0,6
2013 I	-1,9	-4,2	-2,3	-7,2	-9,8	-8,8	-10,6	-3,2	2,9	-4,9	-4,3	2,4
II	-1,6	-3,0	-3,4	-5,8	-10,1	-8,1	-11,9	0,6	9,5	3,2	-3,6	2,0
III	-1,1	-1,7	0,2	-5,3	-9,8	-7,8	-11,4	1,1	3,5	0,6	-2,1	1,0
IV	-0,2	0,7	-3,5	-1,7	-8,6	-7,2	-9,8	8,7	3,7	2,7	-0,6	0,4
2014 I	0,6	1,3	-1,9	-0,9	-5,5	-6,5	-4,7	5,6	7,4	6,5	0,1	0,4
II	1,1	1,5	-1,3	1,1	-1,6	-5,1	1,4	4,6	1,9	1,4	0,9	0,2
III	1,4	1,2	-2,1	1,2	-0,4	-4,2	2,6	3,3	2,3	0,2	0,7	0,7
IV	1,7	1,1	0,2	1,2	-0,1	-3,2	2,3	2,7	2,8	1,5	1,2	0,5
2015 I	1,7	1,3	-2,0	1,9	0,3	-3,2	2,8	4,0	4,5	3,2	1,2	0,5
II	1,7	1,4	-0,7	2,6	0,9	-1,9	3,0	4,6	4,6	3,5	1,2	0,5
III	1,8	1,5	0,1	2,9	1,4	-1,3	3,3	4,6	4,9	3,6	1,3	0,6
IV	1,9	1,6	-1,0	2,8	1,9	-0,3	3,3	4,0	5,0	3,8	1,4	0,5
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2013 I	-1,2	-1,6	4,1	-4,8	-12,4	-4,3	-18,8	7,6	-16,7	-17,3	-1,1	-0,1
II	-0,5	0,4	-4,5	-7,3	-17,1	-13,3	-20,3	8,4	31,2	26,7	-2,3	1,7
III	0,3	2,1	2,3	2,8	-3,6	-5,4	-2,0	11,9	2,5	8,5	2,2	-1,9
IV	0,7	2,1	-14,6	2,7	-0,4	-5,6	4,2	7,0	3,2	-2,2	-1,2	1,9
2014 I	1,7	0,7	11,0	-1,6	0,3	-1,2	1,2	-4,1	-4,0	-4,3	2,0	-0,3
II	1,6	1,0	-2,1	0,5	-2,4	-8,2	2,2	4,3	6,2	4,2	0,5	1,1
III	1,7	1,2	-1,2	3,3	0,9	-1,5	2,8	6,3	4,1	3,4	1,5	0,3
IV	1,8	1,4	-6,1	2,6	0,9	-1,8	3,0	4,8	5,3	3,0	0,7	1,1
2015 I	1,7	1,5	1,4	1,2	1,6	-1,0	3,4	0,6	2,6	2,2	1,3	0,3
II	1,8	1,6	3,2	3,2	0,3	-3,3	2,8	6,8	6,5	5,2	2,1	-0,3
III	2,0	1,7	2,3	4,4	2,8	1,0	4,0	6,4	5,2	4,0	2,4	-0,4
IV	2,2	1,8	-10,3	2,5	2,8	2,1	3,2	2,2	5,6	3,7	0,5	1,7
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2007	1.053,2	57,4	18,3	30,7	21,9	12,2	9,7	8,8	26,9	33,6	106,7	-6,7
2008	1.087,8	57,2	19,5	28,7	20,2	10,8	9,4	8,4	26,5	32,3	105,8	-5,8
2009	1.046,9	56,6	21,4	23,6	16,8	8,5	8,3	6,8	23,9	25,8	101,9	-1,9
2010	1.045,6	57,9	21,5	22,2	14,9	7,3	7,7	7,3	27,4	29,5	102,2	-2,2
2011	1.046,3	58,6	21,2	20,7	12,9	6,0	6,9	7,8	30,8	31,9	101,1	-1,1
2012	1.029,3	59,3	20,2	19,2	11,5	5,2	6,3	7,7	32,6	31,9	99,3	0,7
2013	1.023,0	59,2	20,1	17,7	10,1	4,4	5,6	7,7	34,1	31,7	97,6	1,5
2014	1.041,1	59,3	19,6	17,5	9,6	4,0	5,6	7,9	35,1	32,0	96,9	3,1
2015	1.069,0	59,2	19,1	17,6	9,5	3,8	5,7	8,1	36,4	32,7	96,3	3,7

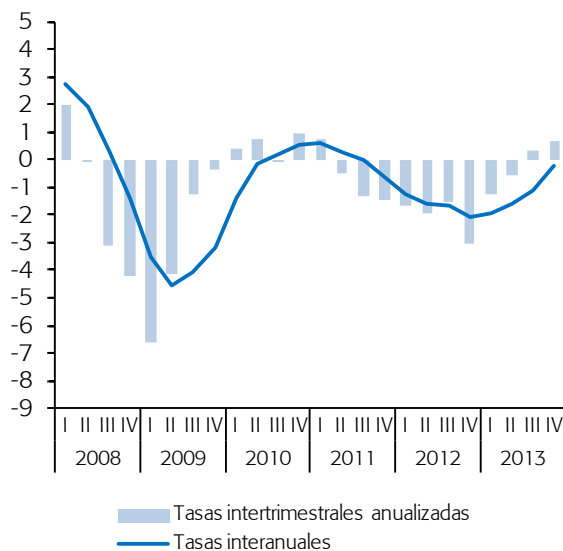
* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

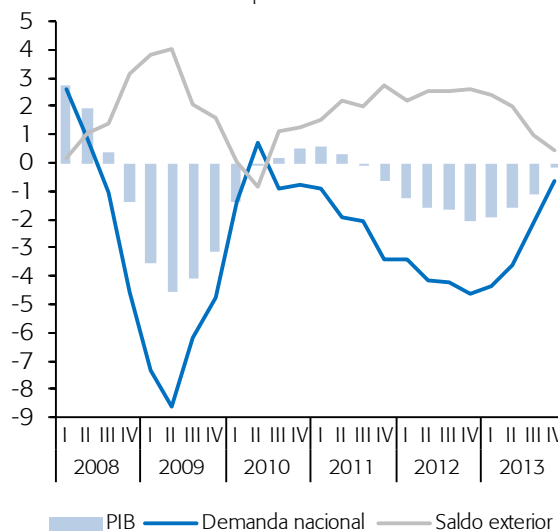
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1 - PIB

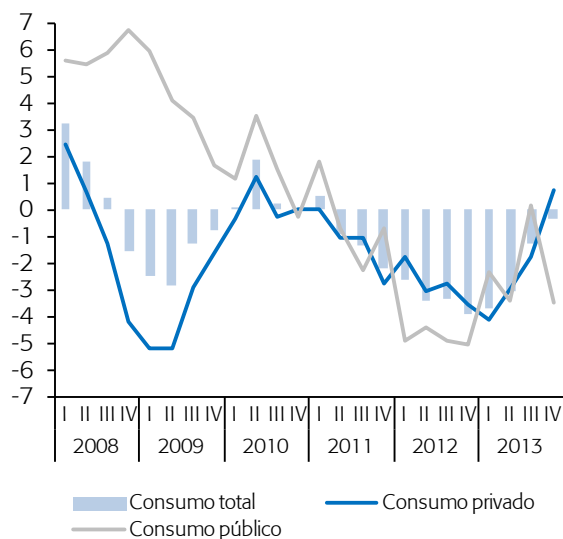
Tasas de crecimiento

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

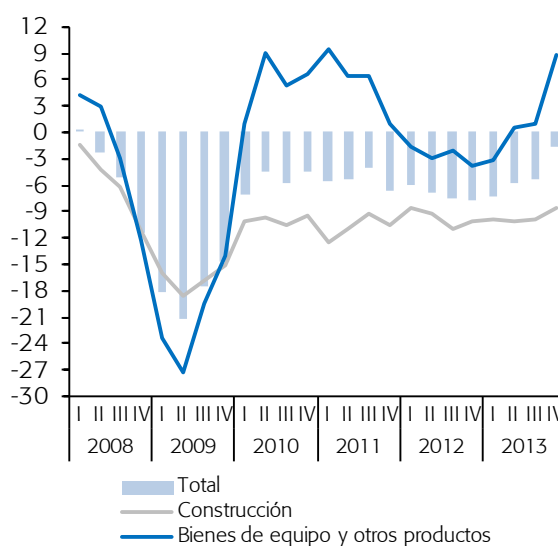
Puntos porcentuales

**Gráfico 1.3 - Consumo final**

Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo**

Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico*

Previsiones en azul

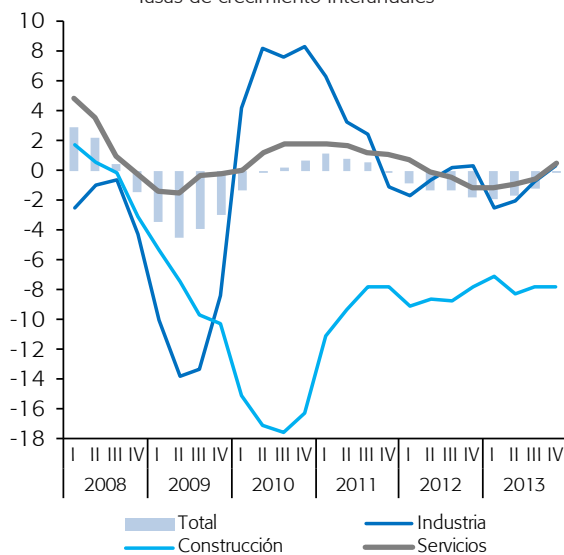
	Valor añadido bruto a precios básicos													Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, 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														
2007	3,8	7,0	0,5	1,8	5,0	4,3	3,4	11,9	2,8	8,0	4,5	2,2	1,0	
2008	1,0	-2,7	-2,1	-0,2	2,3	0,4	1,5	2,8	2,1	2,3	5,1	2,0	-0,3	
2009	-3,7	-3,3	-11,4	-8,2	-0,8	-2,6	0,9	-4,0	0,0	-2,6	2,3	0,2	-5,4	
2010	-0,2	1,9	7,1	-16,5	1,2	1,8	6,2	-3,5	-1,2	-0,3	2,4	0,3	-0,6	
2011	0,6	5,6	2,7	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1	
2012	-1,3	-10,9	-0,5	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9	
2013	-1,2	1,1	-1,2	-7,7	-0,5	-0,2	-0,3	-3,3	-0,2	0,0	-0,6	-0,9	-1,2	
2014	1,2	2,2	1,2	-1,2	1,5	2,2	1,7	0,4	2,6	2,9	-0,5	1,3	0,8	
2015	1,8	1,4	2,4	1,7	1,7	2,8	2,0	1,9	2,4	2,4	-0,5	1,5	1,3	
2013 I	-1,9	-4,1	-2,5	-7,0	-1,1	-1,9	-0,7	-3,7	-0,3	-0,8	0,4	-2,7	-2,0	
II	-1,6	3,9	-2,1	-8,3	-0,9	-0,2	1,0	-4,1	-0,6	-0,7	-2,0	-0,6	-1,0	
III	-1,2	0,9	-0,8	-7,8	-0,6	0,2	-1,6	-2,7	-0,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8	
IV	-0,1	4,1	0,3	-7,7	0,5	1,3	-0,1	-2,4	0,6	1,9	-0,2	0,5	-1,2	
2014 I	0,7	3,1	0,9	-5,4	1,2	1,9	0,6	-2,7	3,5	2,6	0,0	-0,1	-0,6	
II	1,2	1,7	0,8	-1,3	1,5	2,1	0,1	-2,0	2,8	4,1	0,2	1,2	0,0	
III	1,4	3,4	1,3	0,6	1,5	1,7	4,0	3,4	2,1	2,6	-0,7	2,0	1,6	
IV	1,7	0,5	1,8	1,6	1,7	3,2	2,3	3,3	2,1	2,1	-1,4	2,0	2,4	
2015 I	1,7	1,1	2,4	1,5	1,6	2,9	2,4	1,7	2,2	2,1	-1,0	1,5	1,4	
II	1,8	1,4	2,5	1,7	1,7	2,6	1,8	1,7	2,3	2,3	-0,3	1,6	1,0	
III	1,9	1,5	2,3	1,8	1,8	2,9	1,9	1,9	2,4	2,4	-0,4	1,4	1,1	
IV	2,0	1,5	2,6	2,0	1,8	2,8	2,1	2,0	2,6	2,6	-0,3	1,4	1,5	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas														
2013 I	-1,8	2,5	-3,0	-7,5	-1,0	1,1	-0,8	9,8	-8,6	-0,5	-3,8	5,4	5,2	
II	-0,7	6,1	2,3	-16,1	0,2	3,3	6,4	-1,2	4,5	-3,9	-4,3	-3,7	1,4	
III	0,9	-5,1	2,3	-5,0	1,5	2,8	-12,8	-18,4	5,2	8,6	4,5	-1,3	-6,2	
IV	1,2	13,7	-0,1	-1,7	1,4	-2,0	8,5	2,4	2,0	4,0	3,2	1,6	-4,7	
2014 I	1,2	-1,2	-0,8	2,3	1,7	3,7	1,6	8,4	2,2	2,2	-3,3	3,2	7,7	
II	1,4	0,4	2,0	-0,4	1,5	4,0	4,5	2,0	2,0	2,0	-3,3	1,2	4,0	
III	1,9	1,2	4,5	2,4	1,3	1,0	1,6	1,1	2,1	2,2	0,7	2,1	-0,3	
IV	2,1	1,5	1,5	1,9	2,3	4,0	1,7	1,8	2,3	2,1	0,3	1,4	-1,4	
2015 I	1,5	1,5	1,5	2,1	1,4	2,7	1,8	2,0	2,3	2,3	-1,5	1,4	3,5	
II	1,8	1,5	2,6	0,3	1,7	2,9	2,0	2,0	2,5	2,5	-0,8	1,4	2,2	
III	2,2	1,5	3,5	2,8	1,9	2,3	2,2	2,0	2,7	2,7	0,5	1,4	0,3	
IV	2,4	1,5	2,6	2,8	2,3	3,2	2,4	2,0	3,0	3,0	0,5	1,4	0,0	
Precios corrientes (mm. euros)														
Porcentaje del VAB a precios corrientes														
2007	946,0	2,7	17,3	13,9	66,1	23,0	4,2	5,3	6,9	7,2	16,1	3,4	11,3	
2008	997,0	2,5	16,9	13,6	67,0	23,1	4,1	5,4	6,9	7,4	16,7	3,4	9,1	
2009	972,2	2,4	15,5	13,0	69,2	23,5	4,2	5,9	6,4	7,4	18,1	3,6	7,7	
2010	954,8	2,6	16,6	10,7	70,2	24,2	4,3	4,6	7,4	7,4	18,6	3,7	9,5	
2011	959,8	2,5	17,1	9,5	70,9	24,5	4,2	4,2	7,9	7,8	18,5	3,7	9,0	
2012	944,2	2,5	17,4	8,6	71,6	25,3	4,2	4,4	8,2	7,7	18,1	3,8	9,0	
2013	933,2	2,6	17,5	7,8	72,1	25,9	4,0	3,9	8,4	7,8	18,3	3,8	9,6	
2014	947,9	2,6	17,5	7,6	72,3	26,7	3,9	3,8	8,5	7,8	17,8	3,9	9,7	
2015	970,8	2,6	17,6	7,5	72,3	26,9	3,8	3,9	8,7	7,9	17,2	3,9	9,7	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

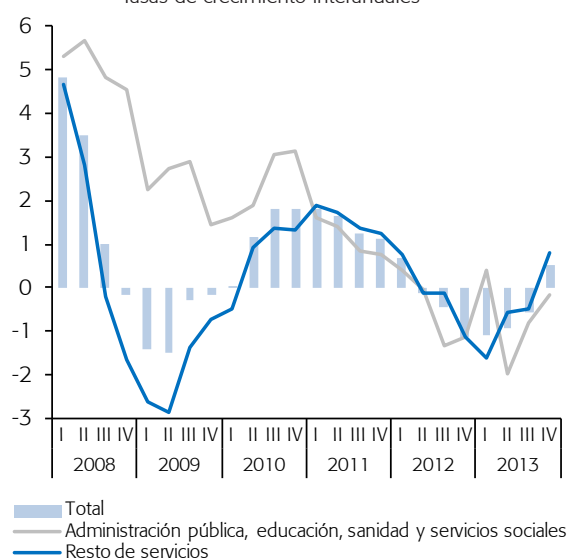
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 2.1 - VAB por sector

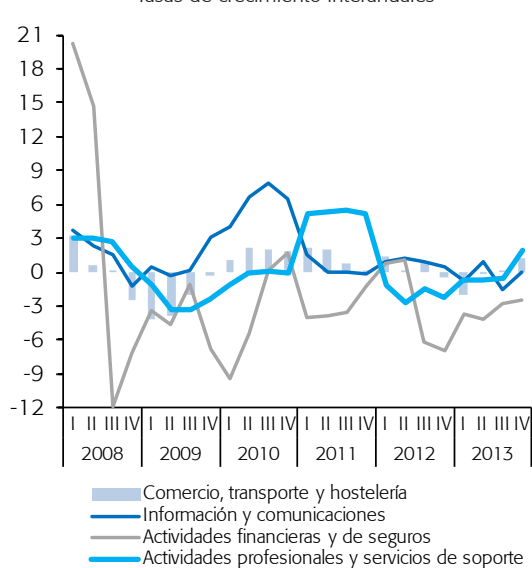
Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)**

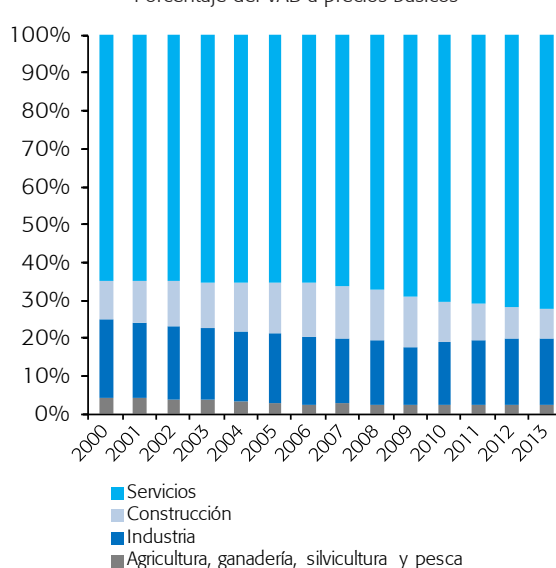
Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)**

Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial**

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

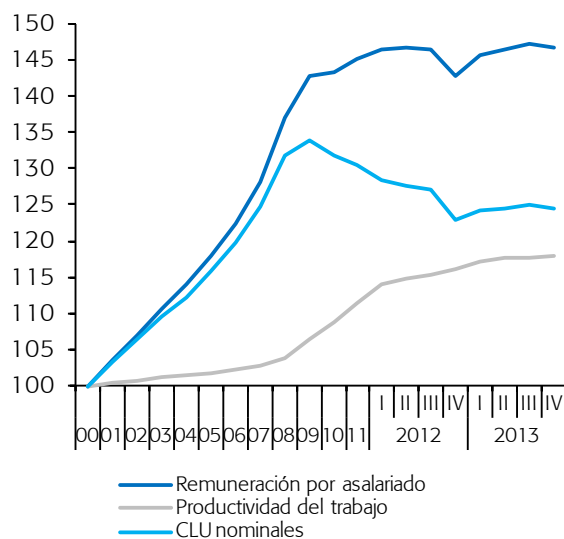
	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2007	126,4	123,1	102,7	128,2	124,7	94,3	107,8	91,1	118,3	139,9	118,3	95,7
2008	127,6	122,8	103,9	137,0	131,9	97,4	104,1	89,7	116,0	147,4	127,0	98,2
2009	122,7	115,2	106,5	142,7	133,9	98,9	91,3	78,0	117,1	150,4	128,5	99,9
2010	122,4	112,5	108,8	143,3	131,7	97,1	95,5	74,9	127,4	151,9	119,2	93,3
2011	122,5	110,0	111,4	145,2	130,4	96,1	96,7	73,4	131,7	154,6	117,4	90,5
2012	120,5	104,8	115,0	145,5	126,5	93,3	95,7	69,0	138,6	158,1	114,1	88,5
2013	119,0	101,2	117,6	146,5	124,5	91,3	94,8	65,4	145,1	160,2	110,5	85,5
2014	120,4	101,7	118,4	147,0	124,1	90,6	96,2	–	–	–	–	–
2015	122,6	102,8	119,3	147,7	123,9	89,8	98,6	–	–	–	–	–
2012 I	121,4	106,6	113,9	146,3	128,4	94,8	96,8	70,3	137,8	156,8	113,8	90,0
II	120,8	105,2	114,8	146,6	127,7	94,2	96,2	69,3	138,7	159,0	114,6	89,1
III	120,3	104,4	115,2	146,4	127,1	93,6	95,8	68,8	139,3	158,7	113,9	89,5
IV	119,4	102,8	116,2	142,7	122,8	90,5	93,8	67,7	138,6	158,0	114,0	85,4
2013 I	119,0	101,6	117,2	145,7	124,3	90,7	94,4	66,3	142,3	157,9	111,0	86,3
II	118,9	101,0	117,7	146,5	124,5	91,2	95,1	65,8	144,6	161,0	111,3	86,3
III	119,0	101,0	117,8	147,2	125,0	91,7	95,0	64,8	146,6	161,8	110,4	86,6
IV	119,2	101,1	117,9	146,6	124,3	91,4	94,9	64,7	146,8	160,3	109,2	82,8
Tasas de crecimiento interanuales												
2007	3,5	3,0	0,5	4,7	4,2	0,9	0,3	-2,5	-0,8	7,2	1,5	-2,0
2008	0,9	-0,2	1,1	6,9	5,7	3,3	-3,4	-1,5	-1,9	5,3	7,4	2,7
2009	-3,8	-6,2	2,5	4,2	1,6	1,5	-12,3	-13,1	0,9	2,1	1,1	1,7
2010	-0,2	-2,3	2,2	0,4	-1,7	-1,8	4,6	-3,9	8,8	0,9	-7,3	-6,6
2011	0,1	-2,2	2,3	1,3	-1,0	-1,0	1,3	-2,0	3,4	1,8	-1,5	-3,0
2012	-1,6	-4,8	3,3	0,2	-3,0	-3,0	-1,1	-6,0	5,2	2,3	-2,8	-2,3
2013	-1,2	-3,4	2,3	0,7	-1,6	-2,2	-0,9	-5,3	4,7	1,3	-3,2	-3,4
2014	1,2	0,5	0,7	0,4	-0,3	-0,8	1,4	–	–	–	–	–
2015	1,8	1,1	0,7	0,5	-0,2	-0,9	2,5	–	–	–	–	–
2012 I	-1,2	-4,3	3,2	1,7	-1,4	-1,3	-2,8	-4,9	2,3	2,6	0,4	0,6
II	-1,6	-5,1	3,7	0,8	-2,7	-2,6	-1,8	-6,5	5,0	2,7	-2,1	-1,3
III	-1,7	-4,7	3,2	0,7	-2,4	-2,6	0,1	-6,3	6,9	2,2	-4,4	-2,8
IV	-2,1	-5,0	3,1	-2,4	-5,3	-5,4	0,1	-6,3	6,9	1,4	-5,1	-5,4
2013 I	-1,9	-4,7	2,9	-0,5	-3,2	-4,3	-2,5	-5,7	3,3	0,7	-2,5	-4,1
II	-1,6	-4,0	2,5	-0,1	-2,5	-3,1	-1,2	-5,2	4,2	1,2	-2,8	-3,2
III	-1,1	-3,3	2,2	0,5	-1,6	-2,1	-0,8	-5,7	5,2	2,0	-3,1	-3,2
IV	-0,2	-1,6	1,5	2,7	1,2	1,0	1,2	-4,5	5,9	1,4	-4,2	-3,0

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

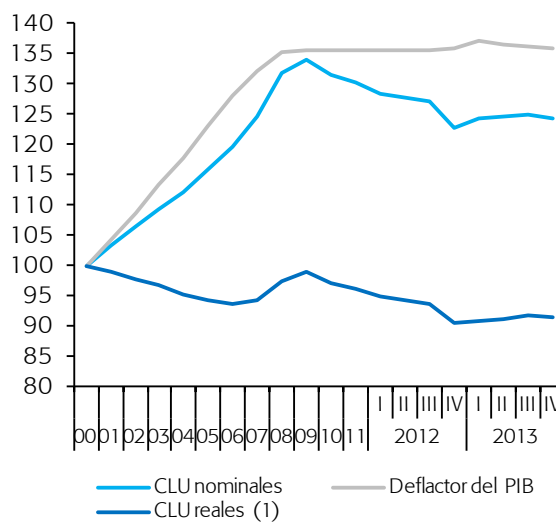
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**

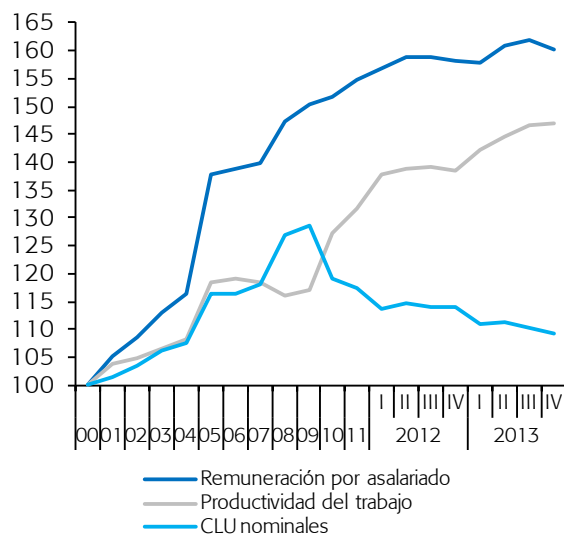
Índices, 2000=100



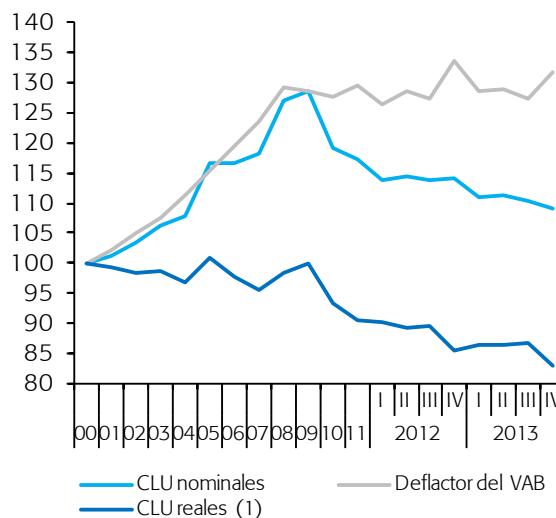
(1) CLU nominal deflactado por el deflactor del PIB.

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

**Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas**

Índices, 2000=100



(1) CLU nominal deflactado por el deflactor del PIB.

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: Renta Nacional y su distribución

Previsiones en azul

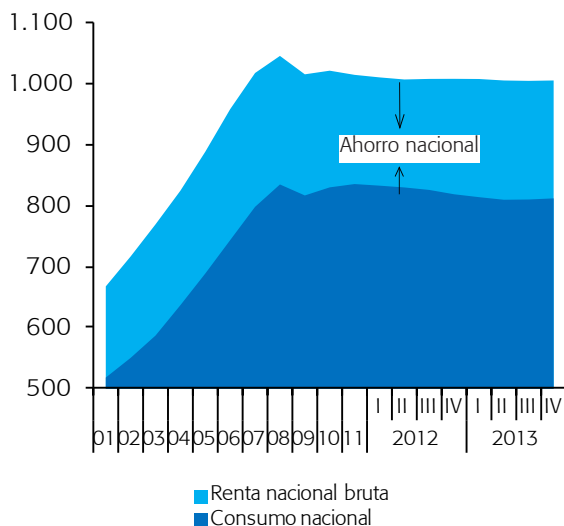
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (1)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres											Porcentaje del PIB		
2007	1.053,2	504,1	441,2	107,8	-27,4	1.025,7	-7,0	1.018,7	797,7	221,0	47,9	41,9	10,2
2008	1.087,8	537,6	458,1	92,0	-31,8	1.056,0	-9,2	1.046,8	834,4	212,4	49,4	42,1	8,5
2009	1.046,9	524,7	445,1	77,1	-23,1	1.023,8	-7,3	1.016,6	816,4	200,2	50,1	42,5	7,4
2010	1.045,6	514,8	436,9	93,9	-17,2	1.028,4	-5,9	1.022,5	829,6	192,9	49,2	41,8	9,0
2011	1.046,3	511,0	445,1	90,3	-23,7	1.022,6	-7,0	1.015,7	835,0	180,6	48,8	42,5	8,6
2012	1.029,3	482,6	452,4	94,3	-15,3	1.014,0	-4,8	1.009,2	818,3	190,8	46,9	44,0	9,2
2013	1.023,0	465,8	458,1	99,1	-11,4	1.011,6	-5,1	1.006,5	811,6	194,9	45,5	44,8	9,7
2014	1.041,1	469,7	469,7	101,8	-12,3	1.028,8	-5,6	1.023,2	820,4	202,9	45,1	45,1	9,8
2015	1.069,0	476,9	486,2	105,9	-12,9	1.056,1	-6,0	1.050,1	834,0	216,1	44,6	45,5	9,9
2012 I	1.042,8	507,0	444,2	91,5	-24,0	1.018,8	-7,3	1.011,5	832,4	179,1	48,6	42,6	8,8
II	1.037,9	500,5	446,9	90,5	-22,2	1.015,7	-7,6	1.008,1	829,5	178,6	48,2	43,1	8,7
III	1.034,3	494,0	448,5	91,9	-18,3	1.016,1	-7,1	1.009,0	825,4	183,6	47,8	43,4	8,9
IV	1.029,3	482,6	452,4	94,3	-15,3	1.014,0	-4,8	1.009,2	818,3	190,8	46,9	44,0	9,2
2013 I	1.026,4	475,3	456,0	95,1	-13,6	1.012,8	-3,9	1.008,9	813,6	195,3	46,3	44,4	9,3
II	1.023,9	468,4	457,9	97,7	-12,9	1.011,0	-4,6	1.006,4	809,3	197,1	45,7	44,7	9,5
III	1.023,3	464,6	460,3	98,4	-12,6	1.010,7	-4,9	1.005,8	809,8	196,0	45,4	45,0	9,6
IV	1.023,0	465,8	458,1	99,1	-11,4	1.011,6	-5,1	1.006,5	811,6	194,9	45,5	44,8	9,7
Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior		
2007	6,9	8,2	8,0	-2,9	46,0	6,1	-5,8	6,2	7,3	2,3	0,6	0,5	-1,0
2008	3,3	6,6	3,8	-14,7	15,8	3,0	32,0	2,8	4,6	-3,9	1,6	0,2	-1,8
2009	-3,8	-2,4	-2,8	-16,2	-27,4	-3,0	-21,3	-2,9	-2,2	-5,8	0,7	0,4	-1,1
2010	-0,1	-1,9	-1,9	21,8	-25,4	0,4	-19,1	0,6	1,6	-3,6	-0,9	-0,7	1,6
2011	0,1	-0,7	1,9	-3,9	37,6	-0,6	18,3	-0,7	0,7	-6,4	-0,4	0,8	-0,4
2012	-1,6	-5,6	1,6	4,4	-35,5	-0,8	-30,5	-0,6	-2,0	5,7	-1,9	1,4	0,5
2013	-0,6	-3,5	1,3	5,2	-25,2	-0,2	5,4	-0,3	-0,8	2,1	-1,4	0,8	0,5
2014	1,8	0,8	2,5	2,7	7,8	1,7	10,0	1,7	1,1	4,1	-0,4	0,3	0,1
2015	2,7	1,5	3,5	4,0	4,3	2,7	7,5	2,6	1,7	6,5	-0,5	0,4	0,1
2012 I	-0,4	-1,4	1,3	-3,3	25,4	-0,9	18,6	-1,0	-0,2	-4,5	-0,5	0,7	-0,3
II	-1,1	-2,5	1,2	-4,0	13,2	-1,4	22,5	-1,5	-0,8	-4,8	-0,7	1,0	-0,3
III	-1,5	-3,6	1,1	-2,0	-18,4	-1,1	22,2	-1,3	-1,4	-0,8	-1,1	1,1	0,0
IV	-1,6	-5,6	1,6	4,4	-35,5	-0,8	-30,5	-0,6	-2,0	5,7	-1,9	1,4	0,5
2013 I	-1,6	-6,3	2,7	3,8	-43,4	-0,6	-46,3	-0,3	-2,3	9,0	-2,3	1,8	0,5
II	-1,3	-6,4	2,5	7,9	-41,9	-0,5	-39,7	-0,2	-2,4	10,4	-2,5	1,7	0,8
III	-1,1	-6,0	2,6	7,1	-30,8	-0,5	-31,2	-0,3	-1,9	6,8	-2,4	1,6	0,7
IV	-0,6	-3,5	1,3	5,2	-25,2	-0,2	5,4	-0,3	-0,8	2,1	-1,4	0,8	0,5

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

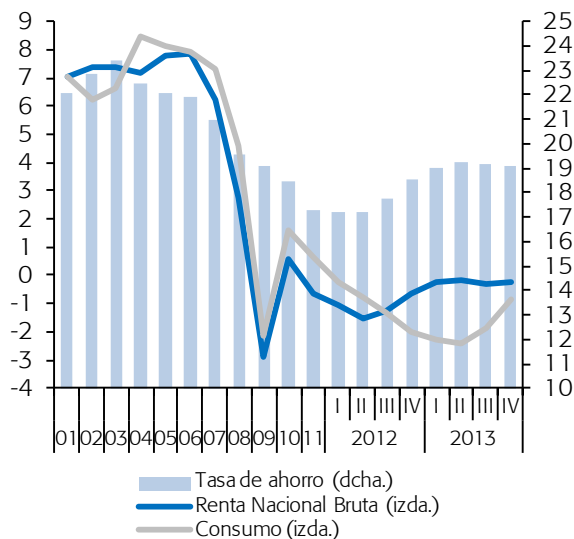
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

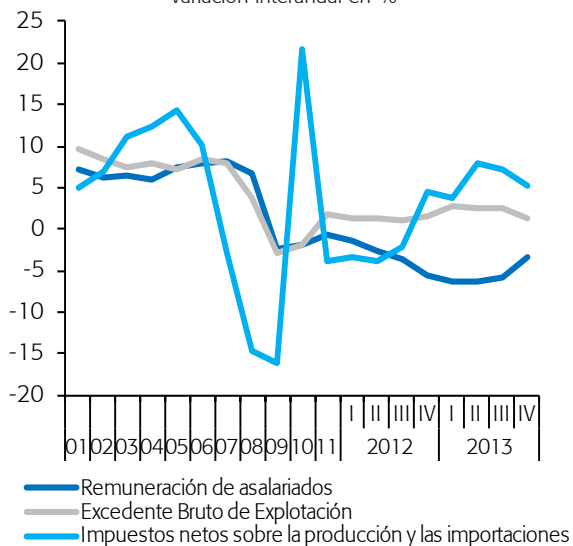
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

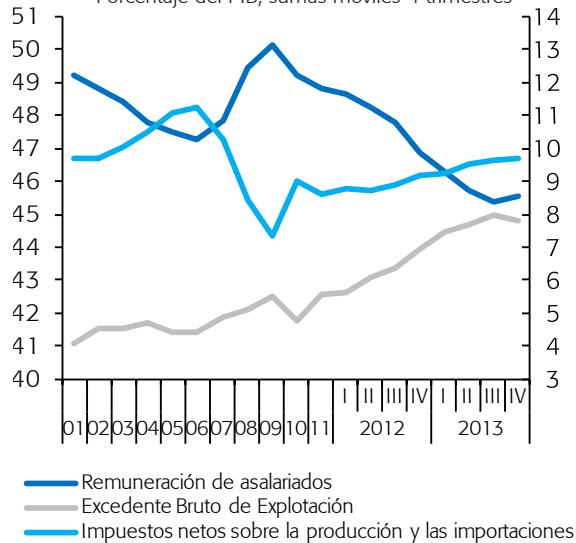
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trim.

**Gráfico 4.3.- Componentes de la Renta Nacional**

Variación interanual en %

**Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta**

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: operaciones netas con el resto del mundo

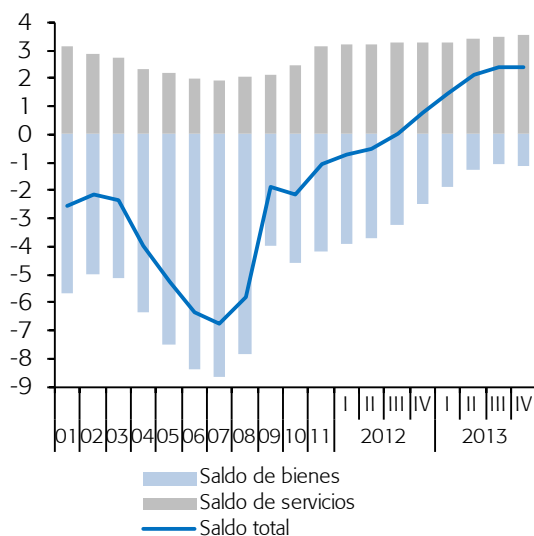
Previsiones en azul

	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	8	9=7+8	10	11	12=7-10-11
MM euros, suma móvil 4 trimestres												
2007	-70,8	-90,8	30,4	-10,4	-27,4	-7,0	-105,2	4,3	-100,9	221,0	326,2	-105,2
2008	-63,3	-85,4	30,6	-8,5	-31,8	-9,2	-104,3	4,4	-99,9	212,4	316,7	-104,3
2009	-19,7	-41,6	28,3	-6,4	-23,1	-7,3	-50,0	4,3	-45,7	200,2	250,2	-50,0
2010	-22,6	-48,2	29,3	-3,7	-17,2	-5,9	-45,7	6,0	-39,7	192,9	238,6	-45,7
2011	-11,0	-43,7	33,0	-0,3	-23,7	-7,0	-41,6	4,7	-37,0	180,6	222,3	-41,6
2012	7,7	-25,8	33,8	-0,4	-15,3	-4,8	-12,5	5,8	-6,7	190,8	203,3	-12,5
2013	24,7	-11,9	35,3	1,3	-11,4	-5,1	8,2	7,5	15,7	194,9	186,7	8,2
2014	33,0	-6,4	36,8	2,6	-12,3	-5,6	15,0	6,8	21,8	202,9	187,8	15,0
2015	41,0	-1,7	38,9	3,8	-12,9	-6,0	22,1	6,8	28,9	216,1	194,0	22,1
2012 I	-7,7	-41,1	33,2	0,2	-24,0	-7,3	-39,0	4,2	-34,7	179,1	218,1	-39,0
II	-5,1	-38,1	33,2	-0,1	-22,2	-7,6	-34,9	4,0	-30,9	178,6	213,5	-34,9
III	0,4	-33,6	33,8	0,2	-18,3	-7,1	-24,9	4,5	-20,4	183,6	208,6	-24,9
IV	7,7	-25,8	33,8	-0,4	-15,3	-4,8	-12,5	5,8	-6,7	190,8	203,3	-12,5
2013 I	14,8	-19,2	34,1	-0,1	-13,6	-3,9	-2,7	6,2	3,5	195,3	198,0	-2,7
II	21,7	-13,1	34,5	0,3	-12,9	-4,6	4,2	7,3	11,5	197,1	192,9	4,2
III	24,7	-10,8	34,9	0,6	-12,6	-4,9	7,2	7,1	14,3	196,0	188,8	7,2
IV	24,7	-11,9	35,3	1,3	-11,4	-5,1	8,2	7,5	15,7	194,9	186,7	8,2
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres												
2007	-6,7	-8,6	2,9	-1,0	-2,6	-0,7	-10,0	0,4	-9,6	21,0	31,0	-10,0
2008	-5,8	-7,8	2,8	-0,8	-2,9	-0,8	-9,6	0,4	-9,2	19,5	29,1	-9,6
2009	-1,9	-4,0	2,7	-0,6	-2,2	-0,7	-4,8	0,4	-4,4	19,1	23,9	-4,8
2010	-2,2	-4,6	2,8	-0,4	-1,6	-0,6	-4,4	0,6	-3,8	18,4	22,8	-4,4
2011	-1,1	-4,2	3,2	0,0	-2,3	-0,7	-4,0	0,4	-3,5	17,3	21,2	-4,0
2012	0,7	-2,5	3,3	0,0	-1,5	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	18,5	19,8	-1,2
2013	2,4	-1,2	3,4	0,1	-1,1	-0,5	0,8	0,7	1,5	19,0	18,2	0,8
2014	3,2	-0,6	3,5	0,3	-1,2	-0,5	1,4	0,7	2,1	19,5	18,0	1,4
2015	3,8	-0,2	3,6	0,4	-1,2	-0,6	2,1	0,6	2,7	20,2	18,2	2,1
2012 I	-0,7	-3,9	3,2	0,0	-2,3	-0,7	-3,7	0,4	-3,3	17,2	20,9	-3,7
II	-0,5	-3,7	3,2	0,0	-2,1	-0,7	-3,4	0,4	-3,0	17,2	20,6	-3,4
III	0,0	-3,3	3,3	0,0	-1,8	-0,7	-2,4	0,4	-2,0	17,8	20,2	-2,4
IV	0,7	-2,5	3,3	0,0	-1,5	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	18,5	19,8	-1,2
2013 I	1,4	-1,9	3,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,3	0,6	0,3	19,0	19,3	-0,3
II	2,1	-1,3	3,4	0,0	-1,3	-0,4	0,4	0,7	1,1	19,3	18,8	0,4
III	2,4	-1,1	3,4	0,1	-1,2	-0,5	0,7	0,7	1,4	19,2	18,5	0,7
IV	2,4	-1,2	3,4	0,1	-1,1	-0,5	0,8	0,7	1,5	19,0	18,2	0,8

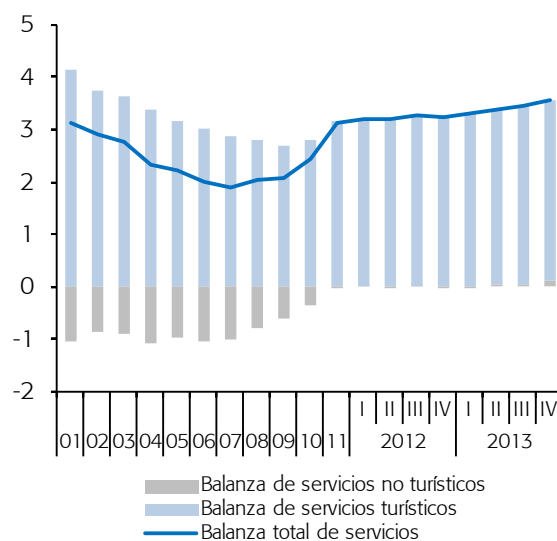
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

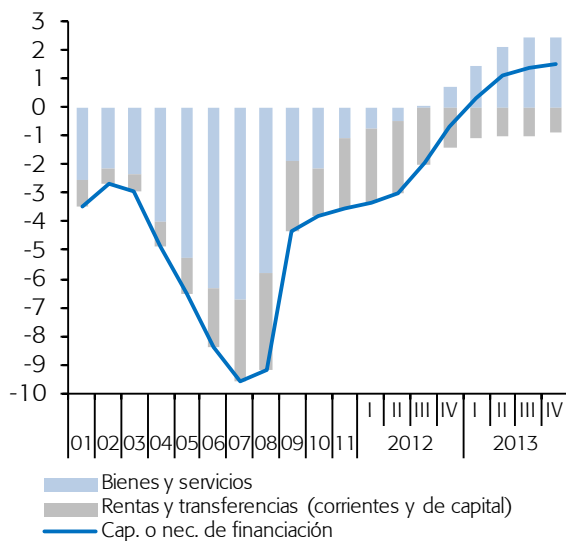
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

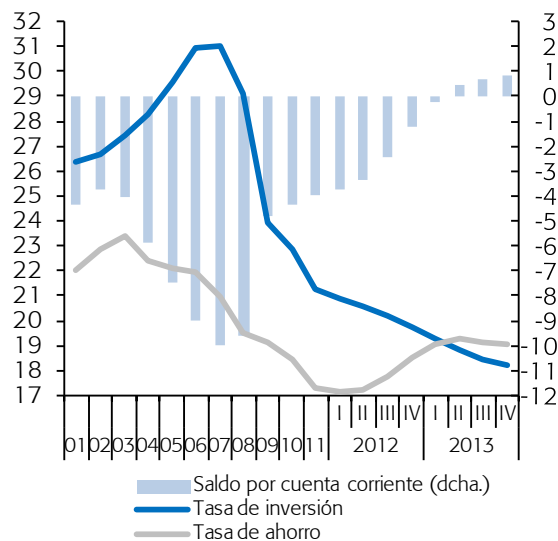
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de los hogares

Previsiones en azul

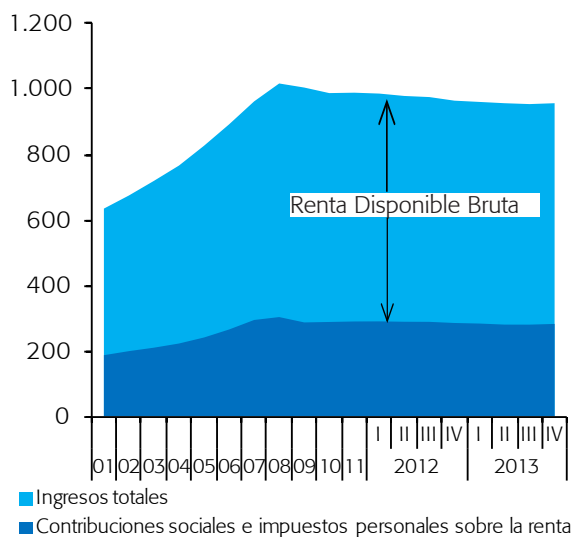
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
2007	671,2	503,9	262,7	197,3	206,3	86,5	604,7	70,0	10,4	3,5	101,5	-28,0	-2,7
2008	717,1	537,6	264,2	217,0	216,9	84,6	622,4	99,2	13,8	5,4	91,1	13,5	1,2
2009	721,0	524,5	248,0	233,8	209,2	76,1	592,8	128,3	17,8	5,6	67,7	66,2	6,3
2010	702,6	514,8	236,0	238,5	207,2	79,4	605,1	97,3	13,9	7,1	60,7	43,7	4,2
2011	702,3	510,8	239,3	240,4	206,5	81,7	612,8	88,8	12,6	3,4	53,1	39,1	3,7
2012	682,5	482,6	238,5	245,0	201,0	82,6	610,6	70,6	10,3	2,7	48,2	25,0	2,4
2013	677,6	465,8	243,8	248,6	197,5	83,2	606,1	70,1	10,4	0,9	45,8	25,2	2,5
2014	687,3	469,7	253,7	247,0	198,7	84,5	616,6	69,3	10,1	0,8	44,9	25,1	2,4
2015	704,8	477,0	266,8	248,7	202,5	85,2	631,0	72,3	10,3	0,7	45,9	27,1	2,5
2012 I	699,3	506,9	239,0	241,9	206,1	82,4	613,0	85,8	12,3	3,1	52,2	36,6	3,5
II	693,2	500,4	238,0	242,1	204,5	82,8	612,7	80,2	11,6	3,0	51,7	31,5	3,0
III	690,1	494,0	238,1	245,0	203,9	83,1	611,2	77,8	11,3	2,3	50,1	30,0	2,9
IV	682,5	482,6	238,5	245,0	201,0	82,6	610,6	70,6	10,3	2,7	48,2	25,0	2,4
2013 I	680,4	475,3	240,6	246,3	199,6	82,2	606,5	72,5	10,7	2,5	48,4	26,6	2,6
II	679,7	468,4	242,7	247,2	197,5	81,1	604,0	74,1	10,9	2,3	47,1	29,3	2,9
III	677,1	464,7	243,5	247,4	196,4	82,2	604,0	72,0	10,6	1,7	45,8	27,9	2,7
IV	677,6	465,8	243,8	248,6	197,5	83,2	606,1	70,1	10,4	0,9	45,8	25,2	2,5
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres									Diferencia sobre año anterior	Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres		Diferencia sobre año anterior	
2007	6,6	8,2	7,2	8,1	8,8	16,6	6,8	12,3	0,6	-49,8	4,2	-	0,0
2008	6,8	6,7	0,6	9,9	5,2	-2,1	2,9	41,7	3,4	55,7	-10,2	-	3,9
2009	0,5	-2,4	-6,1	7,7	-3,6	-10,1	-4,8	29,4	4,0	4,8	-25,7	-	5,1
2010	-2,5	-1,9	-4,8	2,0	-1,0	4,4	2,1	-24,1	-3,9	25,2	-10,3	-	-2,1
2011	0,0	-0,8	1,4	0,8	-0,4	2,8	1,3	-8,7	-1,2	-51,9	-12,5	-	-0,4
2012	-2,8	-5,5	-0,4	1,9	-2,7	1,1	-0,4	-20,6	-2,3	-21,7	-9,3	-	-1,3
2013	-0,7	-3,5	2,2	1,5	-1,7	0,7	-0,7	-0,6	0,0	-66,5	-5,0	-	0,0
2014	1,4	0,8	4,1	-0,6	0,6	1,6	1,7	-1,3	-0,3	-15,0	-1,9	-	-0,1
2015	2,5	1,5	5,2	0,7	1,9	0,8	2,3	4,3	0,2	-10,0	2,1	-	0,1
2012 I	-0,5	-1,4	1,1	0,8	-0,9	3,5	0,6	-8,0	-1,0	-55,3	-10,6	-	-0,5
II	-1,3	-2,5	0,3	0,5	-1,9	2,7	0,2	-10,9	-1,2	-57,9	-7,2	-	-0,9
III	-1,9	-3,6	-0,1	1,5	-1,8	2,4	-0,4	-12,0	-1,3	-66,4	-7,9	-	-1,0
IV	-2,8	-5,5	-0,4	1,9	-2,7	1,1	-0,4	-20,6	-2,3	-21,7	-9,3	-	-1,3
2013 I	-2,7	-6,2	0,7	1,8	-3,1	-0,2	-1,1	-15,4	-1,6	-19,9	-7,3	-	-0,9
II	-1,9	-6,4	2,0	2,1	-3,4	-2,0	-1,4	-7,6	-0,7	-21,8	-8,9	-	-0,2
III	-1,9	-5,9	2,3	1,0	-3,7	-1,2	-1,2	-7,5	-0,6	-29,0	-8,6	-	-0,2
IV	-0,7	-3,5	2,2	1,5	-1,7	0,7	-0,7	-0,6	0,0	-66,5	-5,0	-	0,0

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

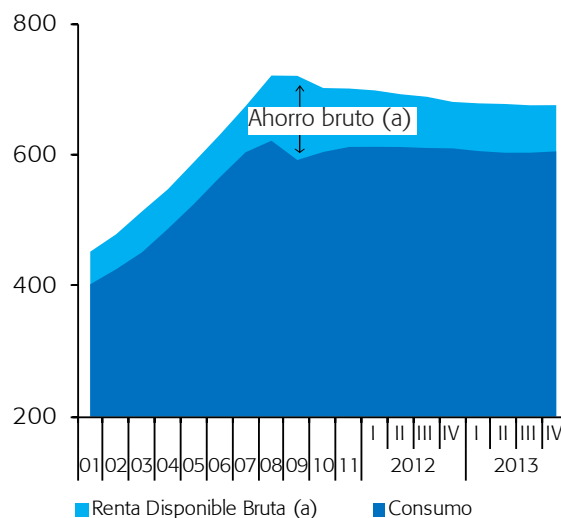
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Hogares: Renta disponible bruta

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

**Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto**

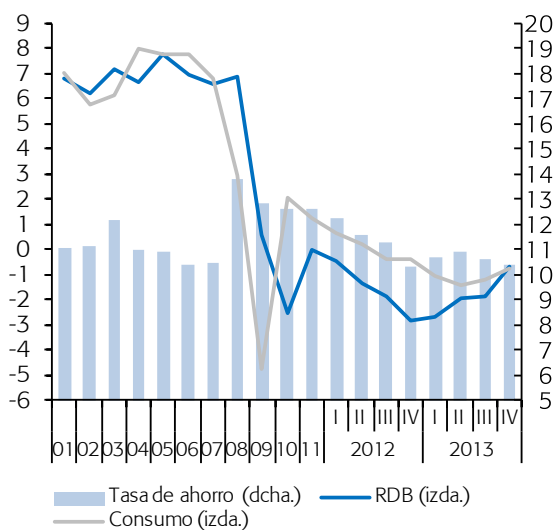
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



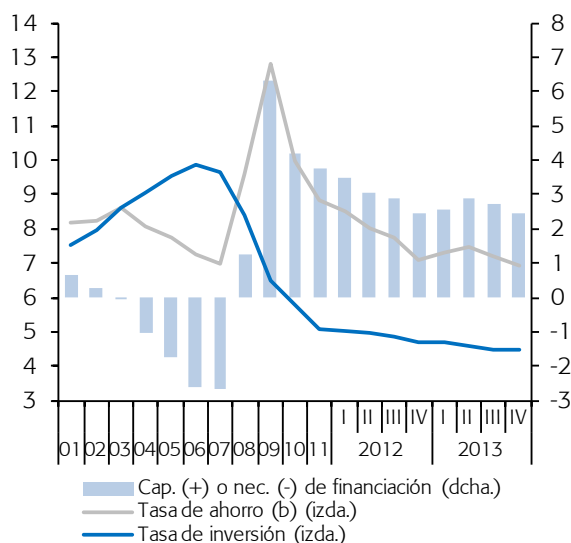
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro

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

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

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(b) Incluye transferencias netas de capital.

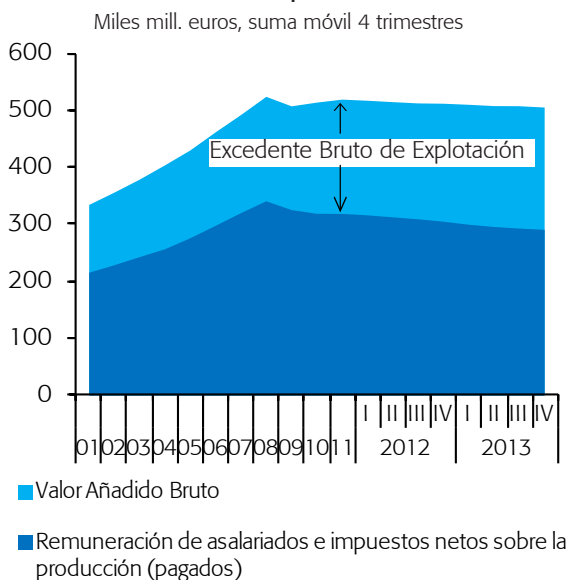
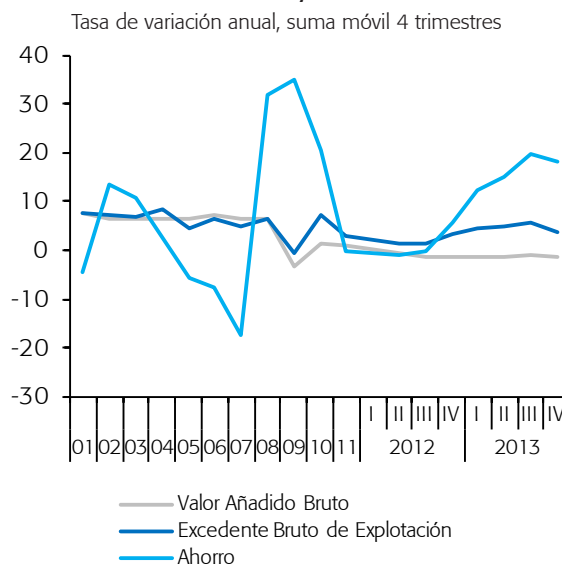
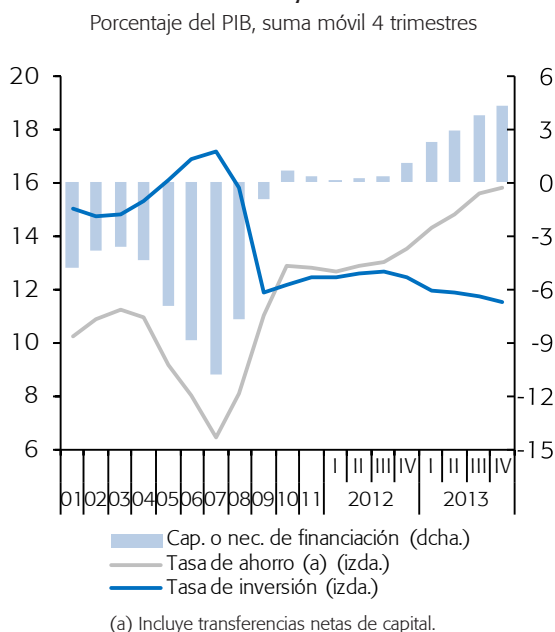
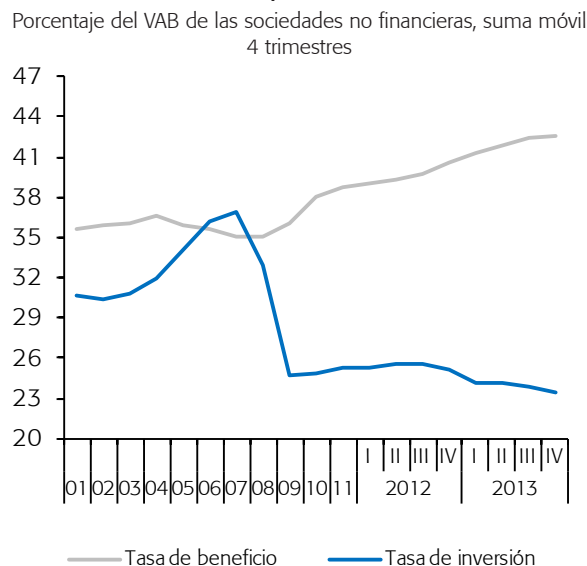
Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la produc- ción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propie- dad netas	Transfe- rencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transfe- rencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financia- ción en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5+6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
2007	490,3	318,2	172,0	-62,9	-9,9	41,7	57,5	10,0	181,1	-113,6	-10,8	35,1	36,9
2008	522,1	339,0	183,1	-71,2	-10,6	25,4	75,9	12,2	171,8	-83,7	-7,7	35,1	32,9
2009	505,5	323,6	181,9	-49,4	-10,3	19,8	102,4	12,7	124,6	-9,5	-0,9	36,0	24,6
2010	512,0	317,1	194,9	-45,3	-10,1	16,0	123,5	11,2	127,2	7,5	0,7	38,1	24,8
2011	517,2	316,9	200,3	-51,3	-10,1	15,8	123,2	11,0	130,5	3,7	0,3	38,7	25,2
2012	510,1	303,4	206,7	-47,2	-9,6	19,8	130,1	9,3	127,8	11,6	1,1	40,5	25,1
2013	503,4	289,2	214,2	-32,0	-9,7	18,8	153,7	8,2	117,9	43,9	4,3	42,6	23,4
2014	512,2	294,4	217,8	-31,3	-9,5	19,8	157,3	8,3	120,1	45,5	4,4	42,5	23,4
2015	525,5	302,6	223,0	-31,2	-9,8	20,4	161,6	8,3	125,2	44,7	4,2	42,4	23,8
2012 I	515,3	314,4	200,9	-52,5	-10,0	16,2	122,2	9,9	130,0	2,1	0,2	39,0	25,2
II	512,9	311,0	201,9	-51,4	-9,7	17,0	123,8	9,8	130,9	2,6	0,3	39,4	25,5
III	510,6	307,5	203,2	-51,3	-9,6	16,4	125,9	8,8	130,7	4,0	0,4	39,8	25,6
IV	510,1	303,4	206,7	-47,2	-9,6	19,8	130,1	9,3	127,8	11,6	1,1	40,5	25,1
2013 I	508,2	298,1	210,1	-43,7	-9,4	19,6	137,4	9,5	122,9	24,0	2,3	41,4	24,2
II	506,0	294,1	211,8	-39,8	-9,4	20,3	142,4	9,5	121,9	30,0	2,9	41,9	24,1
III	505,7	291,3	214,4	-35,4	-9,3	19,1	150,7	8,9	120,3	39,2	3,8	42,4	23,8
IV	503,4	289,2	214,2	-32,0	-9,7	18,8	153,7	8,2	117,9	43,9	4,3	42,6	23,4
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres												Diferencia sobre año anterior	
2007	6,6	7,5	4,9	22,0	11,7	23,1	-17,5	13,3	9,0	--	-1,9	-0,6	0,8
2008	6,5	6,5	6,4	13,1	7,0	-38,9	31,9	22,0	-5,1	--	3,1	0,0	-4,0
2009	-3,2	-4,5	-0,7	-30,6	-2,5	-22,2	34,9	4,1	-27,5	--	6,8	0,9	-8,3
2010	1,3	-2,0	7,2	-8,4	-1,8	-19,2	20,6	-12,2	2,1	--	1,6	2,1	0,2
2011	1,0	-0,1	2,8	13,4	-0,7	-1,3	-0,3	-1,5	2,6	--	-0,4	0,7	0,4
2012	-1,4	-4,3	3,2	-8,0	-4,8	25,5	5,6	-15,8	-2,1	--	0,8	1,8	-0,2
2013	-1,3	-4,7	3,6	-32,2	1,6	-5,2	18,1	-12,0	-7,8	--	3,2	2,0	-1,6
2014	1,8	1,8	1,7	-2,4	-2,1	5,4	2,3	2,0	1,9	--	0,1	0,0	0,0
2015	2,6	2,8	2,4	-0,1	3,0	3,1	2,7	0,0	4,2	--	-0,2	-0,1	0,4
2012 I	0,4	-0,8	2,2	10,5	-0,8	0,7	-0,6	-8,7	1,7	--	-0,4	0,7	0,3
II	-0,7	-2,0	1,3	5,7	-6,2	11,9	-1,0	-15,1	2,3	--	-0,6	0,8	0,8
III	-1,4	-3,2	1,4	3,8	-6,2	12,1	-0,1	-25,6	0,5	--	-0,4	1,1	0,5
IV	-1,4	-4,3	3,2	-8,0	-4,8	25,5	5,6	-15,8	-2,1	--	0,8	1,8	-0,2
2013 I	-1,4	-5,2	4,6	-16,7	-6,1	21,2	12,4	-4,2	-5,4	--	2,1	2,4	-1,0
II	-1,3	-5,4	4,9	-22,7	-2,8	19,0	15,0	-3,1	-6,9	--	2,7	2,5	-1,4
III	-1,0	-5,3	5,6	-31,0	-3,4	16,6	19,7	0,6	-7,9	--	3,4	2,6	-1,8
IV	-1,3	-4,7	3,6	-32,2	1,6	-5,2	18,1	-12,0	-7,8	--	3,2	2,0	-1,6

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

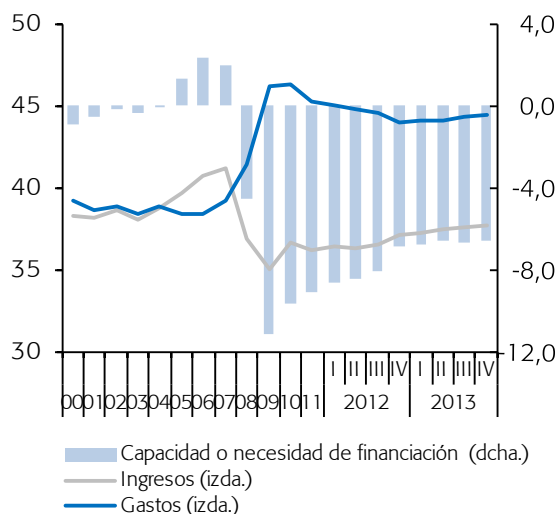
Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
2007	125,1	122,0	136,9	136,8	107,8	6,6	122,7	18,9	264,7	193,1	71,7	50,9	20,7	20,7
2008	136,9	106,6	115,8	143,1	118,5	6,1	136,3	22,7	218,8	212,0	6,8	55,9	-49,1	-49,1
2009	144,5	92,4	100,8	140,1	125,7	8,1	153,7	22,4	168,0	223,6	-55,6	60,7	-116,4	-116,4
2010	145,7	109,6	99,8	140,3	125,7	10,9	161,6	20,7	176,4	224,5	-48,1	52,5	-100,5	-100,5
2011	144,0	104,5	101,2	139,5	123,6	16,2	163,2	20,2	166,0	222,2	-56,2	43,8	-100,0	-94,9
2012	135,9	108,0	105,5	133,8	115,2	20,9	167,7	18,0	161,4	207,7	-46,2	63,1	-109,3	-70,2
2013	136,6	112,9	105,1	130,4	116,1	24,1	170,0	19,3	155,6	205,5	-49,9	22,3	-72,2	-67,6
2014	136,3	115,8	107,6	132,7	115,3	24,4	168,5	19,5	164,7	203,8	-39,1	19,5	-58,6	-58,6
2015	136,2	120,2	109,0	135,4	114,9	25,5	170,0	18,8	171,7	203,0	-31,2	20,2	-51,5	-51,5
2012 I	143,3	105,5	101,9	138,6	122,9	17,8	164,3	20,1	164,2	219,4	-55,2	40,4	-95,6	-91,5
II	142,1	103,7	102,8	137,8	121,6	19,3	165,7	20,0	159,9	216,8	-56,9	41,5	-98,4	-89,8
III	140,9	104,3	102,4	136,5	120,3	20,7	167,4	18,9	156,8	214,2	-57,3	41,5	-98,8	-85,7
IV	135,9	108,0	105,5	133,8	115,2	20,9	167,7	18,0	161,4	207,7	-46,2	63,1	-109,3	-72,2
2013 I	135,5	108,3	105,1	132,8	114,8	21,4	168,3	17,8	159,4	207,1	-47,7	59,9	-107,5	-69,5
II	133,9	110,4	104,6	131,1	113,3	22,2	169,2	18,0	157,4	205,3	-47,9	55,3	-103,3	-67,5
III	133,7	111,5	104,8	130,6	113,1	22,8	170,5	19,0	155,2	205,7	-50,5	51,2	-101,7	-68,4
IV	136,6	112,9	105,1	130,4	116,1	24,1	170,0	19,3	155,6	205,5	-49,9	22,3	-72,2	-67,6
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2007	11,9	11,6	13,0	13,0	10,2	0,6	11,6	1,8	25,1	18,3	6,8	4,9	1,9	1,9
2008	12,6	9,8	10,6	13,2	10,9	0,6	12,5	2,1	20,1	19,5	0,6	5,1	-4,5	-4,5
2009	13,8	8,8	9,6	13,4	12,0	0,8	14,7	2,1	16,0	21,4	-5,3	5,8	-11,1	-11,1
2010	13,9	10,5	9,5	13,4	12,0	1,0	15,5	2,0	16,9	21,5	-4,6	5,0	-9,6	-9,6
2011	13,8	10,0	9,7	13,3	11,8	1,6	15,6	1,9	15,9	21,2	-5,4	4,2	-9,6	-9,1
2012	13,2	10,5	10,3	13,0	11,2	2,0	16,3	1,7	15,7	20,2	-4,5	6,1	-10,6	-6,8
2013	13,4	11,0	10,3	12,8	11,3	2,4	16,6	1,9	15,2	20,1	-4,9	2,2	-7,1	-6,6
2014	13,1	11,1	10,3	12,7	11,1	2,3	16,2	1,9	15,8	19,6	-3,8	1,9	-5,6	-5,6
2015	12,7	11,2	10,2	12,7	10,7	2,4	15,9	1,8	16,1	19,0	-2,9	1,9	-4,8	-4,8
2012 I	13,7	10,1	9,8	13,3	11,8	1,7	15,8	1,9	15,7	21,0	-5,3	3,9	-9,2	-8,8
II	13,7	10,0	9,9	13,3	11,7	1,9	16,0	1,9	15,4	20,9	-5,5	4,0	-9,5	-8,7
III	13,6	10,1	9,9	13,2	11,6	2,0	16,2	1,8	15,2	20,7	-5,5	4,0	-9,6	-8,3
IV	13,2	10,5	10,3	13,0	11,2	2,0	16,3	1,7	15,7	20,2	-4,5	6,1	-10,6	-7,0
2013 I	13,2	10,5	10,2	12,9	11,2	2,1	16,4	1,7	15,5	20,2	-4,6	5,8	-10,5	-6,8
II	13,1	10,8	10,2	12,8	11,1	2,2	16,5	1,8	15,4	20,1	-4,7	5,4	-10,1	-6,6
III	13,1	10,9	10,2	12,8	11,0	2,2	16,7	1,9	15,2	20,1	-4,9	5,0	-9,9	-6,7
IV	13,4	11,0	10,3	12,8	11,3	2,4	16,6	1,9	15,2	20,1	-4,9	2,2	-7,1	-6,6

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

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

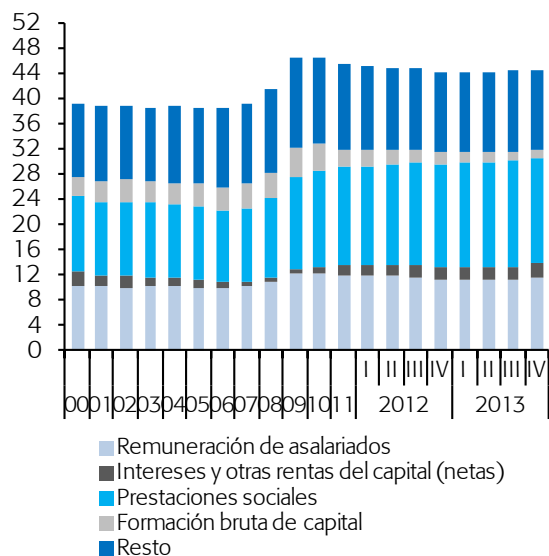
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



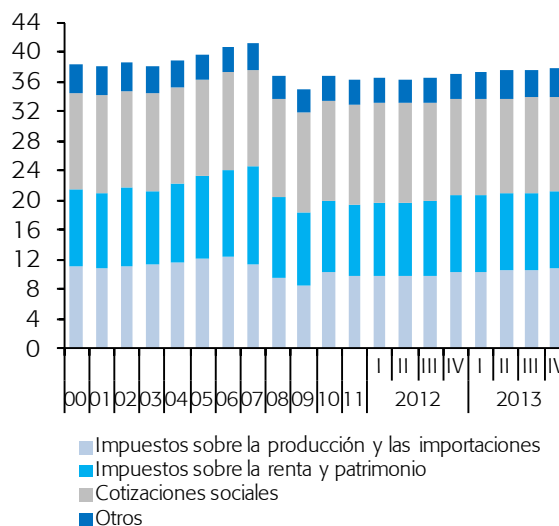
(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos

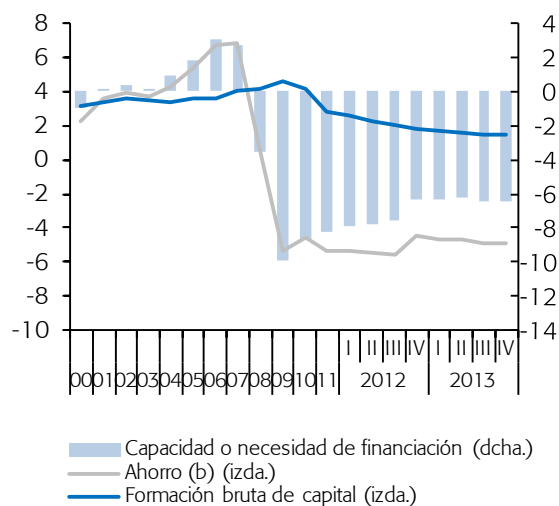
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 9

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

Previsiones en azul

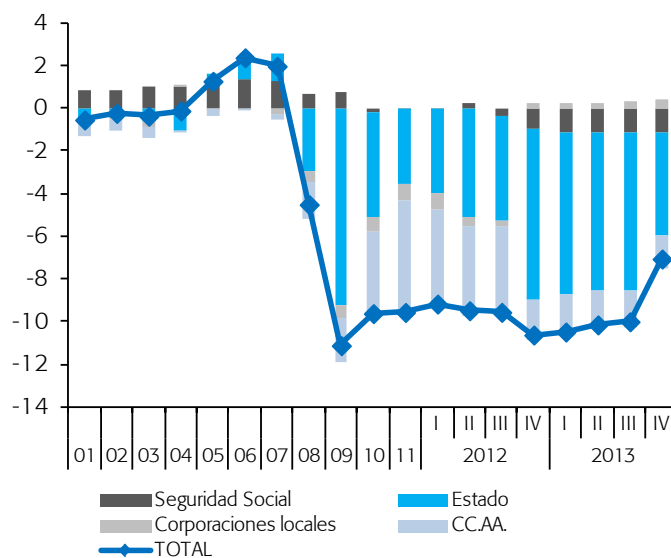
	Déficit (a)					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
MM euros, suma móvil 4 trimestres						MM euros, final de periodo				
2007	12,9	-2,5	-3,3	13,7	20,7	317,4	61,0	29,4	17,2	382,3
2008	-32,2	-19,1	-5,4	7,6	-49,1	367,1	72,6	31,8	17,2	437,0
2009	-97,0	-21,6	-5,9	8,1	-116,4	485,5	91,0	34,7	17,2	565,1
2010	-51,8	-39,7	-7,1	-1,9	-100,5	549,7	120,8	35,4	17,2	644,7
2011	-36,5	-54,6	-8,2	-0,7	-100,0	622,3	142,3	35,4	17,2	737,4
2012	-82,5	-19,0	2,4	-10,2	-109,3	760,2	185,5	41,9	17,2	884,7
2013	-49,0	-15,6	4,3	-11,9	-72,2	836,1	206,8	41,5	17,2	960,6
2014	-36,7	-11,4	3,1	-13,5	-58,6	--	--	--	--	1.032,6
2015	-35,4	-8,5	2,1	-9,6	-51,5	--	--	--	--	1.101,1
2012 I	-41,8	-45,8	-7,8	-0,2	-95,6	655,3	147,4	36,9	17,2	775,8
II	-53,2	-43,2	-4,6	2,6	-98,4	680,2	169,2	45,0	17,2	805,5
III	-51,2	-41,4	-2,5	-3,8	-98,8	695,5	168,4	43,8	17,2	818,1
IV	-82,5	-19,0	2,4	-10,2	-109,3	760,2	185,5	41,9	17,2	884,7
2013 I	-78,4	-19,9	2,2	-11,5	-107,5	797,2	190,5	42,8	17,2	924,1
II	-76,3	-18,8	2,5	-11,3	-103,9	818,7	194,1	43,2	17,2	943,9
III	-75,9	-17,5	2,8	-11,7	-102,3	831,7	196,7	41,8	17,2	954,9
IV	-49,0	-15,6	4,3	-11,9	-72,2	836,1	206,8	41,5	17,2	960,6
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres						Porcentaje del PIB				
2007	1,2	-0,2	-0,3	1,3	2,0	30,1	5,8	2,8	1,6	36,3
2008	-3,0	-1,8	-0,5	0,7	-4,5	33,7	6,7	2,9	1,6	40,2
2009	-9,3	-2,1	-0,6	0,8	-11,1	46,4	8,7	3,3	1,6	54,0
2010	-5,0	-3,8	-0,7	-0,2	-9,6	52,6	11,6	3,4	1,6	61,7
2011	-3,5	-5,2	-0,8	-0,1	-9,6	59,5	13,6	3,4	1,6	70,5
2012	-8,0	-1,8	0,2	-1,0	-10,6	73,9	18,0	4,1	1,7	86,0
2013	-4,8	-1,5	0,4	-1,2	-7,1	81,7	20,2	4,1	1,7	93,9
2014	-3,5	-1,1	0,3	-1,3	-5,6	--	--	--	--	99,2
2015	-3,3	-0,8	0,2	-0,9	-4,8	--	--	--	--	103,0
2012 I	-4,0	-4,4	-0,7	0,0	-9,2	62,8	14,1	3,5	1,6	74,4
II	-5,1	-4,2	-0,4	0,2	-9,5	65,5	16,3	4,3	1,7	77,6
III	-4,9	-4,0	-0,2	-0,4	-9,6	67,2	16,3	4,2	1,7	79,1
IV	-8,0	-1,8	0,2	-1,0	-10,6	73,9	18,0	4,1	1,7	86,0
2013 I	-7,6	-1,9	0,2	-1,1	-10,5	77,7	18,6	4,2	1,7	90,0
II	-7,4	-1,8	0,2	-1,1	-10,1	80,0	19,0	4,2	1,7	92,2
III	-7,4	-1,7	0,3	-1,1	-10,0	81,3	19,2	4,1	1,7	93,3
IV	-4,8	-1,5	0,4	-1,2	-7,1	81,7	20,2	4,1	1,7	93,9

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

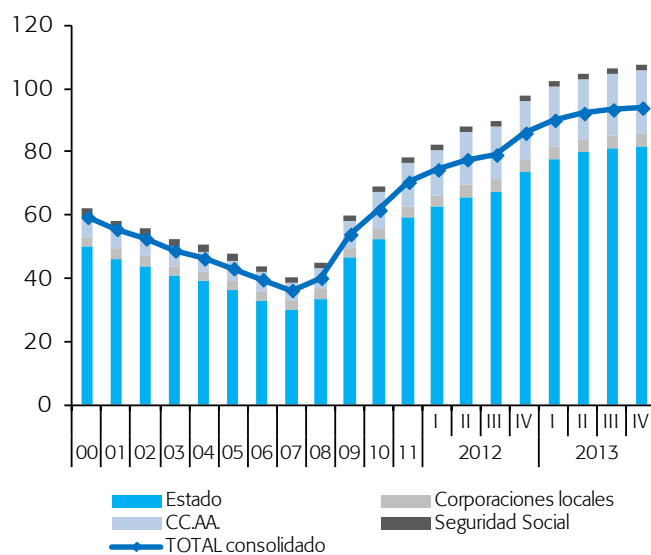
Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trim.

**Gráfico 9.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

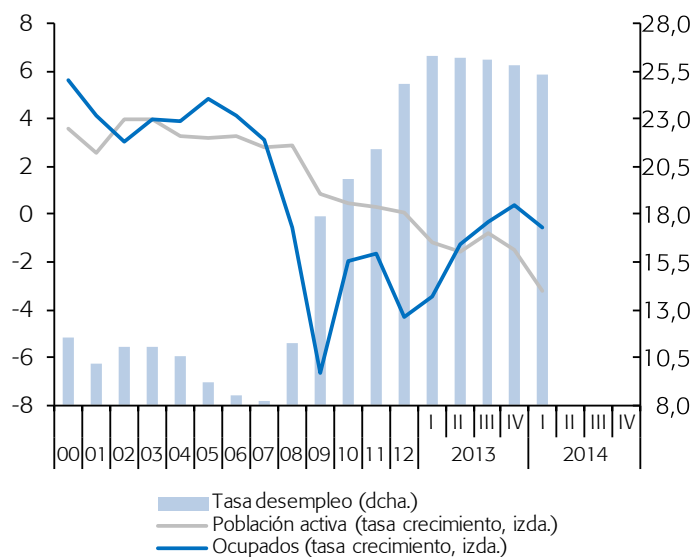
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13		
Millones								Porcentaje						
2007	30,6	22,4	--	20,6	--	1,8	--	72,8	66,8	8,2	18,1	7,6	12,2	
2008	31,0	23,1	--	20,5	--	2,6	--	73,8	65,4	11,3	24,5	10,2	17,4	
2009	31,2	23,3	--	19,1	--	4,2	--	74,1	60,8	17,9	37,7	16,0	28,2	
2010	31,1	23,4	--	18,7	--	4,6	--	74,6	59,7	19,9	41,5	18,1	29,9	
2011	31,1	23,4	--	18,4	--	5,0	--	74,9	58,8	21,4	46,2	19,5	32,6	
2012	30,9	23,4	--	17,6	--	5,8	--	75,3	56,5	24,8	52,9	23,0	35,9	
2013	30,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	75,3	55,6	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	30,2	22,8	--	17,2	--	5,6	--	74,9	56,5	24,5	--	--	--	
2015	30,2	22,5	--	17,4	--	5,1	--	74,8	57,7	22,7	--	--	--	
2012	II	31,0	23,5	23,5	17,8	17,7	5,7	5,8	75,3	56,7	24,5	52,3	22,7	36,0
	III	30,9	23,5	23,5	17,7	17,5	5,8	5,9	75,5	56,3	25,3	53,2	23,6	35,7
	IV	30,8	23,4	23,4	17,3	17,3	6,0	6,0	75,3	55,7	25,8	55,2	24,1	36,6
2013	I	30,8	23,3	23,3	17,0	17,2	6,3	6,1	75,3	55,4	26,3	56,0	24,4	37,7
	II	30,7	23,2	23,2	17,2	17,1	6,0	6,1	75,2	55,4	26,2	55,3	24,7	36,1
	III	30,5	23,2	23,2	17,2	17,1	5,9	6,1	75,4	55,6	26,1	55,3	24,4	37,6
	IV	30,4	23,1	23,1	17,1	17,1	5,9	5,9	75,3	55,8	25,8	55,3	24,2	36,5
2014	I	30,3	22,9	22,9	17,0	17,1	5,9	5,8	75,0	56,0	25,3	54,6	23,7	36,3
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
2007	1,8	2,8	--	3,1	--	-0,2	--	0,7	0,8	-0,2	0,1	-0,4	0,4	
2008	1,5	2,9	--	-0,5	--	40,6	--	1,0	-1,3	3,0	6,4	2,6	5,3	
2009	0,4	0,8	--	-6,7	--	60,0	--	0,3	-4,6	6,6	13,3	5,8	10,8	
2010	-0,1	0,4	--	-2,0	--	11,7	--	0,4	-1,2	2,0	3,8	2,1	1,7	
2011	-0,2	0,3	--	-1,6	--	8,0	--	0,4	-0,9	1,5	4,7	1,4	2,7	
2012	-0,5	0,0	--	-4,3	--	15,9	--	0,4	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,3	
2013	-1,1	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	0,0	-0,9	1,3	2,6	1,5	1,0	
2014	-1,3	-1,8	--	0,3	--	-7,7	--	-0,4	0,9	-1,6	--	--	--	
2015	0,0	-1,2	--	1,2	--	-8,5	--	-0,1	1,3	-1,8	--	--	--	
2012	II	-0,4	0,1	0,6	-4,6	-4,4	18,3	18,1	0,4	-2,6	3,8	7,2	3,8	4,3
	III	-0,5	0,0	0,0	-4,4	-3,9	16,5	12,7	0,4	-2,4	3,5	6,5	3,9	2,2
	IV	-0,7	-0,3	-1,8	-4,5	-4,8	13,9	7,3	0,3	-2,2	3,2	6,7	3,5	2,0
2013	I	-0,8	-0,5	-1,2	-4,1	-3,4	10,8	5,5	0,2	-1,9	2,7	5,2	2,9	2,3
	II	-1,0	-1,2	-1,6	-3,4	-1,3	5,5	-2,5	-0,1	-1,3	1,7	3,0	2,0	0,1
	III	-1,2	-1,4	-0,8	-2,5	-0,3	2,0	-1,9	-0,1	-0,7	0,9	2,1	0,8	1,9
	IV	-1,3	-1,2	-1,5	-1,2	0,4	-1,4	-6,7	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
2014	I	-1,3	-1,8	-3,2	-0,5	-0,6	-5,5	-10,6	-0,3	0,5	-1,0	-1,4	-0,7	-1,5

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

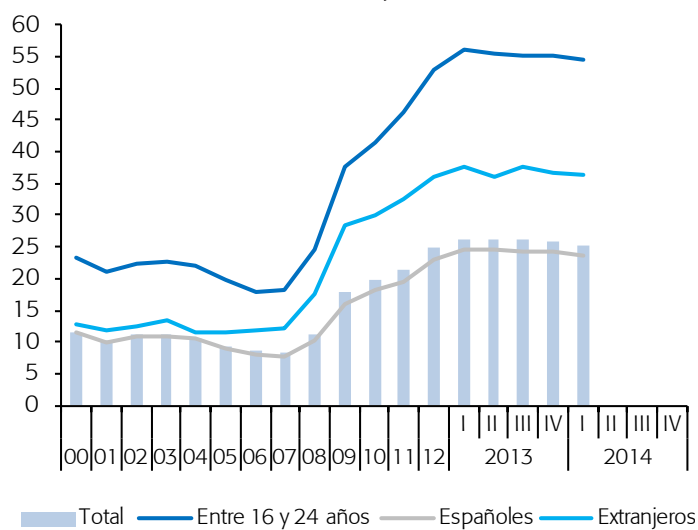
Fuentes: INE (EPA) y Funcas (Previsiones).

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

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

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

Porcentaje



Cuadro 11

Índice de precios al consumo

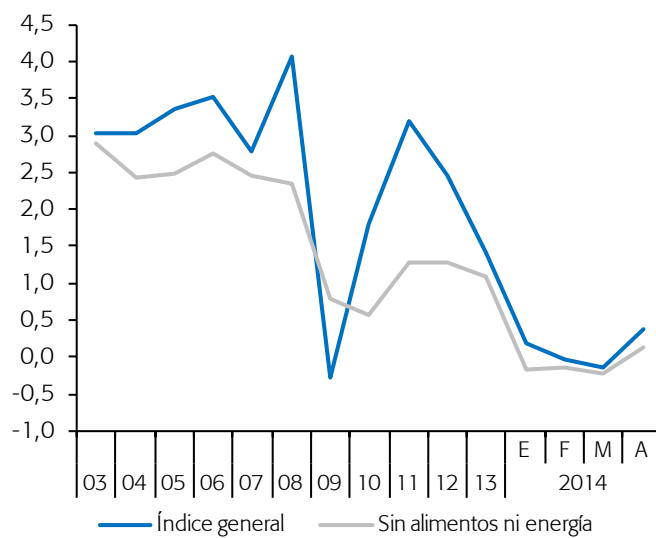
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados			
% del total en 2014	100,0	66,14	81,21	26,33	39,81	15,07	6,68	12,11	21,75
Índices, 2011 = 100									
2008	95,5	97,4	96,9	101,1	94,8	94,6	99,5	84,4	96,1
2009	95,2	98,2	97,7	99,8	97,0	95,4	98,2	76,8	96,3
2010	96,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4	96,9
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	102,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,8
2013	103,9	102,4	103,0	101,4	102,9	106,2	105,9	108,9	106,1
2014	104,0	102,5	103,2	101,2	103,3	106,9	105,2	108,9	106,4
Tasas de crecimiento interanual									
2008	4,1	2,3	3,2	0,3	3,9	6,5	4,0	11,9	5,7
2009	-0,3	0,8	0,8	-1,3	2,4	0,9	-1,3	-9,0	0,2
2010	1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5	0,7
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2
2014	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3	0,7	-0,7	0,0	0,3
2013 Ene	2,7	1,9	2,2	1,3	2,2	3,6	4,3	5,3	3,8
Feb	2,8	1,9	2,3	1,4	2,2	3,6	3,1	5,9	3,5
Mar	2,4	2,0	2,3	1,4	2,4	3,6	2,5	3,2	3,3
Abr	1,4	1,6	1,9	1,5	1,7	3,1	2,7	-2,5	3,0
May	1,7	1,8	2,0	1,5	2,0	2,9	4,9	-1,8	3,5
Jun	2,1	1,7	2,0	1,5	1,9	3,0	5,3	1,0	3,7
Jul	1,8	1,3	1,7	0,2	1,9	3,4	7,4	-0,4	4,6
Ago	1,5	1,2	1,6	0,4	1,7	3,3	7,6	-2,2	4,6
Sep	0,3	0,3	0,8	-0,8	1,0	3,0	2,8	-3,7	3,0
Oct	-0,1	-0,3	0,2	-0,8	0,0	2,7	0,9	-2,7	2,2
Nov	0,2	-0,1	0,4	-0,4	0,1	2,5	0,4	-0,7	1,9
Dic	0,3	-0,2	0,2	-0,5	0,0	2,3	0,6	0,2	1,8
2014 Ene	0,2	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	1,7	0,9	0,0	1,4
Feb	0,0	-0,1	0,1	-0,4	0,0	1,3	1,2	-1,7	1,3
Mar	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	1,2	0,0	-1,4	0,8
Abr	0,4	0,1	0,3	-0,4	0,5	0,8	-0,5	1,6	0,4
May	0,3	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	-1,7	3,0	-0,1
Jun	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-2,7	2,7	-0,5
Jul	0,0	0,2	0,2	-0,3	0,4	0,4	-3,8	0,7	-0,9
Ago	-0,2	0,2	0,3	-0,2	0,5	0,3	-4,1	-0,9	-1,0
Sep	0,0	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,3	-0,2	-1,8	0,1
Oct	0,2	0,3	0,3	0,0	0,5	0,2	1,2	-1,0	0,5
Nov	0,3	0,3	0,3	0,0	0,5	0,2	1,3	-0,1	0,6
Dic	0,3	0,4	0,4	0,0	0,6	0,4	1,0	-0,7	0,6

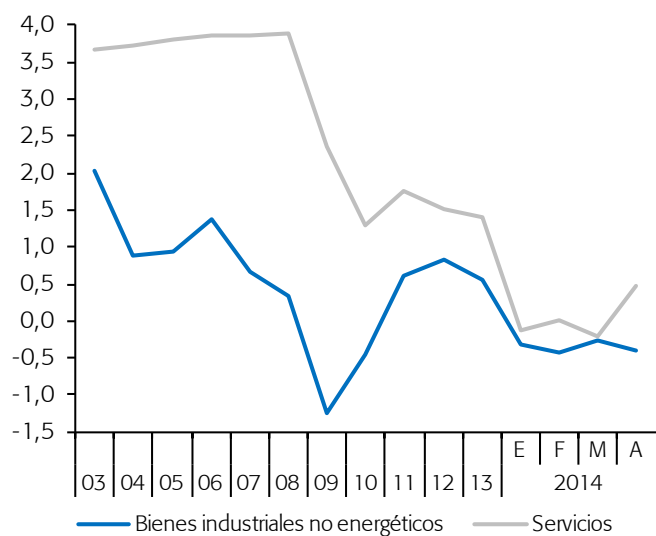
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 12

Otros indicadores de precios y costes

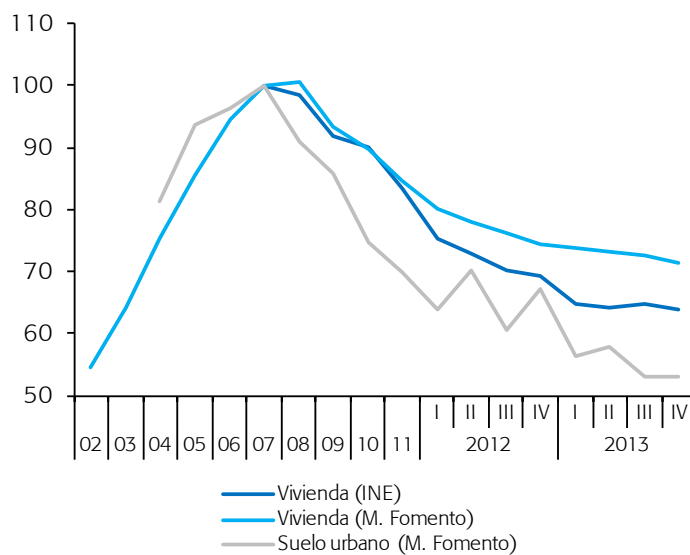
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2000=100	2010=100		2007=100			2000=100				
2008	135,4	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,5	134,8	145,6	142,6	--
2009	135,5	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,9	150,0	--
2010	135,6	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,3	--
2011	135,6	106,9	104,2	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,7	--
2012	135,6	111,0	105,9	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,6	--
2013	136,5	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,1	--
2014 (b)	--	110,0	105,7	--	--	--	--	--	--	--	--
2012 II	135,5	110,2	105,7	73,0	78,1	70,2	146,5	145,3	150,4	153,0	--
III	135,7	111,7	106,4	70,2	76,1	60,4	138,8	135,2	149,7	159,8	--
IV	135,8	111,5	106,8	69,2	74,5	67,3	146,9	145,8	150,3	159,2	--
2013 I	137,1	112,2	107,3	64,7	73,7	56,4	140,3	135,5	154,9	145,5	--
II	136,4	110,7	106,9	64,2	73,1	58,0	145,9	144,4	150,6	151,9	--
III	136,3	112,2	106,5	64,7	72,7	53,0	139,1	134,9	151,9	160,4	--
IV	136,0	111,5	106,0	63,8	71,3	53,1	149,9	149,5	151,3	162,7	--
2014 I (b)	--	110,0	105,7	--	--	--	--	--	--	--	--
2014 Ene	--	105,9	124,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	105,7	121,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	105,7	122,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales											
2008	2,4	6,5	4,5	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,1	4,6	3,6
2009	0,1	-3,4	-2,3	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,2	2,3
2010	0,1	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	0,9	1,5
2011	0,0	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,3	2,1
2012	0,0	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,3
2013	0,6	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,6
2014 (c)	--	-2,0	-1,4	--	--	--	--	--	--	--	0,6
2012 II	-0,1	3,1	1,2	-14,4	-8,3	-8,6	-0,3	0,1	-1,3	0,0	1,7
III	0,2	3,9	1,7	-15,2	-9,5	-0,7	-0,1	0,3	-1,0	0,3	1,3
IV	0,1	3,5	2,5	-12,8	-10,0	2,7	-3,2	-3,6	-1,8	-2,6	1,3
2013 I	1,2	1,6	2,3	-14,3	-8,1	-11,5	-1,3	-1,7	0,0	-0,5	0,6
II	0,7	0,5	1,1	-12,0	-6,4	-17,4	-0,4	-0,6	0,2	-0,7	0,7
III	0,4	0,4	0,1	-7,9	-4,5	-12,4	0,2	-0,2	1,4	0,3	0,6
IV	0,2	0,0	-0,8	-7,8	-4,2	-21,1	2,1	2,5	0,7	2,2	0,6
2014 I (c)	--	-2,0	-1,4	--	--	--	--	--	--	--	0,6
2014 Ene	--	-1,3	-3,9	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Feb	--	-1,5	-6,7	--	--	--	--	--	--	--	0,6
Mar	--	-1,5	-0,7	--	--	--	--	--	--	--	0,6

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

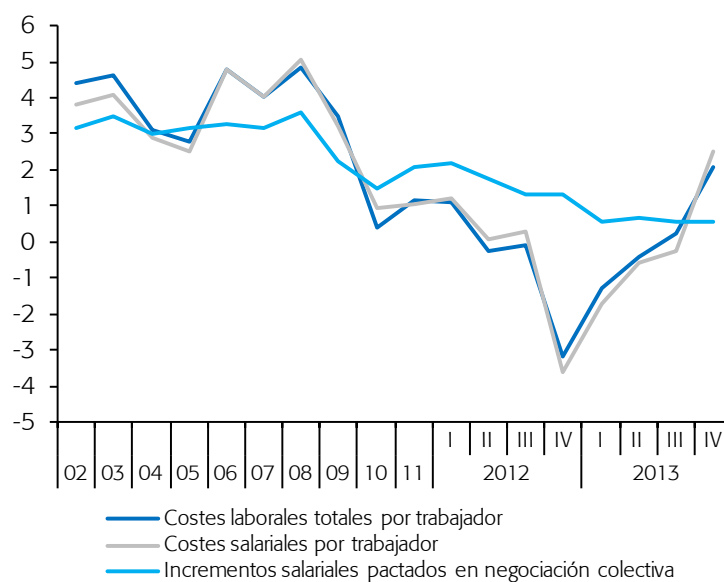
Fuentes: M. de Fomento, M. de Trabajo e INE.

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

Índice (2007=100)

**Gráfico 12.2.- Costes laborales**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

Desequilibrios: comparación internacional

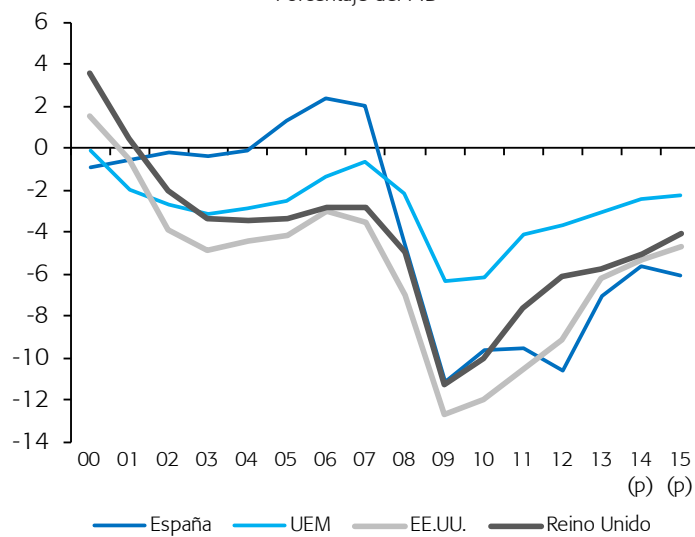
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las A.A.P.P.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
Miles de millones de moneda nacional												
2005	11,6	-207,6	-544,2	-43,6	392,5	5.750,7	8.502,9	532,3	-67,8	34,8	-737,1	-23,6
2006	23,2	-119,2	-412,9	-37,9	391,1	5.888,8	8.837,5	576,3	-88,9	38,8	-795,7	-38,3
2007	20,7	-62,1	-515,4	-40,5	382,3	5.996,5	9.328,4	624,3	-105,2	34,0	-709,1	-31,2
2008	-49,1	-198,5	-1.035,1	-72,6	437,0	6.494,9	10.797,1	758,7	-104,3	-67,2	-678,5	-13,8
2009	-116,4	-566,8	-1.829,0	-159,9	565,1	7.145,3	12.445,9	951,1	-50,0	8,7	-381,2	-20,1
2010	-100,5	-570,4	-1.798,6	-149,0	644,7	7.875,1	14.236,9	1.165,5	-45,7	30,3	-454,5	-40,0
2011	-100,0	-388,0	-1.645,6	-117,1	737,4	8.320,8	15.457,3	1.295,9	-41,6	37,2	-457,0	-22,5
2012	-109,3	-351,0	-1.486,4	-95,4	884,7	8.813,3	16.708,2	1.387,9	-12,5	171,1	-439,0	-59,7
2013	-72,4	-290,3	-1.048,0	-93,4	960,7	9.121,3	17.558,5	1.461,0	8,2	251,0	-392,0	-71,1
2014	-58,2	-243,5	-941,1	-85,3	1.039,7	9.440,0	18.589,7	1.548,1	14,3	286,2	-385,3	-63,3
2015	-65,2	-229,4	-863,3	-71,6	1.107,3	9.668,7	19.453,0	1.637,5	15,7	289,1	-443,8	-57,8
Porcentaje del PIB												
2005	1,3	-2,5	-4,2	-3,4	43,2	70,5	64,9	41,7	-7,5	0,4	-5,6	-1,8
2006	2,4	-1,4	-3,0	-2,8	39,7	68,6	63,8	42,7	-9,0	0,5	-5,7	-2,8
2007	2,0	-0,7	-3,6	-2,8	36,3	66,2	64,4	43,7	-10,0	0,4	-4,9	-2,2
2008	-4,5	-2,1	-7,0	-5,0	40,2	70,1	73,3	51,9	-9,6	-0,7	-4,6	-0,9
2009	-11,1	-6,3	-12,7	-11,3	54,0	79,9	86,3	67,1	-4,8	0,1	-2,6	-1,4
2010	-9,6	-6,2	-12,0	-10,0	61,7	85,7	95,2	78,4	-4,4	0,3	-3,0	-2,7
2011	-9,6	-4,1	-10,6	-7,6	70,5	88,1	99,5	84,3	-4,0	0,4	-2,9	-1,5
2012	-10,6	-3,7	-9,2	-6,1	86,0	92,7	102,9	89,1	-1,2	1,8	-2,7	-3,8
2013	-7,1	-3,0	-6,2	-5,8	93,9	95,0	104,5	90,6	0,8	2,6	-2,3	-4,4
2014	-5,6	-2,5	-5,4	-5,1	100,2	96,0	105,9	91,8	1,4	2,9	-2,2	-3,8
2015	-6,1	-2,3	-4,7	-4,1	103,8	95,4	105,4	92,7	1,5	2,9	-2,4	-3,3

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

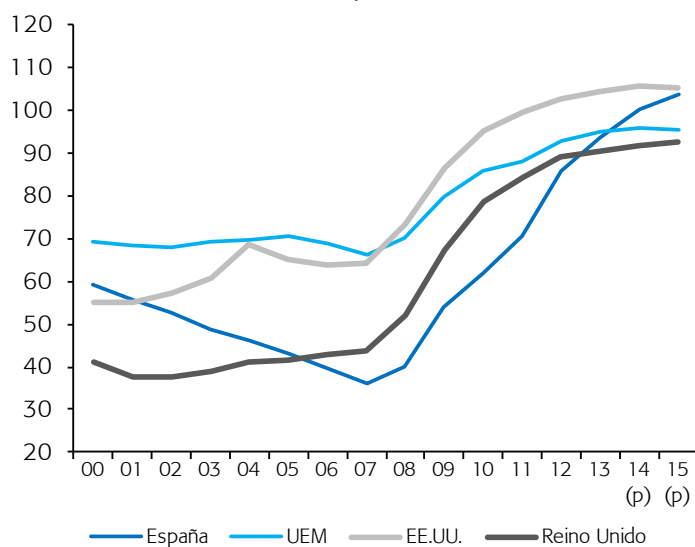
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población								Altas exteriores	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 (%)		
2006	44.708.964	40,63	16,74	77,71	84,16	47,49	24,63	10,82	840.844	37,57
2007	45.200.737	40,76	16,66	77,79	84,14	47,41	24,55	11,61	958.266	41,69
2008	46.157.822	40,81	16,54	78,23	84,34	47,47	24,49	13,10	726.009	28,40
2009	46.745.807	40,92	16,65	78,63	84,66	47,81	24,61	13,83	498.977	31,98
2010	47.021.031	41,12	16,87	79,06	85,05	48,63	25,03	14,05	464.443	35,54
2011	47.190.493	41,36	17,15	79,32	85,16	49,43	25,51	14,15	454.686	36,87
2012	47.265.321	41,63	17,40	79,38	85,13	50,39	26,14	14,30	370.515	36,32
2013	47.129.783	41,87	17,69			50,65	26,64	14,08		
Fuentes:	PMC	PMC	PMC	ID INE	ID INE	PMC	PMC	PMC	EVR	EVR

ID INE: Indicadores Demográficos INE. PMC: Padrón Municipal Continuo. EVR: Encuesta de Variaciones Residenciales.

Tasa de dependencia: población menor de 16 + población mayor de 64/ población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Tasa de dependencia mayores de 64 años: población mayor de 64 años/población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Cuadro 2

Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2006	16.179,78	2,72	8,4	8,70
2007	16.643,03	2,70	8,8	8,73
2008	17.067,75	2,67	9,3	8,68
2009	17.384,28	2,64	9,7	8,87
2010	17.645,23	2,62	10,0	8,80
2011	17.897,33	2,59	10,3	9,02
2012	18.090,90	2,56	13,5●	9,82●
2013	18.212,48	2,53		
2014	18.266,50	2,52		
Fuentes:	EPA*	EPA*	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Separaciones y divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2006	9,26	9,45	155.628	32,2	29,7	2,08
2007	9,00	8,69	141.304	32,2	29,9	1,56
2008	8,51	8,35	131.060	32,4	30,2	1,62
2009	7,48	8,23	124.594	32,8	30,6	1,74
2010	7,17	7,89	127.682	33,2	31,0	1,87
2011	6,89	7,19	124.702	33,6	31,4	2,17
2012	7,17	6,74	127.160	33,8	31,7	2,04
2013			124.975			
Fuentes:	ID INE	ID INE	CGPJ	ID INE	ID INE	ID INE

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

	Fecundidad					Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	
2006	29,32	1,31	1,69	28,36	10,62	
2007	29,45	1,31	1,72	30,25	11,49	
2008	29,30	1,36	1,83	33,16	11,78	55,56
2009	29,60	1,31	1,68	34,48	11,41	57,21
2010	29,83	1,30	1,68	35,52	11,49	58,30
2011	30,12	1,29	1,58	37,37	12,44	59,99
2012	30,25	1,27	1,56	38,96	12,01	61,67
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.

● EPF 2012: El INE ha calculado los datos de 2012 utilizando las poblaciones del Censo 2011 y no son estrictamente comparables con los periodos anteriores.

* Serie calculada con los datos de la EPA actualizados según los Censos de Población y Viviendas de 2011.

Tasa de nupcialidad: número de residentes en España que contraen matrimonio por cada 1.000 habitantes.

Indicador coyuntural de fecundidad: número medio de hijos que tendría una mujer residente en España a lo largo de su vida fértil en caso de mantener la misma intensidad fecunda por edad que la observada en ese año.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2006	32,9	8,4	15,6	25,3
2007	32,5	9,0	15,9	26,5
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2009	31,4	8,7	16,3	26,2
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2011	29,4	7,4	17,6	27,0
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2013	27,3	7,3	18,1	27,7
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

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

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

* Datos provisionales.

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

*** Avance de la Estadística de Estudiantes Universitarios.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*							
	Desempleo		Seguridad Social					
			Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
	Número	Importe medio diario bruto	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio
2006	720.384	24,1	4.809.298	722,7	859.780	731,5	2.196.934	476,7
2007	780.205	25,4	4.863.256	760,0	888.776	760,7	2.225.501	498,3
2008	1.100.879	26,8	4.936.839	814,5	906.835	801,5	2.249.904	529,0
2009	1.624.792	27,7	5.038.861	854,1	920.863	831,5	2.270.283	553,9
2010	1.471.826	28,1	5.140.554	884,0	933.730	849,9	2.290.090	571,7
2011	1.328.020	28,4	5.246.241	915,2	938.491	869,5	2.309.332	586,4
2012	1.381.261	28,7	5.330.195	946,3	943.296	887,3	2.322.938	601,5
2013	1.310.915	27,9	5.451.465	979,5	935.220	907,6	2.336.240	617,6
2014	1.182.071●	27,6●	5.527.279♦	993,85♦	930.269♦	913,53♦	2.344.312♦	622,3♦

Fuentes:

BEL

BEL

BEL

BEL

BEL

BEL

BEL

BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
	Número	Número	Número	
2006	558.702	276.920	204.844	82.846
2007	575.675	270.980	203.401	73.159
2008	646.186	265.314	199.410	64.967
2009	960.888	260.908	197.126	57.737
2010	1.445.228	257.136	196.159	50.876
2011	1.331.316	254.295	194.712	44.457
2012	1.327.027	251.549	194.876	37.651
2013	1.313.986	250.815	195.478	32.066
2014	1.302.973●	250.958●	197.038●	33.950●
Fuentes:	IMFSRO	IMFSRO	IMFSRO	BEI

Fuentes:

IMSSRSO

IMSSRSO

IMSSRSO

BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales. IMSSRSO: 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-marzo.

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

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto total por habitante (€)	Gasto público por habitante (€)	Médicos colegiados por 1.000 habitantes	Enfermeros colegiados por 1.000 habitantes	Farmacéuticos colegiados por 1.000 habitantes	Personal méd. aten. prim. por 1.000 tarjetas sanitarias	Población mayor de 45 años que considera su estado de salud "bueno o muy bueno" (%)
2006	1.807,40	1.284,30	4,61	5,38	1,37	0,72	51,27
2007	1.918,90	1.373,40	4,63	5,41	1,36	0,74	
2008	2.061,20	1.497,40	4,67	5,46	1,35	0,75	
2009	2.134,40	1.586,40	4,76	5,55	1,38	0,74	
2010	2.133,10	1.575,70	4,84	5,69	1,39	0,74	
2011	2.160,90	1.575,90	4,90	5,81	1,41		58,70

Fuentes:

OCDE

OCDE

INE

INE

INE

INCLASNS

ENS

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INE: Instituto Nacional de Estadística.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

ENS: Encuesta Nacional de Salud.

2. FLASH SOCIAL

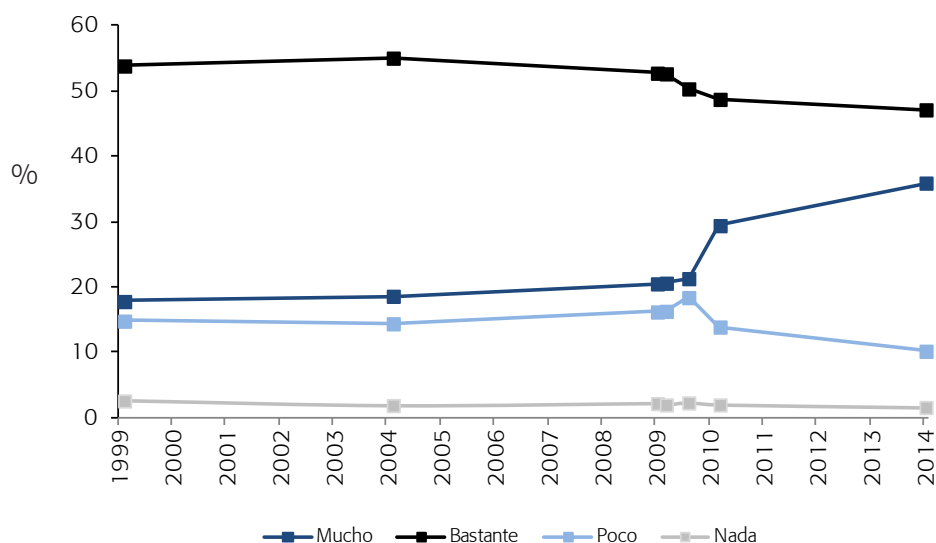
En el último quinquenio, la influencia de las instituciones europeas en la política nacional de los gobiernos españoles se ha percibido probablemente con más claridad que en ningún otro momento desde 1986, cuando España accedió a las Comunidades Europeas. Las encuestas del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) ponen de manifiesto un considerable aumento de quienes piensan que las decisiones adoptadas en la Unión Europea afectan “mucho” a la vida de los españoles: en 2004 menos de uno de cada cinco entrevistados suscribía esa opinión; diez años más tarde la proporción casi se ha doblado (gráfico 1).

Esta experiencia parece haber reforzado la conciencia de que los españoles somos europeos. Así, durante la crisis ha crecido el grupo de quienes se sienten “sobre todo ciudadanos europeos” o se identifican simultáneamente como “europeos y españoles” (gráfico 2).

Ahora bien, esta creciente toma de conciencia de nuestra “europeidad” ha concurrido con un debilitamiento de nuestro “europeísmo”, entendido como apoyo general a la Unión Europea. En efecto, las encuestas del CIS muestran una intensa caída del respaldo a la Unión Europea durante el último decenio: si ante las elecciones al Parlamento Europeo de junio de 2004 más de la mitad de los entrevistados se declaraba muy o bastante a favor de la Unión Europea, ante las elecciones de mayo de 2014 la proporción correspondiente ronda un tercio. No obstante, los partidarios de la Unión Europea triplican a los detractores (muy o bastante en contra), que en abril de 2014 representan en torno al 10% de la población (gráfico 3).

Gráfico 1

La influencia de las decisiones europeas en la vida de los españoles

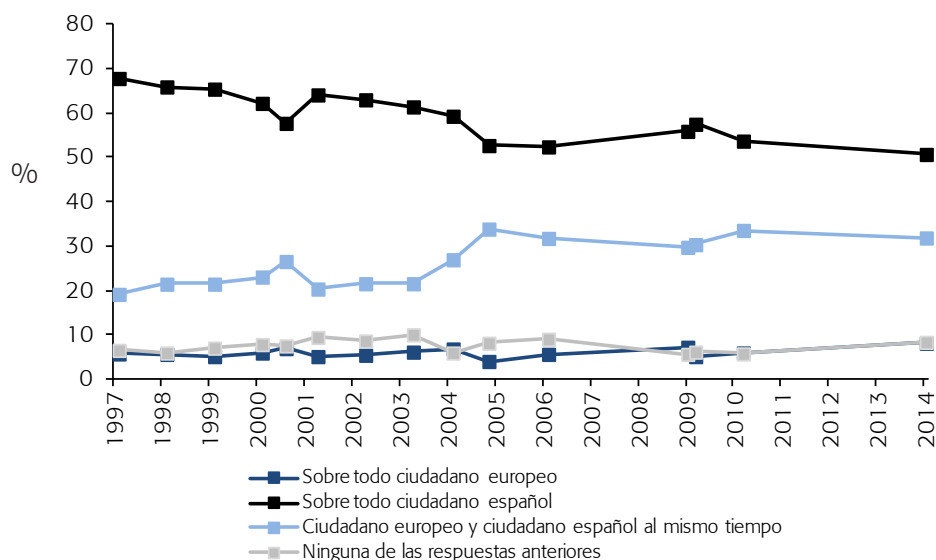


Pregunta: “¿En qué medida cree Ud. que las decisiones que se toman en el seno de la Unión Europea afectan a la vida de los/as españoles/as: mucho, bastante, poco o nada?”

Fuente: Encuestas del CIS (www.cis.es).

Gráfico 2

Sentimiento de ciudadanía europea

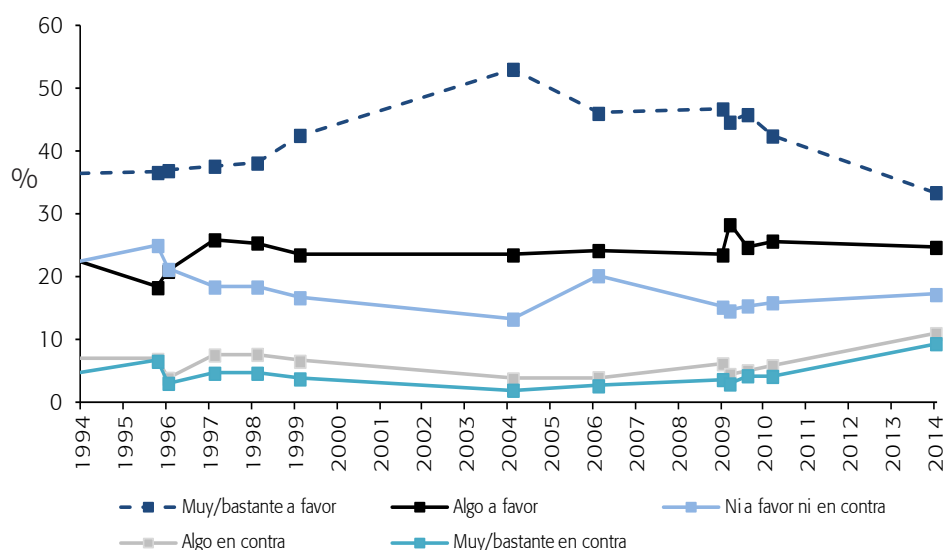


Pregunta: "Ahora le voy a hacer a Ud. una serie de preguntas que se refieren a su relación con España y Europa. En la actualidad, ¿Ud. se siente...?"

Fuente: Encuestas del CIS (www.cis.es).

Gráfico 3

Apoyo general a la Unión Europea



Pregunta: "En estos momentos, y en términos generales, ¿cuál es su actitud hacia la Unión Europea: está Ud. muy a favor, bastante a favor, algo a favor, algo en contra, bastante en contra o muy en contra?"

Fuente: Encuestas del CIS (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de mayo de 2014

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,4	Febrero 2014
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-1,2	Febrero 2014
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,0	Febrero 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	609.276	Abril 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	182.373	Abril 2014
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	23.303	Abril 2014
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	48,25	Diciembre 2013
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.028,81	Diciembre 2013
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	34.494,65	Diciembre 2013
Ratio "oficinas/entidades"	217,50	Diciembre 2013

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Abril	2014 15 mayo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	6,0	3,0	2,3	2,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,9	0,6	0,22	0,31	0,32	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,1	1,1	0,54	0,60	0,60	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,5	5,8	4,6	3,05	2,85	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	4,5	5,8	3,9	2,02	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": En la primera quincena de mayo, el euríbor a un año se mantiene en el 0,60% mientras que la referencia a tres meses sube ligeramente hasta el 0,32%. Los mercados continúan a la espera de lo que pueda decidir el Banco Central Europeo en un entorno en el que la producción de la eurozona en el primer trimestre avanzó solo un 0,2% y los datos de inflación siguen siendo menores de lo esperado. La rentabilidad del bono soberano español a 10 años ha seguido cayendo y se encuentra en el 2,85%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Febrero	2014 Marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	24,5	84,7	82,9	89,5	71,6	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	79,8	64,8	61,2	75,6	71,3	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,6	1,7	1,9	0,8	0,7	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	2,2	3,2	3,8	2,7	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	2,7	0,6	0,2	0,2	0,2	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	593,8	751,1	846,3	895,0	915,4	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,5	0,6	2,3	2,5	2,9	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	-24,8	0,4	-31,9	27,4	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.029,6	824,7	1.011,98	1.034,34	1.059,01(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.989,3	7.583,2	8.715,6	10.114,2	10.365,04(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,1	18,2	33,1	25,6	22,1(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Febrero	2014 Marzo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,4	-15,1	-23,5	-4,4	72,9	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	73,9	80,7	-4,1	-6,0	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,9	2,4	2,4	0,6	0,5	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,8	-10,8	15,8	-20,8	11,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	7,8	54,1	-22,8	-32,5	-12,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de mayo de 2014.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se observa una reducción en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro y en las operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado, del 71,6% y 71,3%, respectivamente. El IBEX-35 ha perdido en las dos últimas semanas el nivel de los 10.400 se encuentra en los 10.365 puntos, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid cae también hasta los 1.059 puntos. Por otro lado, se observa un incremento de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 11,3%, mientras que se ha producido una reducción de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 12,5%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2004-2010	2011	2012	2013 III T.	2013 IV T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-6,7	-3,4	-0,2	1,5	1,5	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	0,6	3,1	1,3	4,0	3,4	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	256,1	302,5	319,3	327,0	328,6	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2004-2010	2011	2012	2013 III T.	2013 IV T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	79,3	83,7	81,5	78,2	77,1	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	5,0	-0,1	2,9	3,2	4,2	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	9,9	-0,5	-0,7	-2,1	-1,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": Durante el cuarto trimestre de 2013, se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía del 1,5% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se ha reducido ligeramente, pasando del 4,0% en el tercer trimestre al 3,4% en el cuarto trimestre de 2013. Sin embargo, se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se sitúa en el 77,1% del PIB, frente al 78,2% del trimestre precedente. Finalmente, se registra un ligero incremento del *stock* de activos financieros en el balance de las familias del 4,2%, mientras que se observa una disminución del *stock* de pasivos del 1,3%, lo que permite que la riqueza financiera de los hogares siga aumentando.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Enero	2014 Febrero	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	12,8	-10,4	-9,5	0,7	-0,4	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	10,6	-1,8	1,3	0,6	-1,2	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,0	23,2	-5,1	5,7	-0,9	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	16,4	3,1	8,9	0,1	-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	-0,8	-9,0	-5,9	-6,9	-7,3	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1998-2011	2012	2013	2014 Enero	2014 Febrero	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	34,9	20,0	17,8	0,1	-1,0	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-3,3	0,3	6,5	-15,9	8,1	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,3	-12,1	19,6	1,7	1,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, referido a febrero de 2014, muestra una ligera reducción del crédito, así como de los depósitos al sector privado, del 0,4% y 1,2%, respectivamente. Asimismo, los valores distintos de acciones y participaciones y las acciones y participaciones presentan una reducción en los balances del 0,9% y el 0,1%, respectivamente. Por otro lado, se ha producido una reducción de los préstamos dudosos del 1,0% con respecto del mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Septiembre	2013 Diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	215	189	173	159	155	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	66	86	85	85	86	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.013	243.041	231.389	212.998	212.998	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.987	39.843	37.903	35.238	33.713	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	374.777	394.459	884.094	712.189	609.276(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	33.956	118.861	337.206	241.089	182.373(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España

E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Septiembre	2013 Diciembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	18.808	47.109	44.961	18.528	23.303(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a) Último dato a abril de 2014.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En abril de 2014, la apelación neta al Eurosistema de las entidades de depósito españolas supuso el 29,93% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona. En términos absolutos, ya son 20 meses de reducción en los fondos demandados por parte de las entidades financieras españolas.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1997-2010	2011	2012	2013 Septiembre	2013 Diciembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	54,53	49,85	47,18	46,73	48,25	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros)	BE	2.721,97	4.512,30	4.701,87	5.035,92	5.025,81	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	16.424,04	29.171,23	30.110,18	33.068,17	34.494,65	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	193,19	205,38	219,09	221,62	217,50	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,08	6,5	6,9	6,6	6,9	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,10	0,40	-0,12	0,11	1,63	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,88	0,06	-1,93	0,16	0,14	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	13,23	3,28	-18,74	2,20	1,87	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 cuarto trimestre de 2013 se constata una mejora relativa en los indicadores de rentabilidad en el sector bancario español, en un contexto macroeconómico en el que, en todo caso, persisten las dificultades generalizadas para el sector financiero en la mayor parte de la eurozona. Los indicadores de eficiencia y productividad siguen mejorando en consonancia con los avances registrados en el proceso de reestructuración del sector bancario español.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 138. La economía de las regiones españolas en la crisis
 N.º 139. La fiscalidad en España: Problemas, retos y propuestas

PANORAMA SOCIAL

- N.º 17. La ciudadanía europea en la encrucijada
 N.º 18. Las nuevas tecnologías y su impacto social

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 238. El sector financiero ante los retos de 2014
 N.º 239. La recuperación de la economía española cobra fuerza

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

- Vol. 3, N.º 1 (2014). The Financial Sector in Post-Recession Spain
 Vol. 3, N.º 2 (2014). Spain's Recovery Gains Strength

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- N.º 66. Evolución de las fundaciones bancarias italianas: de *holding* de sociedades bancarias a un modelo innovador de "beneficencia privada"
 N.º 67. Las claves del crédito bancario tras la crisis

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2014

Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	50	30	15	12
Cuadernos de Información Económica	6 números	40	Gratuita	10	--
Panorama Social	2 números	20	Gratuita	13	--
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	30	Gratuita		
Focus	6 números	--	Gratuita		
Estudios (números sueltos)	--	--	--	12	9
Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.					

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

INTERNET: <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>

E-MAIL: publica@funcas.es

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

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

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

Pedidos e información:

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

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

