

Los rebrotes determinan la economía

Empeoran las expectativas

Mercado inmobiliario y
pandemia

Impacto del COVID-19
sobre déficit y deuda

Sector financiero y
economía real ante el
COVID-19

Resiliencia de las familias
al impacto económico del
COVID-19

Las exportaciones durante
el confinamiento

El rediseño de los test de
estrés

El impuesto sobre las
transacciones financieras

Exportaciones españolas
de alta tecnología

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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: **Funcas**
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© Funcas

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)

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Manuel Menéndez Menéndez

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Gregorio Villalabeitia Galarraga

Cuadernos de Información Económica

278

septiembre/octubre 2020

CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	Los rebrotes de la pandemia empeoran las expectativas económicas <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	11	Impacto de la pandemia sobre el sector inmobiliario <i>Carlos Ocaña P. de Tudela y Raymond Torres</i>
	17	Impacto del COVID-19 sobre déficit y deuda en 2020: más dañino de lo inicialmente previsto <i>Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz</i>
	29	Sector financiero y economía real ante el COVID-19: situación y perspectivas para el otoño <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	37	Resiliencia de las familias españolas al impacto económico del COVID-19 <i>Joaquín Maudos</i>
	45	Dos desplomes de las exportaciones españolas: crisis sanitaria vs. crisis financiera <i>Juan de Lucio, Raúl Mínguez, Asier Minondo y Francisco Requena</i>
	53	El rediseño de los test de estrés en el marco del COVID-19 con la experiencia de la Fed <i>Ángel Berges y Jesús Morales</i>
	61	Regular el sector financiero mediante la fiscalidad: consecuencias deseadas y no deseadas del impuesto sobre las transacciones financieras <i>Giulio Allevato y Antonio De Vito</i>
	69	Las exportaciones españolas de alta tecnología <i>Ramon Xifré</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	77	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	101	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	107	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

La incertidumbre que nubla los ejercicios de previsión sobre la recuperación de la economía española está directamente asociada a la gravedad de los rebotes de COVID-19 que en estos momentos asolan a buena parte del país y a las dificultades para hacer un pronóstico sobre la inmediata evolución de la enfermedad. Si no fuera porque vivimos una situación extraordinaria, llamaría la atención que en apenas unos meses se produzca un empeoramiento tan notable de las previsiones de crecimiento del año en curso. La evaluación de los riesgos que comportan las previsiones anticipa los posibles obstáculos que tendrá que sortear la economía española en los próximos meses, casi todos ellos subordinados a lo que pase con la pandemia. Un agravamiento de los rebotes o nuevas oleadas del COVID-19 obligarían a las autoridades sanitarias a la adopción de medidas restrictivas de movilidad, cuarentenas o confinamientos que supondrían la paralización de algunas actividades productivas con el consiguiente efecto sobre las rentas e, indirectamente, sobre las expectativas de los agentes económicos, con repercusión más que notable sobre el consumo privado y la inversión empresarial. Por el contrario, el control de la propagación del virus, o la disponibilidad de una vacuna segura, supondrían un *shock* positivo sobre las expectativas que, con toda probabilidad, posibilitaría la expansión de las decisiones de gasto de hogares y empresas.

Los datos conocidos revelan que la evolución de la actividad en toda Europa durante los últimos seis meses ha estado ligada a la implantación, primero, y a la flexibilización y levantamiento, después, de las medidas de contención derivadas de la evolución de la pandemia. Dicha evolución ha sido notablemente peor en España, con un desplome de la demanda interna

y de los servicios de mercado superior al de las otras grandes economías de la eurozona. El empeoramiento de previsiones para 2020 trae causa principalmente, como señalan RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ en su artículo, del aumento del número de casos diagnosticados, de su efecto sobre las recomendaciones de no viajar a España y de la introducción de cuarentenas por diversos países europeos, con el consiguiente impacto sobre el turismo internacional y sobre la confianza de los agentes económicos. La caída prevista del PIB en 2020 se estima en un 13%, con diferencias muy significativas entre sectores: los asociados al turismo, ocio y cultura se contraerán un 35% y el resto, un 4%. La recuperación en 2021 podría situarse en un valor medio del 7,9%. En el mercado de trabajo, los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) por fuerza mayor han contenido el crecimiento del paro durante 2020 que, no obstante, se aproximará al 20% de la población activa en el último trimestre del año, 6 puntos más que un año antes. Queda la duda de cuál será la respuesta de las empresas a la finalización de los ERTE y el efecto de su nueva regulación en términos de calendario, condiciones y sectores protegidos.

Dos hitos clave en la senda de recuperación, de carácter endógeno a la política económica y relacionados entre sí, son el Plan Europeo de Recuperación y los Presupuestos Generales del Estado para 2021. En ambos casos, una programación acertada y una aprobación sin retrasos del marco presupuestario para el próximo año deberían abrir el camino a la recuperación de la economía, tanto mayor cuanto mejor se aborde el proceso de reformas y la adopción de los cambios estructurales que necesita la economía española. En un escenario sin reformas, las ayudas europeas aportarían un plus de actividad pero con una tasa de crecimiento

potencial que, según las estimaciones de Funcas, convergería a medio plazo hacia su nivel inercial del 1,6% anual. En un escenario con reformas, en cambio, los estímulos fiscales elevarían el crecimiento potencial hasta el 1,9% anual.

Por su papel determinante en la anterior crisis financiera y también por su significación en el conjunto de la economía española, el sector inmobiliario merece una atención especial que se acrecienta en tiempos de crisis económicas. El artículo de CARLOS OCAÑA P. DE TUDELA y RAYMOND TORRES actualiza un trabajo anterior sobre las principales tendencias del mercado de la vivienda, evaluando ahora los efectos del COVID-19 sobre la demanda, la oferta y los precios. Por una parte, la caída del número de transacciones durante las semanas del estado de alarma solo se ha recuperado en cifras aún muy modestas, pero la evolución del crédito nuevo para compra de vivienda muestra una recuperación mucho más intensa. La deducción es que este distanciamiento entre ambas variables puede deberse al retraso en la formalización de operaciones, de modo que el impacto de la pandemia sobre la demanda habría sido, hasta el momento, moderado. Los indicadores de oferta también presentan una recuperación vigorosa del sector, anticipando un efecto también moderado por esta vía. Atendiendo a las tendencias detectadas, cabe prever una reducción del precio medio de la vivienda entre el 5% y el 8% para el conjunto del año, si bien será diferente según la ubicación y características de cada vivienda.

El impacto de la pandemia entre diferentes sectores institucionales (administraciones públicas, empresas, hogares) es objeto de atención en los siguientes trabajos de esta edición de *Cuadernos de Información Económica*.

Una de las consecuencias más ostensibles de la crisis derivada de la pandemia es el enorme aumento del déficit y de la deuda pública. Las medidas discrecionales de aplazamientos de impuestos, aumento del gasto sanitario y prestaciones dirigidas a trabajadores y autónomos se suman a la caída de ingresos, por efecto de los estabilizadores automáticos, provocada por el desplome de la producción y del consumo. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ revisa las previsiones de déficit de 2020 y detalla las causas del empeoramiento de las cuentas públicas. El impacto de las medidas aprobadas por las administraciones públicas se estima entre 46.000 y 54.000 millones de euros, aunque podría ser mayor en función del alcance de algunas prestaciones y programas de gasto hasta final de año. Si a ello se añade la desfavorable evolución de

la recaudación de impuestos y cotizaciones sociales, el déficit en 2020 podría estar entre el 12% y el 14% del PIB. Aunque en 2021 no es aconsejable una retirada de los estímulos fiscales, el salto hacia un nuevo escalón en el nivel de deuda pública, más allá del 120% del PIB, deteriora los indicadores de sostenibilidad de la deuda y abrirá nuevos debates sobre el momento, la intensidad y la forma de llevar adelante un proceso de consolidación fiscal con una nueva senda de déficit público.

La financiación extraordinaria requerida por el sector público para hacer frente a las necesidades de gasto de la crisis pandémica tiene su paralelismo en el sector de las empresas no financieras. El repentino y fuerte descenso de la cifra de negocio genera un problema de liquidez que, salvo financiación externa, podría dar lugar en muchos casos a una cadena de impagos de consecuencias muy negativas para el conjunto del tejido empresarial. Como señalan en su artículo SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, el papel de la banca está siendo determinante como canalizadora de los programas de financiación con aval público. El crecimiento de la financiación a las empresas en España ha estado en tasas superiores al 6% interanual en el mes de junio y es muy probable que haya seguido al alza en los meses posteriores. Resulta complejo anticipar, en cambio, cuánto tiempo pueden extenderse estos flujos de financiación sin que se resienta la calidad crediticia. La estrecha vinculación de la morosidad con el deterioro del empleo anticipa un aumento de la misma en los próximos meses. El papel de los bancos será también decisivo en la nueva fase de recuperación que ya se ha iniciado, facilitando recursos a aquellas actividades viables con potencial de crecimiento.

Numerosas han sido también las medidas implementadas para amortiguar el impacto económico del COVID-19 sobre los hogares españoles, especialmente en forma de prestaciones vinculadas a los ERTE, ayudas extraordinarias para autónomos, moratorias en hipotecas y alquileres, bonos sociales, suspensión de desahucios, etc. Por fortuna, como puede comprobarse en el artículo de JOAQUÍN MAUDOS, la anterior etapa de crecimiento había facilitado un elevado desendeudamiento de las familias españolas, de modo que el servicio de la deuda (intereses más amortizaciones) en términos de su renta disponible se había reducido a casi la mitad entre 2008 y 2019, situándose en torno al 6%, en un nivel similar al de Alemania y por debajo de Francia o Reino Unido. Sin embargo, los valores medios no permiten advertir los factores de vulnerabilidad y la distinta capacidad de resistencia de los hogares ante un imprevisto

económico, incluso de una magnitud reducida. Con datos de la última *Encuesta de Condiciones de Vida*, se observa que algo más de un tercio de los hogares declara no poder hacer frente a un gasto extraordinario de 700 euros, porcentaje en todo caso no muy superior a otros países europeos como Francia o Alemania. Pero más que las cifras promedio, es interesante detectar qué colectivos son los más vulnerables: jóvenes, personas con menor nivel educativo, extranjeros y hogares monoparentales o de mujeres mayores que viven solas. El trabajo concluye destacando la importancia que las prestaciones sociales están teniendo para contener el impacto de la crisis sobre la desigualdad y la pobreza.

El impacto más fuerte de la pandemia sobre el sector exterior se ha producido en la rúbrica de exportaciones de servicios turísticos. Sin embargo, la caída de las exportaciones de bienes durante los meses de confinamiento ha sido también espectacular. JUAN DE LUCIO, RAÚL MINGUEZ, ASIER MINONDO y FRANCISCO REQUENA realizan en su artículo una comparación del desplome de las exportaciones durante la crisis sanitaria con la situación vivida en los mismos meses de 2009, justo en los comienzos de la Gran Recesión en España. La base de datos utilizada no solo revela que la caída entre marzo y junio de 2020 ha sido mayor (28% respecto al año anterior) que en el mismo periodo de 2009 (18%), sino que permite desagregar el efecto de las empresas que entran y salen del mercado de exportación junto con la diversificación de su cartera de productos y destinos, y la contracción en el valor de las relaciones comerciales ya existentes a nivel de empresa, producto y país, que ha sido el principal intérprete del desplome de las ventas al exterior. El impacto ha sido especialmente negativo en los sectores de automoción, combustibles, maquinaria eléctrica y maquinaria mecánica, y solo unos pocos sectores, como alimentación y farmacia, aumentaron sus exportaciones.

El referido papel central de la banca, española y europea, en el proceso de financiación de las empresas durante la crisis del COVID-19, tiene lugar en un contexto de bajos niveles de rentabilidad y enfrentándose a incertidumbres sobre la trayectoria futura de la calidad de sus activos financieros, de sus resultados y de sus niveles de solvencia. El artículo de ÁNGEL BERGES y JESÚS MORALES confronta la suspensión de los test de estrés de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) con la realización de dichos test por parte de la Reserva Federal (Fed), completando las pruebas de resistencia con un análisis de sensibilidad ideado para riesgos de cola como la pandemia. Las lecciones que se pueden extraer del ejercicio realizado por la Fed,

a pesar de sus limitaciones, podrían ser de utilidad para los test de estrés previstos en Europa para 2021 y para alumbrar el debate incentivado por la propia EBA sobre las debilidades de las pruebas de resistencia anteriores.

El estudio de herramientas reguladoras que mejoren la estabilidad financiera e impidan nuevas crisis ha sido objeto de atención, tanto en el ámbito académico como en el político, tras la última crisis financiera. Entre las alternativas propuestas para corregir las externalidades negativas de la operatoria de muy corto plazo y de los efectos de la volatilidad sobre la desviación de los precios respecto de los valores intrínsecos de los activos, destaca el impuesto sobre las transacciones financieras. El examen que llevan a cabo GIULIO ALLEVATO y ANTONIO DE VITO pone de relieve los potenciales efectos negativos de la propuesta efectuada por la Comisión Europea, principalmente por la posible incidencia en los volúmenes de *trading* no especulativo, por su impacto en el coste del capital y, en un contexto de mercados globales, por cuanto podría facilitar la deslocalización hacia países que no participen de este tipo de impuestos. En el caso concreto de su implantación en España, los autores advierten de las dificultades de exigibilidad y liquidación en las transacciones realizadas fuera de las fronteras nacionales con partes extranjeras, así como de los riesgos de sustitución y deslocalización, que pondrían en tela de juicio la eficacia del impuesto. Si a pesar de todo se opta por su implantación, se recomienda que sea el resultado de un acuerdo multilateral entre los países de una misma región del mercado.

El último artículo de esta edición de *Cuadernos de Información Económica* examina la posición española en el comercio exterior de productos de alta tecnología que, como señala RAMON XIFRÉ, es un buen indicador de la extensión y solidez del sistema nacional de producción de conocimiento. El peso de las exportaciones de este tipo de bienes sobre el total de exportaciones está entre los más bajos de los veintisiete países de la Unión Europea, con apenas el 5,5%. Aunque sigue siendo una cuestión abierta cuáles son los determinantes de este tipo de exportaciones, la literatura sugiere que más allá de la inversión en I+D hay que prestar atención a la capacidad de atracción de inversión extranjera y de colaboración en proyectos científicos internacionales de gran envergadura. Por sectores, las exportaciones se concentran en aeronáutica, química, electrónica y telecomunicaciones. El saldo exportador de España es claramente negativo, tanto en sus relaciones con los países de la UE como con los países que no forman parte de la Unión.

Los rebrotes de la pandemia empeoran las expectativas económicas

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La recuperación económica iniciada en el mes de mayo se vio frenada en agosto por la aplicación de nuevas restricciones en numerosos territorios, así como por las recomendaciones de no viajar a España y la introducción de cuarentenas por parte de diversos países. El avance del PIB en el tercer trimestre se puede estimar en torno al 11,5%, lo que supondría una recuperación de casi el 40% de la actividad perdida en los dos trimestres anteriores. La previsión para el conjunto de 2020 es una caída del PIB del 13%, como resultado de dos realidades distintas: la actividad se contraerá un 35,5% en los sectores asociados al turismo y actividades de ocio y cultura, y un 4% en el resto de sectores. El rebote previsto para final del presente año se retrasará a 2021. La previsión para ese año es de un crecimiento del 7,9%. Ahora bien, la recuperación no será total hasta 2023, o incluso hasta 2024, dependiendo de la senda de la política económica. La tasa de paro se situará en el 19,9% en el último trimestre de 2020 y un año después todavía habrá 600.000 parados más que antes de la crisis. Finalmente, el déficit público superará el 12% del PIB en 2020 y estará en el 8% en 2021, de modo que la deuda pública se estancará en valores cercanos al 120% del PIB. El impacto del Plan Europeo de Recuperación dependerá de si los fondos recibidos se aplican a la realización de las reformas necesarias para elevar la productividad de la economía española y afrontar sus principales desequilibrios económicos y sociales.

La recuperación se interrumpe en agosto

Según resultados provisionales, el PIB sufrió una caída del 18,5% en el segundo trimestre del año. Salvo el consumo público, todos los demás

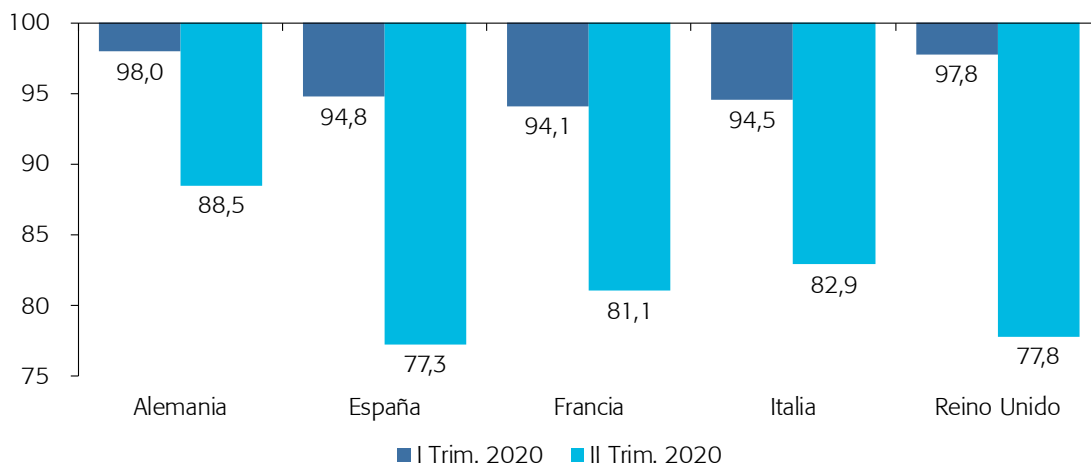
componentes de la demanda registraron retrocesos muy acusados. Destacó el hundimiento de las exportaciones de servicios turísticos, con una contracción del 91,6%. Desde la perspectiva de la oferta, el sector agrícola fue el único que registró un crecimiento en su nivel de actividad. La caída más intensa se

* Funcas.

Gráfico 1

Evolución del PIB en los dos primeros trimestres de 2020

(IV trim. 2019=100)



Fuente: Eurostat.

observó, como cabía esperar, en los sectores más afectados por las restricciones impuestas para controlar la extensión de la pandemia, es decir, en las ramas de comercio, transporte y hostelería, cuyo VAB descendió un 40,4%, y en actividades artísticas, recreativas y culturales, con una caída del 33,9%.

La contracción de la actividad ha sido una de las más acusadas de Europa (gráfico 1). El resultado se debe, en parte, al peso del turismo y de otros servicios especialmente afectados por la pandemia. Estos sectores representan el 28% del PIB, más que el total de la industria, la construcción y el sector primario juntos. Excluyéndolos, la economía hubiera caído un 10,9%, un valor que todavía dista de los registros de otros países como Alemania.

La actividad económica alcanzó su nivel más bajo en el mes de abril, para recuperarse a partir de mayo, a medida que se flexibilizaban las medidas de control de la pandemia, alcanzando su mayor intensidad en julio. No obstante, la reintroducción de restricciones en numerosos territorios a causa de la multiplicación de los rebrotes frenó la recuperación en el mes de agosto, siendo incluso posible que se haya producido una recaída, según se desprende del retroceso de los indicadores PMI (gráfico 2) y los índices de confianza, así como de la interrupción en

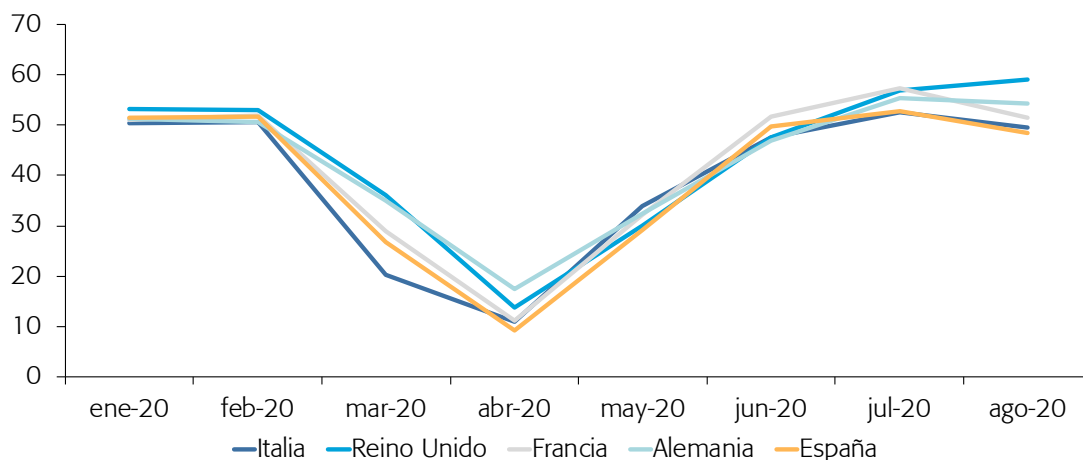
la recuperación del gasto apuntada por los pagos con tarjeta en TPV.

El sector de la construcción, que después de la hostelería fue el que sufrió un mayor impacto al inicio de la crisis, ha sido también el que ha experimentado una recuperación más rápida. En cuanto al sector turístico, tras la paralización total sufrida en abril y mayo, su actividad ha permanecido en un nivel muy deprimido y alejado de la normalidad, por debajo de lo esperado en el anterior escenario de previsiones. A ello contribuyeron las recomendaciones de no viajar a España y la introducción de cuarentenas por parte de diversos países, como consecuencia de los rebrotes. Así, en julio el número de turistas procedentes del exterior fue de 2,5 millones, frente a 9,8 millones en el mismo mes del pasado año.

El número de afiliados a la Seguridad Social también experimentó un avance significativo en julio, moderándose en agosto, al mismo tiempo que continuaba el proceso de reincorporación de trabajadores en situación de expediente de regulación temporal de empleo (ERTE). Al final de agosto se mantenían en dicha situación 812.000 trabajadores, frente al máximo de 3,3 millones alcanzado al final de abril.

Gráfico 2

Índices PMI compuestos



Fuente: Eurostat.

En suma, el avance del PIB en el tercer trimestre se puede estimar en torno al 11,5%, lo que supondría una recuperación de casi el 40% de la actividad perdida en los dos trimestres anteriores. En los servicios más afectados, la recuperación apenas será del 13%, frente a un 75% en el resto de la economía.

Empeoramiento de las expectativas para 2020

Las previsiones se han realizado bajo la hipótesis de una contención del incremento de los rebotes de COVID-19, algo que permitiría evitar un confinamiento generalizado. Sin embargo, los contagios seguirían ejerciendo un efecto disuasorio sobre los desplazamientos y la actividad en los sectores más dependientes del contacto humano. Si bien los esfuerzos para controlar la pandemia serían efectivos –algo que facilitaría la vuelta progresiva a una cierta normalidad en 2021, en especial en el sector del turismo– las previsiones no incorporan la aplicación de una vacuna al conjunto de la población hasta finales del próximo ejercicio, en consonancia con los recientes pronósticos de la Organización Mundial de la Salud (OMS).

Por otra parte, se anticipa una política macroeconómica claramente expansiva durante todo el

horizonte de previsión. Gracias a la acción del Banco Central Europeo, los tipos de interés se mantendrán en niveles reducidos, mientras que la deuda pública se colocará con comodidad en los mercados. En cuanto a la política fiscal, su orientación seguirá siendo acomodaticia, por el efecto de las medidas de apoyo a las empresas y al empleo, y del incremento del gasto en línea con el Plan Europeo de Recuperación (este se incorpora en las previsiones, si bien su monto será todavía limitado a 14.000 millones en 2021, de los cerca de 140.000 potencialmente disponibles).

El descenso previsto del PIB es 3,2 puntos más acusado que en la anterior previsión. La revisión se debe a la multiplicación de infecciones diagnosticadas y su efecto disuasorio sobre la llegada de turistas extranjeros. La crisis del turismo explica las dos terceras partes del recorte de la previsión y el resto se debe al impacto de la incertidumbre sobre la demanda interna.

En base a estos supuestos, se prevé para el conjunto de 2020 una caída del PIB del 13%. Este resultado refleja dos realidades distintas: la actividad se contraerá un 35,5% en los sectores asociados al

turismo y actividades de ocio y cultura, y un 4% en el resto de sectores.

El descenso previsto del PIB es 3,2 puntos más acusado que en la anterior previsión (cuadro 1). La revisión se debe a la multiplicación de infecciones diagnosticadas y su efecto disuasorio sobre la llegada de turistas extranjeros. Se estima que se perderán 25.000 millones adicionales en ingresos en concepto de turismo con respecto a la anterior previsión para el conjunto del año. Además, los rebotes han tenido un impacto negativo sobre la confianza de las empresas y de los consumidores, ante el miedo a un nuevo confinamiento. La crisis del turismo explica las dos terceras partes del recorte de la previsión, y el resto se debe al impacto de la incertidumbre incrementada sobre la demanda interna.

Destaca la severa reducción de la inversión, cercana al 18%, por la exacerbación de las turbulencias que ensombrecen el horizonte para las empresas. El consumo también registrará una severa corrección (que rondará el 16%), lastrado por la contracción de los ingresos laborales en un contexto de ERTE y pérdida de puestos de trabajo, y por la cautela de las familias que optan por ahorrar en vez de gastar. El ahorro superará el 17% de la renta disponible de las familias, el máximo de la serie histórica. El consumo público se mantendrá como el único factor expansivo.

La demanda externa drenará crecimiento, por el declive del turismo y en menor medida de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos. Las importaciones, por su parte, también descenderán aunque en menor medida que las ventas al exterior.

El rebote previsto para el final del presente año se repercutirá en 2021. La previsión para ese año es de un crecimiento del PIB del 7,9%, ligeramente superior a la anterior valoración. Sin embargo, a finales de ese año el PIB todavía se situará un 3,9% por debajo de su nivel pre-COVID. Con toda probabilidad, la recuperación no será total hasta 2023, o incluso 2024 dependiendo de la senda de política económica (ver más abajo), es decir, un año más tarde de lo estimado en la anterior previsión.

La demanda interna, liderada por la inversión (fruto de los estímulos fiscales y del Plan europeo), será el principal motor de la recuperación. A medida que los rebotes se moderan y que la perspectiva de una vacuna se aproxima, los hogares se mostrarán más proclives a consumir y las empresas a renovar su capital productivo. El sector exterior también aportará actividad, gracias a la progresiva recuperación del turismo internacional y de los intercambios de bienes.

Pese al hundimiento del turismo, las cuentas externas seguirán arrojando un superávit durante todo el periodo de previsión, gracias al descenso de las importaciones provocado por la recesión. Las exportaciones se recuperarán en 2021, por el rebote previsto del comercio mundial y la progresiva vuelta a la normalidad de los flujos turísticos.

En 2021, el nivel de actividad en muchas empresas va a seguir siendo muy inferior al previo a la pandemia, de modo que, al vencimiento de los ERTE y cuando las empresas decidan normalizar la jornada laboral, cabe esperar que un cierto número de trabajadores pierda su empleo y engrose las cifras de paro, si bien en términos netos se producirá un crecimiento del empleo por la progresiva recuperación de la economía.

El agravamiento de la crisis se reflejará en el número de horas trabajadas, que descenderá a un ritmo similar al de la economía. Sin embargo, el impacto sobre el empleo será menor, por el recurso a los ERTE y las prácticas de reparto del trabajo (que se traducen en una reducción del número de horas trabajadas por ocupado). Por otra parte, cerca de 200.000 personas saldrán del mercado laboral en 2020, como consecuencia del desánimo o de la dificultad de buscar un puesto de trabajo en tiempos de pandemia. Todo ello contribuirá a atenuar el impacto de la crisis sobre la tasa de paro, que se incrementará hasta el 17% para el conjunto del año (19,9% en el último trimestre). Si se suman a los desempleados los trabajadores en situación de ERTE, cuyo ritmo de reincorporación al empleo va a

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2020-2021

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	Media 2014-2019	2019	2020	2021	2020	2021
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB	3,7	-1,3	2,6	2,0	-13,0	7,9	-3,2	0,1
Consumo final de hogares e ISFLSH	3,7	-2,1	2,2	1,1	-15,7	7,6	-3,6	-0,3
Consumo final de administraciones públicas	4,2	0,9	1,2	2,3	5,6	3,2	-1,8	-0,4
Formación bruta de capital fijo	6,1	-7,6	4,0	1,8	-18,1	9,9	-3,4	0,9
Construcción	5,5	-10,7	3,2	0,8	-17,1	9,6	-3,4	1,2
Equipo y otros productos	7,5	-2,7	4,9	2,7	-19,1	10,3	-3,4	0,7
Exportación de bienes y servicios	6,5	1,8	4,1	2,6	-23,9	15,7	-3,5	2,0
Importación de bienes y servicios	8,7	-4,0	4,3	1,2	-21,7	12,7	-3,9	1,3
Demanda nacional (b)	4,4	-3,1	2,5	1,5	-11,6	6,8	-3,2	0,0
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	0,1	0,5	-1,4	1,1	0,0	0,2
PIB a precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	--	1.245,3	1.096,4	1.193,9	--	--
- % variación	7,3	-0,8	3,4	3,6	-12,0	8,9	-3,0	0,0
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,8	1,6	1,2	0,9	0,3	-0,1
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,7	0,8	1,2	0,3	1,2	0,4	0,0
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,3	-3,4	2,4	2,3	-9,4	3,8	-4,0	1,6
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	18,8	14,1	17,0	17,2	-2,3	-0,5
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	16,7	18,8	21,6	22,9	21,3	22,6	0,0	0,5
- del cual, ahorro privado	13,3	22,9	23,6	23,7	31,3	28,4	1,0	1,8
Tasa de inversión nacional	26,7	21,7	19,4	20,8	20,1	20,3	0,2	0,3
- de la cual, inversión privada	17,9	17,8	17,2	18,8	17,8	18,0	0,2	0,7
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-2,9	2,2	2,0	0,9	1,9	-0,1	0,0
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,4	2,6	2,3	1,8	2,8	0,1	0,4
- Sector privado	-3,8	6,4	6,6	5,2	13,9	10,8	1,0	1,4
- Saldo AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	-0,9	-8,1	-3,9	-2,8	-12,2	-8,0	-0,9	-1,0
Deuda pública según PDE	52,2	67,6	98,5	95,5	119,6	120,4	3,5	4,3
4. Otras variables								
PIB Eurozona	3,5	0,7	2,8	1,2	-8,0	5,5	0,5	0,0
Tasa de ahorro de hogares (% de la RDB)	9,5	8,8	6,6	7,4	17,2	14,1	1,4	3,2
Deuda bruta de hogares (% de la RDB)	93,3	128,5	101,7	91,2	89,9	80,8	1,4	-1,7
Deuda bruta de sociedades no financieras (% del PIB)	91,5	133,4	103,3	93,1	109,9	101,0	3,5	3,3
Deuda externa bruta española (% del PIB)	60,6	162,4	168,4	169,3	197,8	182,7	6,3	5,3
Euríbor 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,01	-0,22	-0,24	-0,20	-0,02	0,00
Rendimiento de deuda pública a 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,58	0,66	0,40	0,45	-0,15	-0,20

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

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

Fuentes: 1996-2019: INE y Banco de España; Previsiones 2020-2021: Funcas.

Cuadro 2

Previsiones trimestrales para la economía española

(Variación porcentual a precios constantes, salvo indicación en contrario)

Periodo	PIB	Consumo privado (1)	Consumo público	FBCF	Export.	Import.	Contrib. al crec. PIB (1)		Empleo (2)	Tasa de paro	
							Demanda nacional	Saldo exterior			
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	4,5	6,8	1,9	-0,5	1,0	24,4	
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	4,3	5,1	3,9	-0,1	3,2	22,1	
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	5,4	2,6	2,0	1,0	2,8	19,6	
2017	2,9	3,0	1,0	5,9	5,6	6,6	3,0	-0,1	2,8	17,2	
2018	2,4	1,8	1,9	5,3	2,2	3,3	2,6	-0,3	2,5	15,3	
2019	2,0	1,1	2,3	1,8	2,6	1,2	1,5	0,5	2,3	14,1	
2020	-13,0	-15,7	5,6	-18,1	-23,9	-21,7	-11,6	-1,4	-9,4	17,0	
2021	7,9	7,6	3,2	9,9	15,7	12,7	6,8	1,1	3,8	17,2	
<i>Variación intertrimestral, en % (datos CVEC)</i>											
										<i>Tasa de paro</i>	
2018	I	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	0,2	0,4	0,1	0,5	16,7
	II	0,5	0,4	0,5	3,5	-0,2	1,2	1,0	-0,4	0,7	15,3
	III	0,5	0,2	0,6	0,2	-1,0	-1,4	0,4	0,1	0,7	14,6
	IV	0,6	0,2	0,6	-0,5	0,9	-0,2	0,2	0,4	0,7	14,4
2019	I	0,6	0,4	0,6	1,5	1,0	0,9	0,5	0,1	0,6	14,7
	II	0,4	-0,1	0,5	-0,8	1,6	0,5	0,0	0,4	0,5	14,0
	III	0,4	0,8	0,6	1,1	0,1	1,4	0,8	-0,4	0,1	13,9
	IV	0,4	0,1	0,7	-1,2	0,6	-0,8	-0,1	0,5	0,9	13,8
2020	I	-5,2	-6,5	1,8	-5,7	-8,2	-6,6	-4,4	-0,8	-1,9	14,4
	II	-18,5	-20,8	0,4	-22,3	-33,5	-28,8	-16,2	-2,3	-17,7	15,3
	III	11,6	12,7	3,4	9,0	19,0	11,9	9,3	2,2	11,4	18,2
	IV	1,6	0,8	3,0	2,6	4,9	5,2	1,6	0,0	1,0	19,9
2021	I	2,3	3,0	-1,0	3,5	5,7	5,2	2,1	0,2	1,0	18,9
	II	2,7	3,0	0,0	4,5	5,4	5,0	2,5	0,2	1,2	17,3
	III	2,7	2,4	0,2	3,6	5,5	4,0	2,1	0,6	1,1	16,5
	IV	2,8	2,0	0,3	5,3	5,3	3,9	2,2	0,6	1,2	16,2
<i>Variación interanual, en % (datos CVEC)</i>											
2018	I	2,8	2,5	1,6	4,5	4,0	4,7	2,8	-0,1	2,6	--
	II	2,3	2,1	1,7	7,9	3,1	6,3	3,2	-0,9	2,4	--
	III	2,2	1,6	1,9	5,3	1,6	2,5	2,5	-0,2	2,5	--
	IV	2,1	1,2	2,2	3,5	0,1	-0,3	2,0	0,1	2,7	--
2019	I	2,2	1,2	2,3	4,8	0,8	0,4	2,1	0,1	2,7	--
	II	2,0	0,7	2,3	0,5	2,6	-0,2	1,1	1,0	2,5	--
	III	1,9	1,3	2,2	1,4	3,6	2,7	1,5	0,4	1,8	--
	IV	1,8	1,2	2,4	0,6	3,3	2,1	1,3	0,5	2,0	--
2020	I	-4,1	-5,7	3,6	-6,5	-6,1	-5,5	-3,7	-0,3	-0,6	--
	II	-22,1	-25,2	3,5	-26,8	-38,6	-33,1	-19,4	-2,7	-18,5	--
	III	-13,4	-16,3	6,4	-21,1	-26,9	-26,2	-12,6	-0,8	-9,3	--
	IV	-12,4	-15,8	8,8	-18,0	-23,8	-21,7	-11,2	-1,2	-9,2	--
2021	I	-5,5	-7,3	5,8	-10,1	-12,3	-11,8	-5,1	-0,4	-6,5	--
	II	19,1	20,5	5,4	21,0	38,9	30,1	16,3	2,7	14,9	--
	III	9,6	9,5	2,2	15,0	23,2	20,9	8,6	1,0	4,3	--
	IV	10,9	10,8	-0,5	18,0	23,7	19,4	9,2	1,7	4,5	--

(1) Contribución en puntos porcentuales al crecimiento del PIB. (2) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Nota: Previsiones en zona sombreada. CVEC = corregidos de variaciones estacionales y de calendario.

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Cuadro 3

Plan Europeo de Recuperación

(Miles de millones de euros)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total
Total UE	75	139	188	188	111	49	0	750
(en porcentaje del total)	10,0	18,5	25,1	25,1	14,8	6,5	0,0	100,0
España	14,0	25,9	35,1	35,1	20,7	9,1	0,0	140,0

Fuentes: Para la UE, Carrión (2020) en base a estimaciones de la Comisión Europea. Para España: estimaciones de Funcas.

ser mucho más lento en el cuarto trimestre (al final del año aún podrían permanecer en dicha situación unos 300.000), la tasa de desempleo en el cuarto trimestre se situaría en torno al 21%.

Aunque la evolución del desempleo es significativamente menos desfavorable que en recesiones anteriores, las fórmulas que han hecho esto posible (ERTE y reducciones de jornada) tarde o temprano podrían derivar en más desempleo. Así, en 2021, el nivel de actividad en muchas empresas va a seguir siendo muy inferior al previo a la pandemia, de modo que, al vencimiento de los ERTE y cuando las empresas decidan normalizar la jornada laboral, cabe esperar que un cierto número de trabajadores pierda su empleo y engrose las cifras de desempleo, si bien en términos netos se producirá un crecimiento del empleo por la progresiva recuperación de la economía. El perfil trimestral en la evolución del número de parados a lo largo del año estará, por tanto, condicionado por el calendario de retirada de esta figura. Suponiendo que este efecto se produce de forma paulatina, la tasa de desempleo descenderá hasta situarse en el 16,2% a finales de 2021, lo que equivale a en torno a 600.000 parados más que antes de la crisis, aunque la media anual será algo mayor que en 2020 debido al elevado nivel de partida al inicio del ejercicio.

Finalmente, en cuanto a las cuentas públicas para 2020, el incremento del gasto público (estimado en 26.000 millones de euros), y el desplome de

la recaudación (-72.000 millones), se reflejarán en el déficit público, que superará el 12% del PIB. Para 2021, se han incorporado las decisiones ya tomadas o previstas (ingreso mínimo vital, incremento de la inversión pública en consonancia con el Plan Europeo de Recuperación). El resultado de estas hipótesis, y del juego de los estabilizadores automáticos, es una reducción esencialmente cíclica del déficit, hasta el 8% del PIB. La deuda pública, por su parte, se estancará en valores elevados, cercanos al 120% del PIB.

Plan Europeo de Recuperación

Una de las principales diferencias con respecto a las anteriores previsiones es el acuerdo sellado por el Consejo Europeo en su reunión de julio para promover la recuperación en la UE. Según algunas estimaciones, de los 750 mil millones de euros a los que se eleva el plan, España podría acceder a cerca de 140 mil millones, más de la mitad en ayudas directas y el resto en préstamos¹.

Como ya se ha comentado, las previsiones para 2021 incorporan 14.000 millones en ayudas y préstamos europeos, es decir una pequeña parte del total de fondos potencialmente disponibles para España. La ejecución del programa se acelerará en años ulteriores (cuadro 3)², pero el monto efectivo de los desembolsos dependerá tanto de la capacidad de gestión e implementación de las

¹ La distribución por país del Plan europeo de recuperación depende de factores que no están totalmente determinados, y de la presentación de proyectos por parte de cada país. Para una estimación, ver Darvas (2020).

² Para una estimación de la distribución de los desembolsos durante el periodo presupuestario 2021-2027, ver Carrión (2020).

Gráfico 3

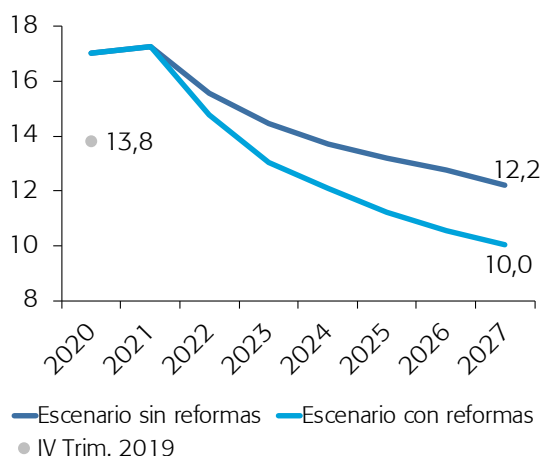
Impacto del Plan Europeo de Recuperación sobre el PIB, el paro y la deuda pública

(Escenarios de Funcas para la economía española, 2021-2027)

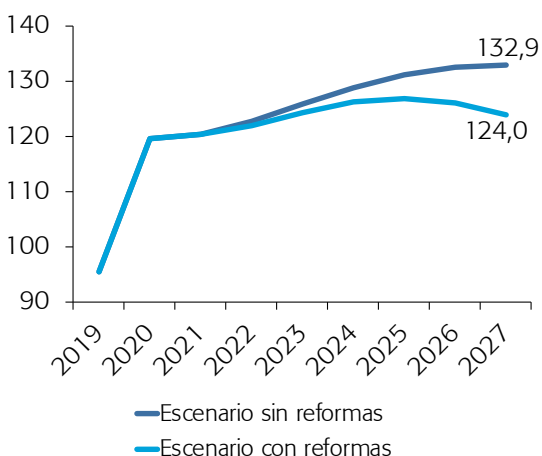
a - Crecimiento del PIB

Medias anuales (en porcentaje)		
	Escenario sin reformas	Escenario con reformas
2021-2023	4,5	4,9
2024-2027	1,6	1,9

b - Tasa de paro



b - Deuda de las AA.PP. en porcentaje del PIB



Fuente: Funcas.

administraciones públicas españolas, como de la agilización por parte de la burocracia comunitaria de sus procedimientos, habitualmente lentos, complejos y, como consecuencia de todo ello, imprevisibles. La experiencia del actual periodo presupuestario europeo (2014-2020) muestra que España ha gastado el 34% de los más 56.000 millones de euros disponibles en fondos estructurales³. Por lo tanto, sin mejoras organizativas ni reformas de los procesos de formulación, seguimiento y ejecución de los proyectos, España solo podrá atraer una parte de los fondos disponibles para 2021-2027.

Por otra parte, el impacto de esas ayudas y préstamos dependerá en buena medida de reformas que faciliten su aprovechamiento (además de medidas

orientadas a agilizar los trámites de aprobación por parte de Bruselas). Estas reformas son también las mismas que las que necesita el país para afrontar los principales desequilibrios económicos y sociales (educación, mercado laboral, sistema de pensiones, transición tecnológica y energética). Según varios estudios, las reformas son imprescindibles para cerrar la brecha de productividad con el resto de la UE, y que se eleva a 0,2 puntos porcentuales por año.

Para analizar el impacto del Plan Europeo de Recuperación sobre la economía, con y sin reformas, se han proyectado dos escenarios que cubren el periodo presupuestario 2021-2027 (gráfico 3). Ambos incorporan mejoras administrativas para movilizar proyectos y agilizar la aprobación de los fondos por Bruselas.

³ Ver <https://cohesiondata.ec.europa.eu/countries/ES>

El primer escenario, inercial, incorpora los fondos europeos pero sin las reformas orientadas a reducir los déficits económicos y sociales. Las ayudas aportarían un plus de actividad, gracias a los estímulos fiscales y a la inversión pública. Sin embargo, a falta de reformas, la expansión derivada del incremento del gasto público sería transitoria, y el crecimiento potencial convergería hacia su nivel inercial (estimado en 1,6% anual). El resultado es una recuperación incompleta, una tasa de paro que solo alcanzaría su nivel precrisis en 2024, y una deuda pública que apenas suavizaría su escalada, hasta cerca del 133% en 2027.

El impacto de las ayudas y préstamos del Plan europeo de recuperación dependerá en buena medida de reformas que faciliten su aprovechamiento. Estas reformas son las mismas que necesita el país para afrontar los principales desequilibrios económicos y sociales: educación, mercado laboral, sistema de pensiones, transición tecnológica y energética.

El otro escenario, además de integrar los fondos europeos, prevé reformas orientadas a cerrar la brecha de crecimiento de productividad con Europa y reducir el paro y la precariedad laboral. Fruto de esos esfuerzos, los estímulos fiscales no solo ejercen un efecto transitorio como en el escenario inercial, sino que también elevan el crecimiento potencial hasta el 1,9% anual. La tasa de paro descendería hasta el 10% en 2027 y la deuda pública invertiría su tendencia alcista, para situarse en el 124% al final del periodo. Este es, sin embargo, todavía un nivel elevado, y que plantea la necesidad de un plan presupuestario una vez la expansión se haya consolidado (dicho plan no se ha incluido en esta simulación).

Oportunidades y riesgos

Estas previsiones presentan un elevado grado de incertidumbre, tanto al alza como a la baja. La disponibilidad de una vacuna segura y rápidamente aplicable despejaría algunas de las principales dudas acerca de la recuperación. La confianza mejoraría

notablemente, facilitando una reducción del ahorro precautorio, así como un incremento de la demanda tanto interna como externa. Sin embargo, es probable que la pandemia haya acelerado algunos de los cambios estructurales que precedían la crisis —evolución en las pautas de consumo, digitalización, preferencia por los circuitos cortos de producción, toma de conciencia del cambio climático y de sus efectos. Por tanto, incluso en presencia de un remedio a la crisis de la COVID-19, la economía española todavía se enfrentará a importantes desafíos estructurales.

Otro factor positivo, al que ya se ha aludido, sería la adopción de nuevos Presupuestos Generales del Estado (PGE) para promover la recuperación y afrontar los desafíos estructurales, junto con la puesta en marcha de reformas y de un plan presupuestario de reducción de los desequilibrios de las cuentas públicas a medio plazo. Los PGE serán también imprescindibles para aprovechar los fondos europeos.

En cuanto a los riesgos, conviene vigilar el impacto de la crisis sobre el sector financiero. La acumulación de créditos dudosos podría obligar a las entidades a incrementar las provisiones, reducir los ya estrechos márgenes y frenar la concesión de nuevo crédito. Por otra parte, los mercados podrían mostrarse menos benévolos si, pese al creciente agujero presupuestario, los objetivos de crecimiento no se cumplieran. Este sería un contexto propicio a una elevación de la prima de riesgo que encarecería las emisiones de deuda pública.

A más largo plazo, la principal amenaza es la pérdida de ritmo de la economía española con respecto a sus socios europeos. Desde que España accedió a las instituciones europeas, la renta per cápita ha tendido a avanzar a un ritmo superior a la media europea. Ese proceso de convergencia se interrumpió con la recesión de principios de los 90, y con la crisis financiera, para reanudarse con cierto vigor durante las fases de expansión. Sin embargo, en esta ocasión el esfuerzo que será necesario no tiene parangón, porque nunca antes la política económica se había enfrentado a un reto tan complejo, el de poner en marcha simultáneamente dos políticas. Por una parte, una política de gestión de la incertidumbre que rodea la pandemia, y que exige limitar el cierre

de numerosas empresas que están al borde de la insolvencia, y la pérdida de miles de puestos de trabajo que actualmente se sostienen –en cada vez más casos de manera artificial– gracias a los ERTE y las reducciones de jornada. Por otra parte, se trata de sembrar las bases de un crecimiento inclusivo, algo que requiere de reformas que se habían aplazado durante la etapa de expansión, y de mejoras de gestión para aprovechar las ayudas europeas.

Referencias

- CARRIÓN, M. (2020). The EU recovery plan: funding arrangements and their impacts. Funcas Europe. Agosto. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/the-eu-recovery-plan-funding-arrangements-and-their-impacts/>
- DARVAS, Z. (2020). Having the cake, but slicing it differently: how is the grand EU recovery fund allocated? Bruegel Blog. 23 de julio. Disponible en: <https://www.bruegel.org/2020/07/having-the-cake-how-eu-recovery-fund/>

Impacto de la pandemia sobre el sector inmobiliario

*Carlos Ocaña P. de Tudela y Raymond Torres**

La crisis está afectando al mercado inmobiliario, aunque de forma moderada habida cuenta de la magnitud del *shock* sobre la economía. Según los últimos datos disponibles, correspondientes al mes de julio, la compraventa se sitúa un 33% por debajo de los niveles pre-Covid. Los precios también se han resentido, con un descenso cercano al 1,2% en agosto. Sin embargo, todo apunta a que, salvo si se produjera un nuevo cierre de la economía como consecuencia de los rebrotes, no estamos a las puertas de un hundimiento del mercado. En primer lugar, la demanda se sustenta en los bajos tipos de interés y la perspectiva de que se mantengan bajos a medio plazo; además, escasean otras buenas alternativas de inversión para los compradores. Otro elemento que permite anticipar un ajuste limitado de los precios es su nivel relativamente reducido en comparación con otros países europeos y del resto del mundo. Para el conjunto de 2020, el precio medio podría sufrir una corrección entre el 5 y el 8% (bastante inferior a la contracción esperada de la economía del 13%), para estabilizarse durante la primera parte de 2021 y posteriormente emprender una senda de recuperación. La evolución será, sin embargo, dispar según los territorios y tipos de inmuebles.

La economía española ha sido una de las más golpeadas por la pandemia, tanto por el elevado peso de los sectores más dependientes del contacto y la movilidad como por las carencias de las respuestas a la crisis (véase Torres y Fernández, 2020). En épocas anteriores, el mercado inmobiliario ha tendido a sobre-reaccionar a la evolución de la economía, en especial cuando las recesiones venían precedidas de fenómenos de burbuja.

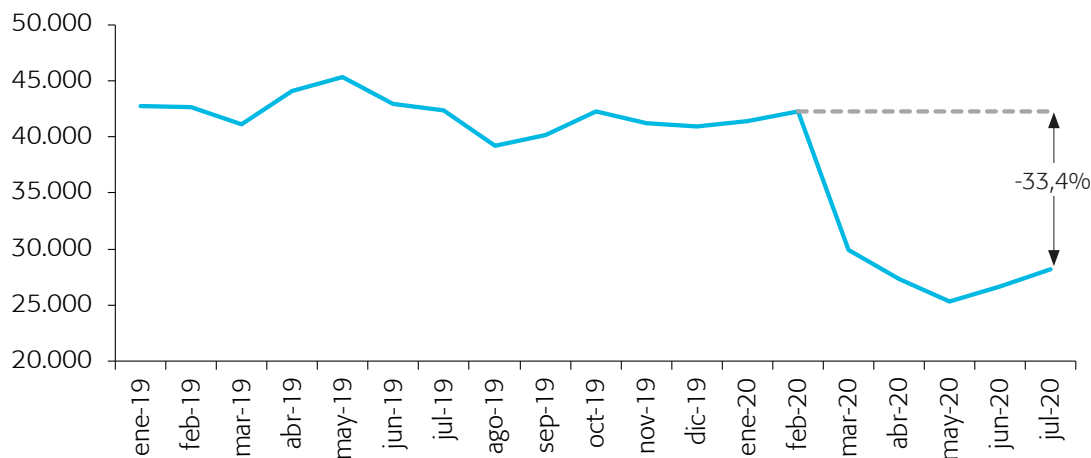
El objetivo de la presente nota es describir las principales tendencias del mercado de la vivienda desde el inicio de la pandemia, y extraer algunas conclusiones en cuanto a su evolución en los próximos meses. La nota toma como punto de partida la comparativa que se realizó a finales de 2019 y que, si bien apuntaba a claros síntomas de desaceleración, también señalaba sólidos puntos de resistencia (véase Ocaña P. de Tudela y Torres, 2019).

* Funcas.

Gráfico 1

Compraventa de viviendas

(Unidades)



Fuente: INE.

Las transacciones registran un descenso acusado desde el inicio de la pandemia

El volumen de transacciones se ha resentido fuertemente desde el inicio de la crisis surgida a raíz del COVID-19. Las compraventas de viviendas sufrieron una abrupta caída desde el inicio del estado de alarma hasta mayo, de en torno al 40%. Posteriormente, en los meses de junio y julio tuvo lugar una cierta recuperación, pero muy modesta, de modo que en este último mes el número de compraventas aún era un 33% inferior a los niveles previos a la crisis sanitaria (gráfico 1).

No obstante, la evolución del crédito nuevo para la compra de vivienda, tras caer también con fuerza al inicio de la crisis, registró una recuperación más vigorosa, encontrándose en julio tan solo un 7% por debajo de los niveles previos. Históricamente nunca se había producido un distanciamiento tan acusado entre la evolución del crédito nuevo y las transacciones, algo que quizás deba ser atribuido a un retraso en la formalización de las operaciones en las notarías o en su inscripción en los registros de la propiedad, debido a las propias circunstancias de la pandemia —las cifras de compraventas informan

de las operaciones inscritas en los registros—. De ser así, tendríamos que el impacto de la pandemia sobre la demanda de vivienda habría sido, hasta el

La caída de la demanda de vivienda durante el estado de alarma ha supuesto una interrupción de carácter principalmente transitorio, por lo que el impacto permanente sobre el mercado será moderado. Un cierto impacto será inevitable, debido a la elevada incertidumbre generada por la crisis sanitaria y a la propia caída de la actividad y el empleo.

momento, moderado, una vez superada la interrupción inducida por el estado de alarma.

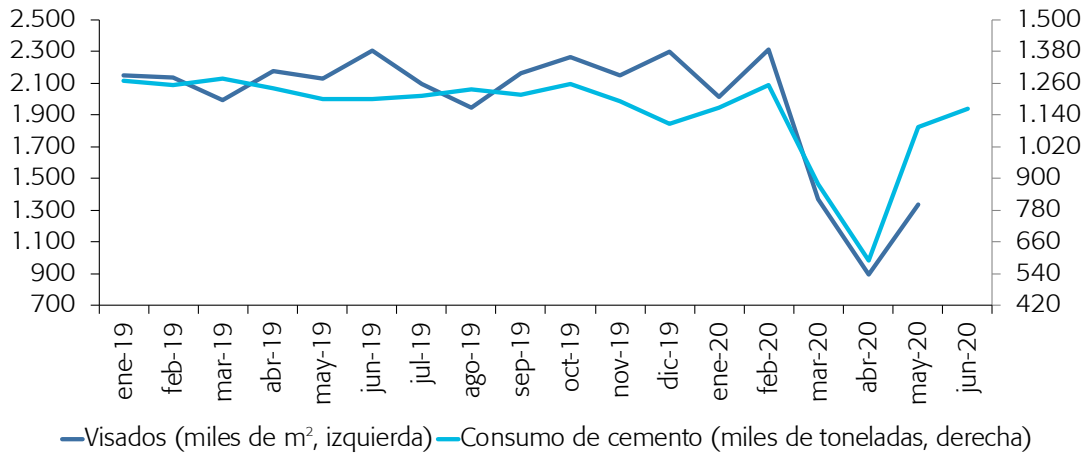
La oferta se recupera tras la parálisis de marzo y abril

En lo que se refiere a la oferta, la actividad constructora prácticamente se paralizó en marzo-abril, pero en los meses posteriores remontó con fuerza. Así, el empleo en el sector experimentó una rápida recuperación —mayor que en ningún otro sector

Gráfico 2

Indicadores de oferta

(Niveles)



Fuente: Ministerio de Fomento y Ministerio de Economía.

económico—, al igual que el consumo de cemento, que, tras haber caído a la mitad en abril, en junio ya se encontraba prácticamente en los niveles previos a la pandemia (gráfico 2). Otro indicador es el de ventas de grandes empresas de construcción y promoción, que en julio se había recuperado hasta situarse tan solo un 5% por debajo de los niveles previos a la crisis. Los visados de nueva obra también sufrieron un abrupto descenso en marzo y abril, pero en mayo —último mes para el que disponemos de datos— ya se observaban indicios de una recuperación.

En lo que se refiere a la oferta, la actividad constructora prácticamente se paralizó en marzo-abril, pero en los meses posteriores remontó con fuerza. El empleo en el sector experimentó una rápida recuperación «mayor que en ningún otro sector económico—, al igual que el consumo de cemento.

Todo ello apunta a que la caída sufrida durante el estado de alarma ha supuesto una interrupción de carácter principalmente transitorio, por lo que el impacto permanente sobre el mercado será

moderado. Un cierto impacto será inevitable, debido a la elevada incertidumbre generada por la crisis sanitaria, cuyo efecto sobre las decisiones de inversión de los hogares no remitirá hasta que la pandemia sea definitivamente superada, y debido también a la propia caída de la actividad y el empleo.

Los precios se resienten, aunque de momento de manera moderada

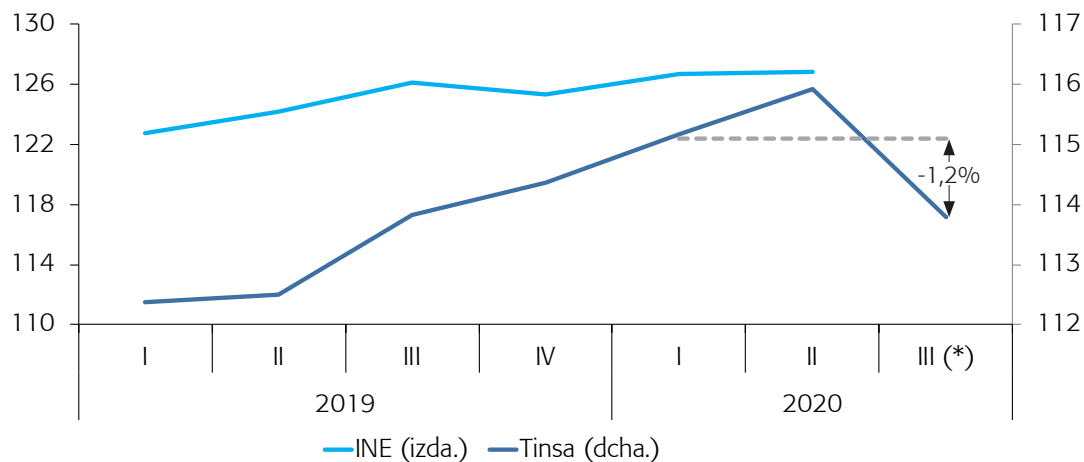
Los precios, por su parte, registraron un incremento en el segundo trimestre, según los datos de Tinsa y del INE, pese a la contracción en el número de operaciones, aunque los datos del Ministerio de Fomento apuntan a un descenso (gráfico 3). Es en julio-agosto cuando las cifras de Tinsa reflejan ya un descenso de precios. En cualquier caso, la recuperación de las operaciones a partir de junio apunta a que dicho descenso será, probablemente, limitado en su magnitud y en su duración.

Existe una serie de factores que inducen a pensar que, a diferencia de lo sucedido en otras crisis económicas, el efecto de la recesión sobre los precios va a ser limitado, esto es, no va a ser proporcionado a la caída de la actividad económica. Un primer factor

Gráfico 3

Precio de la vivienda

(Índice, 2015=100)



(*) Media julio-agosto.

Fuentes: INE y TINSA.

es la actitud prudente de los vendedores, quienes, anticipando una recesión de duración limitada, van a preferir retrasar la venta a malvender sus activos; en segundo lugar, los bajos tipos de interés y la perspectiva de que se mantengan bajos a medio plazo sostienen los precios; y, finalmente, la abundancia de liquidez y la falta de buenas alternativas de inversión para los compradores estimulan la demanda. Otro elemento que permite anticipar un ajuste limitado de los precios es su nivel relativamente reducido en comparación con otros países europeos y del resto del mundo (Ocaña P. de Tudela y Torres, 2019). Finalmente, el mercado español evoluciona en línea con los registros de otros países europeos, que comparten una cierta resiliencia de los precios, en un contexto de fuerte descenso de las transacciones (véase Knight Frank, 2020).

Sin embargo, los indicadores de esfuerzo apuntan en dirección de una moderación de la demanda, por la reducción de la renta disponible (RDB) de los hogares. Así, el precio de la vivienda en relación a la RDB, que mantiene una tendencia ascendente desde 2017, aceleró esta en el segundo trimestre de este año. En la actualidad, la relación entre precio

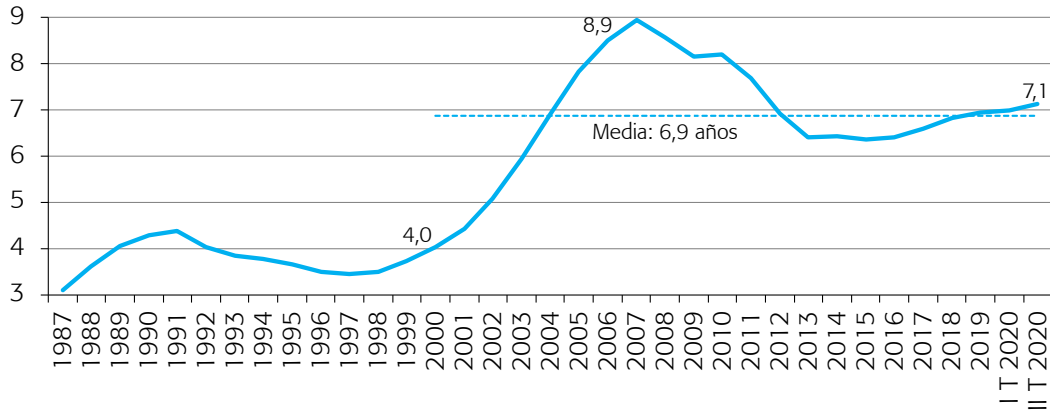
y RDB se situaría entre 5% y 8% por encima de la media histórica (gráfico 4).

A la luz de las tendencias en curso, se puede prever una reducción del precio medio de la vivienda de entre el 5% y el 8% para el conjunto del año. Esta evolución corregiría la leve sobrevaloración constatada en el anterior análisis.

El impacto moderado –en comparación con la pauta histórica– sobre los precios, sin embargo, será compatible con una evolución diferenciada según la ubicación de la vivienda. Los bienes de calidad en centros urbanos conservarán su atractivo en comparación con zonas donde el incremento del desempleo golpeará con más vigor o con escasa presencia de inversión extranjera. Por otra parte, si bien el mercado de la vivienda para particulares parece relativamente resiliente, el segmento que se dirige a las empresas sufrirá un impacto significativo (véase Natixis, 2020). Esta tendencia podría persistir a medida que las necesidades de espacio de oficina se reducen como consecuencia del teletrabajo.

Gráfico 4

Precio de la vivienda/Renta bruta anual por hogar
(Años)



Fuente: Banco de España.

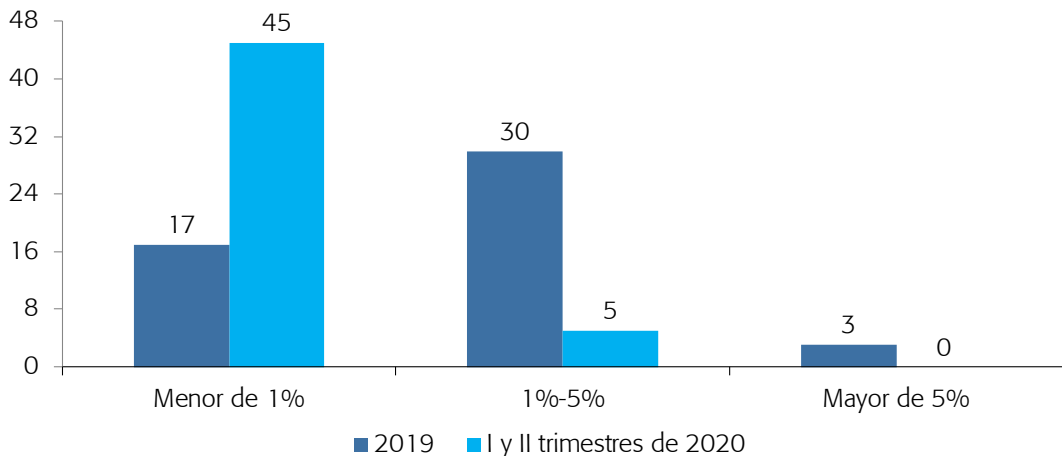
Conclusión

En definitiva, si en nuestro anterior escenario anticipábamos una desaceleración para 2020, las perspectivas son ahora peores. A la luz de las tendencias en curso, se puede prever una reducción del precio medio de la vivienda de entre el 5% y el 8% para el conjunto del año. Esta evolución corregiría la leve sobrevaloración constatada en el anterior análisis.

Sin embargo, bajo el supuesto que la política sanitaria logre contener la multiplicación de contagios (para así evitar una recaída de la actividad), no hay motivos para esperar un hundimiento generalizado del mercado. Por el contrario, el carácter de valor refugio de la vivienda, los bajos tipos de interés y el atractivo del mercado español facilitarían una estabilización de los precios a lo largo de 2021, antes de emprender una leve senda de recuperación.

Gráfico 5

Dispersión del crecimiento del precio de la vivienda por número de provincias



Fuente: Ministerio de Fomento.

Referencias

KNIGHT FRANK (2020). *Global House Price Index*. Disponible en: [knightfrank.com/research](https://www.knightfrank.com/research).

NATIXIS (2020). *Covid-19: what impact on European real estate valuations?* Disponible en: www.natixis.com/natixis/jcms/lpaz5_83078/en/covid-19-what-impact-on-european-real-estate-valuations

OCAÑA P. DE TUDELA, C. y TORRES, R. (2019). El mercado de la vivienda: situación y perspectivas a corto plazo. *Cuadernos de Información Económica*, 273, noviembre-diciembre, pp. 1-9.

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M.J. (2020). Los rebrotes de la pandemia empeoran las expectativas económicas. *Cuadernos de Información Económica*, 278, septiembre-octubre, pp. 1-10.

Impacto del COVID-19 sobre déficit y deuda en 2020: más dañino de lo inicialmente previsto

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

La previsión de déficit realizada por el gobierno en el mes de abril pasado fue del 10,3% del PIB en 2020, equivalente a 115.000 millones de euros. La fuerte contracción de la economía en el segundo trimestre unida al importante incremento de los gastos (sanidad, expedientes de regulación temporal de empleo, cese de autónomos e ingreso mínimo vital) y la caída automática en la recaudación han dejado obsoleta esta estimación en tan solo tres meses. La detallada actualización de la AIREF de julio sitúa el déficit de 2020 entre el -11,9% y el -14,4% del PIB, lo que equivale a un intervalo entre 133.000 y 161.000 millones de euros. Es decir, hasta un máximo de 46.000 millones por encima de las previsiones del gobierno. A su vez, la deuda pública subirá un nuevo escalón en 2020, con un aumento de al menos 25 puntos de PIB y superando así el 120%.

El punto de partida: la gran contracción del PIB en 2020

La pandemia generada por el COVID-19 ha quebrado el crecimiento esperado de la economía española en 2020¹. Una de sus consecuencias más negativas es el intenso daño que está provocando sobre las cuentas públicas. Esta situación exigirá esfuerzos continuados durante al menos las próximas

dos décadas para reconducir el déficit y la deuda pública al nivel de 2019². Como resultado de dicho *shock* exógeno, de índole global y naturaleza sanitaria, el producto interior bruto (PIB) de España se contrajo el 5,1% durante el primer trimestre de 2020 (INE, 2020a). La contracción del segundo trimestre ha sido mucho más intensa con una tasa trimestral del -18,3% (INE, 2020a). Esta última caída se explica en su mayor parte por la paralización de las actividades productivas no esenciales entre el 30 de marzo y el 9

* Universidad Rey Juan Carlos y Observatorio Funcas de Economía Pública (OFEP).

** Universidad Complutense de Madrid y Observatorio Funcas de Economía Pública (OFEP).

¹ Las estimaciones del gobierno en febrero de 2019 fijaban el crecimiento del PIB en el 1,6%.

² Al igual que en otros países de la Unión Europea, como Francia o Italia, el gobierno español optó en marzo por el confinamiento total de la población para controlar la expansión de la pandemia y tratar de evitar el colapso de la sanidad. Para ello decretó el estado de alarma durante más de tres meses para el período comprendido entre el 14 de marzo y el 21 de junio. El proceso de desescalada comenzó el 1 de mayo.

de abril³. No existe constancia en las series históricas trimestrales, disponibles desde los años setenta, de caídas tan bruscas del PIB como las observadas en la primera mitad de 2020. Por ejemplo, durante la profunda recesión iniciada en 2008, el PIB se redujo un 3% en el primer trimestre de 2009.

Los datos disponibles apuntan a que la actividad económica comenzó a recuperarse en España en mayo, aunque la OCDE observó en julio señales de una nueva ralentización que se habrían confirmado en las semanas siguientes. El turismo, que es un sector clave para la economía española⁴, se ha enfrentado a un escenario especialmente adverso tras el rebrote del COVID-19 en plena campaña de verano. Desde finales de julio, la mayoría de países europeos, entre los que se encuentran Reino Unido, Alemania y Francia, han ido introduciendo restricciones para viajar a España⁵. Se estima que entre 2 y 2,5 puntos de caída del PIB de 2020 serán debidos al turismo (García y Andreu, 2020). A efectos ilustrativos, en junio de 2019 se registraron un total de 8,8 millones de entradas de turistas en España mientras que en junio de 2020 la cifra se redujo a 0,2 millones (INE, 2020c)⁶.

Las estimaciones de crecimiento de 2020 han ido empeorando desde mediados de abril debido al gran nivel de incertidumbre existente. Las previsiones correspondientes a los meses de junio-julio, sitúan la contracción de 2020 en un rango muy amplio que oscila entre el -9% y el -15%. Esos seis puntos de diferencia son un fiel reflejo de las dudas que existen sobre la velocidad de recuperación de la economía española durante el segundo semestre de 2020 (AIReF, 2020a; Banco de España, 2020a; BBVA-Research, 2020a; Funcas, 2020a,b; OCDE, 2020a; Comisión Europea, 2020; FMI, 2020). No obstante, en promedio, el panel de Funcas de

septiembre de 2020 sitúa la contracción en un valor de consenso del -12% (Funcas, 2020a). Las previsiones disponibles para 2021 revelan un fuerte crecimiento de la economía que compensará, aunque solo parcialmente, la contracción de 2020. El rango del crecimiento oscila, aproximadamente, entre el 5% y el 10% —el consenso del panel de Funcas lo sitúa en el 7,3% (Funcas, 2020a)—. En resumen, el crecimiento de la economía española en 2021 será equivalente al 60% de la contracción esperada en 2020.

Las citadas estimaciones no han tenido en cuenta las ayudas que recibirá España del Plan Europeo de Recuperación aprobado el pasado 21 de julio por el Consejo Europeo. Concretamente, España podría recibir el equivalente al 11% de su PIB, del que alrededor de 72.000 millones serían ayudas directas para impulsar la economía mediante inversiones orientadas a la transición ecológica, la digitalización de la economía y la movilidad sostenible. Esos fondos, cuyo 10% pueden empezar a recibirse en el primer trimestre de 2021, podrían impulsar el crecimiento por encima de las previsiones disponibles. No obstante, dichos fondos, además de ser limitados en cuantía, están más orientados a reformas estructurales que a asegurar la reactivación en el corto plazo de la economía (Bandrés *et al.*, 2020).

En términos comparativos, los organismos internacionales como la OCDE (2020a) y el FMI (2020) alertan de que España será uno de los países más perjudicados por la pandemia en términos de crecimiento, aunque también en déficit y deuda. A efectos ilustrativos, el gráfico 1 muestra una comparación del impacto sobre el PIB en los países de la UE-15 (OCDE, 2020a). A pesar de la elevada dispersión, es posible identificar cuatro grupos de países en función

³ Cada semana de confinamiento resta 0,8 puntos de PIB, elevándose a 1,5 puntos en caso de restricción de actividades no esenciales (AIReF, 2020).

⁴ Aporta el 12,3% del PIB español (INE, 2020b).

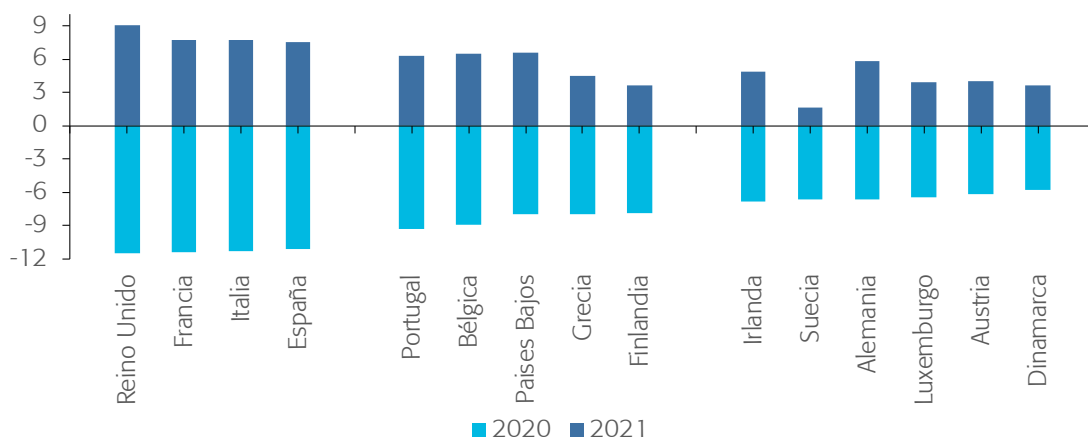
⁵ Por ejemplo, el 26 de julio, el gobierno británico impuso dos semanas de cuarentena a los viajeros que llegasen desde España. El impacto es importante si tenemos en cuenta que el turismo británico y francés suponen en conjunto alrededor del 41% del total de turistas que visitan anualmente España.

⁶ En el caso de los turistas británicos, uno de los colectivos más importantes junto al alemán y el francés para el turismo español, el número de entradas pasó de 2,0 millones a una cifra próxima a las 8.500 personas durante los dos citados meses.

Gráfico 1

Crecimiento del PIB en 2020-2021

(En porcentaje)



Fuente: OCDE (2020a).

del nivel de contracción esperado. El primer grupo lo forman Reino Unido (-11,5%) Francia (-11,38%), Italia (-11,28%) y España (-11,14%) cuya caída del PIB se concentra en valores muy próximos al -11%. El segundo grupo está formado por Portugal, Bélgica, Países Bajos, Grecia y Finlandia donde la contracción se situará aproximadamente entre el -8% y el -9%. Finalmente, la caída oscilará entre el -6% y el -7% en el tercero de los grupos en el que se incluye a Irlanda, Suecia, Dinamarca, Alemania, Austria y Luxemburgo. Los países del primero de los grupos alcanzarán las mayores tasas de crecimiento en 2021 que oscilarán entre el 7% y el 9%. Un rasgo común a todos los países de la UE-15 es que el crecimiento de 2021 no permitirá compensar la contracción de 2020⁷.

Actualización de las previsiones de déficit en 2020

Como es preceptivo cada año, a finales de abril, el gobierno envió a la Comisión Europea (CE) la Actualización del Programa de Estabilidad 2020 (APE-2020). Dicho documento contiene, entre otra

información, las previsiones de crecimiento del PIB de los años 2020 y 2021 así como de déficit y deuda de 2020. Las perspectivas macroeconómicas contenidas en la APE-2020 presentan en conjunto un elevado nivel de detalle tanto de la metodología empleada como de las previsiones. Contrariamente, la parte dedicada a las proyecciones presupuestarias, especialmente la referida a los ingresos públicos, aporta información escasa e imprecisa tanto de la metodología como de las estimaciones de recaudación (Sanz-Sanz y Romero-Jordán, 2020).

La elaboración de la APE-2020 tuvo lugar bajo el “nuevo marco fiscal europeo”, en el que las reglas de estabilidad presupuestaria han quedado en suspenso por la activación de la cláusula de escape a finales de marzo⁸. Este nuevo marco, completamente excepcional, ha tenido efectos directos sobre los niveles de déficit y deuda contenidos en la APE-2020 que merecen ser destacados:

- La suspensión de los límites de déficit y deuda ha dejado “vía libre” para que los países de la UE aumenten el gasto público en políticas de

⁷ El país con mejor balance es Alemania: se contraerá un 6,60% en 2020 y crecerá un 5,77% en 2021 (OCDE, 2020a).

⁸ Aprobada en reunión extraordinaria del Eurogrupo el 26 de marzo.

apoyo tanto al sistema sanitario como a la economía. España no ha sido ajena a esta situación de crecimiento del gasto público. En este sentido, BBVA Research (2020b) estima que el gasto público podría crecer en 2020 en España entre 10 y 11 puntos hasta alcanzar el 52% del PIB. No obstante, el volumen de recursos movilizados en España ha estado especialmente limitado por la débil salud de las cuentas públicas, que en 2019 cerraron con un nivel de déficit del 2,83% y del 95,5% de deuda. Una consecuencia directa de esta situación ha sido el menor apoyo relativo ofrecido a las empresas españolas, respecto a otros países de nuestro entorno, en forma de diferimiento de impuestos y cotizaciones a la Seguridad Social (Romero-Jordán y Sanz-Sanz, 2020).

- La cláusula de escape ha dejado en suspenso el ajuste de 7.800 millones de euros que la CE exigió a España en 2019 para asegurar el cumplimiento de las previsiones de deuda contenidas en el Programa de Estabilidad de dicho año (APE-2019) (Romero-Jordán y Sanz-Sanz, 2019). En ausencia de COVID-19, este ajuste habría forzado por sí solo a una reducción del déficit público de 0,7 puntos del PIB en 2020. En perspectiva temporal, debe señalarse que las dudas de la CE sobre el cumplimiento de los niveles de deuda comprometidos en el APE-2019 estaban razonablemente justificadas si tenemos en cuenta que durante los últimos cinco años se ha desplazado sistemáticamente hacia delante la consecución del equilibrio presupuestario. La fase expansiva del período 2015 a 2019 ha sido una oportunidad perdida para lograr el equilibrio presupuestario. De hecho, una apuesta decidida por la consecución de dicho equilibrio habría colocado a España en una situación de partida mucho más favorable para hacer frente al fuerte impacto económico que está generando la pandemia.

La previsión de déficit del gobierno incluida en la APE-2020 es del 10,3% del PIB, equivalente a 115.300 millones de euros. El informe emitido por la AIReF (2020b) a mediados de mayo elevó dicha previsión situándola en un rango que oscilaba entre

El impacto de las medidas de gasto público aprobadas por el gobierno para hacer frente a las necesidades derivadas de la pandemia de COVID-19 podría estar entre 46.000 y 54.000 millones de euros, si bien es de esperar que siga aumentando en los próximos meses en función del mantenimiento de algunas de las prestaciones y programas de gasto.

el -10,9%, en caso de cumplirse el escenario más favorable, y del -13,8%, en el escenario menos favorable. Según estas previsiones, el déficit de 2020 supondría entre 122.000 y 155.000 millones de euros aproximadamente; es decir, entre 7.000 y 40.000 millones por encima de la previsión del gobierno. AIReF asume que en el escenario más desfavorable se produciría un rebrote de la pandemia que afectaría a la capacidad productiva de la economía obligando incluso a confinar la población un mes más en otoño. Aunque existe mucha incertidumbre sobre la evolución, tanto de la pandemia como de la economía, existen algunos riesgos en el segundo semestre que conviene destacar:

- Volver a una situación de confinamiento de la población, al menos en grandes ciudades o incluso en amplias áreas geográficas, podría parecer algo lejano en estos momentos. Sin embargo, no debe descartarse completamente si tenemos en cuenta la progresión de los contagios desde el mes de junio. A comienzos de septiembre existían cerca de 1.200 focos activos en toda España, afectando algunos de ellos a grandes ciudades como Zaragoza, Barcelona o Madrid⁹. De hecho, algunas comunidades como País Vasco declararon en agosto la

⁹ Algunas pequeñas áreas de Lérida, Lugo, Valladolid o Burgos fueron confinadas durante dos semanas durante los meses de julio o agosto. Otras como Zaragoza han propuesto a sus habitantes un confinamiento voluntario.

Cuadro 1

Evolución de las previsiones de déficit entre abril y julio de 2020

(En porcentaje sobre el PIB)

Gobierno (APE-2020) abril 2020	-10,3	
Informe AIReF - abril 2020	-10,9	-13,8
Informe AIReF - julio 2020	-11,9	-14,4
Variación	+1 punto	+0,6 puntos
Banco de España - abril 2020	-7,2	-11,0
Banco de España - junio 2020	-9,5	-11,2
Variación	+2,3 puntos	+0,2 puntos
Consenso panel de Funcas - mayo 2020	-10,8	
Consenso panel de Funcas - julio 2020	-11,9	
Variación	+1,1 puntos	
FMI - abril 2020	-9,5	
FMI - junio 2020	-13,9	
Variación	+4,4 puntos	

Fuentes: FMI (2020), Gobierno de España (2020), Banco de España (2020a), AIReF (2020a,b), Funcas (2020a,b).

emergencia sanitaria ante el fuerte avance del número de contagiados.

- Los rebrotes están generando una caída más grande de lo esperado de algunos sectores clave para la economía española, especialmente preocupante en el caso del turismo¹⁰. Las previsiones de CaixaBank Research (2020) sitúan la caída del gasto turístico extranjero en una cifra próxima al 50%, siendo del 30% para el turismo doméstico.
- Los datos de gasto diario con tarjetas bancarias, así como de retirada de efectivo apuntan a que el consumo sufrió un estancamiento a finales de julio en concordancia con el aumento de los rebrotes (BBVA Research, 2020c). En este mismo sentido, en OCDE (2020b) se advierte de la existencia de señales de desaceleración de la economía española en el mes de julio, en contraste con lo observado en los países de nuestro entorno.

En este contexto, las previsiones de déficit de 2020 actualizadas en junio-julio empeoran respecto de las de abril-mayo. El cuadro 1 ofrece una comparación de la evolución de las estimaciones disponibles para esos dos cortes temporales ofrecidos por AIReF, Banco de España, panel de Funcas y FMI. Las estimaciones no son comparables en conjunto debido a que el Banco de España y la AIReF ofrecen, por un lado, resultados de dos escenarios alternativos mientras que, por otra parte, en el Consenso del panel de Funcas y del FMI se muestra el valor central. Teniendo en cuenta estas consideraciones, el cuadro 1 permite extraer las siguientes conclusiones:

- En las previsiones del escenario más favorable ofrecidas por el Banco de España y la AIReF, el rango de déficit en abril-mayo oscila entre el -7,2% y el -10,9% aumentando al rango -9,5% a -11,9% en las previsiones de junio-julio. Es decir, el déficit en ese corte período aumenta entre 1 y 2,3 puntos del PIB. En las previsiones del escenario menos favorable, el déficit aumentaría entre 0,2 y 0,6 puntos alcanzando

¹⁰ De hecho, la caída en el PIB del segundo trimestre ha sido más intensa en las comunidades más dependientes del turismo como Baleares, Comunidad Valenciana, Cataluña y Canarias (AIReF, 2020c).

el 11,2% según las estimaciones del Banco de España y del 14,4% según la AIReF.

- Centrándonos en la detallada actualización ofrecida por la AIReF en julio, el déficit público de 2020 se incrementaría entre mayo y julio entre 0,6 y 1,0 puntos del PIB. Esta actualización supone un aumento adicional respecto de las previsiones oficiales que oscila entre 6.700 y 11.200 millones de euros respecto de las previsiones del gobierno. En consecuencia, tras la actualización de julio, el déficit de 2020 se situaría según la AIReF entre 133.000 y 161.000 millones de euros, aproximadamente.
- La actualización del consenso del panel de Funcas ha empeorado las previsiones de déficit de 2020, elevando el déficit hasta el 11,9% en julio y el 12,3% en septiembre. Por su parte, la actualización ofrecida por el FMI eleva el déficit en 4,4 puntos situándolo en el 13,9%.

Son tres las causas que explican el empeoramiento en las previsiones de déficit: (i) la extraordinaria caída de la actividad económica del segundo trimestre del año, a la que nos referimos en la sección anterior; (ii) el fuerte incremento del gasto público, especialmente en el programa de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE¹¹), los gastos sanitarios y el ingreso mínimo vital, este último no contemplado en la APE-2020; (iii) y, finalmente, como consecuencia de la desfavorable evolución de la recaudación de impuestos y cotizaciones.

El cuadro 2 muestra el impacto de las medidas, esencialmente de gasto, aprobadas desde abril por las diferentes administraciones públicas. La primera de las tres columnas recoge las previsiones del gobierno en el mes de abril. Las dos columnas siguientes recogen las estimaciones efectuadas por la AIReF en los meses de mayo y julio. Como se

puede ver, las previsiones del gobierno situaban el impacto de las medidas en 30.742 millones de euros. De esa cifra, el 65,4% corresponde al programa de los ERTE, un 15,4% a la prestación de autónomos por cese de actividad y tan solo un 5,0% a gasto sanitario. Respecto de los ERTE, el número de trabajadores en esta situación alcanzó un pico de 3,4 millones de trabajadores situándose a mediados de agosto en 0,96 millones¹². Está previsto que el citado programa de ERTE finalice el 30 de septiembre, estando pendiente su posible extensión para determinados sectores o actividades al último trimestre del año. Para financiar este programa, el gobierno ha solicitado fondos a la CE con cargo al proyecto SURE por un importe superior a los 20.000 millones de euros.

Los datos de la Agencia Tributaria revelan que los ingresos tributarios netos acumulados entre enero y julio de 2020 se redujeron un 11%, equivalente a 9.657 millones de euros, principalmente por la caída en la recaudación de IVA e impuesto sobre sociedades.

Como se puede ver en el cuadro 2, el gobierno estimaba que las medidas aprobadas generarían un gasto equivalente al 2,7% del PIB. En sus estimaciones de mayo, AIReF elevó dicho coste a un rango situado entre el 3,3% y el 4,2% del PIB. Es decir, entre 7.000 y 15.800 millones de euros por encima de las previsiones oficiales. En la actualización de julio, la AIReF elevó nuevamente el impacto de las medidas fijándolas entre el 4,1% y el 4,9% del PIB. Este incremento de 0,8 puntos equivale, aproximadamente, a 8.000 millones de euros adicionales respecto de las del gobierno. De ellos, hasta un máximo de 2.180 millones corresponden al gasto destinado al cese actividad de autónomos, 1.600 millones al

¹¹ Los ERTE por fuerza mayor fueron aprobados en marzo para mantener el empleo. Esta medida permite a los empresarios suspender los contratos laborales como consecuencia de los efectos económicos de la pandemia. En esencia, los trabajadores reciben la prestación por desempleo aunque no cumplan con el período mínimo de cotización. Por su parte, los empresarios quedan eximidos, total o parcialmente, del pago de la cotización a la Seguridad Social en función del número de trabajadores.

¹² Véase: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/08/11/economia/1597156625_898213.html

Cuadro 2

Impacto de las medidas aprobadas por el conjunto de las administraciones públicas

(En millones de euros)

	APE-2020 Abril	AReF Mayo	AReF Julio
ERTE	20.110	21.414 - 24.813	23.019 - 25.711
Gasto sanitario	1.538	7.348 - 9.768	8.753 - 10.742
Cese de autónomos	4.748	4.939 - 5.822	6.534 - 7.982
Ingreso mínimo vital	—	—	1.743
Medidas fiscales	2.176	1.437 - 1.558	1.461 - 1574
Incapacidad laboral	1.355	343 - 412	675 - 809
Resto de medidas	815	2.311 - 9.367	3.860 - 5.440
Total medidas	30.742	37.792 - 46.500	46.045 - 54.001
Impacto sobre el PIB	2,7%	3,3% - 4,2%	4,1% - 4,9%
Δ promedio mayo - julio	—	—	7.877

Fuentes: Gobierno de España (2020), AReF (2020a,b) y elaboración propia.

programa de ERTE, 1.500 millones a gasto sanitario y 1.743 al nuevo programa de ingreso mínimo vital.

Es de esperar que el coste de dichas medidas siga aumentando en los próximos meses como consecuencia del mantenimiento de los ERTE más allá de septiembre, el incremento de la prestación por desempleo, la implementación de un nuevo subsidio excepcional para los desempleados que hayan agotado la prestación por desempleo¹³, el aumento de los gastos sanitarios por los efectos rebrote o los programas de contratación de profesores y la compra de medios materiales para el inicio del nuevo curso escolar. Por otra parte, la caída en los ingresos públicos contribuirá al aumento del déficit de 2020. Los datos de la Agencia Tributaria revelan que los ingresos tributarios netos acumulados entre enero y julio de 2020 se redujeron un 11,04% equivalente a 9.657 millones de euros (AEAT, 2020). De esa cifra, 3.948 millones corresponden al impuesto sobre el valor añadido, 3.918 millones al impuesto sobre sociedades, 1.336

millones al conjunto de impuestos especiales y 176 millones al IRPF. Es decir, las caídas en la recaudación de IVA e impuesto sobre sociedades suponen el 81,4% de la disminución en los ingresos tributarios. Por otra parte, la disminución en la recaudación acumulada de cotizaciones sociales entre enero y mayo es del 1,23% equivalente a 764 millones de euros (IGAE, 2020).

La deuda pública en 2020: saltando de escalón

De acuerdo a la APE-2020, el nivel de deuda pública se situaría en 2020 en el 115,5% del PIB con un aumento de 20 puntos respecto del 95,5% de 2019. En dichas estimaciones, la deuda pública pasaría de 1,189 billones de euros en 2019 a 1,293 en 2020 con un incremento de 103,8 mil millones. A efectos comparativos, el cuadro 3 muestra las estimaciones disponibles sobre nivel de deuda

¹³ Está en proceso de negociación. Se estima que afectará a 550.000 trabajadores que recibirían 430 euros durante un trimestre. Véase: <https://elpais.com/economia/2020-08-09/trabajo-ultima-un-subsidio-excepcional-para-55000-para-dos-que-han-agotado-las-ayudas.html>

pública en 2020. La información recogida en dicho cuadro muestra que el incremento de 20 puntos previsto por el gobierno está próximo al que AIReF, Banco de España u OCDE consideran que resultaría en un escenario de recuperación rápida de la economía. En caso de una recuperación más lenta, el incremento en la deuda pública sería de 23,8 puntos de acuerdo al Banco de España, 27,7 puntos según la AIReF y 34,0 puntos siguiendo las estimaciones de la OCDE. Por tanto, según estas tres instituciones la deuda pública podría aumentar en 2020 entre 146,3 y 260,5 mil millones de euros. De este modo, la deuda se elevaría desde 1,189 billones de euros en 2019 hasta el rango 1,335 a 1,449 billones en 2020.

Los últimos datos ofrecidos por el Banco de España sobre *stock* de deuda confirman que el crecimiento de la deuda superará ampliamente a lo estimado por el gobierno en la APE-2020. Así, en junio de 2020 el *stock* de deuda pública alcanzó 1,289 billones de euros, cifra que prácticamente iguala a la estimación del gobierno para todo 2020. En tan solo seis meses la deuda pública aumentó en 101.000 millones de euros frente a los 103.800 previstos por el gobierno para el año completo¹⁴. El 87% de dicho incremento se produjo en los meses de marzo a junio a un promedio mensual de 22.000 millones de euros. De continuar ese ritmo de crecimiento, el aumento en el *stock* deuda pública española a finales de 2020 estaría próximo a los 230.000 millones. Por tanto, la tendencia observada desde el inicio de la pandemia hace probable que el *stock* de deuda pública puede acercarse a finales de 2020 a 1,4 billones de euros.

Es la segunda vez en algo más de una década que el nivel de deuda pública española sufre un “cambio de escala”. La crisis financiera de 2008 elevó el nivel de deuda pública en 65 puntos en tan solo siete años: pasó de tener uno de los niveles más bajos de endeudamiento en la UE, 35,8% en 2007, a uno de los más altos, 100,7% en 2014. Como resultado de la crisis financiera de 2008 y la reciente generada por COVID-19, el nivel de deuda pública española habrá aumentado entre 2008 y

2020 en más de 80 puntos del PIB equivalentes, aproximadamente, a 0,9 billones de euros. Entre los años 2014 a 2019, en plena fase expansiva, el nivel de deuda pública se redujo 5,2 puntos del PIB. Sin embargo, esta reducción se debió únicamente al efecto denominador de la ratio de deuda: los pasivos en circulación aumentaron en esos años un 14,4% mientras que el PIB creció un 20,6% (Banco de España, 2020b). En 2020, la deuda pública española subirá un nuevo escalón que le hará ascender al menos 25 puntos del PIB.

En este contexto, España se enfrentará a partir de 2020 a un problema de sostenibilidad de la deuda en el largo plazo. Aparte de los problemas de financiación que podrían surgir en el medio plazo, un elevado nivel de deuda impone importantes restricciones para asumir futuros e inesperados *shocks* exógenos y para realizar una política contracíclica (Burriel *et al.*, 2020). Por tanto, es necesario planificar un proceso de consolidación fiscal de largo plazo para situar la ratio de deuda por debajo del nivel del 60%. Las simulaciones efectuadas por AIReF (2020b) muestran que se tardarían al menos dos décadas para llevar el nivel deuda a la situación precovid siempre que se redujera el déficit en 0,5 puntos cada año hasta alcanzar el superávit primario. Y con esta misma senda de reducción del déficit, cumplir con el objetivo del 60% no se podría conseguir según AIReF al menos hasta 2050.

España se enfrentará a un problema de sostenibilidad de la deuda en el largo plazo. Sin embargo, el proceso de consolidación fiscal no se acometerá al menos hasta 2022. Dicho proceso debería centrarse en primer lugar en el lado del gasto, acometiendo posteriormente la reforma del sistema tributario, para evitar así un deterioro aún mayor de la actividad económica.

Este proceso de consolidación fiscal no se acometerá al menos hasta 2022 ya que las autoridades comunitarias han decidido mantener activa la

¹⁴ Véase: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0602.pdf>

Cuadro 3

Estimaciones en el nivel de deuda pública en 2020

(en porcentaje del PIB)

Institución	Mes de actualización	2019	2020	Δ 2019 -20 (puntos del PIB)
Ejercicio cerrado		95,5	—	—
Previsión del gobierno (APE-2020)	Abril		115,5	20
AIReF	Mayo		115,7 - 122,4	20,2 - 26,9
	Julio		117,6 - 123,2	22,1 - 27,7
Panel de Funcas	Mayo		115,0	19,5
	Julio		116,1	20,6
Banco de España	Junio		114,5 - 119,3	19,0 - 23,8
BBVA Research	Julio		>120	>20,0
OCDE	Junio		117,8 - 129,5	22,3 - 34,0
FMI	Junio		123,8	28,3
Comisión Europea	Junio		115,6	20,1

Fuentes: FMI (2020), OCDE (2020a), Comisión Europea (2020), Gobierno de España (2020), Banco de España (2020a), AIReF (2020a,b), BBVA (2020), Funcas (2020a,b).

cláusula de escape al menos hasta 2021. Por tanto, los primeros presupuestos en los que se volverá a la ortodoxia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) serán los de 2022. En todo caso, es necesario que el gobierno comience a planificar de forma inmediata, el proceso de consolidación fiscal al que estaremos abocados en los próximos años. La consolidación fiscal debería centrarse en primer lugar en el lado del gasto del presupuesto con el fin de eliminar todo gasto corriente de carácter superfluo e innecesario. Será necesario revisar también los programas de grandes inversiones, como por ejemplo el tren de alta velocidad, que no tienen cabida en un escenario de dramático aumento del nivel de deuda como el actual. Una vez ajustado el gasto se podría acometer la reforma del sistema tributario para evitar un deterioro aún mayor de la actividad productiva. A este respecto debe tenerse en cuenta que sin crecimiento económico no habrá recuperación, por lo que los esfuerzos deben centrarse en contener el exacerbado decrecimiento económico que hemos sufrido en el primer semestre de 2020 para posteriormente fortalecer un crecimiento mantenido. En este sentido, en los estadios iniciales de la fase de recuperación es aconsejable que, como ya han

hecho otros países de la Unión Europea, se reduzca *sine die* la carga fiscal, tanto media como marginal, de los impuestos que más inciden en el crecimiento económico: el impuesto sobre sociedades (IS) y el impuesto sobre las rentas personales (IRPF). A pesar del deterioro que este recorte impositivo supondría para las cuentas públicas en el corto plazo, esta sería la forma más efectiva de preservar el tejido productivo y aseguraría, a su vez, una mayor recaudación futura en el largo plazo. De no hacerlo así se corre el riesgo de que la capacidad productiva, y por tanto recaudatoria, del país sufra un daño irreversible que retrase o incluso imposibilite su activación durante largo tiempo. Por supuesto, esto no significa que se tenga que renunciar a las inevitables necesidades de recaudación asociadas a la pandemia, sino que estos requerimientos recaudatorios deberían buscarse en los impuestos sobre el consumo, IVA y accisas, que son las figuras impositivas que con un alto potencial recaudatorio menos deterioran el crecimiento. Como refuerzo a este cambio debe tenerse en cuenta que esta recomposición de la cesta impositiva hacia la imposición sobre el consumo es una senda a la que España llegaría tarde pues la mayoría de los países europeos ya la iniciaron hace lustros.

Referencias

- AEAT (2020). Series mensuales de recaudación. Disponible en: https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- AIREF (2020a). *Informe sobre la Actualización del Programa de Estabilidad 2020-2021*. Informe 2/20. Disponible en: https://www.airef.es/wp-content/uploads/2020/05/Informe-APE/FINALInforme_APE-2020-2021.pdf
- (2020b). *Informe sobre ejecución presupuestaria, deuda pública y regla de gasto de las AAPP 2020*. Informe 3/20. Disponible en: <https://www.airef.es/es/centro-documental/informe-de-ejecucion-presupuestaria-deuda-publica-y-regla-de-gasto-2020/>
- (2020c). *Estimación del PIB por comunidades autónomas*. Disponible en: https://www.airef.es/wp-content/uploads/2020/08/METCAP/PIB_CCAA_2020-T2-WEB-31-julio-2020.pdf
- BANCO DE ESPAÑA (2020a). *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*. Disponible en: https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones_macroeconomicas.html
- (2020b). *Pasivos en circulación y deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)*. Disponible en: https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb_deuaapp.html
- BANDRÉS, E., GADEA, L., SALAS, V. y SAURAS, Y. (2020). España y el Plan Europeo de Recuperación. *Cuadernos de Información Económica*, 277, pp. 9-22. Disponible en http://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?ldRef=3-06277
- BBVA-Research (2020a). *Situación de España. Tercer trimestre de 2020*. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/situacion-espana-tercer-trimestre-2020/>
- (2020b). *El gasto público en la crisis*. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/espana-el-gasto-publico-en-la-crisis/>
- (2020c). *Impacto de la Covid-19 en consumo en tiempo real y alta frecuencia: 30 de Julio*. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/espana-impacto-de-la-covid-19-en-consumo-en-tiempo-real-y-alta-frecuencia-30-de-julio/>
- CAIXABANK RESEARCH (2020). *La pérdida de actividad turística supone un duro golpe para la economía española*. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/turismo/perdida-actividad-turistica-supone-duro-golpe-economia-espanola?index>
- COMISIÓN EUROPEA (2020). *European Economic Forecast, Summer 2020*. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip132_en.pdf
- FMI (2020). *World Economic Outlook Update, June*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>
- FUNCAS (2020a). *Panel de previsiones de la economía española (julio de 2020)*. Disponible en: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/09/PP2009.pdf>
- (2020b). *Panel de previsiones de la economía española (abril de 2020)*. Disponible en: <http://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores.aspx?ld=1>
- GARCÍA, G. y ANDREU, A. (2020). El golpe al turismo y la recuperación de la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 277, pp. 25-32. Disponible en: http://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?ldRef=3-062777
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2020). *Actualización del Plan de Estabilidad 2020-2021*. Disponible en: https://www.hacienda.gob.es/CDI/Programas%20de%20Estabilidad/Programa_de_Estabilidad_2020-2021.pdf
- IGAE (2020). *Fondos de la Seguridad Social. Operaciones no financieras*. Disponible en: <https://www.igae.pap.hacienda.gob.es/sitios/igae/es-ES/Contabilidad/ContabilidadNacional/Publicaciones/Paginas/innofinancierasSS.aspx>
- INE (2020a). *Contabilidad Trimestral de España*. Disponible en: www.ine.es
- (2020b). *Cuenta satélite del turismo en España*. Disponible en: https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=estadistica_C&cid=1254736169169&menu=ultiDatos&idp=1254735576863#:~:text=El%20peso%20del%20turismo%20alcanz%C3%B3,%20C7%25%20

del%20empleo%20total.

- (2020c). *Movimientos turísticos en fronteras. Número de turistas según país de residencia*. Disponible en: <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=10822>

OCDE (2020a). *Economic Outlook, Junio*. Disponible en: <http://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>

- (2020b). *Composite Leading Indicator, Agosto*. Disponible en el siguiente link: <https://www.oecd.org/sdd/leading-indicators/composite-leading-indicators-cli-oecd-august-2020.htm>

ROMERO-JORDÁN, D. y SANZ-SANZ, J. F. (2019). El equilibrio presupuestario en España en el horizonte de 2020: ¿de

dónde venimos?, ¿hacia dónde vamos? *Cuadernos de Información Económica*, 272, pp. 35-44. Disponible en el link: http://www.funcas.es/publicaciones_new/publicaciones.aspx

- (2020). Medidas fiscales para mejorar la liquidez empresarial en respuesta al COVID-19. *Cuadernos de Información Económica*, 276, pp. 23-31. Disponible en el link: http://www.funcas.es/publicaciones_new/publicaciones.aspx

Sanz-Sanz, J.F. y Romero-Jordán, D. (2020). El programa de estabilidad: un documento desigual. Artículo publicado el 16 de mayo en *Expansión*.

Sector financiero y economía real ante el COVID-19: situación y perspectivas para el otoño

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

El sector financiero español afronta el otoño con un reto compartido por el conjunto de la economía española: propiciar la recuperación económica. Su papel está siendo determinante durante la pandemia y deberá serlo en los próximos meses, en los que uno de los elementos fundamentales –que es al mismo tiempo un proceso delicado y una oportunidad– es la renovación del tejido empresarial hacia actividades más innovadoras o adaptadas a entornos más digitales y sostenibles. Desde foros tan prestigiosos como el *Simposio de Jackson Hole* hasta el intenso debate mantenido en torno a la dotación de fondos de la UE para la recuperación económica, las dificultades para propiciar una renovación empresarial han sido uno de los temas de discusión reciente a escala internacional. El sector bancario, como especialista en evaluación y financiación de proyectos, debe desempeñar también una función esencial en estos procesos de creación-destrucción. Por el momento, las entidades financieras españolas han aumentado su recurso a la financiación de largo plazo del BCE en 113.661 millones de euros entre marzo y julio, y en programas como los de crédito a empresas con avales parciales del ICO, la financiación ha aumentado en tasa interanual desde el 1,1% de marzo hasta el 6,1% en junio.

Cambios en el entorno monetario y resiliencia bancaria

El verano económico de 2020 ha estado dominado por un complejo juego de expectativas sobre la recuperación económica condicionado por la amenaza de rebrotes de la pandemia de COVID-19. En

el terreno financiero, los mercados se han movido con considerables vaivenes y las entidades financieras han tenido un papel muy activo como proveedoras de crédito a las empresas, lo que ha constituido –junto a otras medidas públicas de alivio financiero y de protección del desempleo– una de las principales respuestas a la crisis.

* Universidad de Granada, Bangor University y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

El entorno monetario se ha visto también influido por la respuesta de los bancos centrales. Si de por sí era considerablemente acomodaticio antes de la pandemia, en los últimos meses el carácter expansivo de la política monetaria se ha intensificado. El cambio probablemente más notable llegó durante el conocido *Simposio de Jackson Hole*, organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, el 27 y 28 de agosto. En su intervención, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), Jerome Powell, anunció un cambio de estrategia sustancial, señalando que la Fed pondrá, de ahora en adelante, más atención al crecimiento del empleo que a un objetivo rígido de inflación. De hecho, señaló que se permitirá que la inflación supere el objetivo del 2%. Asimismo, reconoció que, implícitamente, esto supone que la expectativa actual es que los tipos de interés permanezcan en niveles reducidos a largo plazo. En adelante, la Fed empleará un “objetivo de inflación promedio”, de forma que permitirá que la inflación se sitúe “moderadamente” por encima del 2% “si ello contribuye a que las tasas de desempleo se mantengan en niveles reducidos” (Powell, 2020).

Este giro en la estrategia monetaria norteamericana se une al debate que se viene manteniendo sobre los equilibrios en las políticas de los bancos centrales a ambos lados del Atlántico. Si bien las acciones del Banco Central Europeo (BCE) también se han caracterizado desde hace años por su carácter expansivo, los mayores tipos de interés comparativos en Estados Unidos —junto con otros factores de tipo institucional— han propiciado un debilitamiento relativo del dólar respecto al euro. Ahora, las acciones de la Fed muestran un horizonte de tipos reducidos más prolongado, así como mayor flexibilidad en la ejecución de la política monetaria. Sin embargo, el BCE, *a priori*, no puede cambiar su mandato de forma tan sustancial porque es legalmente más limitado y circunscrito a la inflación. Lo que sí se está observando desde Fráncfort es un apoyo cuasi incondicional en términos de provisión de liquidez que la pandemia ha agudizado aún en mayor medida. Así, en su reunión de 16 de julio de 2020, el BCE optó por mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y

de la facilidad de depósito en el 0,00%, 0,25% y -0,50%, respectivamente. Asimismo, anunció la continuidad del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), con una dotación de 1,3 billones de euros. Se prevé que estas compras se prolonguen, al menos, hasta finales de junio de 2021 y, “en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado” (BCE, 2020). Asimismo, el Consejo de Gobierno reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022. Entre otras medidas adicionales, el BCE también ratificó la continuidad de las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO III).

El BCE ha constatado que las entidades bancarias mantienen niveles de solvencia sustanciales que les permiten seguir financiando al sector privado aun con las dificultades y pérdidas potenciales que pueda acarrear el COVID-19.

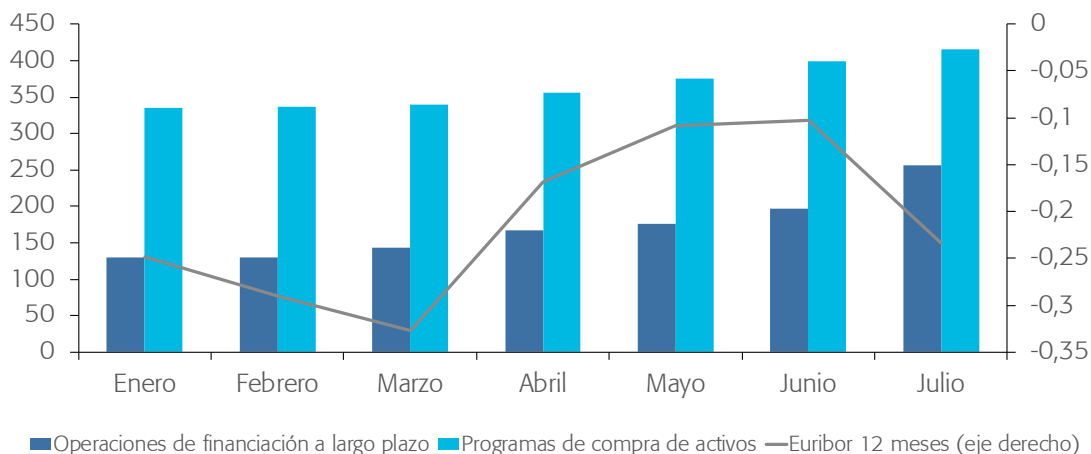
La expansión monetaria proporciona a las entidades financieras considerable liquidez en un momento en que estas están siendo partícipes en muchos países de programas de financiación oficial para intentar sostener el tejido empresarial y reactivarlo. Se pretende no solo evitar una caída de la actividad aún mayor que la que los confinamientos y la retracción del consumo e inversión han causado, sino también frenar los impagos entre empresas que, al fin y a la postre, acaban llegando asimismo a la morosidad bancaria. Sin embargo, los reducidos tipos de interés siguen siendo un desafío de primera magnitud para la intermediación bancaria. Ahora que los mercados anticipan que los tipos de interés pueden seguir siendo ultrarreducidos durante aún más tiempo del previsto antes de la pandemia, el reto parece aún mayor.

A pesar de ello, el BCE ha constatado que las entidades bancarias mantienen niveles de solvencia sustanciales que les permiten seguir financiando al sector privado aun con las dificultades y pérdidas potenciales que pueda acarrear el COVID-19. El 28 de julio publicó los resultados agregados de

Gráfico 1

Evolución de la financiación del Eurosistema a las entidades financieras en España y del euríbor a doce meses

(En miles de millones de euros y en porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

su análisis de vulnerabilidad de las 86 entidades de crédito supervisadas directamente en el marco del Mecanismo Único de Supervisión. El objetivo era identificar las posibles vulnerabilidades del sector bancario durante un horizonte de tres años. Los resultados sugieren que el sector bancario de la eurozona puede hacer frente a las tensiones provocadas por la pandemia. La ratio del capital agregado (CET1) de las entidades de crédito caería aproximadamente 1,9 puntos porcentuales en el escenario central, hasta situarse en el 12,6%, y 5,7 puntos porcentuales en el escenario adverso, hasta el 8,8%, para finales de 2022.

Datos recientes del Banco de España indican que también las entidades financieras españolas se enfrentaron a la pandemia desde niveles de solvencia mucho más elevados que en la anterior crisis. En particular, el 30 de julio publicaba las *Estadísticas supervisoras de las entidades de crédito* correspondientes al primer trimestre de 2020. Se observaba que la ratio de capital total de las entidades de crédito que operan en España se situó en el primer trimestre de 2020 en el 15,69%, "mostrando una elevada estabilidad tanto respecto al 15,45% del primer trimestre del año anterior como al 15,94% del trimestre precedente" (Banco de España, 2020a).

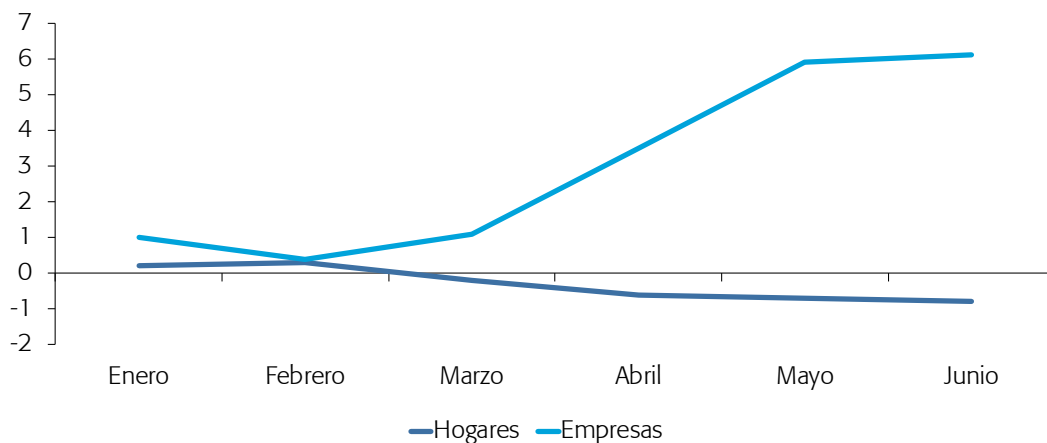
Financiación: evolución reciente y expectativas

Los bancos españoles, como sus homólogos europeos, se han visto considerablemente afectados por el escenario económico de incertidumbre y la respuesta monetaria del BCE. En el gráfico 1 se observa cómo, desde que la pandemia se hizo particularmente manifiesta en marzo y hasta el mes de julio, las entidades financieras españolas aumentaron el recurso a la financiación a largo plazo del BCE (principalmente por vía TLTRO) en 113.661 millones de euros. En ese mismo período, las entidades de crédito del conjunto de la eurozona elevaron su recurso a la financiación a largo plazo en 901.384. También es sustancial el incremento observado en esos cuatro meses en el recurso a los programas de compra de activos, 76.127 millones de euros en España y 538.129 en el conjunto de la eurozona. Una de las consecuencias de este aumento en la liquidez ha sido una caída notable de los tipos de interés interbancarios, en particular en los últimos meses, conforme se ha constatado la extensión y prolongación de las acciones expansivas de los bancos centrales. En este sentido, el euríbor a 12 meses llegó a estar en el -0,103% en junio, pero cayó en julio hasta el -0,233%. Los últimos datos

Gráfico 2

Financiación al sector privado en España

(Tasa de variación interanual, en porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

disponibles colocan este tipo de interés en agosto en el -0,359%, su mínimo histórico.

32

Una de las características más positivas de una crisis tan dura como la pandémica ha sido la respuesta del sector bancario en términos de financiación, con apoyo público en forma de avales. En España, destaca en este sentido el programa de créditos a empresas con avales compartidos entre las entidades financieras y el Instituto de Crédito

Una de las cuestiones más complejas de resolver es cuánto tiempo pueden extenderse los flujos extraordinarios de financiación a las empresas sin que la calidad crediticia se resienta. Hasta mayo no se habían producido aumentos de la morosidad en España. No obstante, esta se manifiesta con cierto retardo y, en particular, cuando el empleo se resiente de forma significativa.

Oficial (ICO), de hasta 100.000 millones de euros. El 15 de junio se aprobó el quinto y último tramo de la línea de avales de este programa. Sin embargo, el Consejo de Ministros aprobó el 3 de

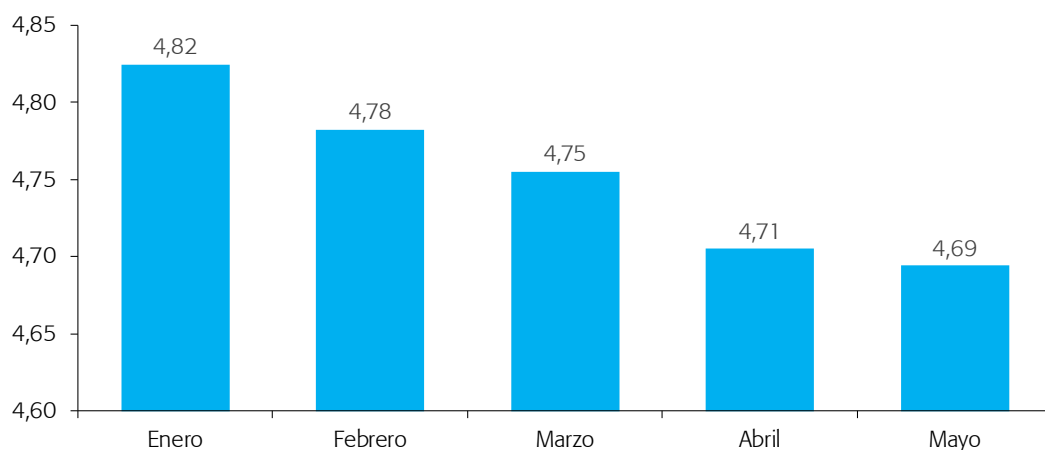
julio la creación de un nuevo programa de avales, por importe de 40.000 millones de euros dirigido a impulsar la realización de nuevos proyectos de inversión empresarial para la sostenibilidad medioambiental y la digitalización. También el 3 de julio se aprobó un nuevo fondo gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) de 10.000 millones de euros “para dar apoyo financiero a las empresas no financieras estratégicas solventes que se hayan visto especialmente afectadas por el COVID-19 y que así lo soliciten”. Este impulso se ha dejado notar en la financiación al sector privado en España. En particular, como muestra el gráfico 2, dicha financiación aumentó en tasa interanual desde el 1,1% de marzo hasta el 6,1% en junio (último dato disponible) siendo previsible que haya seguido alza en julio y agosto. Sin embargo, la financiación a hogares ha caído durante este período: un 0,2% interanual en marzo y un 0,8% en junio.

Una de las cuestiones más complejas de resolver en España y en otros países con programas similares de apoyo a empresas es cuánto tiempo pueden extenderse estos flujos extraordinarios de financiación sin que la calidad crediticia agregada se resienta de forma considerable. Hasta el mes de mayo,

Gráfico 3

Tasa de morosidad de las entidades de depósito

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

según se muestra en el gráfico 3, no se habían producido aumentos sustanciales de la ratio de mora de las entidades de depósito en España. Más bien al contrario, se redujo desde el 4,75% de marzo hasta el 4,69% en mayo. No obstante, la morosidad se manifiesta con cierto retardo y, en particular, cuando el empleo se resiente de forma significativa. Aunque este último ha sido el caso español, la financiación proporcionada por los bancos y programas como los ERTE han propiciado que el paro no avance de forma aún más palpable. Con todo, la expectativa sobre lo que queda de 2020 y buena parte de 2021 es que ese deterioro se haga patente, aunque las estimaciones respecto a su incidencia final son de geometría variable. Es más, dependerán de forma muy importante de cuánto pueda mantenerse la protección social de los ERTE, de la velocidad de la recuperación económica y, especialmente, de que se reduzca la incertidumbre sobre la incidencia sanitaria del COVID-19.

En todo caso, las expectativas no pueden ser más que adaptativas. Así, por ejemplo, la *Encuesta sobre*

préstamos bancarios del Banco de España (2020b) del mes de julio revela cómo se había producido una cierta relajación de los estándares de concesión de crédito a empresas desde el mes de mayo, así como un aumento de su demanda. En aquel momento, sin embargo, los encuestados señalaban que era previsible un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito y que su demanda se redujera. Esta proyección es difícil de constatar en un entorno en el que muchas empresas van a seguir precisando de financiación y en el que los programas de crédito con avales parciales públicos pueden que se extiendan en el tiempo más de lo esperado. En el caso de los hogares, al ser el punto de partida más bajo (una caída de la financiación) la proyección era que en los próximos meses se produciría un aumento de la demanda de crédito, algo que va a depender, en todo caso, del ritmo de recuperación económica. Uno de los temores que existen en muchos países es que el COVID-19 haya podido dejar un efecto de “retracción” en la inversión y el consumo del sector privado más permanente de lo inicialmente previsto¹.

¹ Esta “retracción” o temor fue documentada, por ejemplo, en el *Simposio de Jackson Hole 2020* por Kozlowski, Veldkamp y Venkateswaran (2020).

Cuadro 1

Clima crediticio durante la pandemiaResultados de la *Encuesta de préstamos bancarios (julio 2020)*

		mayo-julio	Previsión agosto-octubre
Empresas	Aprobación de préstamos	Relajación	Endurecimiento
	Condiciones generales	Relajación	Endurecimiento
	Demanda de préstamos	Aumento	Disminución
Hogares	Aprobación de préstamos	Endurecimiento	Endurecimiento
	Condiciones generales	Endurecimiento	Endurecimiento
	Demanda de préstamos	Disminución	Aumento

Fuente: Banco de España.

Conclusiones: financiación y regeneración empresarial

El tejido empresarial español se enfrenta a una realidad dual de cara al otoño. Muchos negocios viables antes de la llegada de la pandemia han accedido a préstamos bancarios con avales parciales del ICO y/o han puesto en marcha ERTE, pero cualquier nueva paralización de oferta o demanda les afectaría muy negativamente. Incluso en los escenarios de incidencia más moderada del COVID-19, los impactos van a crecer, pero el ritmo al que lo hagan será fundamental. Lo que se persigue para propiciar la recuperación es que la deuda y los proyectos fallidos sean los menores posibles. O, en su defecto, que la deuda pueda reestructurarse y gestionarse de forma adecuada. Esto es así porque la concurrencia de la financiación bancaria no solo no debe pararse, sino que va a ser esencial para la recuperación económica de los próximos meses y años.

Un aspecto paralelo de importancia considerable es la esperada dotación de fondos europeos que habrán de llegar durante 2021 y 2022 y que, junto a la expansión presupuestaria para combatir el COVID-19 supondrán un impulso inversor que debe orientarse de forma adecuada y que será plenamente complementario con el esfuerzo financiador del sector bancario.

Los bancos son agentes llamados a contribuir a gestionar ese difícil equilibrio de incertidumbres laborales y financieras sobre el consumo que

entraña la pandemia. La parte difícil, en todo caso, es la que atañe a la renovación empresarial, desde una doble perspectiva. Por un lado, renovación en tanto en cuanto en todas las crisis es preciso centrar los recursos en los que resisten o emergen y reti-

Los bancos tienen que mantener la maquinaria económica engrasada, pero solo podrán hacerlo si centran sus recursos en sostener o reimpulsar lo que puede crecer y preservarse y no en proporcionarlos a quien está en franca e inevitable caída. Donde concurra un aval público, el criterio debe ser el mismo.

rarlos de los que caen. Es un proceso de creación-destrucción empresarial bien conocido y que, sin embargo, en la anterior crisis se vulneró propiciando que empresas no viables siguieran funcionando demasiado tiempo. Por otro lado, renovación también en cuanto a reforma o adaptación de buena parte del tejido productivo hacia actividades con mayor grado de digitalización, sostenibilidad e innovación. Este no es un debate exclusivo de España. En el propio *Simposio de Jackson Hole* en agosto una de las cuestiones más debatidas fue hasta qué punto se está produciendo la necesaria renovación empresarial que, en buena parte del siglo pasado, propició ciclos de expansión económica. Tal vez un momento tan delicado, con especial presencia del sector público y del sector financiero, sea, paradójicamente, una oportunidad única. Estos retos implican una responsabilidad para la banca, pero también

para los gobiernos. Los bancos tienen que mantener la maquinaria económica engrasada, pero únicamente podrán hacerlo si centran sus recursos en sostener o reimpulsar lo que puede crecer y preservarse y no en proporcionarlos a quien está en franca e inevitable caída. Donde concurra un aval público, el criterio debe ser el mismo.

Referencias

BANCO DE ESPAÑA (2020a). *Estadísticas Supervisoras de Entidades de Crédito*. Disponible en: https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb_ifycirsup.html#

—(2020b). *Encuesta sobre préstamos bancarios*. Disponible en: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>

BCE (2020). Decisiones de política monetaria 16 de julio de 2020. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/20/pm200716.pdf>

KOZLOWSKI, J., VELDKAMP, L. y VENKATESWARAN, V. (2020). Scarring Body and Mind: The Long-Term Belief-Scarring Effects of COVID-19. *Symposium Jackson Hole* sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming. Disponible en: <https://www.kansascityfed.org/~//media/files/publicat/sympos/2020/20200806veldkamp.pdf?la=en>

POWELL, J. (2020). New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review. *Symposium Jackson Hole* sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>

Resiliencia de las familias españolas al impacto económico del COVID-19

Joaquín Maudos*

Desde el año 2010 los hogares españoles han realizado un intenso proceso de desendeudamiento, hasta el punto de situar su nivel de deuda respecto al PIB por debajo de la media de la eurozona (56,9% vs. 58,3%). La recuperación económica iniciada en la segunda mitad de 2013 dio lugar a una reducción de la tasa de paro y a una mejora de la renta disponible de las familias, factores ambos que explican en buena medida el descenso del endeudamiento. Sin embargo, todavía existe un elevado porcentaje de hogares que se sitúan por debajo de los umbrales que determinan la definición de pobreza relativa y que no tienen capacidad para hacer frente a un imprevisto de gastos, incluso cuando es de una magnitud reducida. Se trata de colectivos altamente vulnerables desde el punto de vista económico y que requieren medidas específicas para afrontar el impacto de una crisis como el COVID-19 que afecta de modo tan intenso al empleo y a las rentas de numerosas familias.

Todas las previsiones apuntan a que la aparición de la pandemia del COVID-19 va a tener un impacto económico descomunal a nivel internacional en términos de pérdida de PIB y empleo, y que va a ser mayor en España (ya lo ha sido con datos del primer semestre de 2020). Para amortiguar la crisis, las medidas implementadas en España se han dirigido a mantener los ingresos de las empresas y las familias, de forma que se resienta lo menos posible la demanda agregada. Además, dado que algunos sectores y colectivos de personas son más vulnerables al impacto de la crisis, se han puesto en marcha medidas específicas en sectores como el turístico

o el comercio (en algunos casos con prórrogas en los ERTE) o en personas con menores niveles de ingresos (con moratorias en hipotecas y alquileres, bonos sociales, subsidios temporales, suspensión de desahucios, becas de comedor para niños, etc.)

Afortunadamente, tras la crisis de 2008 la economía española ha venido creciendo de forma ininterrumpida y a un ritmo superior al europeo desde la segunda mitad de 2013, reduciendo en ese periodo la tasa de paro 12 puntos hasta situarse en el primer trimestre de 2020 en el 14,1%. En paralelo, el endeudamiento de las familias también se ha

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador de CUNEF.

reducido, de forma que su deuda como porcentaje del PIB ha caído de un nivel máximo del 85,6% en junio de 2010 al 56,9% en marzo de 2020, situándose así por debajo de la media europea (58,3% eurozona). La combinación de la caída de la tasa de paro, la mejora de la renta disponible y la reducción del endeudamiento, es una buena noticia de cara a la capacidad de resistencia de las familias españolas para afrontar la crisis del COVID-19.

No obstante, según la información que ofrece la *Encuesta de Condiciones de Vida (ECV)* que elabora el INE, existe un elevado porcentaje de familias que tiene serias dificultades para hacer frente a un imprevisto de una magnitud reducida. En concreto, en la última encuesta, ese imprevisto económico es de 700 euros y la tercera parte de los hogares (el 33,9%) no podrían hacerle frente. No es ajeno a este hecho que el 25,3% de la población esté en una situación de riesgo de pobreza o exclusión social, por lo que en estos colectivos altamente vulnerables el impacto de la crisis es mucho más intenso.

En este contexto, el objetivo de este artículo es realizar un análisis comparativo en el contexto europeo de la capacidad de resistencia de las familias españolas al impacto del COVID-19 utilizando algunos indicadores de vulnerabilidad económica. Además, para el caso español, la riqueza de información permite analizar las diferencias en la resiliencia en función de variables como la edad, el nivel de estudios, la nacionalidad, el sexo, etc.

Los resultados muestran que existen demasiados colectivos de la población que son altamente vulnerables desde el punto de vista económico y que por tanto deben ser objetivo de medidas específicas para afrontar el impacto de la crisis del COVID-19. De especial preocupación son los jóvenes (con mayores porcentajes de riesgo de pobreza, y donde la crisis desatada por la pandemia ha aumentado su tasa de paro con mucha intensidad, hasta situarla en el 39,6% en el segundo trimestre de 2020), por lo que la necesaria solidaridad para salir de la crisis debe incluir la intergeneracional, incorporando medidas para la creación de empleo entre los jóvenes.

Evolución reciente del endeudamiento de las familias

Tras el acelerado endeudamiento de las familias españolas en los años de expansión y burbuja inmobiliaria y crediticia que estalló a mediados de 2007 con el inicio de la crisis financiera, el desapalancamiento ha sido muy intenso, de forma que hemos regresado a la ratio deuda/PIB que teníamos en 2003, similar a la actual del 56,9%. Ha sido tal el desapalancamiento que no solo se ha eliminado la brecha que teníamos con la eurozona, que llegó a un máximo de 22,9 puntos porcentuales (pp) a mediados de 2008, sino que ahora la ratio es 1,4 pp inferior en España (gráfico 1). En el contexto de la UE-28, España se sitúa por debajo de países como Francia (62,5%), Portugal (63,9%), Reino Unido (84,3%) y Países Bajos (101,1%), ligeramente por encima de Alemania (54,9%), y 15,3 pp por encima de Italia (41,6%). En consecuencia, el intenso esfuerzo por reducir la deuda en los últimos años y el nivel actual sitúa a las familias españolas en una buena posición de partida para afrontar la crisis del COVID-19.

Las familias españolas han pasado de destinar el 11,7% de su renta disponible en 2008 a hacer frente al servicio de la deuda (intereses y amortización del principal), a casi la mitad (6,1%) a finales de 2019, situándose en la actualidad en un nivel similar a Alemania y por debajo de Francia, Estados Unidos o Reino Unido.

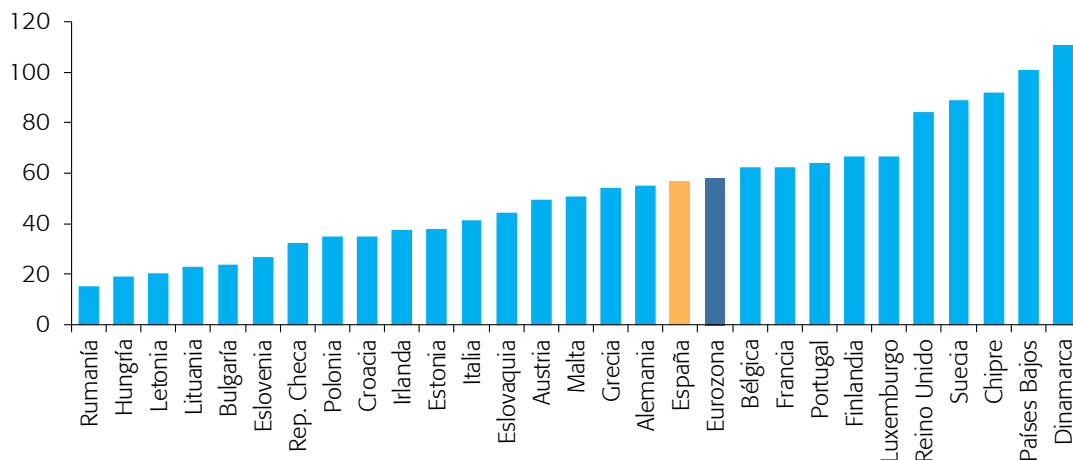
Gracias a ese desapalancamiento, las familias españolas han pasado de destinar el 11,7% de su renta disponible en 2008 a hacer frente al servicio de la deuda (intereses y amortización del principal), a casi la mitad (6,1%) a finales de 2019, situándose en la actualidad en un nivel similar a Alemania y por debajo de Francia (6,4%), Estados Unidos (7,9%) o Reino Unido (9%). De los países para los que da información el BIS, solo las familias italianas soportan una menor carga de la deuda que las españolas. Por tanto, el desapalancamiento, la reducción de los tipos de interés y la mejora de la renta disponible explican esta caída en el servicio de la deuda.

Gráfico 1

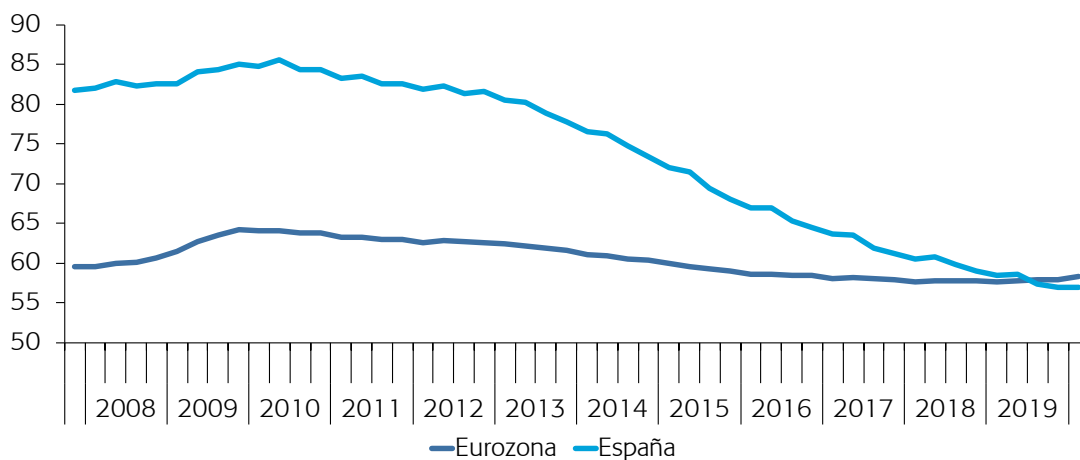
Deuda de las familias

(En porcentaje del PIB)

a - Primer trimestre de 2020



b - Primer trimestre de 2007-Primer trimestre de 2020



Fuente: Eurostat.

Además, en relación a esa renta bruta disponible, la deuda viva de las familias españolas equivale al 90,4%, regresando al valor de 16 años atrás.

Capacidad de resistencia de las familias españolas en el contexto europeo

Aunque la visión agregada ofrecida hasta ahora en términos de endeudamiento y carga de la deuda

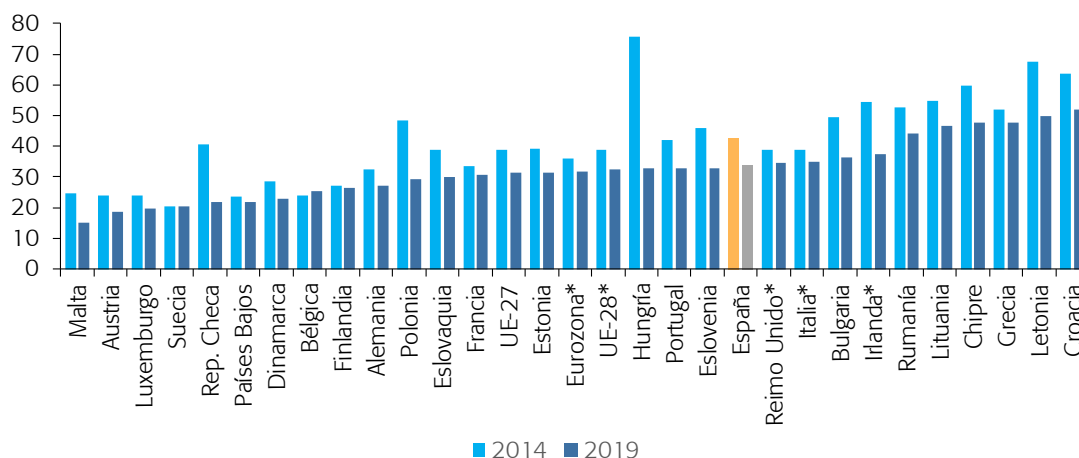
de las familias españolas muestra una buena posición de partida para afrontar la crisis, esa visión debe ser completada con un análisis específico de aquellos colectivos de la población con menor capacidad de resistencia y que puede ser fruto de un menor nivel de renta disponible, un mayor nivel de endeudamiento o la combinación de ambos factores.

La *Encuesta de Condiciones de Vida* del INE contiene una pregunta de mucho interés para analizar la resiliencia de las familias para afrontar la crisis. En

Gráfico 2

Hogares que no pueden hacer frente a un imprevisto económico con sus propios recursos

(En porcentaje)



(*) 2018

Fuente: Eurostat.

concreto, pregunta sobre la incapacidad para hacer frente a gastos económicos imprevistos. En la encuesta más reciente de 2019 el encuestado, que es el

Eurostat ofrece la misma información que el INE para los países de la UE-27¹ y la visión comparada del caso español (gráfico 2) muestra que en 2019 el porcentaje de hogares que no podía hacer frente a un imprevisto económico era 2,5 pp superior al de la UE-28 (33,9% vs 31,4%). En relación a los principales países de la UE, la situación de las familias españolas (34,6% en 2018) es algo mejor que las de Italia (35,1%, dato de 2018), pero peor que Francia (30,6%) y Alemania (27%). La mayor diferencia con la UE tuvo lugar en 2014 y 2018 (3,7 pp más en España).

El 33,9% de los hogares españoles no puede hacer frente a un imprevisto económico, incluso si es de una magnitud reducida. El porcentaje es 2,5 puntos porcentuales superior al de la UE-28, algo peor que en Francia y Alemania, aunque mejor que en Italia.

hogar, debe responder si puede o no puede hacer frente a un gasto inesperado de 700 euros (en años anteriores era de 650 euros hasta 2011 y algo menos en los anteriores) y realizar el pago con sus propios recursos, es decir, sin pedir financiación o comprar a plazos. Los gastos inesperados pueden ser de muchos tipos como hacer frente a una operación quirúrgica, gastos de funeral y entierro, una reparación importante en el hogar, reponer un electrodoméstico, etc.

Resiliencia económica y colectivos vulnerables

En función de las características del individuo entrevistado, como es lógico, las mayores diferencias en la incapacidad para hacer frente a un imprevisto económico tienen que ver con la renta del individuo (cuadro 1). Así, si ordenamos todos los hogares

¹ La cantidad económica fijada por cada país (700 euros en España) en este indicador depende del umbral de riesgo de pobreza para una única unidad de consumo equivalente. Por tanto, es independiente del tamaño y la estructura del hogar.

españoles por su nivel de renta, para el 30% con menores niveles de renta, al menos el 58% no es capaz de hacer frente al imprevisto económico, llegando a un máximo del 72% en el 10% de los hogares más pobres (primer decil de la distribución).

Según el tipo de hogar, el perfil más preocupante desde el punto de vista económico es un adulto con hijos dependientes (hogares monoparentales), donde para el 53,7% no es posible hacer frente a un imprevisto económico.

También las diferencias en la capacidad de resistir a un imprevisto económico son elevadas en función del nivel educativo del individuo, siendo esa capacidad mayor conforme aumenta el nivel de formación. Así, si la persona entrevistada alcanza un nivel de estudios hasta secundaria de primera etapa, en ese caso el 47,8% de los entrevistados no es capaz de hacer frente al imprevisto. En cambio, si se alcanza un nivel de estudios superiores, el porcentaje se reduce casi a la tercera parte (17,6%).

Según el tipo de hogar, el perfil más preocupante desde el punto de vista económico es un adulto con hijos dependientes, donde para el 53,7% no es posible hacer frente a un imprevisto económico. También el porcentaje es elevado si el hogar pertenece a una mujer sola de más de 65 años (46%).

La información según la edad del entrevistado no muestra diferencias importantes, siendo el colectivo de 16 a 24 años el que presenta el mayor porcentaje. Finalmente, ni el género ni el lugar de residencia (ámbito rural o urbano) son relevantes a la hora de explicar las diferencias en la resiliencia económica de los hogares.

En el ámbito de las regiones españolas, el rango de variación en la capacidad de resistir económicamente a un imprevisto es amplio y oscila entre un porcentaje mínimo del 20,3% en Galicia a un máximo que más que triplica ese valor, 64,6% en Ceuta. Junto con esta última ciudad autónoma, también destaca el mayor impacto potencial de una crisis en Canarias (54,7%) –región duramente castigada

por la pandemia por el elevado peso del sector turístico– y Andalucía (50%). En cambio, además de Galicia, el porcentaje no llega al 25% en País Vasco, Navarra y Castilla y León.

Si se analiza por regiones la evolución en el porcentaje de la población que no puede hacer frente a un imprevisto económico, desde que alcanzó su máximo valor en España en 2014, sorprende y es preocupante que en algunas de ellas haya aumentado incluso en un contexto de clara recuperación, como es el caso de Aragón, Asturias, Cantabria y La Rioja. En cambio, en Cataluña, Melilla y Galicia, la caída supera los 10 pp.

Por comunidades autónomas, Galicia, País Vasco, Navarra y Castilla y León presentan los porcentajes más bajos de hogares con incapacidad de hacer frente a gastos imprevistos, mientras que Ceuta, Canarias, Andalucía y Murcia se sitúan en el extremo opuesto.

La resistencia a un imprevisto económico está altamente relacionada con el riesgo de pobreza o exclusión social, entendiendo como tal una situación en la que se cumple al menos una de las siguientes condiciones: a) se dispone de unos ingresos per cápita, después de transferencias, inferiores al 60% de la renta mediana del país; b) tener trabajando por debajo del 20% de sus horas potenciales al conjunto de los miembros activos del hogar menores de 59 años; y c) cumplir al menos cuatro de las siguientes condiciones de carencia material: no poder hacer frente a los gastos de hipoteca, alquiler o suministros; no poder mantener la casa caliente; no poder hacer frente a gastos inesperados; no poder comer carne o proteínas regularmente; no poder ir de vacaciones; no poder comprar un televisor; no poder comprar una lavadora; no poder comprar un coche; no poder comprar un teléfono. Obsérvese que la imposibilidad de hacer frente a un imprevisto económico inesperado es una de las situaciones que contempla el riesgo de pobreza o exclusión social.

Cuadro 1

Incapacidad de hacer frente a un imprevisto económico según sexo, edad, nivel de estudios, renta, nacionalidad, tipo de hogares y lugar de residencia

(En porcentaje de la población total, 2018)

TOTAL 35,9 (33,9 en 2019)					
Género		Nivel de renta		Tipo de hogar	
Hombres	34,6	Primer decil	72,0	Adulto solo menor de 65 años	38,6
Mujeres	37,2	Segundo decil	63,8	Hombre solo menor de 65 años	36,5
Edad		Tercer decil	58,6	Mujer sola menor de 65 años	41,4
Menores de 16 años	36,8	Cuarto decil	45,3	Adulto solo de 65 y más años	41,2
De 16 a 24 años	41,4	Quinto decil	36,1	Hombre solo de 65 y más años	30,5
De 25 a 34 años	37,5	Sexto decil	26,6	Mujer sola de 65 y más años	46,0
De 35 a 49 años	35,1	Séptimo decil	24,1	Adulto solo con hijos dependientes	53,7
De 50 a 64 años	34,9	Octavo decil	17,4	Dos adultos ambos menores de 65 años	34,3
De 65 años y más	33,7	Noveno decil	10,3	Dos adultos, al menos uno de 65 y más años	31,7
Nivel educativo		Décimo decil	4,9	Dos o más adultos con hijos dependientes	35,6
Preescolar, primaria y secundaria de 1ª etapa	47,8	Nacionalidad		Lugar de residencia	
Secundaria de 2ª etapa y postsecundaria no superior	34,5	Extranjera (UE)	48,7	Área densamente poblada	33,5
Primer y segundo ciclo de educación superior y doctorado	17,6			Área poblada nivel intermedio	37,8
				Área poco poblada	39,0

Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE).

Con datos de 2019, el porcentaje de población en riesgo de pobreza o exclusión social es en España del 25,3%. Para la comparativa europea, en este caso con datos de 2018 (último disponible), el porcentaje de España se sitúa 4,3 y 4,5 pp por encima del promedio de la UE-28 y de la eurozona. En términos absolutos estamos hablando de 4,5 millones de hogares donde viven 12 millones de personas en España, lo que plantea un reto enorme de política económica, ya que son millones de personas las que ya antes de que estallara la actual crisis del COVID-19 partían de una situación de gran vulnerabilidad para afrontar la crisis.

También el rango de variación entre comunidades autónomas es amplio y oscila entre el 11,7% de Navarra y el 37,7% de Extremadura (45,9% en el caso de la ciudad autónoma de Ceuta). Ocho regiones españolas superan el porcentaje de población en riesgo de pobreza o exclusión social de la UE-28.

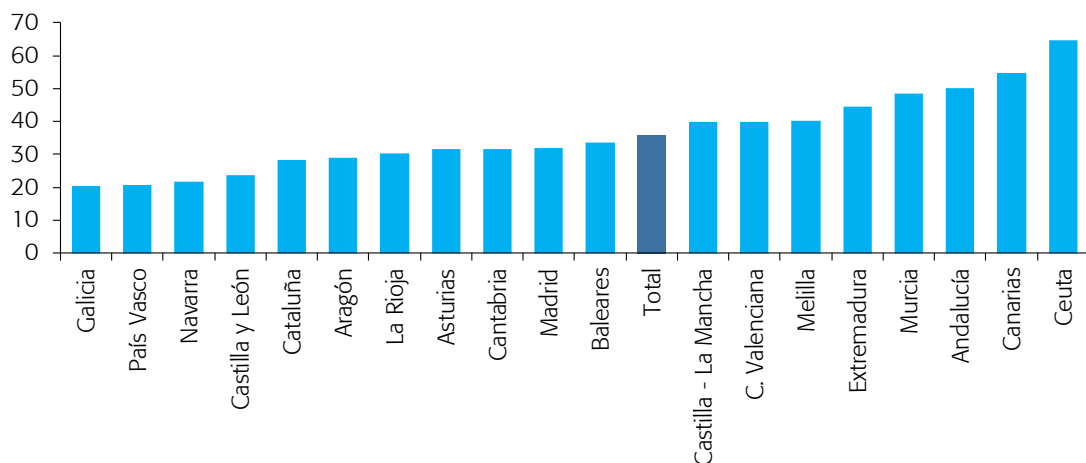
Implicaciones

El elevado porcentaje de población en riesgo de pobreza o exclusión social, así como el que no puede hacer frente a un imprevisto económico de una cuantía reducida, sitúa en una posición de

Gráfico 3

Incapacidad de hacer frente a gastos económicos imprevistos, 2018

(En porcentaje de la población total)



Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE).

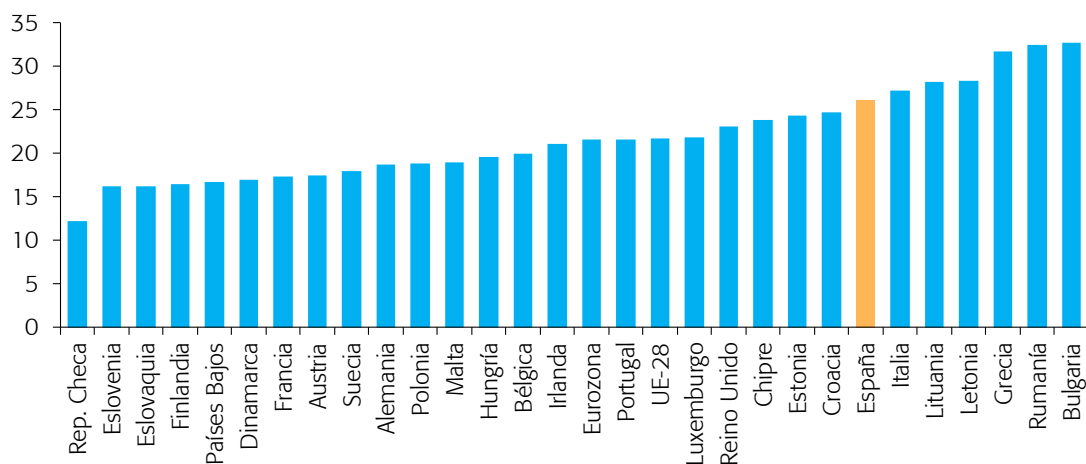
enorme vulnerabilidad a amplios colectivos de la población, entre los que destacan los desempleados, ya que estar en una situación de paro constituye el principal motivo de riesgo de pobreza. De hecho, entre los desempleados la tasa de pobreza o exclusión social (56,9%) multiplica por 3,7 la de los ocupados (15,3%). Es más, hay un 7,4% de la

población que tiene muchas dificultades para llegar a fin de mes, aumentando el porcentaje al 27,3% los que tienen cierta dificultad. En el caso de estar parado, el porcentaje de personas que tienen mucha dificultad para llegar a fin de mes aumenta hasta el 21,8%, triplicando así el valor promedio de toda la población.

Gráfico 4

Población en riesgo de pobreza o exclusión social, 2018

(En porcentaje de la población total)



Fuente: Eurostat.

Dado que el desempleo es el principal determinante de la pobreza, en el contexto de la crisis del COVID-19, es importante prolongar en el tiempo los ERTE en aquellas ramas de actividad en las que el impacto de la crisis va a prolongarse más tiempo, como es el caso de los sectores relacionados con el turismo. Esta prórroga es sumamente importante teniendo en cuenta que gracias a las transferencias del Estado (como los ERTE) se ha amortiguado el aumento de la desigualdad en la distribución de la renta. Así, la evidencia que aportan Aspachs *et al.* (2020) muestra que, sin esas transferencias, la desigualdad hubiera aumentado con fuerza, dado que la pérdida de empleo y la reducción salarial ha sido más acentuada en los colectivos de menor nivel salarial.

Dado que todas las estimaciones disponibles anticipan un fuerte aumento de la tasa de paro que no puede evitarse incluso con la batería de medidas implementadas para paliar las consecuencias económicas de la crisis (el Banco de España la sitúa en el 22,1% en media anual de 2021 en el escenario de una mayor intensidad en los rebrotes de la pandemia), es necesario implementar medidas específicas para los colectivos más vulnerables (que son los que antes de la pandemia ya pertenecían al colectivo en riesgo de pobreza o exclusión social), como el recién aprobado ingreso mínimo vital.

Un colectivo que merece especial atención es el de los jóvenes, para evitar que esta crisis no deteriore aún más sus expectativas en el mercado de trabajo y de alcanzar un adecuado nivel de ingresos. Como hemos visto, el grupo de población de 16 a 24 años es el que presenta el mayor porcentaje en la incapacidad para hacer frente a un imprevisto económico (41,4%, 5,5 pp por encima de la media

de todos los grupos de edad). Lo mismo ocurre con el indicador de riesgo de pobreza o exclusión social, que afecta al 31,7% en el grupo de personas de 16 a 29 años, 6,4 pp por encima de la media.

A esta realidad se añade otro preocupante dato que es no solo la elevada tasa de paro juvenil, sino el intenso aumento que ha experimentado en el contexto de la crisis del COVID-19. Así, si bien la información de la tasa de paro debe interpretarse con cautela como consecuencia de los ERTE que han tenido lugar, de finales de 2019 al segundo trimestre de 2020 (último dato disponible en el momento de redactar estas líneas) la tasa de paro del colectivo de menos de 25 años ha aumentado 9,1 puntos porcentuales, frente a 1,2 puntos en el colectivo de 25 o más años. De esta forma, la tasa de paro del primer colectivo juvenil escala hasta el 39,6%, casi el triple que la del segundo colectivo (13,8%).

En consecuencia, en la necesaria solidaridad para salir de la crisis, también entra en juego la intergeneracional, y la de los jubilados con los jóvenes. Sería muy injusto que sean las generaciones futuras —los actuales jóvenes— las que soportaran la mayor carga de la deuda que es necesario emitir para hacer frente a la crisis del COVID-19, por lo que en el paquete de medidas a adoptar frente a la crisis debe tener un lugar destacado la creación de empleo para los jóvenes.

Referencias

- ASPACHS, O., DURANTE, R., GARCÍA-MONTALVO, J., GRAZIANO, A., MESTRES, J. y REYNAL-QUEROL, M. (2020). *Measuring income inequality and the impact of the welfare state during COVID-19: evidence from bank data*, VOX^{EU}/CEPR, 06 August.

Dos desplomes de las exportaciones españolas: crisis sanitaria vs. crisis financiera*

Juan de Lucio**, Raúl Mínguez***, Asier Minondo**** y Francisco Requena*****

La caída de las exportaciones españolas durante los meses de marzo a junio de 2020, en el periodo que llamaremos “confinamiento”, ha sido mayor que la observada durante esos mismos meses en 2009, en el periodo que denominaremos “colapso”. Este trabajo presenta un análisis comparativo del comportamiento de las exportaciones españolas de bienes durante esos dos períodos. En ambos casos, la reducción de la exportación viene explicada por un descenso en el valor de las ventas al exterior de las relaciones comerciales estables. Sin embargo, ha habido un mayor deterioro de la cartera de diversificación de productos y destinos y una mayor tasa de salida de empresas durante el confinamiento, lo que hace más difícil una recuperación como la observada tras el colapso, si la situación de incertidumbre se prolonga excesivamente.

La actividad económica mundial cayó en 2020 principalmente como consecuencia de la incertidumbre y la pérdida de confianza derivadas de la extensión de la pandemia del COVID-19, y de las consecuentes medidas aplicadas por los distintos países, entre las que destacan las restricciones a la movilidad de personas. En este estudio analizamos el comportamiento de las exportaciones españolas de bienes durante los meses del gran

confinamiento en España (de marzo a junio de 2020), caracterizados por la crisis sanitaria, y lo comparamos con los mismos meses de 2009, coincidiendo con el gran colapso del comercio español a raíz de la crisis financiera internacional. Este trabajo presenta como novedad que la comparación se realiza también para el grupo de empresas exportadoras que han soportado los dos *shocks* de comercio internacional.

* Agradecemos al Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria por darnos acceso a los datos de exportación. Agradecemos la financiación recibida por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (RTI2018-100899-B-I00, cofinanciado con Feder), del Departamento de Educación, Política Lingüística y Cultura del Gobierno Vasco (IT885-16), de la UAH-Santander Universidades (2019/00003/016/001/007), y de la Generalitat Valenciana (GVPrometeo 2018/102).

** Universidad de Alcalá.

*** Cámara de Comercio de España y Universidad Nebrija.

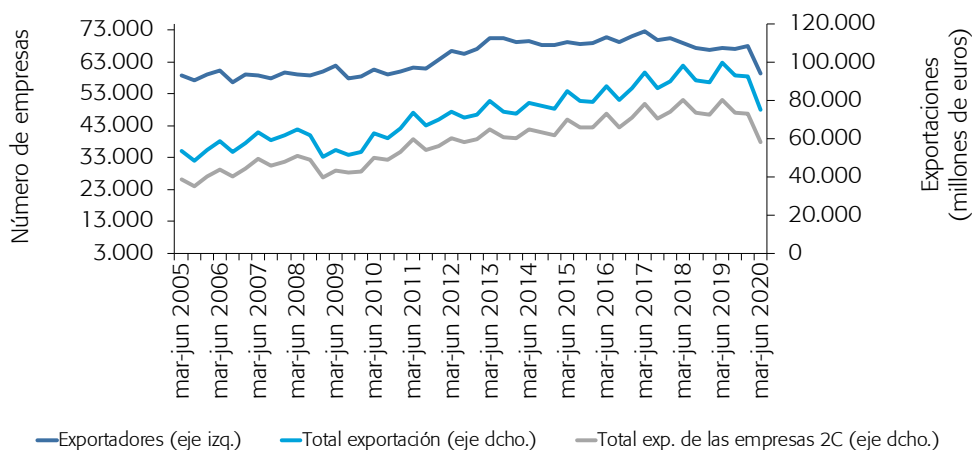
**** Deusto Business School.

***** Universidad de Valencia.

Gráfico 1

Evolución del valor de exportación y número de empresas exportadoras españolas, 2005-2020

(Frecuencia cuatrimestral)



Nota: Los cuatrimestres se han calculado definiendo el confinamiento de 2020 y el colapso de 2009 como los periodos de esos años que incluyen los meses de marzo, abril, mayo y junio. Las empresas 2C son aquellas que han exportado en alguno de los doce meses previos tanto al confinamiento como al colapso.

Fuente: Elaboración propia con datos de AEAT-Aduanas.

El gráfico 1 muestra la fuerte caída en el valor de las exportaciones totales entre marzo y junio de 2020 (variación del -28,1% respecto al mismo cuatrimestre del año anterior), después de un periodo de crecimiento sostenido de casi diez años. Durante el gran confinamiento, el número de empresas exportadoras cae abruptamente (-12,7% respecto al mismo cuatrimestre del año anterior). El número de exportadores durante el gran confinamiento fue de 59.452, situándose en valores de hace una década¹.

El gráfico 1 también muestra la evolución del valor de las exportaciones de las 26.976 empresas que exportaron en alguno de los doce meses previos tanto al confinamiento como al colapso; a estas empresas las llamaremos 2C. Este grupo representa en promedio cerca del 50% de las empresas exportadoras y el 80% del valor de las exportaciones totales de mercancías. Las empresas 2C sobrevivieron al colapso y tienen experiencia exportadora

dilatada hasta la llegada del confinamiento. La tasa de caída interanual del valor de las exportaciones en este grupo de empresas con experiencia exportadora ha sido del -32,1%, mientras que para el resto de empresas exportadoras fue del -12,8%.

Entre marzo y junio de 2020, durante el confinamiento, las exportaciones españolas de bienes cayeron un 28,1% respecto al mismo periodo del año anterior. En esos mismos meses de 2009, durante el colapso provocado por la crisis financiera, la caída fue menor, un 18,3% interanual.

Este resultado evidencia que el desplome de las exportaciones españolas durante el confinamiento, aunque generalizado, se explica principalmente por una caída del valor de exportación de las empresas estables².

¹ En el mes de marzo de 2020 el número de exportadores fue 51.995, el mínimo de toda la serie analizada. Durante el periodo de confinamiento las empresas han tenido la posibilidad de posponer las declaraciones intrastat, lo que puede haber afectado a la baja las estadísticas mensuales sobre el número de empresas exportadoras.

² Cada cuatrimestre el número de empresas 2C cambia, ya que no exportan en todos y cada uno de los cuatrimestres.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo. En primer lugar, medimos la contribución de los márgenes intensivo y extensivo a la caída de las exportaciones agregadas en ambos periodos. A continuación, repetimos el análisis para las empresas que representan el *top* 1% en cada periodo, así como para las empresas que han sufrido las dos crisis (las empresas 2C). Este análisis es novedoso y permite comparar la incidencia de ambos *shocks* para un mismo conjunto de empresas. En tercer lugar, analizamos el comportamiento exportador agregado a nivel de producto y de destino de exportación para identificar las características que diferencian el *shock* de 2020 del de 2009.

Crecimiento de las exportaciones y sus márgenes

En esta sección calculamos los márgenes del crecimiento de las exportaciones españolas antes y durante el confinamiento y el colapso. Lo hacemos primero para todas las empresas y luego solo para las empresas que han estado en los dos periodos. Para ello seguimos la metodología introducida por Bernard *et al.* (2009), que descompone el crecimiento en el valor de las exportaciones durante un periodo en tres términos: la entrada neta de nuevas empresas exportadoras, la diversificación en la cartera de productos y destinos de las empresas existentes, y la variación en el valor de las relaciones comerciales que ya existían. Los dos primeros componentes representan el margen extensivo, y el tercero, el margen intensivo³.

El cuadro 1 presenta la contribución de cada uno de los márgenes al crecimiento interanual cuatrimestral de las exportaciones con anterioridad y durante el confinamiento y el colapso. Durante el confinamiento las exportaciones cayeron un -28,1% comparado con un crecimiento medio del periodo 2017-2019 del 4,4% y del periodo 2010-2016 del 6,9%. Por comparación, durante el colapso la caída fue menor, del -18,3%, frente a un crecimiento en los años previos del 6,4%. Luego es evidente que,

al menos en estos cuatro primeros meses de pandemia, la incidencia sobre las exportaciones durante el confinamiento ha sido mayor que durante el colapso de 2009.

En ambos periodos el margen intensivo fue el que más contribuyó a explicar la tasa negativa de crecimiento de las exportaciones, siendo ligeramente menor su importancia durante el confinamiento (91% frente al 100%). La contribución del margen extensivo a la hora de explicar la caída de las exportaciones en el gran confinamiento ha sido del 9%: 4 puntos porcentuales debido a una menor diversificación de cartera y 5 puntos debido a la salida neta de empresas.

La caída de las exportaciones españolas entre marzo y junio de 2020 se explica en un 91% por el comportamiento del margen extensivo, es decir, por la contracción en el valor de las relaciones comerciales ya existentes a nivel de empresa-producto-país.

Durante el colapso la contribución del margen extensivo al decrecimiento de las exportaciones fue cero (3 puntos porcentuales por la salida neta de empresas que se compensó con un aumento de la diversificación de la cartera de las empresas estables de 3 puntos).

Al comparar la contribución de los seis componentes "brutos" al crecimiento negativo de las exportaciones entre periodos emergen tres diferencias claras que explican la mayor caída de las exportaciones durante el confinamiento: (1) Las relaciones estables cuyo valor ha caído lo han hecho a mayor ritmo (-40,7% vs. -34,8%); (2) el valor de las exportaciones de las nuevas relaciones producto-destino ha crecido a menor ritmo (7,7% vs. 9,9%); y (3) el valor de exportación de las nuevas empresas exportadoras ha crecido a menor ritmo (0,9% vs. 1,8%).

³ Véase de Lucio *et al.* (2008, 2011, 2017 y 2018) para aplicaciones de esta metodología al caso español.

Cuadro 1

Descomposición del crecimiento de las exportaciones de todas las empresas exportadoras

	2006-2008	Colapso	2010-2016	2017-2019	Confinamiento
	Media cuatrimestres	marzo- junio 2009	Media cuatrimestres	Media cuatrimestres	marzo-junio 2020
Tasa de crecimiento (%)	6,4	-18,3	6,9	4,4	-28,1
<i>Relaciones estables</i>					
Aumentan ventas	22,8	15,5	24,2	20,9	15,2
Disminuyen ventas	-19,2	-34,8	-19,7	-17,7	-40,7
Margen intensivo	3,7	-18,3	4,8	3,3	-25,5
<i>Diversificación</i>					
Nuevas relaciones	10,5	9,9	11,0	8,2	7,7
Relaciones que desaparecen	-7,6	-9,3	-8,4	-7,0	-8,8
Margen extensivo diversificación	3,0	0,6	2,6	1,2	-1,1
<i>Empresas</i>					
Entran	2,0	1,8	1,8	1,0	0,9
Salen	-2,2	-2,3	-2,1	-1,1	-2,4
Margen extensivo empresas	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1	-1,5
Contribución porcentual (%)	100	-100	100	100	-100
Margen intensivo	57	100	63	74	91
Margen extensivo diversificación	46	-3	38	28	4
Margen extensivo empresas	-3	3	-4	-2	5

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan con los cuatrimestres (marzo-junio) de dos años consecutivos usando el método del punto medio. Las medias cuatrimestrales de los periodos 2006-2008, 2010-2016 y 2017-2019 se calculan usando solo los cuatrimestres (marzo-junio) de cada año. El margen extensivo tiene dos componentes: empresas que entran y salen del mercado de exportación, y diversificación en la cartera de productos y destinos de las empresas exportadoras existentes. A su vez, el margen intensivo se define como la expansión o contracción en el valor de las relaciones comerciales ya existentes a nivel de empresa-producto-país.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AEAT-Aduanas.

Dado que el margen intensivo es el protagonista de la caída de las exportaciones durante el confinamiento y el colapso, es importante analizar el comportamiento de las exportaciones de las empresas que más contribuyen a dicha caída. Para ello, el cuadro 2 presenta la contribución de cada uno de los márgenes al crecimiento interanual de las exportaciones en las dos crisis tanto para el 1% de las empresas con mayor volumen de exportación (50% de las exportaciones, siguiendo a Bricongne *et al.* 2012) como para aquellas empresas presentes en las dos crisis (denominadas empresas 2C y que representan el 80% de las exportaciones).

El impacto negativo del confinamiento en las empresas *top* 1% (-34,3%) y empresas 2C (-32,1%) ha sido mayor que para el conjunto de empresas exportadoras (-28,1%). Sin embargo, las diferencias durante el colapso del comercio mundial eran inferiores; caída general del -18,3% frente a un -18,9% de las *top* 1% y un -16,9% de las 2C. Al igual que ocurría con el conjunto de empresas exportadoras, la caída de las exportaciones viene explicada por el descenso en las ventas en las relaciones estables (margen intensivo). Si bien, en el confinamiento todos los componentes netos cayeron mientras que el colapso tuvo un efecto neto positivo en diversificación de productos y destinos.

Cuadro 2

Descomposición del crecimiento de las exportaciones de las empresas top 1% y de las empresas 2C durante las dos crisis

	Top 1% (50% exportaciones)		2C (80% exportaciones)	
	Colapso	Confinamiento	Colapso	Confinamiento
Tasa de crecimiento (%)	-18,9	-34,3	-16,9	-32,1
<i>Relaciones estables</i>				
Aumentan ventas	14,6	12,3	16,8	14,7
Disminuyen ventas	-34,5	-45,1	-34,4	-43,2
Margen intensivo	-19,9	-32,8	-17,6	-28,5
<i>Diversificación</i>				
Nuevas relaciones	5,0	3,3	8,1	5,4
Relaciones que desaparecen	-3,8	-3,4	-7,3	-7,6
Margen extensivo diversificación	1,2	-0,1	0,8	-2,2
<i>Empresas</i>				
Entran	1,0	0,5	0,3	0,0
Salen	-1,2	-1,9	-0,4	-1,4
Margen extensivo empresas	-0,2	-1,4	-0,1	-1,4
<i>Contribución porcentual (%)</i>				
Margen intensivo	105	96	104	89
Margen extensivo diversificación	-6	0	-5	7
Margen extensivo empresas	1	4	1	4

Nota: Ver nota del cuadro 1. El top 1% de las empresas se calcula sobre el valor medio de cada empresa en el periodo analizado y, por tanto, las empresas que forman el 1% es variable entre periodos. Las empresas 2C son empresas que exportaron en alguno de los doce meses previos a las dos crisis.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AEAT-Aduanas.

Crecimiento de las exportaciones por sectores y países

En esta sección analizamos el diferente impacto que el confinamiento de 2020 ha tenido por sectores y por países respecto al que tuvo al inicio del colapso de 2009. El gráfico 2 es un diagrama de puntos que permite ver en qué sectores las exportaciones españolas se han comportado del mismo modo durante el confinamiento (ordenadas) y el colapso (abscisas). El tamaño de los puntos representa el peso del sector en el comercio español. En el cuadrante inferior-izquierda aparecen los sectores cuyas exportaciones han caído durante las dos crisis. Como era de esperar, la mayoría de los sectores

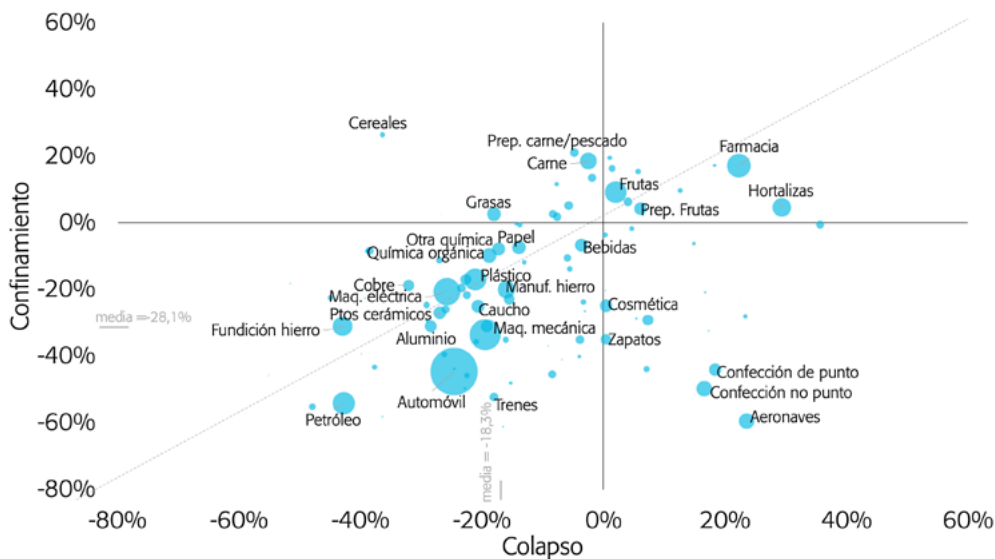
se concentra en este cuadrante, al tiempo que la mayor parte ha tenido una caída mayor durante el confinamiento que durante el colapso (puntos por debajo de la línea discontinua de 45 grados). Destaca por su peso en las exportaciones españolas el sector del automóvil (ha caído el doble durante el confinamiento que en el colapso) y combustibles, seguido de maquinaria eléctrica y maquinaria mecánica.

Hay sectores cuyas exportaciones han caído durante el confinamiento, pero que aumentaron durante el colapso (cuadrante inferior-derecha). Destaca el sector de ropa y calzado, lo que revela una caída de la demanda de productos de consumo destinados a

Gráfico 2

Crecimiento de las exportaciones españolas por sectores durante el colapso de 2009 y el confinamiento de 2020

(En porcentaje)



Nota: Se ha omitido el nombre de los sectores del Sistema Armonizado a dos dígitos (95 sectores) cuya cuota de exportación es inferior al 1%.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AEAT-Aduanas.

su uso en entornos al exterior. Este mismo argumento explica la caída de las exportaciones de productos de cosmética y perfumería durante el confinamiento, pero no así durante el colapso.

También hay sectores que durante el confinamiento han visto aumentar sus exportaciones. En el cuadrante superior-izquierda tenemos los sectores cuyas exportaciones cayeron durante el colapso: cereales, carne y productos preparados de carne y pescado. En el cuadrante superior-derecha aparecen los sectores claramente contracíclicos, es decir, crecen cuando se produce una caída generalizada de las exportaciones. En este grupo tenemos de nuevo alimentación (frutas, preparados de frutas, hortalizas) al que hay que sumar productos farmacéuticos.

El gráfico 3 es un diagrama de puntos que muestra el crecimiento de las exportaciones españolas durante el confinamiento y el colapso por países. Con algunas excepciones, los principales destinos de exportación de España se sitúan en el

cuadrante inferior-izquierda. La tasa de caída de las exportaciones españolas en los principales destinos de exportación (Francia, Alemania, Portugal, Italia y Marruecos) ha sido mayor en el confinamiento que en el colapso. Salvo excepciones (Rusia, Rumanía y Reino Unido), el resto de destinos también ha expe-

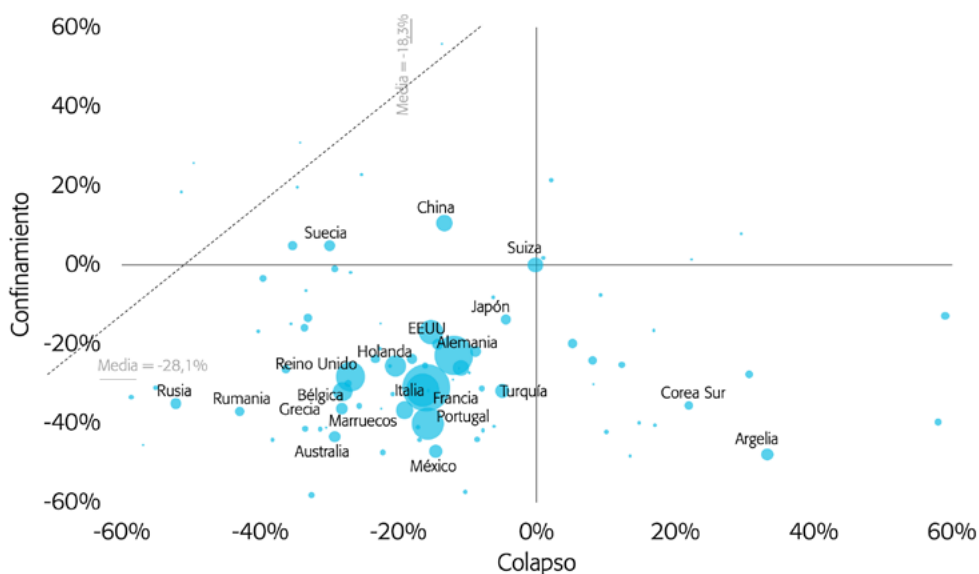
Entre los sectores con mayor descenso de sus exportaciones durante el confinamiento destacan la automoción, combustibles, maquinaria eléctrica y maquinaria mecánica. En cambio, alimentación y productos farmacéuticos aumentaron sus exportaciones.

rimentado una caída más fuerte en el confinamiento que en el colapso. En el cuadrante inferior-derecha tenemos dos países (Corea del Sur y Argelia), que tuvieron un crecimiento fuerte positivo durante el colapso, pero un fuerte decrecimiento durante el confinamiento. Por último, a destacar la posición

Gráfico 3

Crecimiento de las exportaciones españolas por destinos de exportación durante el colapso de 2009 y el confinamiento de 2020

(En porcentaje)



Nota: Solo se han incluido los primeros 95 países por volumen de exportación y se ha omitido el nombre de los países cuya cuota de exportación es inferior al 1%.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AEAT-Aduanas.

de China y Suecia (cuadrante superior-izquierda), con un crecimiento positivo de las exportaciones españolas durante el confinamiento y una caída en el colapso.

Conclusiones

La evolución positiva de las exportaciones españolas desde 2010 se ha truncado con la extensión del COVID-19 y el consiguiente confinamiento severo al que se ha sometido a la población en los países de destino de exportación durante los meses de marzo, abril, mayo y junio de 2020. Los datos disponibles muestran que el confinamiento derivado de la crisis sanitaria ha tenido un impacto mayor sobre las exportaciones españolas que el colapso del 2009 surgido a partir de la crisis financiera internacional. El análisis específico de las exportaciones de bienes de las empresas que han sufrido ambas situaciones críticas corrobora este resultado.

En ambas crisis el cambio en el valor de las ventas de las relaciones comerciales estables (el margen intensivo) explica la mayoría del desplome. Este resultado indica que la recuperación depende del comportamiento de unas pocas grandes empresas (el *top* 1% concentra el 50% del valor de exportación y las empresas que han sufrido las dos crisis suponen el 80%).

Al tiempo, la contribución del margen extensivo a la caída de las exportaciones, tanto por la salida neta de empresas como por la contracción de las carteras de productos y países de exportación, ha sido mayor en el confinamiento que en el colapso. Dado que el margen extensivo supone un porcentaje elevado del crecimiento en el medio y largo plazo, tal y como muestran de Lucio *et al.* (2011), la evolución negativa de este margen durante el confinamiento aumenta el riesgo de un crecimiento más lento de las exportaciones en el largo plazo que el observado después del colapso del 2009.

Mientras dure la pandemia, el crecimiento económico mundial va a sufrir y con ello las exportaciones de todos los países. Las políticas internacionales que se están adoptando en este contexto (por ejemplo, restricciones a la movilidad de personas, proteccionismo...) no promueven una recuperación del comercio mundial. En España, esta tendencia se suma a una menor aportación del margen extensivo durante los últimos años en relación con lo observado en la etapa de inicial de la expansión de las exportaciones.

La recuperación de las exportaciones depende principalmente del comportamiento de unas pocas grandes empresas: el top 1% concentra el 50% del valor de exportación y las empresas que han sufrido las dos crisis suponen el 80%.

En conjunto, es muy difícil predecir qué ocurrirá durante los próximos meses, pero parece que una recuperación "completa" de las exportaciones es posible siempre y cuando no se pierda base exportadora.

Referencias

- BERNARD, A. B., JENSEN, J. B., REDDING, S. J. y SCHOTT, P. K. (2009). The margins of US trade. *American Economic Review*, 99(2), pp. 487-493.
- BRICONGNE, J., FONTAGNÉ, L., GAULIER G., TAGLIONI, D. y VICARD, V. (2012). Firms and the global crisis: French exports in the turmoil. *Journal of International Economics*, 87, pp. 134-146.
- DE LUCIO, J. y MÍNGUEZ, R. (2008). ¿Cuáles son las fuentes de crecimiento del comercio exterior? *Boletín Económico de ICE*, 2946, pp. 23-31.
- DE LUCIO, J., MÍNGUEZ, R., MINONDO, A. y REQUENA, F. (2011). The extensive and intensive margins of Spanish trade. *International Review of Applied Economics*, 25(5), pp. 615-631.
- (2017). Los márgenes del crecimiento de las exportaciones españolas antes y después de la Gran Recesión. *Estudios de Economía Aplicada*, 35(1), pp. 43-62.
- (2018). ¿Se ha producido un milagro exportador en España? *Cuadernos de Información Económica*, 266, septiembre-octubre, pp. 15-26.

El rediseño de los test de estrés en el marco del COVID-19 con la experiencia de la Fed

Ángel Berges y Jesús Morales*

La crisis del COVID-19 aparece como una contingencia crítica en todos los ámbitos de la gestión y la supervisión bancarias, también en el diseño y la ejecución de los test de estrés, principal instrumento de la supervisión con una visión *forward looking*. En marzo de este año, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) decidió posponer la edición bianual, correspondiente a 2020, de sus test de estrés a las mayores entidades de crédito en Europa, justificando las dificultades operativas que presenta la gestión del negocio bancario en el actual contexto de pandemia. Esta decisión tuvo lugar en un ambiente de creciente debate sobre la metodología y capacidad predictiva de los test de estrés de la propia EBA, especialmente en relación con los procesos de resolución que afectaron a dos bancos italianos y uno español. En el momento presente se abren interrogantes importantes sobre cómo concretar los riesgos cuando la realidad expone a las entidades a una mayor severidad que el propio test de estrés. En este artículo se analizan las principales debilidades y retos a los que se exponen supervisores y entidades con los test de estrés a partir de la experiencia de Estados Unidos, donde el supervisor ha mantenido el ejercicio acompañándolo de un análisis de sensibilidad a diferentes escenarios que podrían producirse en la economía después de la pandemia.

La banca después de la crisis del COVID-19

El estallido de la pandemia del coronavirus y las medidas sanitarias encaminadas a su mitigación han dado lugar al escenario de la mayor crisis económica internacional desde la Segunda Guerra Mundial. El

sector bancario europeo y español enfrentan esta recesión en una posición que podríamos calificar de "intermedia". Si bien es cierto que se han realizado importantes avances en las debilidades puestas de manifiesto por la Gran Recesión (saneamiento de activos, reforzamiento de la solvencia, y ajustes de capacidad), se ha agudizado la insuficiencia de

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

rentabilidad, y de capacidad de generación de valor para el accionista¹.

En este contexto, no son pocos los retos que enfrenta la banca para paliar el impacto adverso, aunque sometido a elevados grados de incertidumbre, que supone el deterioro de activos financieros en balance, resultados y solvencia. Las autoridades supervisoras han sido especialmente permeables, con la adopción de orientaciones encaminadas a la flexibilización contable para, entre otros objetivos, evitar el deterioro automático de las exposiciones con incrementos puntuales en la probabilidad de impago, así como con la asunción de medidas prudenciales ligadas a la relajación de exigencias en el cumplimiento de las métricas de capital. Con dichas adecuaciones reguladoras y supervisoras no se pretende eludir la realidad, sino adecuarse a esa incertidumbre asociada a la actual crisis, tanto en intensidad como en duración, y que podría generar excesiva volatilidad en las entidades si no se analizase con una perspectiva de medio y largo plazo (“luces de largo alcance”)

La capacidad de generación de negocio también va a estar condicionada por los esfuerzos emprendidos por las autoridades monetarias y fiscales. Políticas monetarias, reforzadas después de la pandemia, orientadas a garantizar la liquidez del sistema, y medidas de apoyo a los segmentos más afectados por la crisis, a través de la concesión de avales públicos o el establecimiento de moratorias en el pago de deudas, tanto hipotecarias como de crédito al consumo.

Justo cuando la crisis sanitaria adquiere la condición de pandemia, y se comienzan a decretar los confinamientos cuyos impactos iban a incorporar una incertidumbre nunca antes vista, es cuando

la Autoridad Bancaria Europea (EBA) decide suspender la edición de los test de estrés en curso que, con periodicidad bianual, viene realizando de manera ininterrumpida desde el año 2014, coincidiendo con el nacimiento del Mecanismo Único de Supervisión². Una decisión sin precedentes que la EBA justificó dadas las mayores dificultades operativas que enfrentan las entidades como consecuencia del COVID-19.

Test de estrés y riesgos de cola: la solución de la Fed

La suspensión del ejercicio de la EBA, no obstante, se enfrenta a un profundo cuestionamiento en un contexto como el actual, toda vez que las previsiones macroeconómicas sobre las que trabaja la Comisión Europea son, de hecho, mucho peores que las que se presentaban en el escenario más adverso del ejercicio suspendido.

Ello obliga a plantearse la naturaleza del ejercicio y sus implicaciones para la banca. Los test de estrés responden a la evaluación de escenarios teóricos, estadística y financieramente plausibles y de baja probabilidad de ocurrencia, de los que se desprende la capacidad de resistencia de las entidades, en particular la de su solvencia, liquidez y rentabilidad. Parece claro que esa premisa, prueba de supervivencia, no se cubriría toda vez que se puedan producir eventos que, por no formar parte de episodios conocidos y pasados, se sitúen fuera de las distribuciones de pérdidas esperadas en la definición de un escenario adverso.

La complejidad inherente al diseño de escenarios frente a episodios como el COVID-19, se suma a un

¹ Los exiguos niveles de rentabilidad y la baja valoración bursátil de la mayor parte del sector bancario europeo, han motivado que la evaluación de los modelos de negocio se señale, año tras año, como una prioridad supervisora del Mecanismo Único de Supervisión.

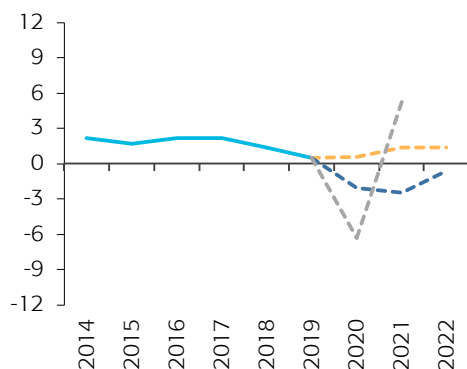
² Con anterioridad, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (ente independiente que precedió a la EBA) había desarrollado varios ejercicios de estrés entre 2009 y 2011, si bien, con una profundidad metodológica y una uniformidad en su aplicación entre los distintos sistemas bancarios muy inferiores a las que resultan de las actuales pruebas de la EBA. El Banco de España llevó a cabo en 2012 un test de estrés a las entidades de crédito que representaban aproximadamente el 90% de activos del sistema bancario, en el marco del Memorando de Entendimiento del programa de asistencia financiera firmado con la Comisión Europea, el BCE y el FMI.

Gráfico 1

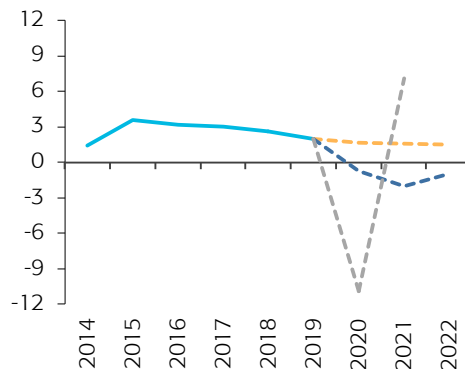
Crecimiento del PIB en las cuatro mayores economías de la UE

(Escenarios ST2020 y previsiones Comisión Europea julio 2020, en porcentaje)

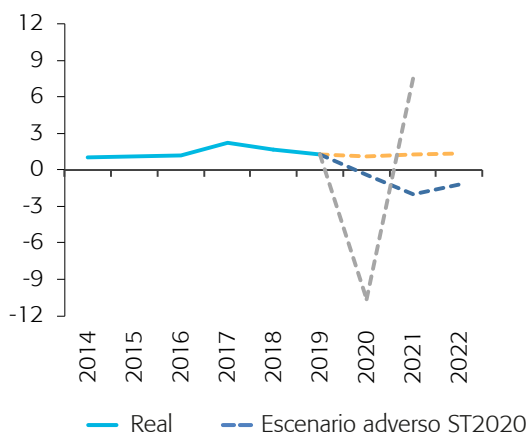
a - Alemania



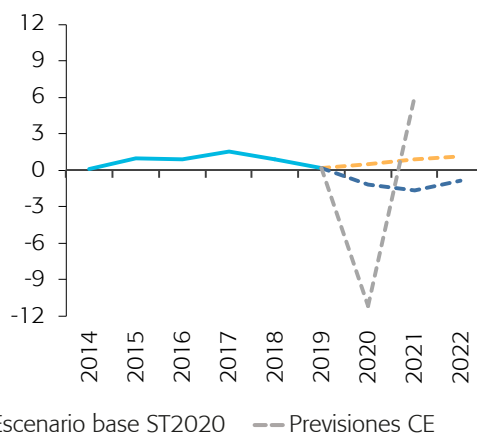
b - España



c - Francia



d - Italia



— Real — Escenario adverso ST2020 — Escenario base ST2020 — Previsiones CE

Fuente: EBA, Comisión Europea, ESRB y Afi.

debate abierto en el seno de la EBA (2020) acerca de si la metodología de los test de estrés responde a la realidad de las entidades, la cobertura de todos los riesgos y su capacidad para predecir eventos de resolución. En los siguientes apartados de este artículo dedicaremos unas líneas a la reflexión acerca de los retos a los que se enfrenta el ejercicio, y para ello trataremos de extraer algunas lecciones del ejercicio realizado por le Reserva Federal de Estados Unidos (Fed, por sus siglas en inglés).

Sin menoscabo de esa decisión tomada por la EBA de suspender sus test de estrés, el BCE llevó a cabo un análisis de sensibilidad al COVID-19, publicado en julio de este año. En la medida en que tanto

la metodología empleada como la divulgación informativa resultan muy limitadas en comparación con los test bianuales, dicho ejercicio no constituye un test de estrés propiamente dicho ni se traduce en medidas automáticas sobre las entidades. En todo caso, el supervisor advierte del mayor impacto en capital respecto a las pruebas de resistencia pasadas, así como de una elevada heterogeneidad entre entidades, lo que, sin duda, marcará la pauta en el próximo ejercicio de la EBA con escenarios que recojan el impacto económico de la pandemia.

Por su parte, la Fed decidió mantener la realización y publicación de la prueba de resistencia, pero adecuando su metodología a un marco COVID-19 que

incorpora esos denominados “riesgos de cola”, de muy baja probabilidad pero extraordinaria severidad. La forma de incorporar dichos riesgos absolutamente inciertos fue mediante la realización de un ejercicio de sensibilidad, sin asignación de probabilidades, pero que pudiese servir de guía y orden de magnitud tanto a los supervisores como a las propias entidades.

La combinación de los análisis de sensibilidad llevados a cabo por la Fed con los test de estrés resuelve el problema de la falta de cobertura de riesgos de cola desconocidos, como la pandemia, que, de producirse, desencadenan impactos de difícil determinación en el conjunto de la economía y la gestión bancaria.

En Estados Unidos, la convivencia entre el test de estrés propiamente dicho y el análisis de sensibilidad se justifica en la medida en que ambos sirven a objetivos diferentes:

- El test de estrés es pieza clave en la determinación del colchón de capital requerido para enfrentar situaciones de tensión, diferentes entre entidades en función de los resultados que arroje la prueba.
- Por su parte, la finalidad del análisis de sensibilidad al COVID-19 radica en determinar la magnitud de la recesión actual y, en particular, servir de apoyo a las decisiones tomadas por el supervisor americano conducentes a limitar la distribución de capital vía dividendos o recompra de acciones y a establecer evaluaciones periódicas de la adecuada capitalización bancaria.

Esta combinación de esfuerzos liderada por el supervisor americano³ resuelve el problema de la falta de cobertura de riesgos de cola desconocidos, como la pandemia, que, de producirse, desencadenan

impactos de difícil determinación en el conjunto de la economía y la gestión bancaria. De este modo se entiende mejor la complementariedad del test de estrés con los análisis de sensibilidad: estos últimos llamados a medir impactos potenciales en capital, liquidez y rentabilidad ante la materialización de riesgos cuya probabilidad de ocurrencia o severidad, en el caso de producirse, resulta desconocida.

La modelización también difiere de la del test de estrés en la medida en que explora diferentes hipótesis sobre el impacto que el evento de riesgo incierto podría llegar a tener, en su caso, atribuyendo a esas hipótesis ponderaciones que pueden ir evolucionando en el tiempo conforme avanza el grado de certeza sobre la duración e intensidad de la pandemia.

En este sentido, la Fed presenta una sensibilidad al COVID-19 en tres escenarios alternativos para la misma muestra de entidades (gráfico 2):

- i. en forma de V, protagonizado por una recuperación rápida de los niveles de producción y empleo,
- ii. en forma de U, con una recuperación más lenta en la que solo una parte de la producción y el empleo vuelve a niveles prepandemia y
- iii. en forma de W, recuperación de corta duración seguida de una caída más intensa por un rebrote y una vuelta a la parálisis económica.

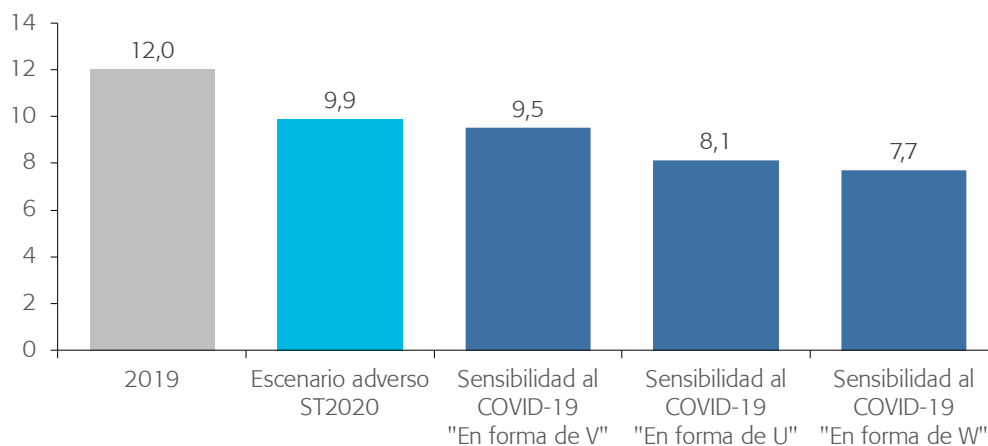
Bajo estos supuestos, la Fed concluye que, al igual que en el escenario más adverso de los test de estrés, todas las entidades bajo su supervisión contarían con capital suficiente para hacer frente a una recesión en forma de V y solo algunas se encontrarían en el límite del capital requerido en los escenarios en forma de U y W. En todo caso, el ejercicio es conservador en tanto en cuanto no considera las políticas económicas y monetarias extraordinarias para la mitigación de los efectos de la pandemia.

³ El enfoque metodológico en los test de estrés de la Fed es *top down*, lo que significa que los datos, escenarios, supuestos y modelos son definidos por el supervisor a partir de información bancaria de menor granularidad que la que exige la EBA a las entidades europeas.

Gráfico 2

Capital de nivel 1 (CET1) en la banca de Estados Unidos

(Test de estrés y análisis de sensibilidad COVID-19)

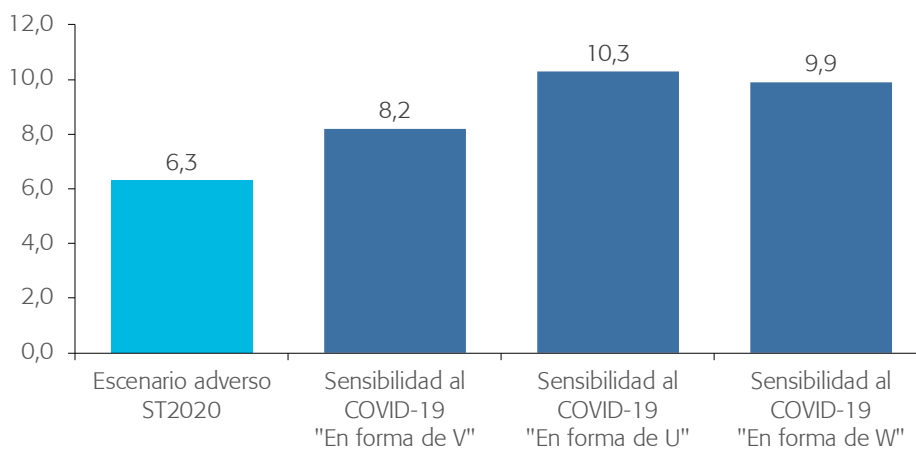


Fuente: Fed y Afi.

Gráfico 3

Coste del riesgo en la banca de Estados Unidos

(Test de estrés y análisis de sensibilidad COVID-19)



Nota: El coste del riesgo se calcula como el cociente entre las pérdidas por deterioro acumuladas en los nueve trimestres siguientes al cierre de 2019 y el saldo medio de la inversión crediticia en el mismo período.

Fuente: Fed y Afi.

La caída en capital responde, fundamentalmente, al gran impacto en provisiones derivado del deterioro de las carteras en unos escenarios caracterizados por

una intensa destrucción de producción y empleo. Si en el escenario adverso del test de estrés el coste del riesgo⁴ se sitúa en un 6,3% acumulado entre el

⁴ Calculado como el cociente entre las pérdidas por deterioro acumuladas en los nueve trimestres siguientes al cierre de 2019 y el saldo medio de la inversión crediticia en el mismo período.

cierre de 2019 y el primer trimestre de 2022, esa ratio alcanza un 8,2% en el escenario COVID-19 en forma de V, un 10,3% en el que tiene forma de U y un 9,9% en el de W (gráfico 3).

El ejercicio elaborado por la Fed no está exento de críticas. Se ha realizado una publicación exhaustiva de un test de estrés cuyo objetivo último es determinar un colchón anticíclico que no sería prescriptivo en la situación de recesión actual, mientras que no se divulgan los resultados banco a banco del análisis de sensibilidad al COVID-19, sin duda, de gran valor informativo para el mercado.

Se entiende la mayor caída en capital del último escenario de rebrote, a pesar de las menores provisiones respecto al escenario en U, como consecuencia de la utilización de modelos prospectivos que penalizan más la capacidad de generación de ingresos y, por tanto, de capital en crisis de más largo plazo.

Con todo, el ejercicio realizado por la Fed no está exento de críticas, especialmente por la política de comunicación aplicada al mismo. Se ha realizado una publicación exhaustiva de un test de estrés cuyo objetivo último es determinar un colchón anticíclico que no sería prescriptivo en la situación de recesión actual, mientras que no se divulgan los resultados banco a banco del análisis de sensibilidad al COVID-19, sin duda, de gran valor informativo para el mercado.

Test de estrés y riesgos de cola: la anticipación de episodios de resolución

Una de las mejores formas de comprobar si los test de estrés han servido a sus fines es evaluar su capacidad anticipativa de episodios de resolución que hayan devenido con posterioridad. Si antes apuntábamos que la metodología y el alcance de los test se homogeneiza en Europa a partir del

nacimiento del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, los procesos de resolución hacen lo propio a partir de la entrada en funcionamiento del segundo pilar de la unión bancaria, el Mecanismo Único de Resolución, en enero de 2016.

Desde la constitución de la Junta Única de Resolución (SRB, por sus siglas en inglés), se han notificado cinco episodios de resolución bancaria correspondientes a: una entidad española (Banco Popular), dos entidades italianas (Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca) y dos entidades letonas (PNB Banka y ABLV junto a su filial en Luxemburgo). De estos cinco grupos bancarios, solo el español y los dos italianos se habían venido sometiendo a las pruebas de resistencia de la EBA de 2014 y 2016, con proyecciones a tres años, un horizonte que alcanzaba la que posteriormente sería su fecha de resolución (las tres comunicadas en junio de 2017). La no inclusión de los bancos de Letonia obedece a que la entrada del país báltico en la eurozona y en la unión bancaria se produjo con posterioridad.

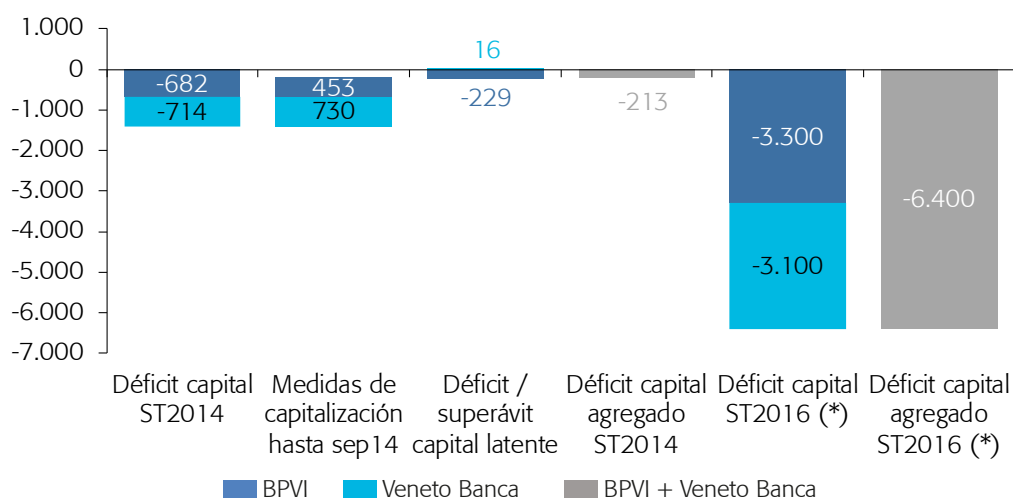
En dos bancos italianos el test habría servido para desencadenar la decisión de resolución, pero no para predecirla. Por un lado, la magnitud de las necesidades de capital acabó siendo muy superior. Por otro, el escenario adverso definido por la ESRB no llegó a materializarse, de manera que los fondos debían dotarse para hacer frente a unos riesgos de cola que no tuvieron lugar y que, en su caso, habrían abierto la puerta a la resolución.

En este sentido, conviene apuntar la diferente metodología de los test de 2014 y 2016. La prueba de 2014 estaba diseñada para evaluar la calidad de activos y la capitalización de los bancos que pasaban a estar bajo la directa supervisión del BCE y con una lógica de *pass or fail* en la que se precisaban medidas de recapitalización de las entidades con umbrales de CET1 inferiores al 5,5% en un escenario adverso. El ejercicio de 2016, en cambio, no recogía un umbral de capital a batir, sino que pretendía ser una herramienta para orientar el requerimiento de capital supervisor. A los efectos del análisis que nos

Gráfico 4

Necesidades de capital ST2014 vs resolución BPVI y Veneto Banca

(millones de euros)



Nota: El déficit de capital en los test de estrés (ST) de 2016 fue informado por las propias entidades en el curso de la solicitud de la ayuda de Estado (sus resultados no fueron públicos por no ser entidades de gran tamaño) y se recoge en un *Informe del Parlamento Europeo sobre la liquidación ordenada de Veneto Banca y Banca Popolare di Vicenza*.

Fuente: EBA, SRB y Afi.

ocupa, capacidad predictiva de episodios de resolución podría entenderse la infracapitalización de los bancos que se situaran por debajo del último requerimiento de capital supervisor.

De esta forma, Banco Popolare di Vicenza (BPVI) y Veneto Banca presentaron un déficit de capital agregado de 213 millones de euros en el test de 2014 considerando los ajustes asumidos por ambos bancos hasta el momento de la publicación de resultados (gráfico 4). Este déficit de capital se incrementó de manera exponencial hasta los 6.400 millones en el escenario adverso del test de 2016, con una solvencia por debajo de 0% (quiebra técnica), lo que sirvió de respaldo a la declaración por BCE del *failing or likely to fail* para activar los mecanismos de resolución, acompañado de una petición de ayuda de Estado aprobada por la Comisión Europea.

De esta forma, el test habría servido para desencadenar la decisión de resolución, pero no para predecirla. Por un lado, porque la magnitud de las necesidades de capital acabó siendo muy superior: las dos entidades debieron contar con la

capitalización extraordinaria del Fondo Atlante y la ayuda de Estado de Italia por un total de 8.285 millones de euros, frente a un déficit de fondos que en el peor escenario del test de estrés alcanzaba los 6.400 millones. Por otro lado, porque el escenario adverso definido por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) no llegó a materializarse, de manera que los fondos debían dotarse para hacer frente a unos riesgos de cola que no tuvieron lugar y que, en su caso, habrían abierto la puerta a la resolución.

Conclusión: los retos de los test de estrés de la EBA

El análisis realizado plantea algunos grandes retos a observar en el futuro desarrollo de los test de estrés en Europa:

- Las dificultades que presenta el ejercicio, tal y como se concibe hoy, para predecir riesgos de cola desconocidos. Tal es el caso actualmente

con los efectos derivados de la pandemia, pero sin duda lo serán también otros, y de forma especial el cambio climático.

■ Para abordar dicho tipo de riesgos de cola, la mejor solución puede venir de la inclusión de análisis de sensibilidad, como los desarrollados por la Fed para evaluar el impacto del COVID-19, en los que se planteen un conjunto de escenarios o hipótesis que desencadenaría el evento, a los cuales asignar ponderaciones y/o severidades con un componente más abierto y dinámico que el presente en los test de estrés tradicionales.

■ La capacidad de resistencia al ejercicio y su relación con la predicción de episodios de resolución que, hemos observado, no se ha garantizado en los últimos test de estrés. Este hito se entiende mejor desde el punto de vista de la racionalidad de la metodología que preside el ejercicio:

- Por un lado, la metodología parte de hipótesis de balance estático no consecuentes con los efectos en crisis bancarias de segunda derivada que, en su caso, aceleren episodios de resolución, ni con las acciones mitigadoras que las entidades pueden emprender ante tales episodios.
- Por otro lado, no hay cobertura de todos los riesgos, si se quiere a través de escenarios adicionales por razones distintas de la severidad del cuadro macroeconómico. En particular, no hay cobertura del riesgo de negocio derivado del incumplimiento de la planificación estratégica.
- Por último, a diferencia de la práctica seguida por la Fed americana, la EBA sigue el enfoque *bottom up* en el que buena parte de las hipótesis de la proyección son realizadas por las entidades al amparo de las prescripciones

metodológicas. Este criterio exige información mucho más granular y, por tanto, de una gran carga operacional, que, sin embargo, hace difícilmente comparables los resultados y no permite discriminar entre bancos saneados y bancos con dificultades.

En este sentido, y tras el pronunciamiento crítico del Tribunal de Cuentas de la Unión Europea acerca de la adecuación del ejercicio a sus fines, el rigor de los resultados y la capacidad de los agentes para evaluar la resiliencia del sistema a partir de los resultados de los test, la EBA abrió un periodo de consultas para debatir las mejoras a incorporar en futuras ediciones.

Sin duda alguna, un mayor rigor metodológico y reglas del juego más estables y realistas serán necesarias para el test de estrés de 2021, al que se otorga una extraordinaria relevancia. Por un lado, permitirá detectar con una mayor claridad la capacidad de resistencia de la banca europea, y por otro, puede actuar como “pistoletazo de salida” para un proceso de consolidación paneuropeo al que hasta ahora se ha hecho oídos sordos pese a las insistentes demandas al respecto por parte del BCE.

El hecho de que sea la propia EBA la que haya incentivado el debate acerca de las debilidades de los test invita al optimismo. El ejercicio es fundamental en la supervisión y debe serlo, también y cada vez más, en la gestión bancaria, su impacto en la adecuación del capital al riesgo asumido por los bancos tras la crisis ha sido crítico y su continuidad, más allá de la crítica, debe estar garantizada en el medio y largo plazo.

Referencias

AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (EBA) (2020). *EBA consults on the future of the EU-wide stress test framework*, 22 enero. Disponible en: <https://eba.europa.eu/eba-consults-future-eu-wide-stress-test-framework>.

Regular el sector financiero mediante la fiscalidad: consecuencias deseadas y no deseadas del impuesto sobre las transacciones financieras

*Giulio Allevato** y *Antonio De Vito***

La fijación de impuestos regulatorios para paliar las externalidades negativas que se producen en los mercados financieros ha dado lugar a distintas propuestas como la realizada por la Comisión Europea en 2011 o la formulada por el gobierno de España en febrero de 2020. Este trabajo revisa la teoría económica relativa a los impuestos sobre las transacciones financieras (ITF) y desarrolla un análisis de las consecuencias económicas de tales impuestos. Se argumenta que la implementación del ITF podría provocar un aumento importante del coste de capital de las empresas, así como riesgos de deslocalización y de sustitución, con efectos perjudiciales para la inversión y el crecimiento económico. Asimismo, se analizan las dificultades que plantean al regulador el diseño y la implementación de este tipo de impuestos –especialmente si se realizan de forma unilateral–, prestando atención al actual estado de situación dentro de la UE y en España. En el caso de adoptarse, la promulgación de un impuesto sobre las transacciones financieras debería ser el resultado de la cooperación multilateral de los países europeos, aunque las expectativas sobre la viabilidad de un acuerdo al respecto son escasas.

La huella dejada por la crisis financiera de 2007-2009 llevó a los responsables de la política económica, académicos y reguladores a estudiar posibles herramientas públicas para mejorar la estabilidad financiera e impedir nuevas turbulencias financieras. Las propuestas han ido desde la tradicional regulación directa a base de normas y control, hasta la imposición de tributos regulatorios para hacer frente a

las externalidades negativas típicamente asociadas a las crisis financieras (es decir, una excesiva toma de riesgos).

Las externalidades negativas existen cuando los agentes económicos no asumen en su totalidad los costes de sus acciones. De ahí que el coste soportado por la sociedad en su conjunto sea mayor

* Catedrático adjunto de Derecho Fiscal en la IE University, IE Law School.

** Catedrático adjunto de Contabilidad en la IE University, IE Business School.

que el soportado por el agente responsable de la actividad al cual se debe la externalidad. En la práctica, las externalidades negativas dan lugar a fallos de mercado, ya que los agentes económicos no internalizan íntegramente los costes generados por las mismas.

La teoría demuestra que cuando es posible comerciar sobre las externalidades y los costes de transacción son lo suficientemente bajos, puede alcanzarse un resultado eficiente en el sentido de Pareto a través de la negociación, con independencia de la asignación inicial de bienes entre los agentes (Coase, 1960). No obstante, estas hipótesis no suelen cumplirse a menudo (p. ej., porque los costes de transacción rara vez son lo suficientemente bajos para permitir una negociación eficiente). Así, en determinadas circunstancias, podría ser deseable que el regulador interviniese y regulase. Una forma de hacerlo es mediante un impuesto al agente económico responsable de generar la externalidad negativa. Ello hará que su coste marginal de producción aumente y, consiguientemente, que su producción —a la que está vinculada la externalidad— disminuya. Además, el uso de los impuestos regulatorios para paliar las externalidades negativas en los mercados financieros también podría cumplir un segundo objetivo, el de aumentar los ingresos recaudados con los que financiar posibles rescates futuros de los bancos.

En el presente trabajo, nos centramos en el impuesto sobre las transacciones financieras (en adelante, ITF), como herramienta para abordar las externalidades negativas en los mercados financieros. Aunque podría ser tentador para el regulador utilizar su potestad tributaria tanto para incrementar los ingresos como para regular las entidades financieras, sostenemos que la promulgación de impuestos sobre las transacciones financieras no ha de ir exenta de prudencia. De hecho, tras presentar un análisis del marco teórico sobre los efectos del ITF, apuntaremos varias consecuencias económicas que podrían surgir a raíz de la implementación de dicho impuesto. En un apartado posterior, profundizamos en los retos a los que podría enfrentarse el regulador durante el diseño de un ITF. Nos centraremos en la Propuesta de la Comisión Europea de un ITF

común a nivel de toda la UE, que, hasta la fecha, no ha suscitado un consenso amplio entre los distintos Estados miembros. Así, algunos países se han opuesto rotundamente a un ITF común a nivel de toda la UE, mientras que otros se han mostrado partidarios, hasta el punto de que Francia en 2012 e Italia en 2013 han promulgado unilateralmente sus propios ITF nacionales. En el apartado final, concluimos con el proyecto de ley relativo a un ITF en España.

Marco teórico del impuesto sobre las transacciones financieras

El impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) es un impuesto cuyo hecho imponible consiste en las transacciones vinculadas a la negociación sobre distintos tipos de valores. En concreto, el ITF debería aplicarse sobre cualquier transacción que implique “la compraventa de instrumentos financieros, así como otros tipos de transacciones financieras que podrían no constituir técnicamente una compra o una venta (p. ej., derivados) pero que comparten un alcance y un efecto similar. En ese sentido, los ITF pueden gravar uno, varios o un amplio abanico de instrumentos, incluidas las acciones, los títulos de renta fija, los derivados y las divisas” (Brondolo, 2011).

La idea subyacente en un ITF es que el gravamen “en cascada” debería desincentivar el cortoplacismo y reducir la volatilidad del mercado, favoreciendo la inversión a largo plazo y alineando los precios de los activos con sus valores intrínsecos.

El objetivo regulatorio del ITF es reducir la operativa realizada con fines especulativos a plazos muy cortos y la volatilidad de mercado que conlleva. De ahí que la hipótesis fundamental del ITF sea que los mercados financieros se caracterizan por una excesiva operativa a corto plazo, que da lugar a “largas oscilaciones en los precios de los activos y a una persistente desviación respecto de sus niveles fundamentales de equilibrio” (Schulmeister, 2009: 3).

El doble objetivo de disuadir la operativa de corto plazo y reducir la volatilidad de mercado debería alcanzarse a través de la imposición de un coste de transacción adicional —el importe del ITF— sobre las transacciones sujetas al impuesto. La idea subyacente es que cuantas más transacciones se negocien, mayor será el volumen de impuestos recaudado debido al “efecto en cascada” del ITF. En último término, tal efecto en cascada debería desincentivar el cortoplacismo, favorecer la inversión a largo plazo y alinear los precios de los activos con sus valores intrínsecos.

Dado que el ITF afecta a la generalidad de la actividad de trading y no solamente a la especulativa, algunos autores han sugerido que podría tener un efecto negativo en los proveedores de liquidez y en los operadores informados que habitualmente actúan como estabilizadores de los precios en el mercado.

La idea de gravar las transacciones financieras para los propósitos regulatorios mencionados se remonta a los años de la Gran Depresión. El primero en teorizar acerca del ITF fue John Maynard Keynes en 1936. Observando la especulación a corto plazo que había proliferado en Wall Street, a Keynes le preocupaba que la operativa especulativa de los inversores no informados (*noise traders*, operadores que no sustentan su contratación en argumentos fundamentales) pudiera provocar la desviación de los precios de los valores respecto de sus niveles fundamentales de equilibrio, con efectos negativos para la economía real. Esta operativa de *noise trading* reduciría a su vez el conjunto de información contenida en los precios de mercado y generaría una excesiva volatilidad en el mercado. Para contrarrestar este problema, Keynes afirmó que “[l]a introducción de un impuesto sustancial sobre las transacciones podría ser la forma idónea de mitigar el predominio de la especulación sobre la actividad emprendedora” (Keynes, 1936:160).

Varios años más tarde, en 1978, el ganador del Nobel de Economía James Tobin propuso un

impuesto sobre el mercado de divisas (la denominada “tasa Tobin”) similar al ITF de Keynes. La tasa Tobin debería haberse aplicado uniformemente a todas las operaciones de conversión de divisas en el mercado *spot* (contado) con la finalidad de estabilizar las divisas tras el abandono del sistema de Bretton Woods (Tobin, 1978). La propuesta de Tobin regresó a la actualidad en la década de 1980, con el *boom* de la contratación derivado de la liberalización de los mercados financieros, que condujo a una visión cortoplacista y a un exceso de volatilidad. En 1984, Tobin sugirió extender el ámbito de la tasa a la operativa sobre todos los instrumentos financieros (no solo las divisas) a fin de mitigar el exceso de volatilidad y alinear mejor los precios a sus valores intrínsecos.

Tras la crisis financiera de 2007-2009, los reguladores y los académicos han recuperado la idea de gravar a las entidades financieras y sus transacciones, con el argumento de que tal impuesto mejoraría la estabilidad financiera y disuadiría una excesiva asunción de riesgos por los participantes en el mercado (esto es, la motivación *pigouviana* destinada a la corrección de las externalidades) y generaría una mayor recaudación de ingresos tributarios (esto es, la motivación fiscal). En 2011, la Comisión Europea instó la adopción de un impuesto sobre todas las transacciones financieras en las que interviniese una entidad con sede en Europa. Aunque la Propuesta de la Comisión para un ITF común en toda la UE no ha suscitado aún el consenso necesario para su adopción, algunos países (como Francia en 2012 e Italia en 2013) han seguido esa sugerencia y han introducido unilateralmente el ITF en sus sistemas fiscales. Otros países, entre ellos España, han anunciado el inicio de la tramitación parlamentaria de un proyecto de ley de ITF con vistas a su aprobación en 2020.

Propuesta de la Comisión Europea relativa a un impuesto sobre las transacciones financieras

El 28 de septiembre de 2011, la Comisión Europea formuló una propuesta de ITF, siguiendo el modelo de multilateralismo regional (en lo sucesivo,

la "Propuesta de la UE" o el "ITF de la UE")¹. La intención original de la Comisión Europea era que la propuesta se aprobase con el consenso de todos los Estados miembros de la Unión Europea. Sin embargo, varios Estados han mostrado hasta la fecha su rechazo, frustrando la unanimidad. En consecuencia, la Propuesta de la UE ha sido objeto de un procedimiento de "cooperación reforzada" promovido por diez Estados miembros².

El objetivo de la Propuesta de la UE de un ITF comunitario era "hacer frente al comportamiento particularmente arriesgado". En concreto, dicho impuesto parte de la creencia de que, durante las dos últimas décadas, el constante incremento de la actividad de *trading* en los mercados financieros de la UE ha generado un exceso de liquidez (Schulmeister, 2009). De ahí que el ITF europeo se configurase como un impuesto sobre los valores mobiliarios a nivel general de la UE, con la doble pretensión de corregir las externalidades negativas en los mercados financieros y de incrementar los ingresos tributarios procedentes del sector financiero para financiar los bienes y servicios públicos.

Con posterioridad a su formulación, la propuesta ha recibido varias críticas, en particular desde el sector financiero. El argumento más relevante en contra del impuesto ha sido que el incremento de la actividad de *trading* durante las últimas décadas en Europa, y en particular la negociación con derivados, ha representado una cobertura normal, la cual, más que constituir una actividad con fines especulativos, hace posible una genuina incorporación de la información a los precios (*price discovery*). En la medida en que dicha negociación permite a los agentes cubrir sus posiciones de riesgo, no debería quedar

sujeta ni a regulación ni a imposición, puesto que ello perjudicaría al sector financiero.

También se han expresado otras inquietudes referentes a que un impuesto sobre las transacciones financieras produciría consecuencias no deseadas sobre el volumen y la liquidez de mercado. Diversos observadores defienden que reducir los volúmenes de *trading* a corto plazo y la liquidez de mercado no es un objetivo a perseguir. Esta postura sostiene que, bajo la hipótesis de los mercados de capitales eficientes (Fama, 1970), unos elevados volúmenes de *trading* desempeñan un papel fundamental en el proceso de *price discovery* y en acercar los precios de los activos a su nivel de equilibrio. De hecho, dado que el ITF afecta a la generalidad de la actividad de *trading* y no solamente a la especulativa, algunos autores han sugerido que el ITF podría tener un efecto negativo en los proveedores de liquidez y en los operadores informados que habitualmente actúan como estabilizadores de los precios en el mercado. En concreto, al reducir la cifra de operaciones de inversores informados, el ITF movería los precios de los activos desviándolos de sus niveles fundamentales (Schulmeister, Schratzenstaller y Picek, 2008), lo que a su vez incrementaría la actividad especulativa (*noise trading*) (Stiglitz, 1989) y la volatilidad (Amihud y Mendelson, 2003)³.

Además, algunos expertos han alertado del posible impacto del ITF en el coste de capital⁴. La hipótesis que esgrimen es que unos costes de transacción más altos aumentan las tasas mínimas de rentabilidad exigidas por los inversores (Amihud y Mendelson, 1986). Un aumento del coste de capital podría tener, a su vez, efectos adversos en la

¹ Propuesta de Directiva del Consejo relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras y por la que se modifica la Directiva 2008/7/EC, COM (2011) 594 final (28 de septiembre de 2011).

² El 22 de enero de 2013, el Consejo autorizó a los Estados miembros interesados que emprendieran el procedimiento de cooperación reforzada. Inicialmente fueron once los Estados miembros que solicitaron participar en dicho procedimiento: Austria, Bélgica, Francia, Estonia, Alemania, Grecia, Italia, Irlanda, Portugal, Eslovenia y España. El 6 de mayo de 2014, Eslovenia se opuso a firmar una declaración en la que los Estados miembros solicitantes se comprometían a continuar con el procedimiento hasta el final. Por tanto, actualmente son solo diez los Estados miembros que participan proactivamente en el procedimiento de cooperación reforzada.

³ Además, el *trading* a corto plazo abarca a menudo la actividad de cobertura y no solo especulación a corto plazo. Véase Habermeier y Kirilenko (2003).

⁴ Garbarino y Allevato (2012), nota 17. Véase también Cortez y Vogel (2011) y Amihud y Mendelson (1992).

inversión y el empleo y, con carácter más general, en la economía (Cortez y Vogel, 2011).

Diseño del ITF y aspectos relacionados

El ITF de la UE se aplicaría a un amplio abanico de valores y de transacciones financieras que se negocian en los mercados de capitales. Por citar las categorías más importantes, el ámbito del ITF de la UE comprendería los títulos valores y los instrumentos del mercado monetario —a excepción de los instrumentos utilizados para los pagos—, las acciones en organismos de inversión colectiva y los acuerdos con derivados, así como las operaciones ejecutadas en mercados no organizados (incluido el mercado OTC).

Se contemplan exenciones para determinadas transacciones y, en particular, se prevé la exclusión del ámbito del ITF de las transacciones financieras realizadas con el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales. Pese a proponerse como un impuesto de amplio alcance, las transacciones vinculadas a actividades empresariales o las llevadas a cabo por inversores minoristas en su condición de ciudadanos particulares también quedarían excluidas (p. ej., contratos de seguros, préstamo hipotecario y crédito al consumo, etc.). Además, la Propuesta de la UE prevé excluir del ámbito del ITF las transacciones realizadas en los mercados primarios —tales como ofertas iniciales de acciones en mercados de valores regulados— y las que resulten de operaciones de reestructuración.

La base imponible del ITF sería el precio del título o, en el caso de derivados, el valor nominal. Cuando se trate de transacciones entre partes vinculadas en las que el precio negociado esté netamente por debajo del precio de mercado, el impuesto se calcularía utilizando el precio de mercado relevante a la fecha en la que las partes suscribieron el acuerdo. El tipo impositivo sería de alrededor del 0,1% en las transacciones sobre acciones y obligaciones, y del 0,01% para las transacciones con derivados.

En lo que respecta a cómo distribuir la recaudación del impuesto entre los países participantes, el

criterio empleado sería el lugar de establecimiento de las entidades financieras que intervengan en las transacciones financieras, y no el lugar donde se negocie la operación. Este criterio satisface probablemente las exigencias de Estados miembros como Francia o Alemania, sede de importantes entidades financieras, pero podría generar descontento entre otros países que albergan entidades de menor tamaño con un menor volumen y valor de transacciones. También merece la pena destacar que una parte de los recursos recaudados con el ITF iría destinada a financiar el presupuesto comunitario, reduciéndose de ese modo la cuota de transferencias asignadas a cada Estado miembro.

La globalización de los mercados financieros, así como la digitalización de la economía, facilitan la deslocalización hacia jurisdicciones con baja fiscalidad, puesto que el grueso de la actividad de trading tiene lugar hoy en día electrónicamente.

Ahora bien, los riesgos de deslocalización y de sustitución podrían hacer impredecible la cifra de lo recaudado con el impuesto (Vella, Fuest y Schmidt-Eisenlohr, 2011). El riesgo de deslocalización estriba en la existencia de jurisdicciones competidoras que no imponen un ITF, las cuales en última instancia buscan atraer el *trading* de otras jurisdicciones que sí lo aplican. En este sentido, la globalización de los mercados financieros, así como la digitalización de la economía, facilitan la deslocalización hacia jurisdicciones con baja fiscalidad, puesto que el grueso de la actividad de *trading* tiene lugar hoy en día electrónicamente. De ahí que el uso de plataformas *online*, que formalmente tienen su residencia en jurisdicciones que no imponen ITF, es una opción de bajo coste que permite ahorrar impuestos.

Además, el ITF está expuesto al riesgo de sustitución. En concreto, los inversores podrían sustituir transacciones sujetas a tributación por transacciones no sujetas. Este comportamiento estratégico surge cuando el impuesto no grava todas las clases de transacciones, sino solo determinadas transacciones específicas (p. ej., sobre acciones, bonos corporativos, derivados o divisas). En tal caso, es razonable

prever un desplazamiento de inversiones desde un tipo de instrumentos a otro puramente por razones de fiscalidad, lo que daría lugar a un resultado ineficiente desde el punto de vista económico. El traslado desde unos tipos de inversión a otros no sujetos a tributación sería incluso más acusado si los costes marginales del traslado fueran más bajos que el impuesto aplicado a un tipo particular de inversión, a igualdad del resto de condiciones.

Por último, la Propuesta de la UE seguiría el principio de residencia (*territorial approach*), en virtud del cual una transacción queda bajo el ámbito del impuesto siempre que al menos una de las partes sea una entidad financiera establecida en un Estado miembro participante en el procedimiento de cooperación reforzada. Con este enfoque, no obstante, se corre el riesgo de relocalización de la actividad a jurisdicciones no participantes en el procedimiento de cooperación reforzada. Además, cuando las dos partes intervinientes en la transacción estén establecidas en jurisdicciones que no hayan adoptado el ITF, la transacción no estaría sujeta. Tales comportamientos para evitar la sujeción al impuesto quizá no se encuentren al alcance de las entidades pequeñas, pues su estructura corporativa generalmente no incluirá establecimientos en jurisdicciones libres del impuesto. Las entidades de mayor tamaño, en cambio, sí podrían aprovecharse de tal oportunidad. De ahí que el impuesto podría ser comparativamente más lesivo para las entidades financieras más pequeñas, al ser las que soportarían la mayor parte de la carga tributaria (véase Garbarino y Allevato, 2012:17-19).

Propuesta para un impuesto sobre las transacciones financieras en España

El 18 de febrero de 2020, el gobierno de España inició la tramitación de un proyecto de ley de ITF, que solo gravaría la adquisición de acciones de sociedades cotizadas españolas cuyo valor de capitalización bursátil supere los 1.000 millones de euros. A diferencia de la Propuesta de la UE, el tipo del gravamen se establece en un 0,2% respecto a las transacciones mencionadas, y el sujeto pasivo

de este nuevo impuesto sería la entidad financiera que ejecute la adquisición, con independencia de la residencia fiscal. De ahí que, frente al ITF de la UE, España sigue un enfoque basado en el principio de "emisión" (*worldwide approach*), al someter a gravamen todas las transacciones sobre acciones de entidades españolas, cualquiera que sea el lugar donde se negocien o el lugar de establecimiento de las partes o de los intermediarios financieros que intervengan en la transacción.

Ahora bien, un ITF de esta clase implementado unilateralmente entraña considerables dificultades en cuanto a su exigibilidad y liquidación en el caso de transacciones realizadas fuera de las fronteras de España con partes extranjeras: de hecho, en esos casos, España se vería obligada a depender del cumplimiento voluntario por los intervinientes en las transacciones o de la cooperación de países terceros.

Dado el umbral mínimo establecido para la aplicación del impuesto, a día de hoy unas 60 compañías quedarían sometidas a tributación. Se trataría, además, de las empresas de mayor capitalización incluidas en el Ibex 35, cuyo valor añadido bruto supone del orden del 8% del PIB nacional y que emplean a más de un millón de personas. Esto, a su vez, suscita preocupación por el carácter selectivo del impuesto, al aplicarse solo a un reducido número de contribuyentes corporativos (Izquierdo Llanes, 2020).

Por último, conviene señalar que las entidades financieras españolas ya tributan a un tipo legal del impuesto sobre sociedades superior al del resto del sector empresarial (el tipo nominal de gravamen de las entidades de crédito es del 30%, frente al tipo general del 25%). Imponer un tributo adicional sobre estos agentes económicos podría de hecho exacerbar la carga fiscal e incentivar respuestas conductuales negativas, como trasladar la carga económica del ITF a los clientes o invertir en títulos que no queden bajo el ámbito del impuesto. Esta última respuesta podría resultar muy problemática, ya que contradice el principio de diversificación, que establece que el capital debe asignarse de modo que se reduzca la exposición a un activo o riesgo

particular. En efecto, al invertir en una diversidad de activos, las entidades financieras reducen el riesgo de concentración y la volatilidad.

Consideraciones finales

Este trabajo examina los impuestos regulatorios como herramienta para la internalización por el sector financiero de las externalidades negativas producidas en los mercados financieros, prestando especial atención a la figura tributaria del ITF. En concreto, el trabajo ilustra las corrientes teóricas respecto al ITF y sus consecuencias deseadas y no deseadas. Se subraya la falta de unanimidad acerca de la deseabilidad de los objetivos regulatorios del ITF —en concreto, la reducción de la excesiva liquidez en el mercado y de la volatilidad a corto plazo—. Además, el análisis incluido en este trabajo pone de manifiesto que la implementación del ITF podría provocar un importante encarecimiento del coste de capital y riesgos de deslocalización y sustitución, con efectos perjudiciales para la inversión y el crecimiento económico.

La adopción de un ITF debería ser el resultado de la cooperación multilateral entre todos los países pertenecientes a una determinada región del mercado. El establecimiento de ITF propios por algunos Estados miembros de la UE podría revelarse ineficaz para alcanzar su objetivo regulatorio, o incluso contraproducente.

Por último, argumentamos que la adopción unilateral del ITF aumenta las consecuencias no deseadas y pone en cuestión la eficacia de tal tributo. Por todo ello, creemos que los gobiernos deberían trabajar en pos de una implementación multilateral del ITF. En concreto, el diseño y la adopción de tal impuesto deberían ser el resultado de la cooperación multilateral entre todos los países pertenecientes a una determinada región del mercado. Por todas las razones mencionadas, creemos que los Estados miembros de la UE deberían abstenerse de desarrollar sus propios ITF, los cuales podrían

revelarse ineficaces para alcanzar su objetivo regulatorio, o incluso contraproducentes, y avanzar en la senda de una coordinación multilateral a nivel europeo. No obstante, las expectativas sobre la viabilidad de dicho acuerdo son muy bajas, como demuestra el fracaso de la propuesta de la Comisión de la UE, y el escenario del *brexit* complica aún más las aspiraciones de aquellos que defienden un ITF común en toda la UE.

Referencias

- AMIHUD, Y. y MENDELSON, H. (1986). Liquidity and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), pp. 43-48.
- (1992). Transaction Taxes and Stock Values. En: Edited by K. Lehn and R. W. Kamphuis, *Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, pp. 477-500. New York: Irwin Professional Publishing.
- (2003). Effects of a New York State Stock Transaction Tax. *NUY Working paper*.
- BRONDOLO, J. D. (2011). Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility. *IMF Working Paper WP/11/185*.
- COASE, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3, pp. 1-44.
- CORTEZ, B. y VOGEL, T. (2011). A Financial Transaction Tax for Europe. *EC Tax Review*, 20(16).
- FAMA, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(383).
- GARBARINO, C. y ALLEVATO, G. (2012). Financial Transaction Tax europea: obiettivi dichiarati e potenziali effetti distortivi. *Fiscalità e Commercio Internazionale*, 12, pp. 14-20.
- HABERMEIER, K. y KIRILENKO, A. A. (2003). Securities Transaction Taxes and Financial Markets. *IMF Staff Papers*, 165.
- IZQUIERDO LLANES, G. (2020). El error del nuevo impuesto sobre las transacciones financieras. *Cinco Días, El País Economía*.

KEYNES, J. M. (1936). *Teoría general del empleo, del interés y del dinero* (1ª ed.) London: Macmillan and Co..

SCHULMEISTER, S. (2009). A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal. *WIFO Working Papers*, 344/2009.

SCHULMEISTER, S., SCHRATZENSTALLER, M. y PICEK, O. (2008). A General Financial Transaction Tax. Motives, Revenues, Feasibility and Effects. *WIFO Working Papers*, 338.

STIGLITZ, J. E. (1989). Using tax policy to curb speculative short-term trading. *Journal of Financial Services Research*, 3, pp.101-115.

TOBIN, J. (1978). Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal*, 3-4, pp. 153-159.

VELLA, J., FUEST, C. y SCHMIDT-EISENLOHR, T. (2011). The EU Commission's Proposal for a Financial Transaction Tax, *British Tax Review*, 6(607).

Las exportaciones españolas de alta tecnología

Ramon Xifré*

En términos de intensidad exportadora de productos de alta tecnología, España ocupa el puesto 25 de los 27 países de la UE y en cuanto al saldo neto, es el país con mayor déficit comercial en esta rama de productos dentro de las cuatro mayores economías de la UE. Este artículo también muestra que no existe una relación directa entre intensidad exportadora en alta tecnología e intensidad inversora en I+D. La literatura sugiere que otros factores, relacionados con la capacidad de atracción de proyectos, parecen ser más determinantes para explicar la intensidad exportadora. Por ello, es deseable que España examine qué tipo de iniciativas puede desarrollar para mejorar su base científico-técnica y su atractivo internacional en proyectos relacionados con la “industria de la ciencia”. Avances en esta dirección prepararán mejor al país para afrontar las crisis, como la del COVID-19, y son un estímulo al crecimiento económico por su capacidad de arrastre sobre el conjunto de la industria de la ciencia nacional.

La crisis causada por el COVID-19 ha puesto de manifiesto hasta qué punto los países necesitan un sistema de ciencia y tecnología robusto. Desde el primer momento ha quedado claro que las naciones que están mejor preparadas son aquellas que cuentan con una base científico-tecnológica especializada, bien dotada y avanzada.

Por otro lado, la conocida como “industria de la ciencia” no solo sirve el propósito de hacer frente a las crisis de salud pública y otras emergencias, sino que es un vector importante de desarrollo económico dado su importante efecto tractor sobre diversas actividades económicas que, por lo

general, suelen ser de alto o muy alto valor añadido y cuentan con empleo cualificado y estable (Poncela García, 2016; Cáceres Núñez, 2016).

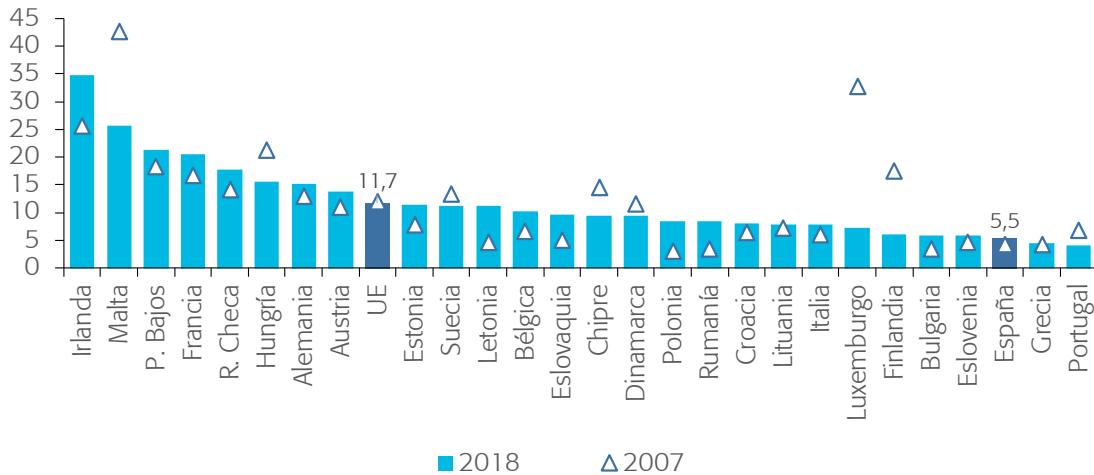
El presente artículo estudia un elemento particular de la industria de la ciencia en España como son las exportaciones de productos de alta tecnología. Estas exportaciones pueden considerarse un indicador de la extensión y solidez del sistema nacional de producción de conocimiento, porque para realizarlas es necesario tanto un entorno público apropiado como una iniciativa privada que sepa cómo rentabilizar internacionalmente sus desarrollos en la frontera del conocimiento.

* ESCI-UPF, UPF Barcelona School of Management, PPSRC-IESE.

Gráfico 1

Exportaciones de productos de alta tecnología en los países de la UE

(En porcentaje de las exportaciones totales de productos)



Fuente: Eurostat.

La intensidad exportadora de alta tecnología

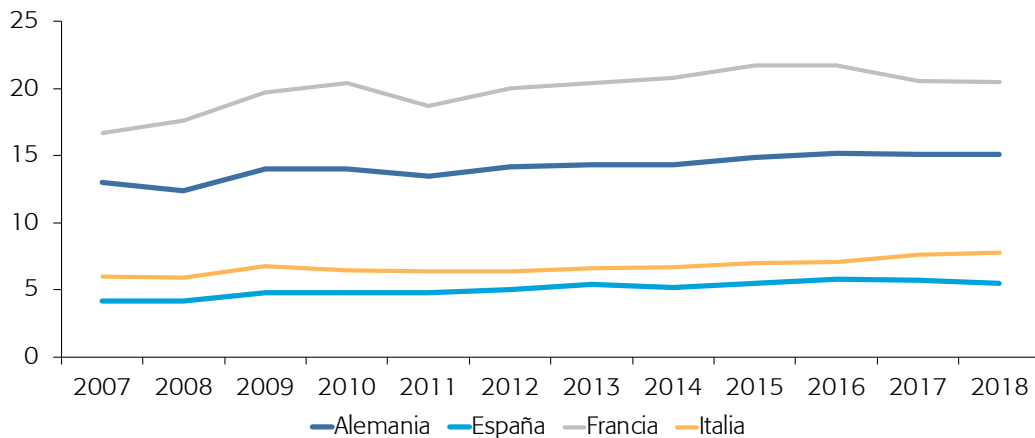
En este trabajo seguimos las especificaciones estadísticas de Eurostat para delimitar los productos de alta tecnología (Eurostat, 2016). A partir de la clasificación de productos SITC Rev.4, Eurostat

considera productos de alta tecnología a nueve ramas de manufacturas relacionadas con los siguientes sectores: aeronáutico y aeroespacial, equipo informático, electrónica y telecomunicaciones, farmacéutico, instrumental científico, maquinaria eléctrica, química, maquina no eléctrica (maquinaria controlada numéricamente), y armamento.

Gráfico 2

Evolución de las exportaciones de productos alta tecnología en las cuatro grandes economías de la UE, 2007-2018

(En porcentaje de las exportaciones totales de productos)



Fuente: Eurostat.

Una de las formas más habituales de medir las exportaciones de alta tecnología es calcular su peso en las exportaciones totales de productos. Los gráficos 1 y 2 representan respectivamente este porcentaje para los 27 países de la UE en 2007 y 2018, y para las cuatro principales economías de la UE (Alemania, Francia, Italia y España) a lo largo del periodo 2007-2018.

En 2018 el peso de las exportaciones de productos de alta tecnología sobre el total de exportaciones de bienes en España (5,5%) era menos de la mitad que el promedio de la UE (11,7%) y se situaba en el lugar 25 de los 27 países de la UE.

El gráfico 1 muestra que en 2018 la intensidad exportadora de productos de alta tecnología en España (5,5%) era menos de la mitad que el promedio de la UE (11,7%) y se situaba en el lugar 25 de los 27 países de la UE. El gráfico 2, por su parte, revela que las intensidades exportadoras tienen un fuerte componente estructural. Las intensidades de las cuatro mayores economías de la UE se han mantenido relativamente estables durante el periodo 2007-2018 con una suave tendencia general al

alza. En este grupo, España ocupa la última posición, ligeramente por detrás de Italia, a pesar de haber aumentado la intensidad exportadora tecnológica en cerca de dos puntos porcentuales, del 4% al 6%, en este periodo de once años. Francia lidera claramente, con intensidades exportadoras que se acercaron al 22% en 2015 y 2016 y que han decrecido ligeramente a partir de entonces, mientras que Alemania presenta una posición intermedia con un crecimiento más suave pero continuo y estable.

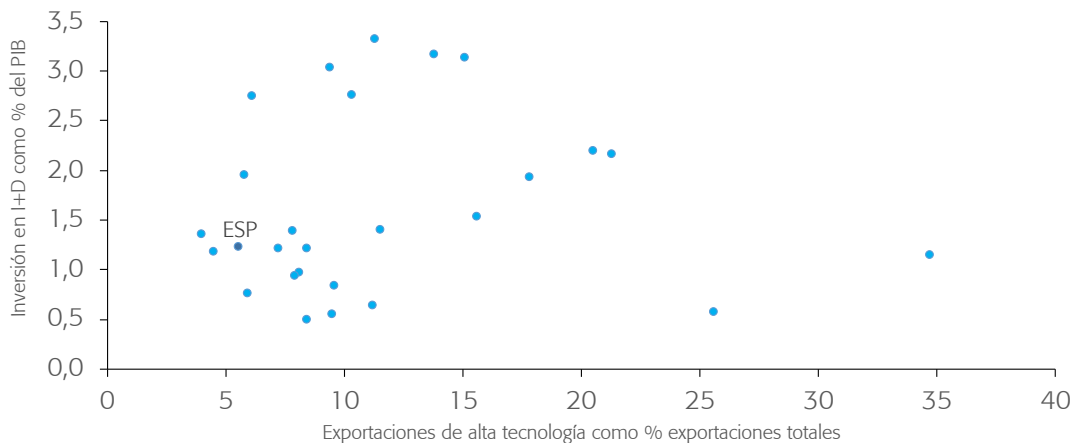
Aunque sigue siendo una cuestión abierta cuáles son los determinantes de las exportaciones de alta tecnología, la literatura ha sugerido que la capacidad de un país de atraer inversión extranjera y ciertas medidas específicas, como la colaboración en proyectos científicos internacionales de gran envergadura, pueden jugar un papel importante.

Este análisis puede llevar a pensar que la intensidad exportadora en productos de alta tecnología depende muy estrechamente de otra variable, igualmente estructural, como es la inversión en I+D. Para examinarlo, el gráfico 3 representa para los 27 países

Gráfico 3

Exportaciones de alta tecnología y gasto en I+D en los países de la UE, 2018

(En porcentaje de las exportaciones totales y en porcentaje del PIB)

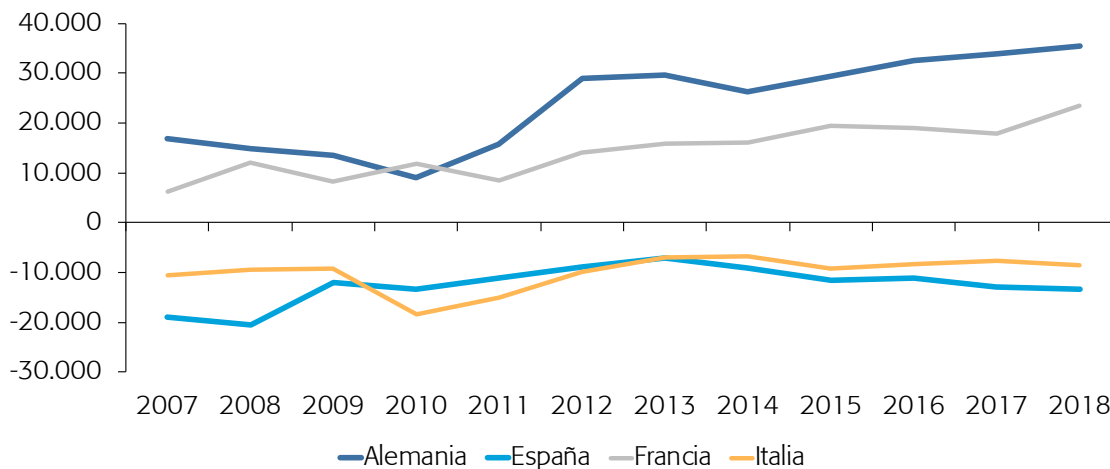


Fuente: Eurostat.

Gráfico 4

Saldo neto del comercio de productos de alta tecnología con el resto del mundo, 2007-2018

(En millones de euros)



Fuente: Eurostat.

de la UE la intensidad exportadora de productos de alta tecnología y la intensidad inversora en I+D (gasto interno total en I+D con relación al PIB) en 2018.

No existe una relación lineal entre ambas variables (el coeficiente de correlación es 0,004 y no significativo). Esta observación está en línea con la literatura, que muestra que el papel que juegan las exportaciones de alta tecnología en el crecimiento económico es más importante en los países en desarrollo que en las economías avanzadas (Crespo Cuaresma y Wörz, 2005; Falk, 2009). De hecho, los factores determinantes de las exportaciones de alta tecnología parece que se mantienen como una cuestión abierta. La literatura ha sugerido que la capacidad de un país de atraer inversión extranjera y ciertas medidas específicas y *ad hoc* como la colaboración en proyectos científicos internacionales de gran envergadura pueden jugar un papel importante (Wilkinson y Brouthers, 2000).

El saldo exportador en alta tecnología

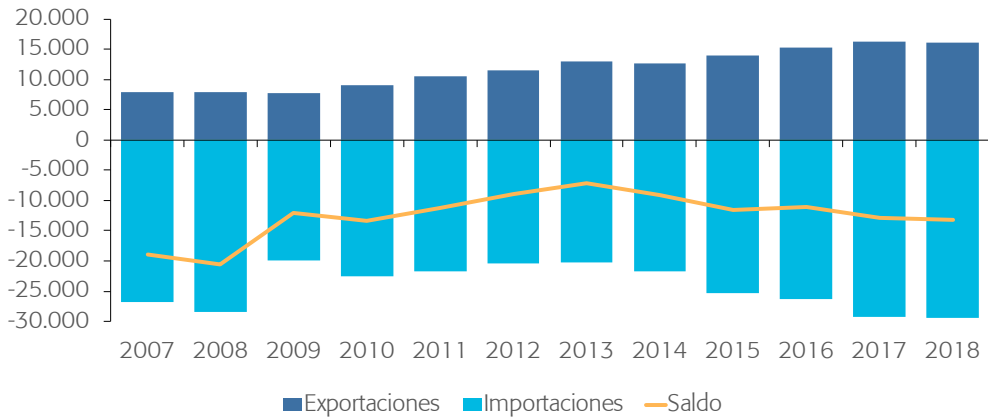
Para completar el análisis, el gráfico 4 adopta una perspectiva diferente y representa el saldo exportador neto en millones de euros (exportaciones

menos importaciones) de las cuatro mayores economías de la UE con respecto al resto del mundo. Los datos muestran que España e Italia no son solo los países con menor intensidad exportadora en productos de alta tecnología, sino que también son los países donde el saldo comercial de estos productos es negativo, es decir, importan más de lo que exportan. En el caso de España, el déficit ascendía a más 13.200 millones de euros en 2018 mientras que en Italia la cifra se situaba en 8.500 millones. Desde esta perspectiva, el país que ofrece mejores resultados es Alemania, con un superávit en la balanza de productos tecnológicos de más 35.500 millones de euros, seguido por Francia, con cerca de 23.400 millones. En cuanto a la evolución temporal reciente, los dos grupos de países también presentan diferencias. Los países con superávit lo han aumentado de forma significativa en los últimos años mientras que España, que consiguió reducir su déficit a la mitad entre 2008 y 2013, viene ampliándolo desde el año 2014. En el caso de Italia, su déficit se mantiene en una posición relativamente constante. El diagnóstico que emerge, por tanto, es no solo de diferencias en el signo de la balanza sino divergencia entre las trayectorias los países superavitarios (Francia y Alemania) y la del país con mayores déficits (España).

Gráfico 5

Exportaciones, importaciones y saldo neto de España en el comercio de productos de alta tecnología con el resto del mundo, 2007-2018

(En millones de euros)



Fuente: Eurostat.

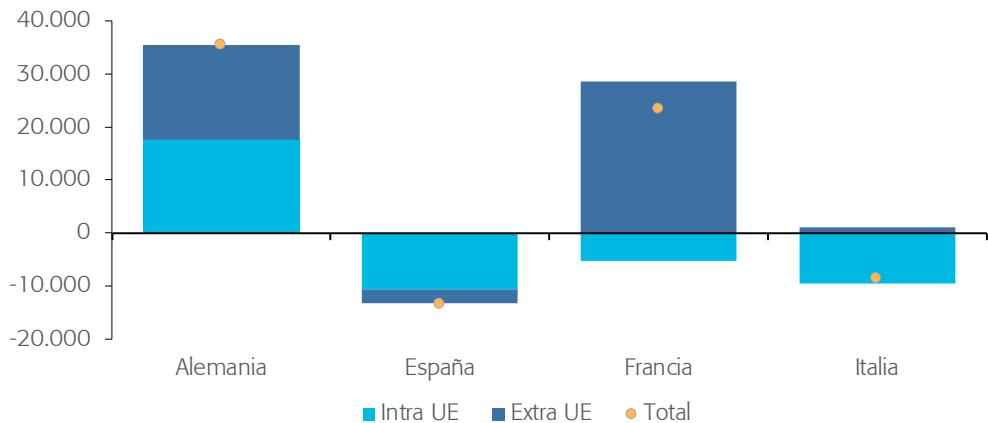
El gráfico 5 se centra en la evolución temporal del saldo de la balanza exportadora española representando por separado importaciones y exportaciones de productos de alta tecnología en millones de euros. Como se puede observar, las exportaciones presentan una evolución continua al alza y, de hecho, duplican su valor absoluto entre 2007 y 2018 (pasando de

los 7.800 millones a los 16.100 millones) observándose una desaceleración del crecimiento a partir de 2016. El perfil de las importaciones presenta más variaciones y es el factor más determinante para las fluctuaciones del saldo neto. Se distinguen con claridad dos etapas: en la primera, de 2008 a 2013, las importaciones se redujeron cerca de un

Gráfico 6

Saldo neto del comercio de productos de alta tecnología con el resto del mundo y contribución del saldo neto intra-UE y extra-UE, 2018

(En millones de euros)



Fuente: Eurostat.

30% (en un contexto de exportaciones crecientes) y en la segunda, entre 2013 y 2018, han aumentado un 45% (de 20.200 millones a los 29.400), lo cual apunta a ciertos déficits nacionales en el sector productivo de la alta tecnología.

Para conocer el detalle geográfico de la contribución a estos resultados, el gráfico 6 muestra el desglose del saldo comercial de la balanza de bienes de alta tecnología de cada una de las cuatro economías de referencia distinguiendo entre el saldo con el resto de los países de la UE (intra-UE) y el saldo con los países que no son miembros de la UE (extra-UE).

España es el único país de las cuatro grandes economías de la Unión Europea que registra déficit comercial tecnológico tanto intra-UE como extra-UE.

Como se puede observar, los intercambios netos con el mercado intra-UE resultan positivos solo en el caso de Alemania, mientras que los otros tres países importan más de lo que exportan en productos de alta tecnología en el mercado único. En relación con el saldo extra-UE, Alemania y, especialmente Francia, obtienen superávits significativos. De hecho, en este último caso, el superávit comercial con los países de fuera de la UE es muy superior al déficit intracomunitario y genera una balanza global positiva. Italia también presenta superávit con los mercados extra-comunitarios, pero de una magnitud insuficiente para compensar su déficit intra-UE. Finalmente, la situación de España es de nuevo la más deteriorada del grupo, ya que es el único país de los cuatro analizados que registra déficit comercial tecnológico tanto intra-UE como extra-UE.

Análisis sectorial

Para completar el análisis, se introduce la dimensión sectorial y el cuadro 1 muestra las exportaciones e importaciones españolas de productos de alta tecnología en 2018, por sector, al mundo y distinguiendo también por destinos intra-UE y extra-UE.

En términos agregados, y como sucede con las exportaciones en general, los intercambios españoles son mayores con la UE que con el resto del

En la exportación dominan el sector aeroespacial y el químico: el primero en los mercados intra-UE (y por tanto en el global) y el segundo en los mercados extra-UE. En cuanto a importaciones, la concentración se produce de forma muy clara en electrónica y telecomunicaciones.

mundo, siendo esta concentración mayor en el caso de las importaciones (67%) que en las exportaciones (58%). Por sectores, en la exportación dominan el sector aeroespacial y el químico: el primero en los mercados intra-UE (y por tanto en el global) y el segundo en los mercados extra-UE. Llama la atención que, en cuanto a importaciones, la concentración se produce de forma muy clara en un tercer sector, la electrónica y las telecomunicaciones. De hecho, las importaciones españolas de este tipo de productos representan más del 40% de las importaciones totales en los mercados extra-UE y el 28% en los mercados UE. El segundo puesto en las importaciones corresponde a sectores distintos según el mercado de origen. En los destinos extra-UE, corresponde a los productos aeronáuticos y aeroespaciales, mientras que en los destinos intra-UE se trata de la química y farmacia.

Conclusiones

Las exportaciones españolas de productos de alta tecnología en relación con el total de bienes exportados se sitúan en el nivel más bajo de las cuatro mayores economías de la UE, a pesar del crecimiento sostenido en los últimos años. En cuanto al saldo del comercio exterior de alta tecnología, España registra también el mayor déficit dentro de este grupo de países. Dicho déficit se redujo entre 2008 y 2013 pero ha aumentado desde entonces, siendo la causa principal el importante aumento de las importaciones. España es la única economía de entre las cuatro más grandes de la UE que mantiene un déficit exportador con los países de fuera

Cuadro 1

Exportaciones e importaciones españolas de bienes de alta tecnología, al mundo, intra-UE y extra-UE, 2018.

(En millones de euros)

	Mundo				Intra-UE				Extra-UE			
	Exportaciones		Importaciones		Exportaciones		Importaciones		Exportaciones		Importaciones	
	Mill. €	%	Mill. €	%	Mill. €	%	Mill. €	%	Mill. €	%	Mill. €	%
Total	16.150		29.431		9.255		19.913		6.895		9.518	
Aeroespacial	3.883	24,0	3.050	10,4	2.401	25,9	1.398	7,0	1.481	21,5	1.652	17,4
Química	3.598	22,3	5.236	17,8	1.743	18,8	3.721	18,7	1.855	26,9	1.515	15,9
Electr., telecom.	2.637	16,3	9.558	32,5	1.434	15,5	5.565	27,9	1.203	17,4	3.993	42,0
Maq. no eléctrica	1.823	11,3	1.592	5,4	1.308	14,1	1.253	6,3	515	7,5	338	3,6
Eq. científicos	1.398	8,7	3.628	12,3	785	8,5	2.988	15,0	613	8,9	640	6,7
Farmacia	967	6,0	4.646	15,8	702	7,6	3.925	19,7	264	3,8	722	7,6
Maq. eléctrica	888	5,5	669	2,3	477	5,2	437	2,2	411	6,0	231	2,4
Armamento	583	3,6	184	0,6	172	1,9	104	0,5	411	6,0	80	0,8
Eq. informáticos	374	2,3	869	3,0	232	2,5	522	2,6	142	2,1	347	3,6

Fuente: Eurostat.

de la UE. En términos sectoriales, las exportaciones españolas se concentran en los sectores aeronáutico, químico, y electrónica y telecomunicaciones.

Dada la relevancia de las exportaciones de alta tecnología para el sistema nacional de ciencia y conocimiento (y los altos impactos sociales y económicos del mismo) es muy necesario que España mejore en estos indicadores. A pesar de que los factores que explican las exportaciones de productos de alta tecnología siguen siendo una cuestión abierta, una estrategia para lograrlo parece ser aumentar la capacidad de generación y atracción de proyectos internacionales de gran envergadura de ciencia y alta tecnología.

Referencias

CÁCERES NÚÑEZ, F. J. (2018). La industria de la ciencia: Una aproximación a sus mercados. *Cuadernos Económicos de ICE*, enero-febrero, 888, pp. 33-45.

CRESPO CUARESMA, J. y WÖRZ, J. (2005). On Export Composition and Growth. *Review of World Economics*, 141, pp. 33-49.

EUROSTAT (2016). High-tech industry and knowledge-intensive services. Reference Metadata in Euro SDMX Metadata Structure (ESMS). Disponible en https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/Annexes/htec_esms_an5.pdf

FALK, M (2009). High-tech exports and economic growth in industrialized countries. *Applied Economics Letters*, 16, pp. 1025-1028.

PONCELA GARCÍA, M. L. (2016). La industria de la ciencia y sus implicaciones en los otros sectores industriales. *Cuadernos Económicos de ICE*, enero-febrero, 888, pp. 47-59.

WILKINSON, T. y BROUHERS, L. E. (2000). Trade Shows, Trade Missions and State Governments: Increasing FDI and High-Tech Exports. *Journal of International Business Studies*, 31, pp. 725-734.

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												
2013	-1,4	-2,9	-2,1	-3,8	-8,2	-7,6	-8,7	1,3	4,4	-0,2	-2,9	1,5
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	3,0	9,9	-2,6	5,2	4,5	6,8	1,9	-0,5
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	-3,2	5,7	8,2	4,3	5,1	3,9	-0,1
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	8,9	-4,8	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0
2017	2,9	3,0	1,0	5,9	5,9	11,5	0,2	5,9	5,6	6,6	3,0	-0,1
2018	2,4	1,8	1,9	5,3	6,6	7,7	5,3	4,1	2,2	3,3	2,6	-0,3
2019	2,0	1,1	2,3	1,8	0,8	2,9	-1,7	2,7	2,6	1,2	1,5	0,5
2020	-13,0	-15,7	5,6	-18,1	-17,1	-17,2	-17,0	-19,1	-23,9	-21,7	-11,6	-1,4
2021	7,9	7,6	3,2	9,9	9,6	10,0	9,0	10,3	15,7	12,7	6,8	1,1
2019 I	2,2	1,2	2,3	4,8	4,0	3,0	5,2	5,6	0,8	0,4	2,1	0,1
II	2,0	0,7	2,3	0,5	1,7	3,7	-0,7	-0,7	2,6	-0,2	1,1	1,0
III	1,9	1,3	2,2	1,4	0,0	2,3	-2,9	2,8	3,6	2,7	1,5	0,4
IV	1,8	1,2	2,4	0,6	-2,2	2,8	-8,2	3,4	3,3	2,1	1,3	0,5
2020 I	-4,1	-5,7	3,6	-6,5	-8,3	-7,2	-9,5	-4,7	-6,1	-5,5	-3,7	-0,3
II	-22,1	-25,2	3,5	-26,8	-30,9	-31,6	-30,0	-22,7	-38,6	-33,1	-19,4	-2,7
III	-13,4	-16,3	6,4	-21,1	-17,2	-16,6	-17,9	-25,0	-26,9	-26,2	-12,6	-0,8
IV	-12,4	-15,8	8,8	-18,0	-11,9	-13,1	-10,3	-24,1	-23,8	-21,7	-11,2	-1,2
2021 I	-5,5	-7,3	5,8	-10,1	-5,2	-2,6	-8,5	-14,9	-12,3	-11,8	-5,1	-0,4
II	19,1	20,5	5,4	21,0	28,1	33,3	21,5	14,5	38,9	30,1	16,3	2,7
III	9,6	9,5	2,2	15,0	10,3	9,8	10,9	20,2	23,2	20,9	8,6	1,0
IV	10,9	10,8	-0,5	18,0	9,8	5,1	16,2	27,4	23,7	19,4	9,2	1,7
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales												
2019 I	0,6	0,4	0,6	1,5	0,4	0,9	-0,2	2,6	1,0	0,9	-1,8	2,4
II	0,4	-0,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	-2,3	-1,0	1,6	0,5	-1,8	2,1
III	0,4	0,8	0,6	1,1	-0,8	0,1	-2,0	3,0	0,1	1,4	-1,1	1,5
IV	0,4	0,1	0,7	-1,2	-1,3	0,8	-3,9	-1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,6
2020 I	-5,2	-6,5	1,8	-5,7	-5,9	-9,0	-1,6	-5,4	-8,2	-6,6	-17,8	12,6
II	-18,5	-20,8	0,4	-22,3	-25,0	-25,4	-24,5	-19,7	-33,5	-28,8	-64,7	46,2
III	11,6	12,7	3,4	9,0	18,9	22,0	15,0	0,0	19,0	11,9	37,3	-25,7
IV	1,6	0,8	3,0	2,6	5,0	5,0	5,0	0,0	4,9	5,2	6,4	-4,8
2021 I	2,3	3,0	-1,0	3,5	1,3	2,0	0,3	6,0	5,7	5,2	8,3	-6,0
II	2,7	3,0	0,0	4,5	1,3	2,0	0,3	8,0	5,4	5,0	10,1	-7,3
III	2,7	2,4	0,2	3,6	2,4	0,5	5,0	5,0	5,5	4,0	8,4	-5,8
IV	2,8	2,0	0,3	5,3	4,5	0,5	10,0	6,0	5,3	3,9	8,9	-6,1
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2013	1.020	59,0	19,9	17,4	8,7	3,9	4,8	8,7	33,0	29,0	96,1	3,9
2014	1.032	59,4	19,6	17,8	8,8	4,2	4,6	8,9	33,5	30,4	96,9	3,1
2015	1.078	58,5	19,5	18,0	8,7	4,0	4,6	9,3	33,6	30,6	97,0	3,0
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	8,6	4,4	4,2	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0
2017	1.162	58,4	18,6	18,7	9,0	4,8	4,2	9,6	35,2	31,6	96,4	3,6
2018	1.202	58,3	18,6	19,4	9,6	5,3	4,3	9,8	35,1	32,4	97,3	2,7
2019	1.245	57,6	18,7	20,0	10,0	5,7	4,3	10,0	34,9	32,0	97,2	2,8
2020	1.096	55,3	22,7	19,1	9,8	5,7	4,1	9,3	30,0	28,1	98,1	1,9
2021	1.194	55,3	21,8	19,4	9,9	5,8	4,1	9,5	32,2	29,6	97,4	2,6

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario. Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB anual y trimestral, realizada después del cierre de esta edición.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

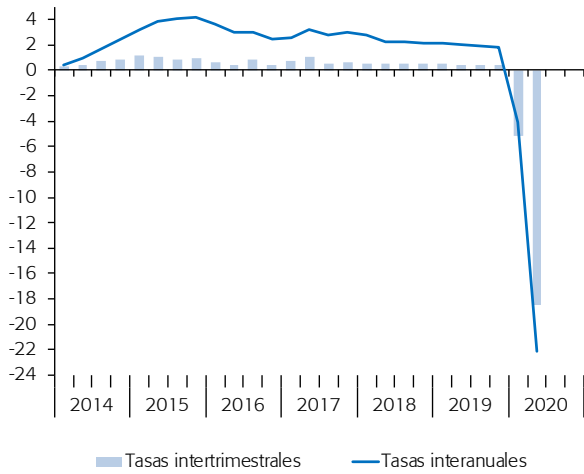


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

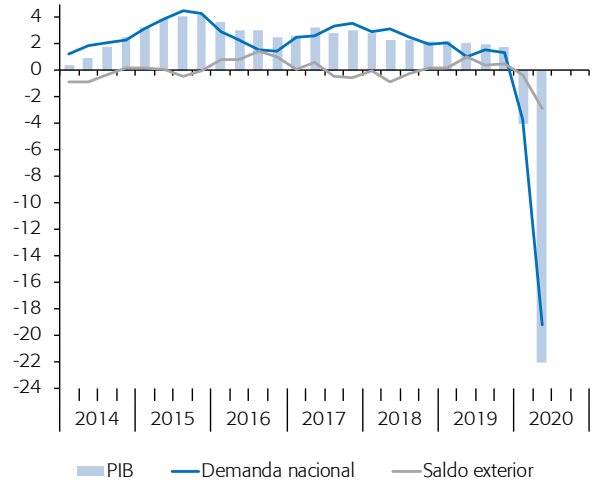


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

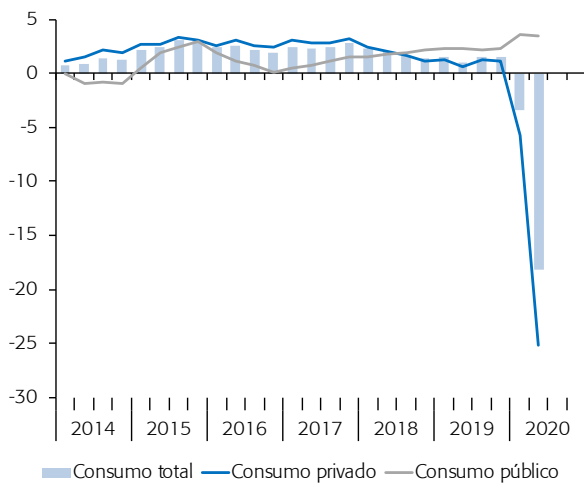
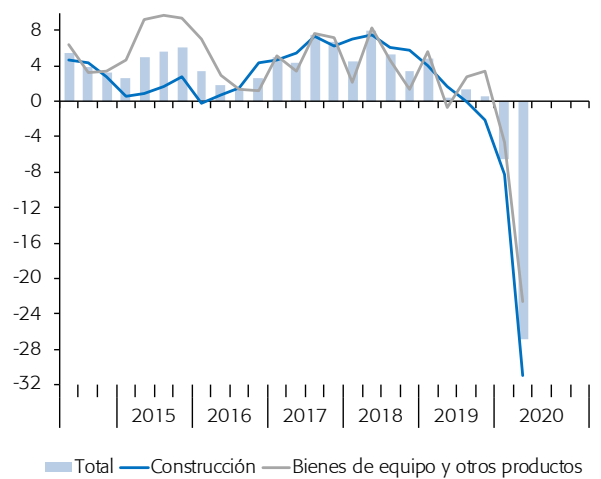


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2013	-1,3	13,9	-4,0	-1,0	-10,3	-0,4	0,2	-0,7	-3,1	
2014	0,9	-1,3	1,3	2,1	-1,3	1,1	-0,7	1,7	6,1	
2015	3,3	4,7	3,0	4,6	5,4	3,1	1,1	3,8	9,6	
2016	2,8	4,8	4,1	2,3	3,9	2,4	1,4	2,7	5,2	
2017	2,9	-3,0	3,1	4,9	4,9	2,9	1,5	3,4	2,8	
2018	2,5	5,9	-0,4	0,7	5,7	2,7	1,7	3,0	1,2	
2019	2,2	-2,6	0,6	0,4	3,5	2,6	2,0	2,8	-0,1	
2018	II	2,4	7,8	-0,3	1,2	5,5	1,2	2,9	1,5	
	III	2,4	3,0	-0,2	0,2	6,2	1,8	2,9	0,8	
	IV	2,3	6,9	-1,5	-0,3	5,9	2,0	2,9	0,0	
2019	I	2,5	-0,1	-0,4	0,1	6,3	2,2	3,1	-0,5	
	II	2,3	-4,5	0,5	0,0	4,5	2,4	2,9	-0,7	
	III	2,1	0,0	1,0	0,7	2,5	1,9	2,6	0,1	
	IV	1,9	-5,4	1,2	0,7	0,9	1,7	2,6	0,9	
2020	I	-3,7	0,3	-6,0	-7,2	-7,3	-3,1	1,6	-4,6	-7,2
	II	-22,0	7,4	-23,8	-27,1	-29,9	-22,0	0,1	-29,0	-23,4
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales										
2018	II	0,6	2,0	-0,5	0,1	2,0	0,6	0,2	0,8	0,1
	III	0,6	-3,3	-0,1	-0,3	1,4	0,8	0,8	0,8	-0,2
	IV	0,7	5,7	-0,5	0,0	1,3	0,6	0,5	0,7	-0,4
2019	I	0,6	-4,2	0,7	0,3	1,4	0,8	0,5	0,9	-0,1
	II	0,4	-2,5	0,5	0,0	0,4	0,6	0,5	0,6	-0,1
	III	0,4	1,3	0,4	0,3	-0,6	0,4	0,3	0,5	0,6
	IV	0,4	0,1	-0,4	0,1	-0,3	0,6	0,4	0,7	0,5
2020	I	-4,9	1,6	-6,5	-7,6	-6,8	-4,7	0,4	-6,3	-8,1
	II	-18,6	4,4	-18,5	-21,4	-24,1	-19,1	-1,0	-25,2	-17,6
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios básicos								
2013	932	2,9	16,4	12,2	5,8	74,9	18,9	56,0	9,4	
2014	940	2,8	16,4	12,4	5,7	75,2	18,7	56,5	9,8	
2015	978	3,0	16,4	12,4	5,8	74,9	18,5	56,4	10,1	
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,8	18,4	56,5	10,2	
2017	1.053	3,1	16,2	12,6	6,0	74,7	18,0	56,7	10,3	
2018	1.088	3,1	15,9	12,4	6,2	74,8	18,0	56,9	10,5	
2019	1.130	2,9	15,8	12,2	6,5	74,8	18,0	56,8	10,2	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario. Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB anual y trimestral, realizada después del cierre de esta edición.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector
Tasas de crecimiento interanuales

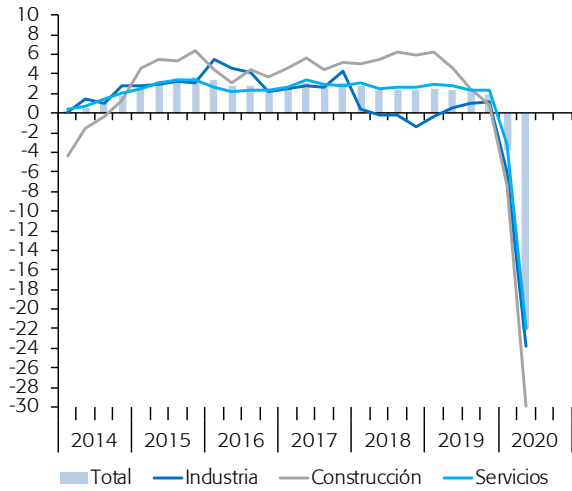


Gráfico 2.2.- VAB, industria
Tasas de crecimiento interanuales

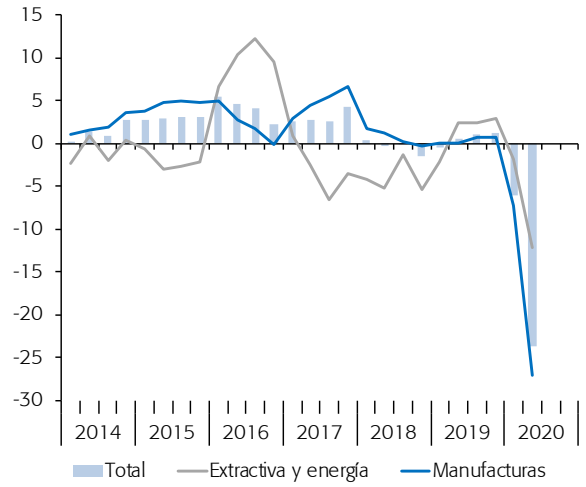


Gráfico 2.3.- VAB, servicios
Tasas de crecimiento interanuales

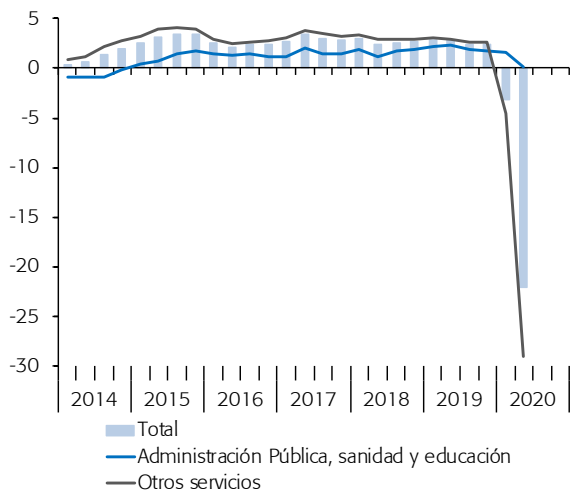
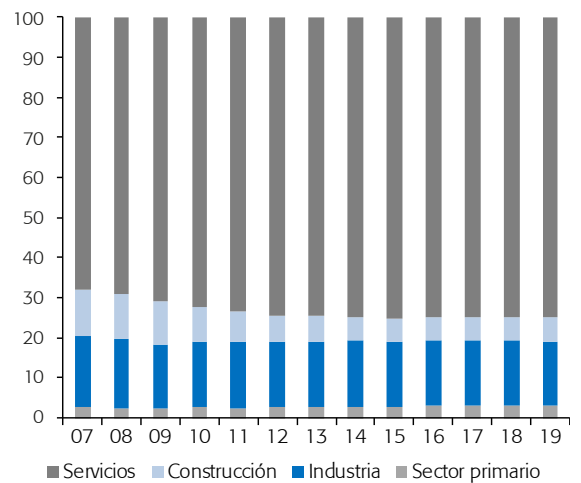


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial
Porcentaje del VAB a precios básicos



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, 2010 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario													
2013	95,0	89,3	106,4	101,1	95,1	95,1	93,7	82,7	113,2	105,4	93,1	95,3	
2014	96,3	90,2	106,8	101,4	95,0	95,2	95,6	81,2	117,7	106,1	90,2	92,2	
2015	100,0	93,0	107,5	102,0	94,9	94,6	100,0	83,1	120,3	105,4	87,6	89,8	
2016	103,0	95,6	107,7	101,4	94,1	93,5	102,3	86,0	119,0	105,5	88,7	90,2	
2017	106,0	98,3	107,8	102,1	94,7	92,9	107,3	89,2	120,3	106,5	88,5	89,4	
2018	108,5	100,8	107,6	103,2	95,9	92,9	108,0	91,0	118,7	107,0	90,1	90,0	
2019	110,7	103,1	107,3	105,3	98,1	93,6	108,4	92,6	117,1	108,0	92,2	90,3	
2020	96,2	93,4	103,0	102,1	99,1	93,4	--	--	--	--	--	--	
2021	103,8	96,9	107,1	106,2	99,1	92,6	--	--	--	--	--	--	
2018	II	108,2	100,5	107,7	102,8	95,4	92,6	108,2	91,1	118,7	106,6	89,8	89,5
	III	108,8	101,2	107,5	103,4	96,2	93,3	107,9	91,0	118,5	107,1	90,3	90,0
	IV	109,4	101,9	107,3	103,9	96,8	93,2	107,9	90,9	118,7	107,9	90,9	90,8
2019	I	110,0	102,5	107,3	104,5	97,3	93,5	108,2	91,8	117,9	107,8	91,4	90,4
	II	110,4	103,0	107,2	105,1	98,0	93,6	108,2	92,4	117,2	107,9	92,1	90,2
	III	110,9	103,1	107,6	105,7	98,3	93,8	108,6	93,5	116,2	107,5	92,6	90,6
	IV	111,3	103,9	107,1	105,8	98,8	93,6	108,7	92,6	117,3	108,9	92,8	89,8
2020	I	105,5	101,9	103,5	106,4	102,7	97,1	100,4	92,3	108,7	108,9	100,1	98,5
	II	86,0	83,9	102,5	109,1	106,5	100,4	78,9	77,9	101,2	108,4	107,1	104,1
Tasas de crecimiento interanuales													
2013		-1,4	-3,3	2,0	1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-5,5	4,8	1,7	-2,9	-3,5
2014		1,4	1,0	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,1	-1,9	4,0	0,7	-3,2	-3,3
2015		3,8	3,2	0,6	0,6	-0,1	-0,6	4,6	2,4	2,2	-0,7	-2,9	-2,6
2016		3,0	2,8	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	2,3	3,5	-1,1	0,1	1,2	0,4
2017		2,9	2,8	0,0	0,7	0,7	-0,7	4,9	3,7	1,1	1,0	-0,2	-0,9
2018		2,4	2,5	-0,2	1,0	1,2	0,1	0,7	2,0	-1,3	0,5	1,8	0,7
2019		2,0	2,3	-0,3	2,0	2,3	0,7	0,4	1,7	-1,3	0,9	2,3	0,3
2020		-13,0	-9,4	-4,0	-3,0	1,0	-0,2	--	--	--	--	--	--
2021		7,9	3,8	4,0	4,0	0,0	-0,9	--	--	--	--	--	--
2018	II	2,3	2,4	-0,1	0,9	1,0	-0,1	1,2	2,9	-1,7	0,5	2,3	0,6
	III	2,2	2,5	-0,2	1,3	1,5	0,6	0,2	1,5	-1,3	0,9	2,3	0,8
	IV	2,1	2,7	-0,6	1,3	1,9	0,6	-0,3	0,2	-0,5	0,0	0,6	0,8
2019	I	2,2	2,7	-0,5	1,8	2,4	0,9	0,1	1,0	-0,9	1,3	2,2	0,5
	II	2,0	2,5	-0,5	2,2	2,7	1,1	0,0	1,4	-1,3	1,2	2,6	0,9
	III	1,9	1,8	0,1	2,2	2,1	0,5	0,7	2,7	-2,0	0,4	2,4	0,6
	IV	1,8	2,0	-0,2	1,9	2,1	0,3	0,7	1,8	-1,1	0,9	2,1	-1,0
2020	I	-4,1	-0,6	-3,5	1,8	5,5	3,8	-7,2	0,6	-7,8	1,0	9,5	9,0
	II	-22,1	-18,5	-4,4	3,9	8,7	7,3	-27,1	-15,6	-13,6	0,5	16,3	15,3

(*) Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB anual y trimestral, realizada después del cierre de esta edición.

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

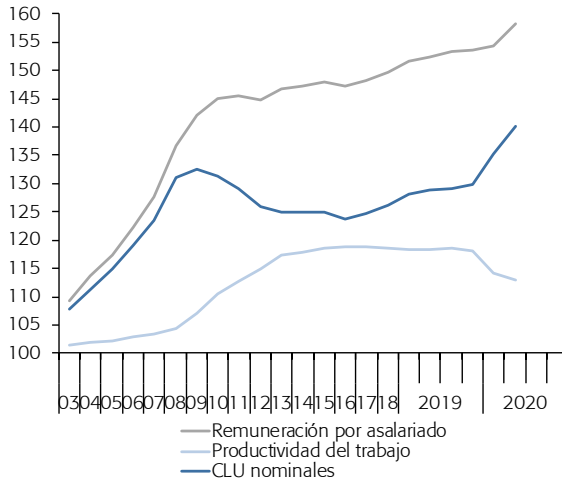
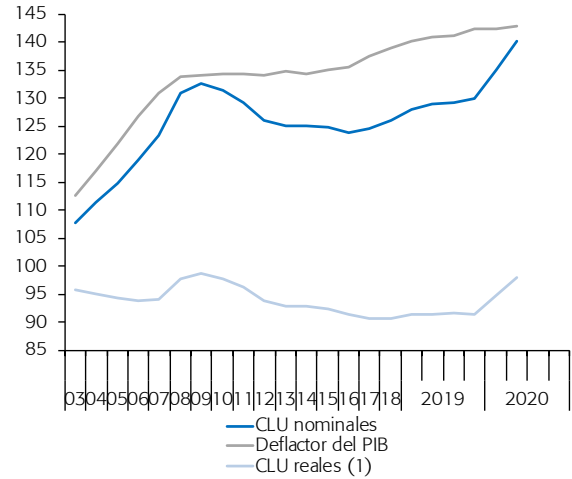


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

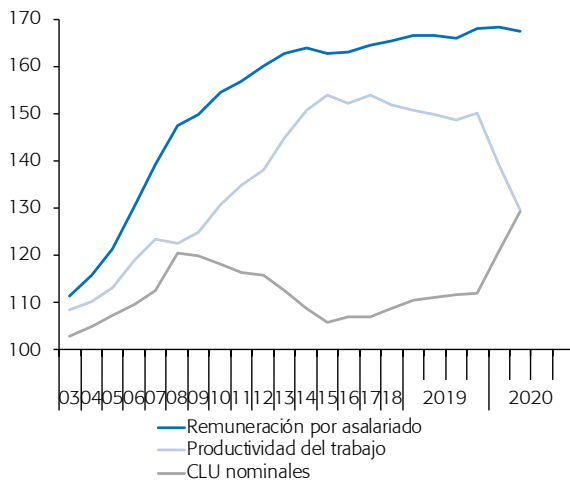
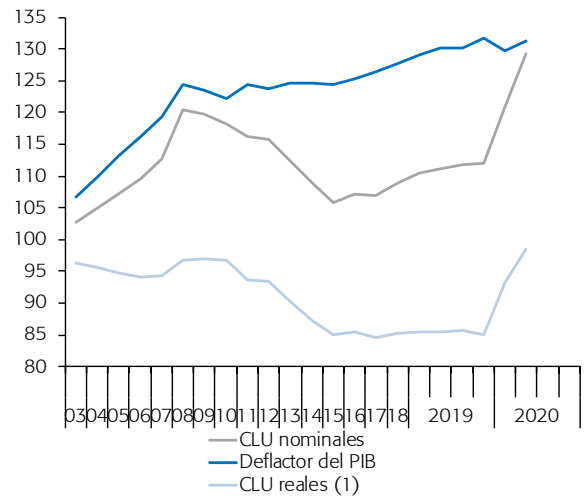


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución*

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2013	1.020,3	467,5	455,0	1.001,1	804,6	196,5	175,7	45,8	44,6	19,3	17,2	2,0	2,6
2014	1.032,2	473,5	455,4	1.017,7	815,4	202,3	184,8	45,9	44,1	19,6	17,9	1,7	2,1
2015	1.077,6	492,9	472,6	1.066,7	840,1	226,5	204,7	45,7	43,9	21,0	19,0	2,0	2,7
2016	1.113,8	503,7	495,8	1.104,8	860,5	244,3	208,9	45,2	44,5	21,9	18,8	3,2	3,4
2017	1.161,9	523,4	518,7	1.151,4	894,6	256,8	225,7	45,1	44,6	22,1	19,4	2,7	2,9
2018	1.202,2	544,6	531,8	1.192,9	924,6	268,2	244,9	45,3	44,2	22,3	20,4	1,9	2,4
2019	1.245,3	570,4	547,9	1.235,3	950,5	284,8	259,6	45,8	44,0	22,9	20,8	2,0	2,3
2020	1.096,4	502,6	486,4	1.089,4	855,6	233,8	220,1	45,8	44,4	21,3	20,1	1,3	1,8
2021	1.193,9	543,7	529,7	1.189,8	920,5	269,3	242,0	45,5	44,4	22,6	20,3	2,3	2,8
2018 II	1.182,9	533,1	527,0	1.172,8	909,0	263,8	234,9	45,1	44,5	22,3	19,9	2,4	2,7
III	1.192,2	538,7	529,1	1.181,7	917,2	264,6	239,1	45,2	44,4	22,2	20,1	2,1	2,5
IV	1.202,2	544,6	531,8	1.192,9	924,6	268,2	244,9	45,3	44,2	22,3	20,4	1,9	2,4
2019 I	1.213,1	551,2	535,1	1.203,2	931,6	271,5	251,5	45,4	44,1	22,4	20,7	1,7	2,1
II	1.223,9	558,0	539,3	1.214,5	938,5	275,9	254,6	45,6	44,1	22,5	20,8	1,7	2,3
III	1.234,5	564,2	543,4	1.224,7	944,5	280,2	258,2	45,7	44,0	22,7	20,9	1,8	2,3
IV	1.245,3	570,4	547,9	1.235,3	950,5	284,8	259,6	45,8	44,0	22,9	20,8	2,0	2,3
2020 I	1.236,5	574,1	537,0	1.229,4	945,2	284,2	258,6	46,4	43,4	23,0	20,9	2,1	2,4
II	1.171,0	555,5	501,3	--	903,4	--	242,3	47,4	42,8	--	20,7	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2013	-1,0	-2,9	-0,8	-1,0	-1,8	2,9	-7,6	-0,9	0,1	0,7	-1,2	2,0	2,0
2014	1,2	1,3	0,1	1,7	1,3	3,0	5,2	0,1	-0,5	0,3	0,7	-0,3	-0,5
2015	4,4	4,1	3,8	4,8	3,0	12,0	10,8	-0,1	-0,3	1,4	1,1	0,3	0,5
2016	3,4	2,2	4,9	3,6	2,4	7,8	2,0	-0,5	0,7	0,9	-0,2	1,1	0,7
2017	4,3	3,9	4,6	4,2	4,0	5,1	8,1	-0,2	0,1	0,2	0,7	-0,5	-0,5
2018	3,5	4,0	2,5	3,6	3,4	4,4	8,5	0,2	-0,4	0,2	0,9	-0,7	-0,5
2019	3,6	4,7	3,0	3,6	2,8	6,2	6,0	0,5	-0,2	0,6	0,5	0,1	-0,1
2020	-12,0	-11,9	-11,2	-11,8	-10,0	-17,9	-15,2	0,0	0,4	-1,6	-0,7	-0,7	-0,5
2021	8,9	8,2	8,9	9,2	7,6	15,2	10,0	-0,3	0,0	1,3	0,2	1,0	1,0
2018 II	4,0	3,9	4,0	4,0	3,6	5,6	9,3	0,0	0,0	0,3	1,0	-0,6	-0,5
III	3,8	4,0	3,3	3,8	3,5	4,7	8,3	0,1	-0,2	0,2	0,8	-0,6	-0,5
IV	3,5	4,0	2,5	3,6	3,4	4,4	8,5	0,2	-0,4	0,2	0,9	-0,7	-0,5
2019 I	3,4	4,4	2,1	3,6	3,3	4,6	9,9	0,4	-0,6	0,3	1,2	-1,0	-0,8
II	3,5	4,7	2,3	3,6	3,2	4,6	8,4	0,5	-0,5	0,2	0,9	-0,7	-0,5
III	3,6	4,7	2,7	3,6	3,0	5,9	8,0	0,5	-0,4	0,5	0,9	-0,4	-0,2
IV	3,6	4,7	3,0	3,6	2,8	6,2	6,0	0,5	-0,2	0,6	0,5	0,1	-0,1
2020 I	1,9	4,2	0,4	2,2	1,5	4,7	2,8	1,0	-0,7	0,6	0,2	0,4	0,3
II	-4,3	-0,4	-7,0	--	-3,7	--	-4,8	1,8	-1,3	--	-0,1	--	--

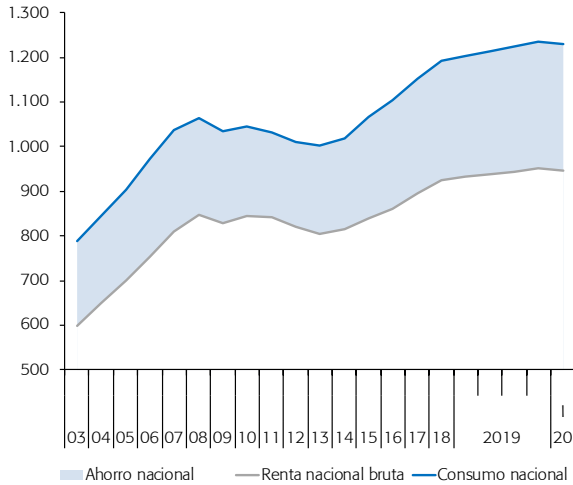
(*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario. Estos datos son anteriores a la actualización de los datos del PIB del primer trimestre, realizada después del cierre de esta edición.

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

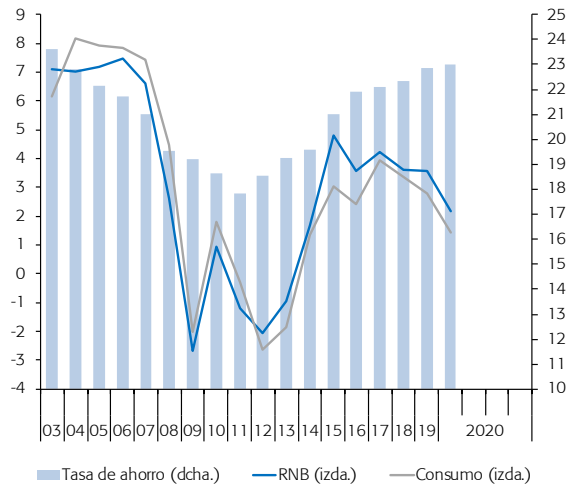
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

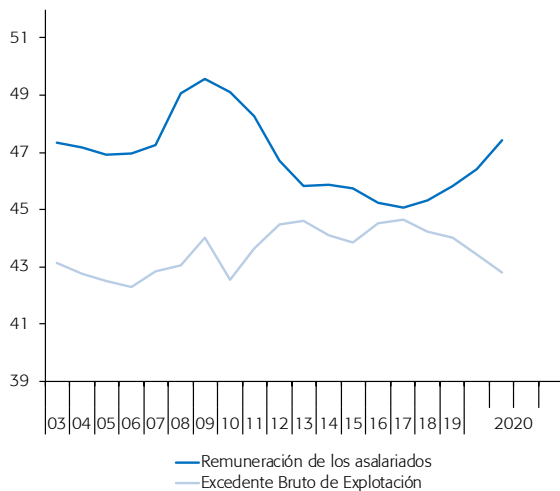
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

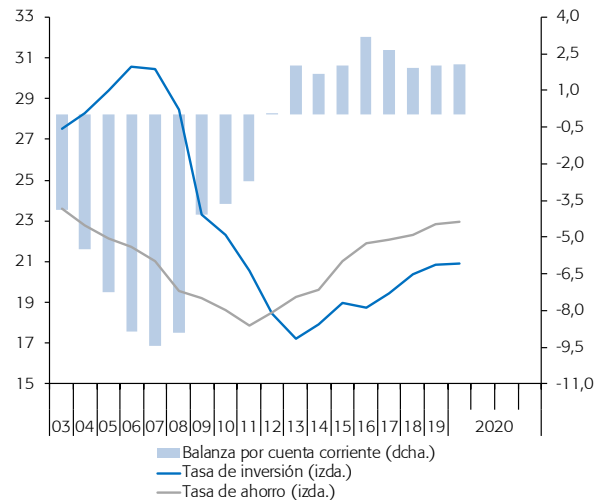
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

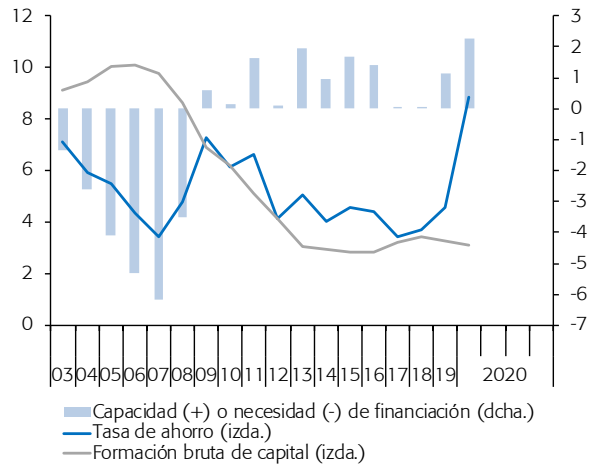
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras						
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB					
2013	655,9	601,7	51,7	31,0	7,9	3,0	1,9	228,6	1674	114,7	16,4	11,2	5,3	
2014	656,2	612,7	41,5	30,2	6,3	2,9	1,0	228,7	171,7	127,7	16,6	12,4	4,7	
2015	682,2	630,2	49,0	30,5	7,2	2,8	1,7	241,0	185,1	140,4	17,2	13,0	4,4	
2016	700,6	648,3	49,2	31,8	7,0	2,9	1,4	255,3	196,2	149,2	17,6	13,4	4,4	
2017	721,1	678,2	39,8	37,1	5,5	3,2	0,0	266,8	202,1	160,1	17,4	13,8	3,8	
2018	747,9	700,8	44,3	41,4	5,9	3,4	0,0	270,0	198,8	175,0	16,5	14,6	2,2	
2019	777,2	717,3	57,2	40,6	7,4	3,3	1,1	276,8	205,0	191,7	16,5	15,4	1,3	
2020	735,6	606,4	126,5	36,0	17,2	3,3	8,3	255,6	200,9	158,9	18,3	14,5	4,1	
2021	772,0	660,4	109,0	40,2	14,1	3,4	5,8	276,1	209,0	175,3	17,5	14,7	3,1	
2018 II	-53,9	734,0	-2,9	38,3	5,7	3,2	0,1	269,5	204,6	166,7	17,3	14,1	3,4	
III	-55,6	739,7	-2,8	39,3	5,6	3,3	0,0	270,0	202,2	172,1	17,0	14,5	2,7	
IV	-57,3	747,9	-2,8	41,4	5,9	3,4	0,0	270,0	198,8	175,0	16,5	14,6	2,2	
2019 I	-58,6	754,4	-2,7	42,0	6,1	3,5	0,1	271,4	200,2	179,8	16,5	14,8	1,9	
II	-58,0	765,7	-2,5	41,5	7,1	3,4	0,8	273,5	199,4	184,6	16,3	15,1	1,5	
III	-59,5	770,6	-3,2	41,2	7,0	3,3	0,8	274,6	200,7	187,6	16,3	15,2	1,4	
IV	-61,6	777,2	-2,7	40,6	7,4	3,3	1,1	276,8	205,0	191,7	16,5	15,4	1,3	
2020 I	-60,4	779,3	-2,6	38,4	8,8	3,1	2,3	267,4	195,4	189,8	15,8	15,3	0,5	
Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior					Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior			
2013	-0,4	-2,0	20,9	-27,0	1,4	-1,1	1,8	0,6	7,4	0,5	1,3	0,2	1,0	
2014	0,0	1,8	-19,8	-2,7	-1,6	-0,1	-1,0	0,0	2,5	11,3	0,2	1,1	-0,6	
2015	4,0	2,9	18,1	1,1	0,9	-0,1	0,7	5,4	7,8	10,0	0,5	0,7	-0,3	
2016	2,7	2,9	0,5	4,2	-0,2	0,0	-0,3	5,9	6,0	6,2	0,4	0,4	0,0	
2017	2,9	4,6	-19,3	16,8	-1,5	0,3	-1,4	4,5	3,0	7,3	-0,2	0,4	-0,7	
2018	3,7	3,3	11,3	11,6	0,4	0,2	0,0	1,2	-1,6	9,4	-0,9	0,8	-1,5	
2019	3,9	2,4	29,2	-1,9	1,4	-0,2	1,1	2,5	3,1	9,5	-0,1	0,8	-0,9	
2020	-5,3	-15,5	121,3	-11,3	9,8	0,0	7,1	-7,6	-2,0	-17,1	1,9	-0,9	2,8	
2021	4,9	8,9	-13,9	11,6	-3,1	0,1	-2,5	8,0	4,0	10,3	-0,8	0,2	-1,0	
2018 II	19,7	3,3	1,2	11,5	-0,3	0,2	-0,5	3,2	4,0	8,6	0,0	0,6	-0,6	
III	14,0	3,6	-1,6	10,0	0,0	0,2	-0,1	2,9	2,5	10,0	-0,2	0,8	-1,0	
IV	12,7	3,7	-7,7	11,6	0,4	0,2	0,0	1,2	-1,6	9,4	-0,9	0,8	-1,5	
2019 I	12,2	3,8	-5,7	13,4	0,7	0,3	0,1	1,1	-1,8	9,9	-0,9	0,9	-1,6	
II	7,6	4,3	-15,0	8,3	1,4	0,1	0,8	1,5	-2,5	10,7	-1,0	1,0	-1,9	
III	7,0	4,2	15,3	4,9	1,4	0,0	0,9	1,7	-0,7	9,0	-0,7	0,7	-1,4	
IV	7,5	3,9	-4,9	-1,9	1,4	-0,2	1,1	2,5	3,1	9,5	-0,1	0,8	-0,9	
2020 I	3,0	3,3	-2,5	-8,6	2,7	-0,4	2,1	-1,5	-2,4	5,6	-0,7	0,5	-1,4	

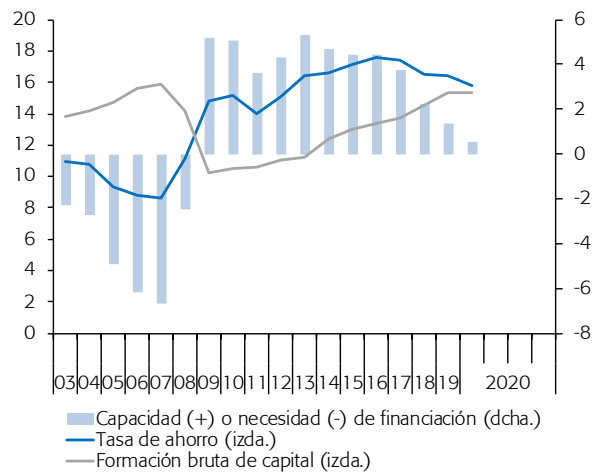
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

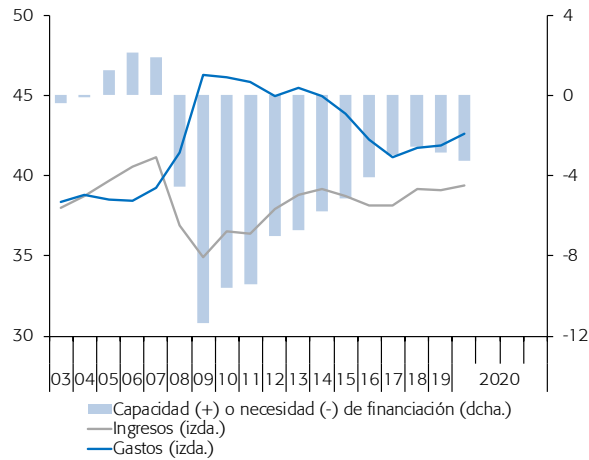
Previsiones en azul

	Ingresos no financieros					Gastos no financieros							Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	Impuestos a la producción y a las importaciones	Impuestos sobre la renta y la riqueza	Contribuciones sociales	Capital y otros ingresos	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales y transferencias en especie	Formación bruta de capital y otros gastos de capital	Otros gastos	Total		
	1	2	3	4	5=1+2+3+4	6	7	8	9	10	11	12=6+7+8+9+10+11		
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
2013	112,8	102,2	126,9	53,9	395,9	114,4	55,7	35,4	198,8	35,2	28,1	467,6	-71,8	-68,5
2014	118,5	104,4	129,0	52,7	404,6	115,0	56,3	35,5	198,5	32,4	28,0	465,7	-61,1	-59,7
2015	126,4	107,1	131,5	52,1	417,2	119,2	59,0	32,4	198,6	35,4	28,3	473,0	-55,8	-55,2
2016	128,9	110,0	135,6	50,3	424,8	121,5	58,7	30,7	203,0	30,4	28,4	472,7	-48,0	-45,6
2017	135,1	116,9	142,4	49,1	443,5	123,5	59,9	29,3	207,4	30,6	28,0	478,7	-35,1	-34,6
2018	140,9	127,3	149,4	53,4	471,0	127,6	62,1	29,3	216,3	36,3	29,8	501,5	-30,5	-30,4
2019	142,7	129,2	160,5	54,3	486,8	134,1	64,2	28,5	229,6	34,1	31,5	521,9	-35,2	-35,2
2020	124,9	101,0	135,4	53,2	414,5	138,1	70,0	24,5	248,1	33,4	34,1	548,1	-133,6	-133,6
2021	136,2	116,7	148,0	55,8	456,6	139,5	64,4	25,9	254,4	35,7	32,1	552,0	-95,5	-95,5
2018 II	138,4	120,1	146,0	50,5	455,1	124,8	60,9	28,9	210,5	33,8	28,8	487,7	-32,6	-32,5
III	139,5	123,0	147,7	51,2	461,4	126,0	61,4	29,3	213,3	34,0	29,1	493,3	-31,8	-31,7
IV	140,9	127,3	149,4	53,4	471,0	127,6	62,1	29,3	216,3	36,3	29,8	501,5	-30,5	-30,4
2019 I	142,3	127,0	152,4	54,6	476,3	129,3	62,7	28,9	219,2	36,3	30,7	507,2	-30,8	-31,0
II	142,2	128,9	155,2	54,7	481,0	131,6	63,0	29,3	223,8	36,1	31,2	515,1	-34,2	-34,1
III	143,0	130,8	157,9	55,3	486,9	132,7	63,5	28,8	225,8	37,0	32,1	520,0	-33,0	-33,0
IV	142,7	129,2	160,5	54,3	486,8	134,1	64,2	28,5	229,6	34,1	31,5	521,9	-35,2	-35,2
2020 I	141,2	130,4	161,2	55,1	488,0	135,4	65,7	28,0	232,9	35,1	31,3	528,4	-40,4	-40,2
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2013	11,1	10,0	12,4	5,3	38,8	11,2	5,5	3,5	19,5	3,4	2,8	45,8	-7,0	-6,7
2014	11,5	10,1	12,5	5,1	39,2	11,1	5,5	3,4	19,2	3,1	2,7	45,1	-5,9	-5,8
2015	11,7	9,9	12,2	4,8	38,7	11,1	5,5	3,0	18,4	3,3	2,6	43,9	-5,2	-5,1
2016	11,6	9,9	12,2	4,5	38,1	10,9	5,3	2,8	18,2	2,7	2,6	42,4	-4,3	-4,1
2017	11,6	10,1	12,3	4,2	38,2	10,6	5,2	2,5	17,9	2,6	2,4	41,2	-3,0	-3,0
2018	11,7	10,6	12,4	4,4	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
2019	11,5	10,4	12,9	4,4	39,1	10,8	5,2	2,3	18,4	2,7	2,5	41,9	-2,8	-2,8
2020	11,4	9,2	12,4	4,9	37,8	12,6	6,4	2,2	22,6	3,0	3,1	50,0	-12,2	-12,2
2021	11,4	9,8	12,4	4,7	38,2	11,7	5,4	2,2	21,3	3,0	2,7	46,2	-8,0	-8,0
2018 II	11,7	10,2	12,4	4,3	38,5	10,6	5,1	2,4	17,8	2,9	2,4	41,3	-2,8	-2,7
III	11,7	10,3	12,4	4,3	38,8	10,6	5,2	2,5	17,9	2,9	2,4	41,4	-2,7	-2,7
IV	11,7	10,6	12,4	4,4	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
2019 I	11,7	10,5	12,6	4,5	39,2	10,7	5,2	2,4	18,1	3,0	2,5	41,8	-2,5	-2,6
II	11,6	10,5	12,7	4,5	39,3	10,7	5,1	2,4	18,3	2,9	2,5	42,1	-2,8	-2,8
III	11,6	10,6	12,8	4,5	39,4	10,7	5,1	2,3	18,3	3,0	2,6	42,1	-2,7	-2,7
IV	11,5	10,4	12,9	4,4	39,1	10,8	5,2	2,3	18,4	2,7	2,5	41,9	-2,8	-2,8
2020 I	11,4	10,5	13,0	4,5	39,4	10,9	5,3	2,3	18,8	2,8	2,5	42,7	-3,3	-3,2

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)

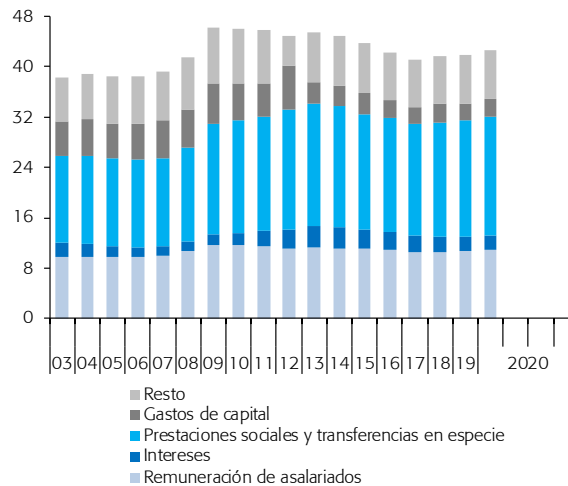
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 6.2.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 7

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

Previsiones en azul

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. central	CCAA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CCAA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
2013	-46,5	-16,4	5,7	-11,3	-68,5	849,4	210,5	42,1	17,2	977,3	
2014	-35,9	-18,7	5,5	-10,6	-59,7	901,4	237,9	38,3	17,2	1.039,4	
2015	-28,2	-18,9	4,6	-12,9	-55,2	939,3	263,3	35,1	17,2	1.070,1	
2016	-25,7	-9,5	7,0	-17,4	-45,6	968,4	277,0	32,2	17,2	1.104,6	
2017	-20,6	-4,2	6,9	-16,8	-34,6	1.011,5	288,1	29,0	27,4	1.145,1	
2018	-15,9	-3,3	6,1	-17,4	-30,4	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,3	
2019	-16,2	-6,8	3,8	-16,1	-35,2	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,9	
2020	--	--	--	--	-133,6	--	--	--	--	1.311,8	
2021	--	--	--	--	-95,5	--	--	--	--	1.437,2	
2018	I	-18,6	-2,9	5,5	-16,5	-32,5	1.034,9	293,4	29,4	34,9	1.166,0
	II	-18,0	-2,9	5,2	-16,0	-31,7	1.048,7	292,4	28,0	34,9	1.177,7
	III	-15,9	-3,3	6,1	-17,4	-30,4	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,3
	IV	-18,0	-3,2	5,5	-15,3	-31,0	1.066,0	296,9	26,0	43,1	1.196,7
2019	I	-17,3	-3,9	5,5	-18,4	-34,1	1.072,0	300,6	26,2	48,7	1.207,4
	II	-11,5	-8,2	4,6	-17,8	-33,0	1.070,3	298,1	25,2	52,4	1.203,8
	III	-16,2	-6,8	3,8	-16,1	-35,2	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,9
	IV	-16,1	-6,9	3,6	-20,8	-40,2	1.094,9	297,9	22,9	55,0	1.224,2
2020	I	--	--	--	--	--	1.094,9	297,9	22,9	55,0	1.224,2
		Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2013		-4,6	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	83,3	20,6	4,1	1,7	95,8
2014		-3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,3	23,1	3,7	1,7	100,7
2015		-2,6	-1,8	0,4	-1,2	-5,1	87,2	24,4	3,3	1,6	99,3
2016		-2,3	-0,9	0,6	-1,6	-4,1	86,9	24,9	2,9	1,5	99,2
2017		-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,1	24,8	2,5	2,4	98,6
2018		-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6
2019		-1,3	-0,5	0,3	-1,3	-2,8	85,2	23,7	1,9	4,4	95,5
2020		--	--	--	--	-12,2	--	--	--	--	119,6
2021		--	--	--	--	-8,0	--	--	--	--	120,4
2018	I	-1,6	-0,2	0,5	-1,4	-2,7	87,5	24,8	2,5	2,9	98,6
	II	-1,5	-0,2	0,4	-1,3	-2,7	88,0	24,5	2,3	2,9	98,8
	III	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6
	IV	-1,5	-0,3	0,5	-1,3	-2,6	87,9	24,5	2,1	3,6	98,6
2019	I	-1,4	-0,3	0,4	-1,5	-2,8	87,6	24,6	2,1	4,0	98,7
	II	-0,9	-0,7	0,4	-1,4	-2,7	86,7	24,1	2,0	4,2	97,5
	III	-1,3	-0,5	0,3	-1,3	-2,8	85,2	23,7	1,9	4,4	95,5
	IV	-1,3	-0,6	0,3	-1,7	-3,3	88,6	24,1	1,9	4,4	99,0
2020	I	--	--	--	--	--	88,6	24,1	1,9	4,4	99,0

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

Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

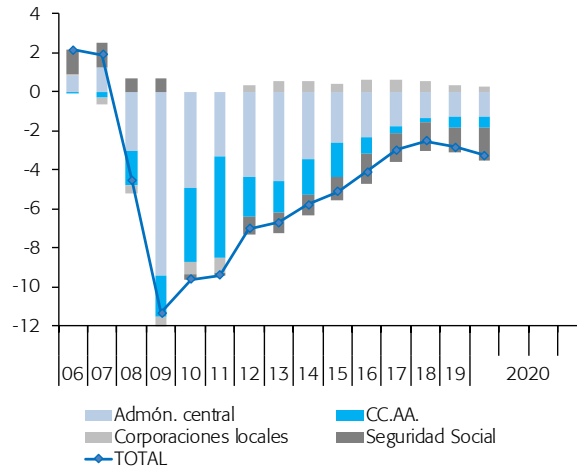
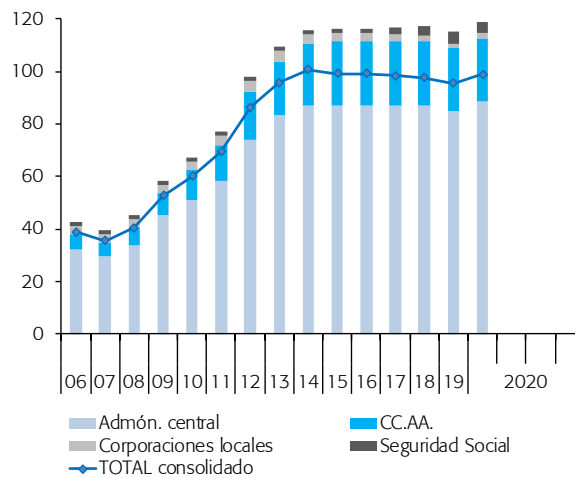


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
2013	38,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	60,0	44,4	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	38,5	23,0	--	17,3	--	5,6	--	59,6	45,0	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	38,5	22,9	--	17,9	--	5,1	--	59,5	46,4	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	38,5	22,8	--	18,3	--	4,5	--	59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	38,7	22,7	--	18,8	--	3,9	--	58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8	
2018	38,9	22,8	--	19,3	--	3,5	--	58,6	49,7	15,3	34,4	14,3	21,9	
2019	39,3	23,0	--	19,8	--	3,2	--	58,6	50,4	14,1	32,6	13,2	20,1	
2020	39,6	22,8	--	18,9	--	3,9	--	57,6	47,8	17,0	--	--	--	
2021	39,8	23,2	--	19,2	--	4,0	--	58,4	48,3	17,2	--	--	--	
2018	II	38,8	22,8	22,8	19,3	19,2	3,5	3,6	58,7	49,4	15,3	34,7	14,3	21,9
	III	38,9	22,9	22,8	19,5	19,3	3,3	3,5	58,6	49,6	14,6	33,0	13,7	20,6
	IV	39,0	22,9	22,8	19,6	19,4	3,3	3,4	58,6	49,8	14,4	33,5	13,5	20,8
2019	I	39,1	22,8	22,9	19,5	19,6	3,4	3,3	58,5	50,0	14,7	35,0	13,8	20,9
	II	39,2	23,0	23,0	19,8	19,6	3,2	3,3	58,6	50,0	14,0	33,2	13,1	20,3
	III	39,3	23,1	23,0	19,9	19,7	3,2	3,4	58,6	50,0	13,9	31,7	13,1	19,3
	IV	39,4	23,2	23,1	20,0	19,8	3,2	3,3	58,7	50,3	13,8	30,5	12,8	20,0
2020	I	39,5	23,0	23,0	19,7	19,8	3,3	3,3	58,3	50,0	14,4	33,0	13,3	21,2
	II	39,6	22,0	21,9	18,6	18,4	3,4	3,5	55,4	46,6	15,3	39,6	13,9	24,9
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
2013		-0,5	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	-0,4	-1,1	1,3	2,6	1,5	1,1
2014		-0,3	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	-0,4	0,7	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5
2015		0,0	-0,1	--	3,0	--	-9,9	--	-0,1	1,4	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0
2016		0,1	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8
2017		0,3	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,4	1,1	-2,4	-5,9	-2,4	-2,8
2018		0,6	0,3	--	2,7	--	-11,2	--	-0,2	1,0	-2,0	-4,2	-2,0	-1,9
2019		1,0	1,0	--	2,3	--	-6,6	--	0,0	0,7	-1,2	-1,8	-1,1	-1,8
2020		0,8	-1,0	--	-4,3	--	19,4	--	-1,0	-2,5	2,9	--	--	--
2021		0,4	1,8	--	1,5	--	3,3	--	0,8	0,5	0,2	--	--	--
2018	II	0,5	0,5	0,2	2,8	1,1	-10,8	-4,4	-0,1	1,1	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,6	0,3	0,1	2,5	0,7	-10,9	-2,9	-0,2	0,9	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
	IV	0,8	0,5	0,2	3,0	0,7	-12,3	-2,6	-0,2	1,1	-2,1	-3,9	-2,0	-2,8
2019	I	0,9	0,7	0,1	3,2	0,6	-11,6	-2,5	-0,1	1,1	-2,0	-1,4	-1,9	-3,4
	II	1,0	0,9	0,4	2,4	0,3	-7,4	0,5	-0,1	0,7	-1,3	-1,5	-1,3	-1,7
	III	1,1	1,0	0,4	1,8	0,2	-3,4	1,2	0,0	0,4	-0,6	-1,3	-0,6	-1,3
	IV	1,0	1,3	0,4	2,1	0,9	-3,4	-2,5	0,1	0,5	-0,7	-3,0	-0,7	-0,8
2020	I	1,0	0,7	-0,4	1,1	-0,4	-1,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-2,0	-0,4	0,4
	II	0,9	-4,6	-4,9	-6,0	-6,7	4,3	6,0	-3,2	-3,5	1,3	6,5	0,8	4,7

(a) Población activa de 16 o más años sobre población de 16 o más años. (b) Ocupados de 16 o más años sobre población de 16 o más 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.

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

Gráfico 8.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE

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

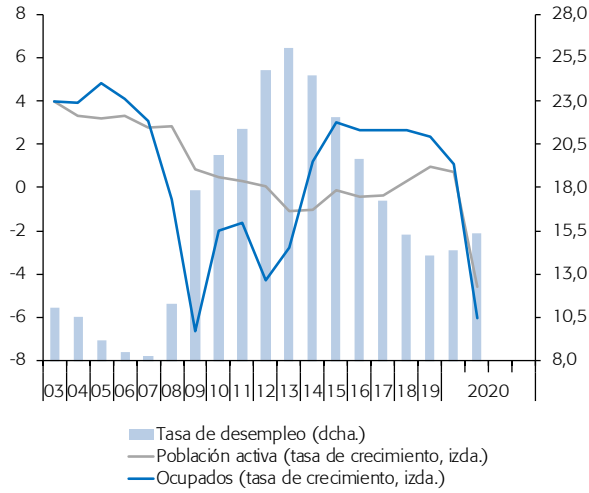
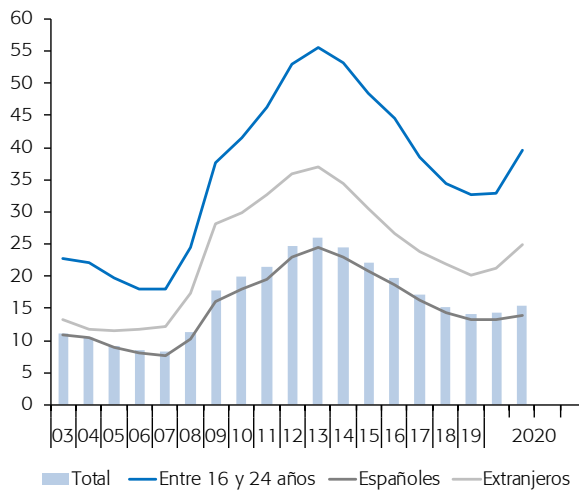


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

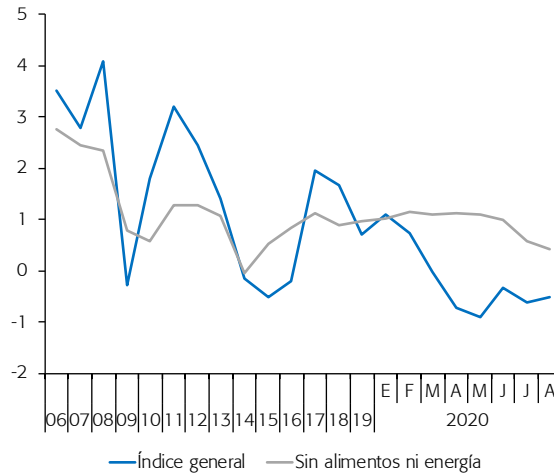
Previsiones en azul

	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 2019	100,00	65,72	80,55	24,81	40,91	14,83	7,51	11,95	22,34	
Índices, 2016 = 100										
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103,1	
2019	104,4	103,0	102,9	100,4	104,6	102,2	107,8	113,2	104,0	
2020	104,2	103,8	103,7	100,6	105,6	103,7	112,0	102,5	106,4	
2021	105,1	104,6	104,6	100,8	106,8	104,7	115,2	102,6	108,1	
Tasas de crecimiento interanual										
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	1,0	0,9	0,3	1,4	0,5	1,9	-1,2	0,9	
2020	-0,2	0,7	0,8	0,2	1,0	1,4	3,9	-9,5	2,3	
2021	0,9	0,8	0,8	0,2	1,2	1,0	2,8	0,1	1,6	
2020	Ene	1,1	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	3,5	0,0	1,8
	Feb	0,7	1,1	1,2	0,4	1,5	1,3	2,7	-3,3	1,8
	Mar	0,0	1,0	1,1	0,3	1,4	1,4	3,9	-9,7	2,2
	Abr	-0,7	0,9	1,1	0,3	1,3	1,9	6,9	-17,1	3,5
	May	-0,9	0,9	1,1	0,1	1,3	2,0	5,4	-17,7	3,1
	Jun	-0,3	0,8	1,0	0,1	1,3	1,7	4,1	-11,9	2,5
	Jul	-0,6	0,4	0,6	0,4	0,4	1,4	3,1	-10,7	2,0
	Ago	-0,5	0,2	0,4	0,3	0,2	1,2	3,5	-9,3	2,0
	Sep	-0,2	0,5	0,7	0,3	0,6	1,4	4,0	-8,4	2,2
	Oct	-0,4	0,4	0,6	0,1	0,6	1,3	3,7	-9,4	2,1
	Nov	-0,3	0,4	0,6	0,1	0,7	1,3	3,1	-8,5	1,9
	Dic	-0,1	0,5	0,7	0,1	0,7	1,4	3,1	-7,5	2,0
2021	Ene	-0,2	0,6	0,8	0,1	0,9	1,4	3,4	-9,1	2,1
	Feb	-0,1	0,5	0,6	0,1	0,8	1,1	4,0	-7,4	2,0
	Mar	0,6	0,6	0,7	0,2	0,9	0,9	3,3	-1,8	1,7
	Abr	1,0	0,5	0,5	0,2	0,7	0,5	0,4	5,9	0,4
	May	1,3	0,6	0,6	0,2	0,8	0,4	1,8	6,7	0,8
	Jun	1,0	0,5	0,6	0,3	0,7	0,7	2,7	3,1	1,4
	Jul	1,2	1,0	1,0	0,1	1,6	1,0	3,6	1,2	1,9
	Ago	1,3	1,2	1,2	0,2	1,9	1,1	3,0	1,0	1,7
	Sep	1,1	0,9	1,0	0,2	1,4	1,2	3,0	0,7	1,8
	Oct	1,2	1,0	1,0	0,2	1,5	1,2	3,0	1,3	1,8
	Nov	1,2	1,0	1,0	0,2	1,5	1,3	3,0	1,0	1,8
	Dic	1,1	0,9	1,0	0,2	1,3	1,3	3,0	0,6	1,9

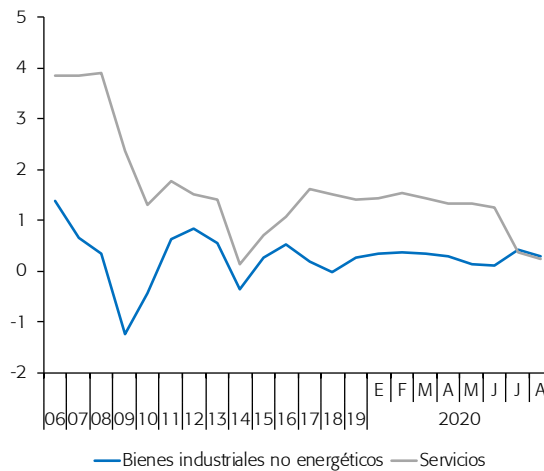
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

**Gráfico 9.2.- Tasa de inflación (II)**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2013	100,1	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	99,9	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,4	--
2015	100,5	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,8	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,2	--
2017	102,2	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,3	--
2018	103,3	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,5	--
2019	104,9	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020 (b)	106,0	98,9	103,0	84,7	--	--	--	--	--	--	--
2018 III	103,3	105,6	103,1	80,5	77,3	55,7	141,3	138,0	151,4	163,3	--
IV	103,9	105,2	103,0	80,9	78,7	56,6	152,2	152,7	150,6	166,8	--
2019 I	104,2	104,2	103,0	82,1	79,6	57,3	144,1	140,5	155,2	152,2	--
II	104,8	104,3	103,4	83,0	79,6	59,0	150,6	149,2	155,0	160,4	--
III	104,9	103,3	103,2	84,3	79,7	58,2	144,3	140,6	155,9	167,0	--
IV	105,8	102,8	103,0	83,8	80,4	56,5	155,7	155,4	156,6	171,2	--
2020 I	105,9	101,4	103,5	84,7	79,8	58,9	145,3	141,5	156,7	158,5	--
II (b)	106,2	96,3	102,7	84,8	78,3	50,1	138,1	135,1	147,2	180,3	--
2020 May	--	95,5	102,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	97,5	102,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	99,3	102,7	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,7	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,0
2017	1,4	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018	1,1	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,4	1,8
2019	1,6	-0,4	0,1	5,1	3,2	0,7	2,2	1,9	3,4	2,6	2,3
2020 (d)	1,5	-5,2	-0,2	2,7	-0,7	-6,3	-3,9	-4,5	-2,0	8,4	1,9
2018 III	0,9	5,0	1,1	7,2	2,2	-4,3	1,9	1,9	1,9	2,8	1,7
IV	1,3	3,1	0,8	6,6	0,4	3,0	0,9	0,9	0,7	1,2	1,8
2019 I	1,4	1,9	0,2	6,8	1,5	-2,1	2,1	1,7	3,0	2,5	2,2
II	1,6	0,9	0,3	5,3	1,2	0,9	2,5	2,1	3,6	3,1	2,2
III	1,6	-2,2	0,1	4,7	1,6	4,5	2,2	1,9	3,0	2,3	2,3
IV	1,7	-2,3	0,0	3,6	-0,6	-0,2	2,3	1,8	4,0	2,7	2,3
2020 I	1,6	-2,7	0,4	3,2	1,1	2,8	0,8	0,7	1,0	4,2	2,0
II (e)	1,3	-7,7	-0,7	2,1	0,1	-15,1	-8,3	-9,4	-5,0	12,4	2,0
2020 Jun	--	-5,9	-0,8	--	--	--	--	--	--	--	2,0
Jul	--	-4,8	-0,6	--	--	--	--	--	--	--	1,9
Ago	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,9

(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasa de crecimiento de la media mensual disponible sobre la media mensual del trimestre anterior.

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

Gráfico 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano
Índice (2007=100)

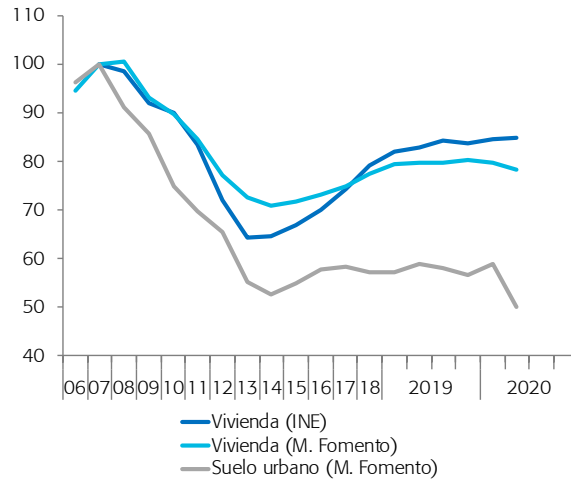
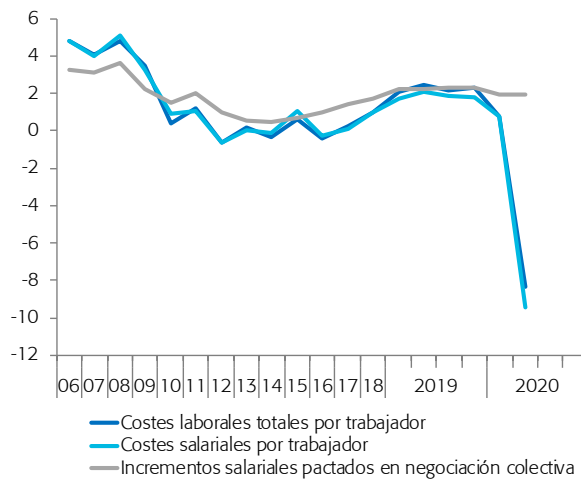


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

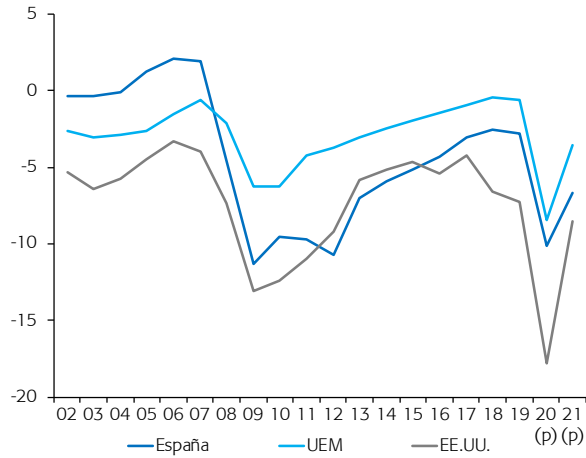
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2007	20,3	-59,8	-576,0	384,7	6.192,2	9.341,2	-101,4	23,2	-728,5
2008	-50,7	-207,4	-1.084,5	440,6	6.700,8	10.838,3	-98,8	-49,9	-866,1
2009	-120,6	-577,8	-1.896,6	569,5	7.440,5	12.525,9	-43,7	63,4	-564,3
2010	-102,2	-597,8	-1.863,1	649,2	8.199,1	14.301,9	-39,2	59,0	-497,7
2011	-103,6	-414,5	-1.709,1	743,0	8.658,8	15.501,9	-29,0	87,1	-412,4
2012	-110,7	-364,6	-1.493,3	889,9	9.114,9	16.718,0	0,9	226,3	-206,8
2013	-71,8	-299,3	-977,4	977,3	9.429,4	17.582,1	20,8	281,2	-208,2
2014	-61,1	-250,2	-910,9	1.039,4	9.674,6	18.299,9	17,5	315,3	-86,4
2015	-55,8	-208,2	-842,3	1.070,1	9.792,7	19.072,3	21,8	361,3	-169,2
2016	-48,0	-157,8	-1.009,4	1.104,6	9.970,0	19.991,2	35,4	390,6	-329,4
2017	-35,1	-108,0	-831,8	1.145,1	10.061,7	20.688,3	31,1	423,6	-399,0
2018	-30,5	-53,0	-1.357,9	1.173,3	10.161,1	22.369,1	23,3	432,1	-520,3
2019	-35,2	-77,0	-1.549,1	1.188,9	10.250,4	23.806,4	25,2	398,5	-608,0
2020	-114,5	-941,8	-3.541,7	1.307,9	11.440,5	27.127,7	36,1	374,1	-
2021	-81,7	-424,4	-1.813,2	1.389,6	11.855,4	28.987,7	32,7	432,6	-
Porcentaje del PIB									
2007	1,9	-0,6	-4,0	35,8	65,9	64,6	-9,4	0,2	-5,0
2008	-4,6	-2,2	-7,4	39,7	69,6	73,7	-8,9	-0,5	-5,9
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,2	86,7	-4,1	0,7	-3,9
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	86,0	95,4	-3,7	0,6	-3,3
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,4	99,7	-2,7	0,9	-2,7
2012	-10,7	-3,7	-9,2	86,3	92,7	103,2	0,1	2,3	-1,3
2013	-7,0	-3,0	-5,8	95,8	94,9	104,7	2,0	2,8	-1,2
2014	-5,9	-2,5	-5,2	100,7	95,1	104,4	1,7	3,1	-0,5
2015	-5,2	-2,0	-4,6	99,3	93,0	104,7	2,0	3,4	-0,9
2016	-4,3	-1,5	-5,4	99,2	92,2	106,8	3,2	3,6	-1,8
2017	-3,0	-1,0	-4,3	98,6	89,8	106,0	2,7	3,8	-2,0
2018	-2,5	-0,5	-6,6	97,6	87,8	108,7	1,9	3,7	-2,5
2019	-2,8	-0,6	-7,2	95,5	86,0	111,1	2,0	3,3	-2,8
2020	-10,1	-8,5	-17,8	115,6	102,7	136,2	3,2	3,4	-
2021	-6,7	-3,5	-8,5	113,7	98,8	136,6	2,7	3,6	-

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, primavera 2020.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

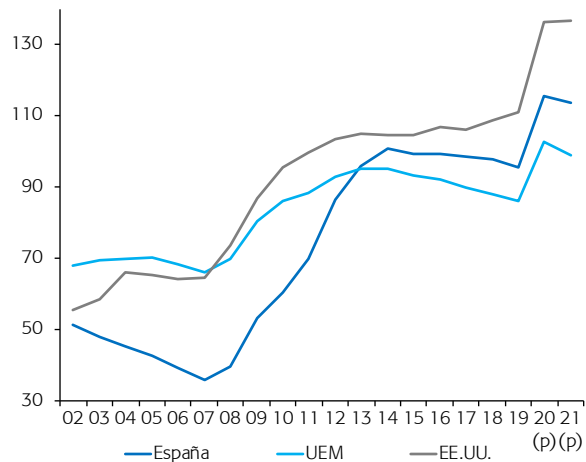
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	701.997	33.053
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	441.051	39.211
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	344.992	51.666
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	368.170	66.803
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	417.655	74.873
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	492.600	71.508
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	592.604	63.754
2018	46.722.980	43,1	19,1	80,5	85,9	53,6	29,3	13,7	715.255	56.745
2019	47.026.208	43,3	19,3			53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020*	47.431.256	43,6	19,4			53,5	29,8	15,2		
Fuentes:	EPC	EPC	EPC	ID INE	ID INE	EPC	EPC	EPC	EVR	EVR

ID INE: Indicadores Demográficos INE, EPC: Estadística del Padrón Municipal, EVR: Estadística de Variaciones Residenciales.

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

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

* Datos provisionales.

Cuadro 2

Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51	14,3	11,5
2019	18.697	2,52	14,9	11,2
2020*	18.779	2,53		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46
2017	7,4	7,0	2,11	35,3	33,2	2,67
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	2,90
2019*	7,0	6,6				
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

	Fecundidad					
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
2016	30,8	1,27	1,72	45,8	10,4	65,8
2017	30,9	1,25	1,71	46,8	10,5	66,1
2018	31,0	1,20	1,65	47,3	11,1	65,3
2019*	31,1	1,17	1,59			
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. MNP: Movimiento Natural de la Población. MSAN: Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 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.

■ Los datos se refieren al periodo enero-junio.

• Datos provisionales.

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
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
2019	19,3	6,3	30,3	44,7
2020*	18,2	6,3	31,0	44,7
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1er y 2º ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
2008	1.763.019	629.247	472.604	1.377.228	50.421	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	672.213	555.580	1.445.392	104.844	53.099.329	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	113.805	46.476.414	4,47
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,32
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.597.784	4,31
2016	1.780.377	687.595	652.471	1.303.252	190.143	47.578.997	4,25
2017	1.767.179	676.311	667.984	1.287.791	209.754	49.458.049	4,24
2018	1.750.106	667.287	675.942	1.293.892*	214.528*	50.807.185	4,23
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte. El cambio en las magnitudes correspondientes a 2014 en los datos de la EPA se debe a un cambio en su metodología.

■ Los datos se refieren al periodo enero-junio.

• Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019	807.614	6.038.326	1.138	957.500	975	2.361.620	712
2020■	2.126.872	6.088.348	1.158	955.971	985	2.354.595	723
Fuentes:	INEM	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019	912.384	259.570	193.122	14.997
2020■	1.027.019	261.783	189.907	15.553
Fuentes:	INEM	IMSERSO	IMSERSO	IMSERSO

INEM: Instituto Nacional de Empleo. INSS: Instituto Nacional de la Seguridad Social. IMSERSO: Instituto de Mayores y Servicios Sociales.

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-julio.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (\$ por habitante)	Público (\$ por habitante)
2008	8,29	6,10	2.774	2.042
2010	9,01	6,74	2.886	2.157
2012	9,09	6,55	2.902	2.095
2014	9,08	6,36	3.057	2.140
2015	9,16	6,51	3.180	2.258
2016	8,98	6,34	3.248	2.293
2017	8,84	6,25	3.370	2.385
2018	8,90	6,20	3.323	2.341
Fuentes:	OCDE	OCDE	OCDE	OCDE

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Personal y recursos			
	Médicos en atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os en atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1.000 personas asignadas)
2008	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	1,9	0,8	3,3	0,6
2017	1,9	0,8	3,4	0,6
2018		0,8		0,7
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2008	6,4	7,0	71	59
2010	6,6	7,3	65	53
2012	6,6	7,5	76	53
2014	6,3	7,5	87	65
2015	6,4	7,5	89	58
2016	6,6	7,6	115	72
2017	6,7	7,5	106	66
2018	6,6	7,5	129	96
2019			115	81
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

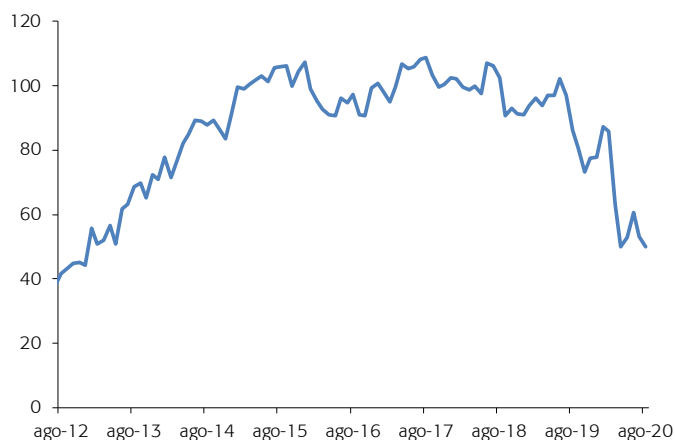
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo. INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional del Salud.

* Media de la satisfacción de la población medida en una escala de 1 a 10, en la que 1 significa "totalmente insatisfactorio" y 10 "totalmente satisfactorio".

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (agosto 2012-agosto 2020)



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

Fuente: Estudios ICC (Índice de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

2. FLASH SOCIAL. Verano 2020: vacaciones más breves y domésticas

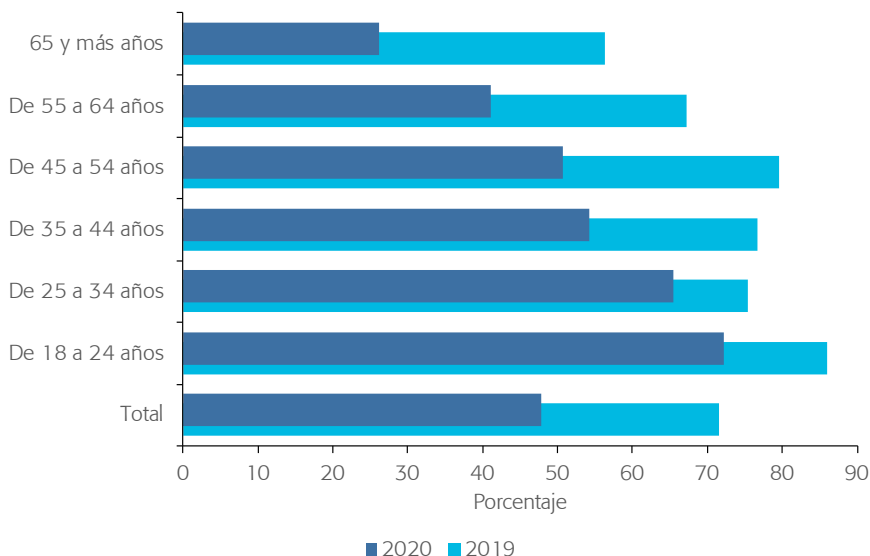
Según la última encuesta de Funcas (representativa de la población residente en España), que se realizó entre el 31 de agosto y el 11 de septiembre de 2020, en torno a la mitad de los ciudadanos (48%) ha pasado este verano al menos una noche fuera de su domicilio habitual por motivos de ocio o descanso. Los que lo hicieron en el verano de 2019 superan, en cambio, el 70%.

La edad marca diferencias importantes en esta cuestión. Si el 72% de los encuestados entre 18 y 24 años declara haber viajado por vacaciones en el verano de 2020 (en el verano de 2019 lo hizo el 86%), entre los mayores de 64 años el porcentaje correspondiente baja al 26% (en 2019, 56%) (Gráfico 2).

Otras características, como la duración de la estancia o la elección de destinos, también han experimentado cambios sustanciales respecto a 2019 (Gráfico 3). Por una parte, la media de días pasados fuera del domicilio habitual ha bajado de 17 a 14. Por otra parte, más de la mitad de los entrevistados que han viajado este verano (53%) lo han hecho dentro de su misma comunidad autónoma, un destino que el verano de 2019 solo eligió un tercio de quienes salieron de vacaciones. En cambio, ha caído la proporción de quienes han visitado otra comunidad autónoma (49% en el verano de 2020, y 59% en el verano de 2019) y, más intensamente todavía, la de quienes han salido al extranjero. En efecto, de todos los entrevistados que en el verano de 2020 pasaron alguna noche fuera de su domicilio habitual por motivos de ocio o descanso, solo el 6% declara haber visitado algún país extranjero, mientras que el 22% recuerda haberlo hecho en el verano de 2019.

Gráfico 2

Personas que han pasado alguna noche fuera de su domicilio en el verano de 2020 y de 2019, por edad



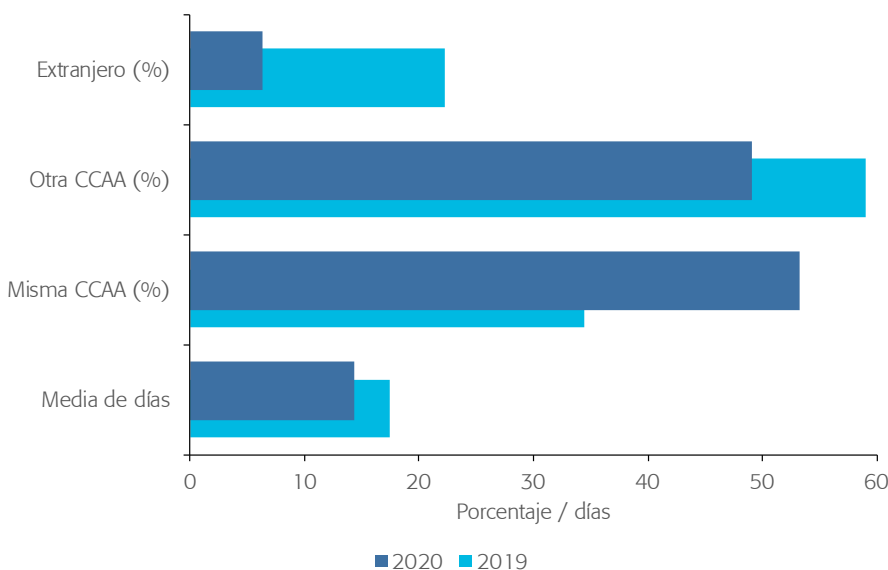
Pregunta: “Este verano, ¿ha pasado alguna noche fuera de su domicilio habitual por motivos de ocio o descanso?” (n=1.357).

Fuente: Encuesta FUNCAS sobre el coronavirus (sept. 2020), muestra: 1.357 entrevistados de 18 o más años (www.funcas.es).

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Gráfico 3

Destinos elegidos para pasar las vacaciones y duración media de la estancia en el verano de 2020 y de 2019



Pregunta: “Dígame, por favor, si esos días los ha pasado... a) ¿en la misma provincia en la que vive? b) ¿en una provincia diferente, pero en la misma comunidad autónoma? c) ¿en otra comunidad autónoma? d) ¿en el extranjero?” (Respuesta múltiple) “¿Me podría decir cuántos días aproximadamente ha pasado fuera de su domicilio habitual por cuestiones de ocio o descanso en el verano de 2020; n=649 entrevistados que declaran haber pasado alguna noche fuera de su domicilio habitual por cuestiones de ocio o descanso en el verano de 2019)”. (n= 649 entrevistados que declaran haber pasado alguna noche fuera de su domicilio habitual por cuestiones de ocio o descanso en el verano de 2020; n=991 entrevistados que declaran haber pasado alguna noche fuera de su domicilio habitual por cuestiones de ocio o descanso en el verano de 2019).

Fuente: Encuesta FUNCAS sobre el coronavirus (sept. 2020), muestra: 1.357 entrevistados de 18 o más años (www.funcas.es).

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 278 | SEPTIEMBRE/OCTUBRE

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2020

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-3,3	Mayo 2020
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	1,4	Mayo 2020
Dudosos (% var. mensual medio)	1,0	Mayo 2020
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	1.583.718	Agosto 2020
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	256.598	Agosto 2020
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	3	Agosto 2020
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	56,92	Marzo 2020
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	10.040,37	Marzo 2020
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	78.602,17	Marzo 2020
Ratio "oficinas/entidades"	123,24	Marzo 2020

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 agosto	2020 15 septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,2	4,1	5,0	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,7	-0,309	-0,354	-0,477	-0,484	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,1	-0,117	-0,249	-0,383	-0,403	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,8	1,4	0,6	0,3	0,3	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	3,9	1,5	-	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": Los tipos de interés interbancarios han disminuido en la primera mitad de septiembre, en un entorno de prolongada incertidumbre en los mercados por los rebotes del Covid-19 a escala internacional. El euríbor a 3 meses ha bajado del -0,477% de agosto al -0,484% de mitad de septiembre, mientras que la referencia a 12 meses ha disminuido del -0,383% de agosto al -0,403% de mitad de septiembre. La política monetaria sigue siendo considerablemente acomodaticia y se espera que así siga a largo plazo, especialmente tras los últimos anuncios de la Reserva Federal —flexibilizando los objetivos de inflación— y del BCE —ampliando el espectro de los programas de compra de activos—. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha mantenido en el 0,3%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 junio	2020 julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	18,4	84,2	288,7	26,48	29,34	(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	18,1	49,2	87,2	24,52	20,08	(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	0,5	1,07	0,01	1,44	0,04	(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	0,5	1,84	1,2	0,51	0,45	(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	0,6	-0,52	-0,54	-0,54	-0,49	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	701,8	1.164,63	1.311,87	-	-	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	0,3	-5,9	1,2	0,9	-3,9	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,1	-5,3	-7,4	69,4	-36,1	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	1.015,6	862,6	881,6	714,6	692,9 (a)	Con base 1985=100
15. Ibx-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.772,1	8.539,9	8.812,9	7.231,4	7.036,0 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 junio	2020 julio	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,8	12,2	13,2	17,4	16,9 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en el IBEX-35
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (%var.)	BE y Bolsa de Madrid		-	-	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (%var.)	BE y AIAF		-	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF		-	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	1,3	-6,1	-14,4	9,6	-16,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	10,3	58,5	30	5,8	-64,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de septiembre de 2020.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de julio (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 29,34%) mientras que las operaciones con obligaciones del Estado disminuyeron (hasta el 20,08%). En la primera mitad de septiembre, las bolsas se han mantenido estables aunque han registrado una elevada volatilidad por la persistencia del Covid-19 y su impacto en los resultados empresariales. El IBEX-35 se sitúa a mitad de septiembre en los 7.036,0 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid en 692,9 puntos. En julio (último dato disponible), las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 cayeron un 16,5% y las opciones financieras sobre este mismo índice lo hicieron en un 64,1%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2017	2018	2019	2020 (1T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2	1,5	2,3	2,4	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	2,1	0,5	0,1	2,2	2,7	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	261,5	287,4	280,7	282,0	284,4	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2017	2018	2019	2020 (1T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,6	61,3	58,9	56,9	56,9	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	0,5	3,8	-1,6	5,9	-4,5	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	-1,5	-0,1	0,1	0,3	-0,8	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el primer trimestre de 2020, el ahorro financiero en el conjunto de la economía aumentó hasta el 2,4% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 2,7% del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas se ha mantenido en el 56,9% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 abril	2020 mayo	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,1	-4,7	0,2	1,6	-3,3	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	7,0	0,7	0,3	2,1	1,4	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	9,95	-0,9	-0,3	3,0	3,5	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,3	-8,8	0,5	-0,2	-0,7	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	-2,2	-0,6	-1,6	-2,6	-3,0	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2020 abril	2020 mayo	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,3	-2,3	-1,7	0,8	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	2,6	-1,4	-1,1	-0,9	8,7	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	7,8	-4,1	0,3	0,04	0,01	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En mayo se observó una caída del crédito al sector privado del 3,3%. Los depósitos aumentaron un 1,4%. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 3,5%, mientras que las acciones y participaciones lo disminuyeron un -0,7%. Asimismo, se produjo un aumento de los préstamos dudosos del 1% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2001-2017	2017	2018	2019 diciembre	2020 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	187	122	115	114	113	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	75	83	83	81	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	237.662	187.472	181.999	181.999(a)	-	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	38.895	27.320	26.011	23.851	23.565	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	327.735	762.540	725.445	642.118	1.583.718 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	68.891	170.445	167.421	132.611	256.598 (b)	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 2001-2017	2017	2018	2019 diciembre	2020 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	19.286	96	167	102	3 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2018.

(b): Último dato a 31 de agosto de 2020.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En agosto de 2020, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 256.598 millones de euros.

PRO-MEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En agosto de 2020, su valor en España era de 423.608 millones de euros y de 3,3 billones de euros en el conjunto de la eurozona.

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

INDICADOR	A partir de datos de:	Media 2000-2016	2017	2018	2019	2020 (IT)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	49,6	54,03	54,39	53,30	56,92	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de este ratio se obtienen directamente partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito.
44. Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.756,85	6.532,25	9.461,19	9.574,38	10.040,37	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	23.407,19	47.309,12	68.190,72	74.450,04	78.602,17	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	203,20	122,22	131,36	123,09	123,24	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,15	6,97	7,2	7,7	7,9	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,05	0,84	-0,79	0,25	-1,12	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,43	0,44	0,57	0,59	-0,01	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,01	3,66	4,25	6,96	0,21	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": En el primer trimestre de 2020 se observó una caída de la rentabilidad en el sector bancario español, provocada por la crisis sanitaria de la Covid-19 y en el que un gran número de entidades decidieron dotar cuantiosas provisiones para posibles pérdidas derivadas de la incidencia del coronavirus.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 164. Crecimiento económico

PANORAMA SOCIAL

N.º 31. El campo y la cuestión rural: la despoblación y otros desafíos

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 277. El largo camino de la recuperación

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 9, N.º 4 (2020). Challenges for Spanish industry under COVID-19 and beyond

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 9. Abril (2020)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 94. Innovación, crecimiento y competitividad: el papel de la política tecnológica en España / Joost Heijs (director), Mikel Buesa (director), Delia Margarita Vergara, Cristian Gutiérrez, Guillermo Arenas y Alex Javier Guerrero

LIBROS

Tres ensayos sobre Europa

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2020

Publicación	Suscripción*			Números sueltos**	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital	Edición papel €	Edición digital
Papeles de Economía Española	4 números	55	Gratuita	20	Gratuita
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	Gratuita	15	Gratuita
Panorama Social	2 números	25	Gratuita	18	Gratuita
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	Gratuita	15	Gratuita
Papeles de Energía	2 números	25	Gratuita	18	Gratuita
Estudios (números sueltos)	--	--	Gratuita	17	Gratuita
Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.					

* Gastos de envío: España, 7€/año; Europa, 10€/ejemplar; resto países: 20,85€/ejemplar.

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

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

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

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

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

E-MAIL: publica@funcas.es

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

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

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

Pedidos e información:

Funcas
Caballero de Gracia, 28
28013 Madrid (España)
Teléfono: 91 596 54 81
Fax: 91 596 57 96
publica@funcas.es
Versión electrónica íntegra
en: www.funcas.es/Publicaciones



ISSN: 2254-3422



97722543427