

## Emprendimiento, finanzas sostenibles y nuevos medios de pago

Emprendimiento y  
crecimiento empresarial

Finanzas sostenibles

Impacto de la crisis sobre  
hogares y empresas

Los pagos tras la pandemia

La débil salud de las  
finanzas públicas

Valoración bursátil de la  
banca

Las manufacturas en 2020

Demografía empresarial

Diversidad de género en  
los consejos

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<sup>a</sup> 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

282

mayo/junio 2021



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

- Página 1 Condiciones que favorecen el emprendimiento:  
análisis económico y propuestas  
*Emilio Huerta Arribas, Alfonso Novales Cinca y Vicente Salas Fumás*
- 13 Las finanzas sostenibles, entre dos emergencias  
*José Manuel González-Páramo*
- 27 El impacto de la crisis sanitaria sobre las cuentas de los hogares  
y de las empresas  
*María Jesús Fernández*
- 37 Los pagos tras un año de pandemia  
*Santiago Carbó Valverde, Pedro Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández*
- 45 La débil salud de las finanzas públicas en el tránsito  
a la era pos-COVID  
*Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz*
- 55 Valoración bursátil de la banca española y europea:  
caída y recuperación en el marco COVID-19  
*Ángel Berges, Fernando Rojas y Diego Aires*
- 61 Las manufacturas españolas sacan pecho  
*María José Moral*
- 69 Demografía empresarial pos-COVID: una primera aproximación  
*Ramon Xifré*
- 77 Hitos y retos de la diversidad de género en los consejos  
de administración en España  
*Irma Martínez García y Fernando Gómez Díaz*

---

## INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 86 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 109 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 117 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

Entre los once ejes que configuran las principales reformas del *Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia*, en línea también con las recomendaciones del Semestre Europeo, figura en primer lugar la necesidad de mejorar la demografía empresarial y el clima de negocios, promoviendo el emprendimiento y el aumento del tamaño y eficiencia de las empresas. El informe *España Nación Emprendedora* considera, a su vez, que la estrategia de promoción del emprendimiento innovador ha de considerarse como una “misión de país”, dirigida a la transformación económica y social de España. Y de forma complementaria, el Gobierno sometió a consulta pública el documento *Medidas para favorecer la creación de empresas y su crecimiento*. Existe, por tanto, una conjunción de objetivos y propuestas que remite con insistencia al fomento del emprendimiento como determinante del crecimiento y del progreso material. Y ese renovado énfasis tiene probablemente mucho que ver con la convicción de que algo se echa en falta en la economía española en relación con la creación y posterior desarrollo de las empresas, como si el diagnóstico nos llevase a identificar una importante debilidad en ese punto.

La actividad de creación de empresas en España no es muy diferente de la de otros países de nuestro entorno, como Francia o Alemania. Pero sus expectativas de crecimiento son menores, tienen menos grado de internacionalización, más de la mitad desaparecen antes de cinco años y las que sobreviven se mantienen en tamaños pequeños, con bajos niveles de productividad. Sin embargo, el análisis de las causas de esta desventaja relativa de la economía española dista de ser unánime. Mientras existe una creencia bastante extendida en que es el reducido tamaño de las empresas el causante de la baja productividad de la economía española,

diferentes estudios empíricos sugieren que, de existir, la causalidad no va del tamaño a la productividad, sino al revés. Como señalan en su artículo EMILIO HUERTA ARRIBAS, ALFONSO NOVALES CINCA y VICENTE SALAS FUMÁS, son las empresas más productivas las que ganan cuota de mercado y dimensión.

Este enfoque conduce al análisis de factores no solo de carácter externo, vinculados a la regulación mercantil, laboral o fiscal, sino de carácter interno, entre los que destacan la tecnología que soporta el modelo de negocio, la estrategia competitiva, el capital gerencial y, por supuesto, también la financiación. Los costes internos de crecer dependen, asimismo, de la complejidad de los problemas de coordinación y motivación en el seno de la organización. La relación entre la calidad de gestión de las empresas y su capacidad para crear entornos descentralizados de confianza muestra que el recurso empresarial es fundamental para aumentar la productividad y controlar adecuadamente los costes del crecimiento. Los autores del artículo con el que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica* presentan aquí una síntesis de sus comentarios al documento sometido a consulta pública por el Ministerio de Asuntos Económicos, formulando una valoración crítica del diagnóstico y las propuestas sobre el emprendimiento en España. Aun estando de acuerdo en revisar los efectos de las medidas regulatorias que pueden afectar al tamaño de las empresas, sus argumentos descansan principalmente en factores internos como la tecnología de producción, las economías de escala y la unidad de dirección, así como en las posibles diseconomías organizativas del tamaño en unidades incapaces de funcionar de forma descentralizada.

En el conjunto de informes, planes y programas que de forma continuada tratan de delimitar los objetivos y medidas para la transformación de la economía española y europea, la sostenibilidad atraviesa cada vez con más fuerza el discurso general de toda la política económica. En el sector financiero, la adopción de objetivos de sostenibilidad también ha avanzado de forma muy destacable en los últimos cinco años. Desde distintas instancias, el propio Banco Central Europeo ha manifestado la necesidad de incorporar criterios de responsabilidad ambiental en su cartera de fondos propios, en sus compras de bonos y en su política de colateral. Es más, el mantenimiento de la estabilidad financiera requiere la evaluación y mitigación de todo tipo de riesgos, y entre ellos, los asociados al cambio climático. El artículo de JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO analiza los impactos potenciales de los riesgos climáticos —tanto los de carácter físico, como los derivados de la transición a una economía baja en carbono— sobre la economía y la estabilidad financiera. Los bancos centrales tienen capacidad para promover la transparencia y una correcta taxonomía de actividades según su riesgo climático, así como para tomar en consideración los escenarios climáticos alternativos en las pruebas de estrés y promover su integración en el marco de gestión de riesgos de las entidades financieras. Pero la sostenibilidad también genera oportunidades interesantes para el sector financiero ante el creciente número de inversores que desean un destino “verde” para sus inversiones, con un sistema de información transparente y auditado.

La tasa de ahorro de los hogares españoles alcanzó en 2020 una cifra récord del 14,7 % de la renta disponible bruta, más del doble que el año anterior. Aunque es muy probable que existan diferencias importantes cuando se desciende a un nivel más desagregado, por niveles de ingresos, sector de actividad o lugar de residencia, lo cierto es que se ha generado un nivel de ahorro muy por encima de la media registrada en el pasado más reciente. Las estimaciones de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ sitúan el sobre-ahorro realizado en unos 60.000 millones de euros, del que un 47 % sería ahorro forzoso y el resto, ahorro precautorio. La incógnita es cómo van a comportarse esos excesos de ahorro en los próximos meses, pues dependiendo de la parte que se destine al consumo o a la inversión, existirá un mayor o menor impulso sobre la recuperación de la actividad económica. Lo más probable es que esa bolsa de ahorro no se gaste en su totalidad, pero cabe esperar que, cuando se eliminen las restricciones a la movilidad y a la actividad, una parte importante de ese exceso de ahorro incrementará de forma notable el gasto de

los hogares, mientras que el resto podría acelerar el proceso de desendeudamiento de los mismos.

La pandemia de COVID-19 no solo ha impactado con fuerza en el consumo y el ahorro de los hogares, sino que ha alterado sustancialmente, y quizá con carácter irreversible, los pagos minoristas. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ analiza los cambios que se han producido en los últimos meses en la demanda de medios de pago de los españoles como parte del proceso de digitalización financiera de la población. Los resultados del Barómetro de Innovación Financiera muestran una diferencia relevante entre el uso observado de efectivo y las preferencias manifestadas por los encuestados, con una creciente inclinación por los medios de pago digitales. Los cambios afectan no solo a los pagos, sino también al uso de las aplicaciones para transferir dinero entre particulares, extendiéndose a las plataformas para el pago en las compras en establecimientos físicos y *online*. Aunque la generalización de estas nuevas formas de pago dependerá de la comodidad y seguridad que proporcionen a los usuarios, lo cierto es que la COVID-19 ha supuesto un avance importante en su difusión y utilización.

El despliegue de medidas adoptadas por los gobiernos para hacer frente a las consecuencias de la crisis de la COVID-19 sobre los hogares y las empresas, junto a la contracción económica que ha tenido lugar a pesar de las ultraexpansivas políticas monetarias y fiscales, ha provocado un aumento sin precedentes del déficit y de la deuda pública en la mayor parte de las economías avanzadas, y de forma especial, en España. Aun contando con una mejora de las tasas de crecimiento, la senda esperada de deuda pública abre interrogantes preocupantes sobre la fragilidad de las finanzas públicas españolas ante escenarios de financiación menos favorables que los actuales. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ examina la *Actualización del Programa de Estabilidad 2021* a la luz de la experiencia reciente sobre los escasos logros alcanzados en la reducción del déficit estructural y del reiterado incumplimiento de los objetivos de déficit de la hacienda pública española. Cuando la Unión Europea suspenda la cláusula de salvaguardia y apruebe las nuevas normas fiscales —muy probablemente para ser aplicadas a partir de 2023—, será necesario contar con un plan de consolidación fiscal a medio plazo que sitúe la deuda pública en niveles más sostenibles.

Los meses transcurridos desde el inicio de la pandemia han contemplado una trayectoria de ida y

vuelta en la cotización bursátil de la banca española y europea, con un comportamiento mucho más procíclico que el resto de sectores. Como señalan en su artículo ÁNGEL BERGES, FERNANDO ROJAS y DIEGO AIRES, además de los estímulos fiscales y monetarios que han impulsado la recuperación económica, y de los avances en los programas de vacunación, existen también factores intrínsecos al propio sector bancario que ha favorecido la mejoría de las cotizaciones. Entre ellos cabe citar la anticipada adecuación de las estructuras productivas derivada de los procesos de integración y el importante esfuerzo de saneamiento realizado por la banca española en el ejercicio 2020. Con todo, las valoraciones siguen siendo muy bajas en términos de comparación con el valor en libros de los activos, lo que pone de manifiesto las limitadas tasas de rentabilidad actuales. Una economía con tipos de interés estructuralmente más elevados aliviaría la presión que los actuales tipos negativos ejercen sobre la rentabilidad del negocio minorista y elevaría la valoración bursátil de la banca, como se deduce de la correlación entre esta y la tasa de rentabilidad del bono norteamericano, referencia básica de la expectativa futura de tipos.

Aunque la economía española ha tenido a lo largo de estos meses de pandemia un peor comportamiento que las otras tres grandes economías de la Unión Europea, la industria manufacturera nacional ha presentado registros menos negativos que las demás. MARÍA JOSÉ MORAL describe en su artículo cómo tras el colapso de la producción manufacturera en los meses de marzo y abril, a partir de mayo se consolida un cambio de tendencia en todos los países, con una aproximación sostenida a los niveles de producción previos a la pandemia. La nota negativa en el caso de España sigue siendo la evolución del mercado de trabajo, donde la protección temporal del empleo, mediante los expedientes de regulación temporal, no han impedido un ajuste del número de ocupados más pronunciado que en las otras grandes economías de la UE.

Cuando ya se ha cumplido más de un año desde la declaración de la pandemia de COVID-19 por la Organización Mundial de la Salud, algunos indicadores de actividad y dinamismo empresarial permiten entrever el impacto que la crisis ha tenido sobre los diferentes sectores de la economía española. Con datos sobre la cifra de negocios y las altas netas de sociedades, RAMON XIFRÉ observa que se está produciendo una polarización del panorama empresarial. Aunque algunas ramas productivas han experimentado una recuperación vigorosa, en otras se detecta un agravamiento de problemas estructurales previos. Así por ejemplo, mientras en hostelería y actividades relacionadas la crisis ha supuesto un auténtico desastre, con un brusco cambio de tendencia respecto de la situación anterior, en la industria la situación es ambivalente, observándose saldos netos negativos en la creación de empresas al tiempo que una recuperación de la facturación, reflejo probablemente de un proceso de concentración en las empresas más competitivas. La conclusión que se obtiene del análisis anterior es que las medidas de apoyo deben adaptarse y modularse con arreglo a la trayectoria y a las expectativas razonables de cada sector productivo.

El artículo que cierra este número de *Cuadernos de Información Económica*, de IRMA MARTÍNEZ GARCÍA y FERNANDO GÓMEZ DÍAZ, examina la evolución y cumplimiento de la normativa sobre diversidad de género en los consejos de administración de las empresas cotizadas en España. Los resultados muestran que la presencia de mujeres consejeras ha aumentado de forma significativa en los últimos años, especialmente en las empresas que forman parte del Ibex-35, a pesar de la que la normativa española sobre la materia es de carácter voluntario. Con todo, los escenarios sobre el potencial cumplimiento del 40 % de diversidad, establecidos tanto en el último Código de buen gobierno como en la Ley de cuotas, se antojan difíciles de alcanzar en el horizonte cercano de 2022. Solo en el caso de las empresas del Ibex-35 cabe esperar una consecución de ese objetivo entre 2023 y 2024.



# Condiciones que favorecen el emprendimiento: análisis económico y propuestas\*

Emilio Huerta Arribas\*\*, Alfonso Novales Cinca\*\*\* y Vicente Salas Fumás\*\*\*\*

**Este texto revisa iniciativas recientes del Gobierno de España para el fomento del emprendimiento, con el objetivo de valorar su coherencia con los diagnósticos disponibles sobre la estructura del tejido productivo español. Además de atender a los problemas de financiación de los nuevos proyectos emprendedores, es urgente reflexionar sobre el conjunto del sistema de innovación tecnológica, la transferencia de conocimiento y el diseño de políticas públicas dirigidas a impulsar la innovación disruptiva. Existe, por otra parte, una sobreestimación del impacto que sobre la distribución de tamaños y productividad de las empresas españolas tienen los costes externos de crecer generados por las políticas públicas. Es necesario, por tanto, tomar en consideración los factores que afectan a los costes internos de crecer, como factor clave para explicar la dimensión de las empresas en España.**

En febrero de 2021, el presidente del Gobierno presentó públicamente el informe *España Nación Emprendedora*, considerado un documento clave para orientar y apoyar la transformación económica y social de nuestro país. El informe desgrana una estrategia con 50 medidas que entre otros objetivos aspiran a acelerar la inversión en nuevos negocios y potenciar su crecimiento, y atraer, desarrollar y retener talento. Se contempla la elaboración de una Ley de fomento del ecosistema de empresas emergentes,

como acción prioritaria para movilizar acciones y recursos públicos y privados en esa dirección.

Por otro lado, el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, en los meses de febrero y marzo de 2021 ha publicado para consulta pública un documento bajo el título: *Medidas para favorecer la creación de empresas y su crecimiento*. El documento destaca como una de las principales características estructurales de la economía española, la

\* Este artículo está motivado por comentarios de los autores al documento *Medidas para favorecer la creación de empresas y su crecimiento*, sometido a consulta pública convocada por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

\*\* Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad Pública de Navarra.

\*\*\* Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad Complutense de Madrid.

\*\*\*\* Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza.

sobrerrepresentación de empresas de menor tamaño y el elevado número de trabajadores autónomos, atribuye a esta estructura del tejido empresarial una de las razones importantes para explicar la falta de convergencia en productividad de la economía española y confía en un cambio en esta estructura productiva en la dirección de aumentar el tamaño medio empresarial, como una forma eficaz de avanzar por la senda de la convergencia.

Este texto es una versión más centrada de los comentarios al documento normativo que los autores remitieron al Ministerio en el proceso de consulta pública. Por tanto, la estructura y contenidos del mismo están condicionados por los propios del documento inicial que los suscitó. El objetivo del texto es doble. Primero analizar, desde la teoría de la información y los contratos, los costes de transacción en que se incurre en los procesos de emprendimiento y creación de empresas, como marco de referencia del que, a nuestro juicio, debería partir cualquier iniciativa legislativa en este ámbito. Y segundo, valorar desde el análisis crítico, el diagnóstico sobre la situación del emprendimiento y la estructura de tamaño empresarial en España que realiza el documento del Ministerio de Asuntos Económicos, y las propuestas de reforma que se realizan a partir del mismo.

En el resto de la exposición se presentan consideraciones sobre algunos aspectos concretos tratados en el documento. De este modo, el apartado siguiente se centra principalmente en la valoración de los diagnósticos de partida que justifican las líneas de reforma propuestas en el documento. A continuación, se analizan y valoran las principales líneas de reforma. Finalmente, el último apartado presenta conclusiones y recopila sugerencias enunciadas.

## Sobre el diagnóstico de las situaciones de partida

El emprendimiento y la creación de empresas son tópicos recurrentes en la política económica española desde hace tiempo. En este sentido, una distinción de partida importante en el análisis del emprendimiento y el desarrollo empresarial es entre

cantidad y calidad del emprendimiento. La distinción acostumbra a tener una estrecha relación con las motivaciones que llevan a emprender: el autoempleo, ante una situación en la que la persona se convence de la imposibilidad de ocuparse como asalariada (es decir el emprendimiento por necesidad), o, por el contrario, la persona o personas con posibilidades de ocuparse como asalariados, pero que creen que pueden ser más productivas poniendo en marcha una iniciativa empresarial innovadora (emprendimiento por oportunidad). Si el objetivo de las políticas públicas es mejorar la productividad y el crecimiento potencial de la economía es evidente que interesa sobre todo promover el emprendimiento por oportunidad, lo que significa utilizar indicadores de emprendimiento donde pese más el valor añadido de las empresas que se crean que el número de empresas que nacen cada año. En cambio, si el emprendimiento se contempla como una forma de aumentar las tasas de personas ocupadas, la distinción entre cantidad y calidad puede ser menos importante para las políticas públicas.

La actividad de las *start ups* en España se encuentra sujeta a leyes de diversa naturaleza mercantil y fiscal y, sobre todo, a una normativa muy dispersa (Ley 11/2013 de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento, Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, Ley 25/2015 de mecanismos de segunda oportunidad, y Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial) por lo que parece conveniente elaborar una nueva norma que ponga fin a toda esta dispersión legislativa.

La iniciativa legislativa objeto de esta consulta ofrece la oportunidad de hacer un diagnóstico del mercado del emprendimiento en España, y analizar la efectividad de las políticas públicas puestas en marcha hasta ahora para fomentarlo. Pero, sin ejercicios permanentes y rigurosos de evaluación de las normas vigentes, faltarán argumentos a la hora de justificar la necesidad de una nueva ley sobre creación de empresas y/o emprendimiento.

Estas consideraciones generales se aplican al documento de proyecto normativo *Medidas para favorecer la creación de empresas y su crecimiento*

en su conjunto, y a cada una de las líneas sobre las que se pretende actuar, concretamente: la eliminación del capital social mínimo legal para constituir una sociedad de responsabilidad limitada (SRL), la eliminación de ciertas barreras a la entrada en determinadas actividades económicas, medidas para mejorar y armonizar la regulación en todo el territorio nacional y medidas de apoyo financiero.

### Sobre el rigor del diagnóstico general

El documento a consulta comienza señalando que en España hay, proporcionalmente, más empresas pequeñas que en los países europeos cuya productividad laboral media es mayor que la española. Desde esta observación de la realidad, se recomienda aumentar el tamaño de las empresas españolas como una forma de mejorar la productividad de la economía.

*La distribución de tamaños empresariales es el resultado de la disciplina de la competencia en los distintos mercados y de características del recurso emprendedor. Por ello, es preciso diagnosticar correctamente por qué las empresas españolas tienen el tamaño que tienen y cuál es la naturaleza y ambición de los proyectos empresariales que se emprenden para que el resultado final siga siendo tan limitado en productividad y dimensión.*

Los trabajos de De Castro y Larraza (2018) caracterizan el perfil del emprendimiento y muestran cómo la actividad de creación de empresas en España es similar a la de países de referencia, como Alemania o Francia. Sin embargo, estas actividades presentan diferencias importantes con respecto a esos mismos países. Por ejemplo, las empresas creadas en nuestro país, tienen menores expectativas de crecimiento y mucho menor grado de

internacionalización. Además, el tamaño medio de las nuevas empresas en España es muy pequeño, la mitad de las empresas desaparecen a los cinco años y las que sobreviven se mantienen en tamaños pequeños, muy próximos al de inicio de la actividad, en los años sucesivos. Por tanto, la evidencia sugiere que en España crear nuevas empresas no resulta difícil; lo que resulta complicado y tiene un alcance limitado es el emprendimiento innovador.

Además, cuando se debate sobre el tamaño de las empresas y sus consecuencias, hay una abundante literatura económica internacional y nacional (Moral-Benito, 2016; Huerta y Salas, 2014 y 2018; Bloom y Van Reenen, 2007; y Bloom *et al.*, 2014) que sugiere que la relación de causalidad, si existe, no va del tamaño a la productividad, sino de la productividad al tamaño. Es decir, son las empresas más eficientes y productivas las que ganan cuota de mercado y dimensión, mientras que las menos productivas pierden peso en el mercado.

Hay que insistir también en que la distribución de tamaños empresariales en un país no es arbitraria, sino el resultado de la disciplina de la competencia en los distintos mercados y de características del recurso emprendedor con que cuentan las empresas. Por ello, es preciso diagnosticar correctamente por qué las empresas españolas tienen el tamaño que tienen; cuál es la naturaleza y ambición de los proyectos empresariales que se emprenden para que el resultado final siga siendo tan limitado en productividad y dimensión.

### Sobre los objetivos a conseguir

Consideramos que, como norma general, las iniciativas legislativas deberían establecer objetivos estructurados por niveles, de manera que la consecución del objetivo de nivel superior que preside la iniciativa particular sea el resultado de la cadena de consecución de los objetivos inferiores<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Por ejemplo, políticas de fomento del emprendimiento que terminen estimulando la creación de empresas por motivos de necesidad, baja productividad y reducido tamaño, incidirán sobre la productividad de la economía en la forma no deseada, pues lo que se conseguirá es una distribución de tamaños empresariales y productividad en la economía con más peso de las empresas en la cola inferior de la distribución.

Para estudiar el impacto del emprendimiento es necesario conocer no solamente las características de la distribución de las empresas que se crean; también es fundamental valorar la cola superior de la distribución, la de las empresas “estrella”. El aspecto clave aquí será conseguir que, tanto las nuevas empresas, como las ya existentes, se gestionen bajo la dirección de empresarios y directivos cualificados. Estudios académicos contrastados (Bloom y Van Reenen, 2010; y Bloom *et al.*, 2014) demuestran que las diferencias de productividad vinculadas a la calidad del recurso empresarial impactan más que proporcionalmente en el tamaño de las empresas, de manera que, aumentando la calidad media del recurso empresarial, el tamaño y la productividad media de las empresas aumentan más que proporcionalmente. Esta evidencia hace que se desplace la atención desde las empresas, personas jurídicas o plantas de producción, número de establecimientos existentes, tamaño de los mismos, a reconocer con mayor detalle el perfil de los emprendedores-empresarios, las características y formación-educación de los directivos y de los equipos de personas que dirigen.

### Sobre los factores institucionales

Hay que utilizar toda la información disponible para realizar un diagnóstico de la situación del sector empresarial en España, pero hay que ser conscientes de las limitaciones o incongruencias de las fuentes consultadas.

Cuando se estudia el dinamismo empresarial con datos del *DIRCE*, se reconoce que las tasas de mortalidad, natalidad y supervivencia neta en España (Fariñas y Huergo, 2015; García Perea, 2020; Huerta y Salas, 2021; y Xifré, 2019) muestran una gran sensibilidad al ciclo económico. Este hecho pone de manifiesto que la creación y cierre de empresas actúa como mecanismo de ajuste a las oscilaciones de la demanda cuando, para afianzar la productividad, sería mucho más deseable que el ajuste al ciclo económico se realizara repartiendo las horas de trabajo dentro de las empresas existentes.

Por otro lado, la distribución por tamaños de las empresas españolas, y la distribución de personas ocupadas por tamaños de empresa, se mantienen prácticamente invariables desde principios de los años noventa, cuando comienza a publicarse el *DIRCE*. La distribución de personas por grupos ocupacionales, asalariados, empresarios (*managers* más autoempleados con asalariados) y autónomos sin asalariados, se mantiene también estable; en este caso, desde mediados de los años ochenta. Durante este largo periodo de tiempo, se han producido cambios notables en la tecnología, regulación y funcionamiento de los mercados, pero la estructura de tamaños y ocupaciones se ha mantenido constante en el tiempo. Por tanto, podemos inferir que la persistente estabilidad de dicha estructura obedece a razones más profundas que las que se citan en el documento sometido a consulta pública.

## Medidas para facilitar la creación de empresas: un análisis crítico

### Reducir capital mínimo de constitución de las SRL a un euro

En la memoria objeto de consulta pública se dice que hay indicios de que el requerimiento de un capital mínimo de 3.000 euros para crear una SRL, puede constituir una restricción significativa al emprendimiento. Pero, ¿a qué tipo de emprendimiento? Para emprender no se necesita crear una empresa (persona jurídica) que se interponga entre el emprendedor, persona física, y los terceros con quien contrata. Constituir e interponer una persona jurídica es una decisión posterior a la etapa en la que una persona física descubre una oportunidad de negocio y se moviliza para conseguir los recursos necesarios para aprovecharla.

Entre las personas jurídicas elegibles que el derecho pone a disposición de los emprendedores para conducir las relaciones con terceros, cobran especial relevancia aquellas que incorporan el privilegio de la responsabilidad limitada (RSL, anónimas, cooperativas...). La responsabilidad limitada al patrimonio

de la empresa constituida, que es además la persona (jurídica) que contrae derechos y obligaciones con terceros, desvincula el patrimonio personal del empresario del riesgo propio de la actividad empresarial. La estructura societaria facilita también repartir el riesgo entre distintos socios financieros, lo que permite acometer inversiones de más envergadura manteniendo una cierta diversificación del patrimonio personal de cada inversor. Pero es preciso reconocer que la protección lógica y deseable al emprendedor-empresario tiene consecuencias para la seguridad de las operaciones comerciales cuando los mercados funcionan con imperfecciones.

Como norma general, eliminar el capital mínimo de 3.000 euros para constituir una SRL debería justificarse con rigor. Es preciso motivar por qué se estableció en su momento este requisito y qué hace pensar que sea mejor eliminarlo. Para valorar la oportunidad de establecer un capital social mínimo o no hacerlo, además de consideraciones de interés general (la sociedad puede considerar que el privilegio de la responsabilidad limitada debe ir asociado con un retorno social de la sociedad mercantil que se crea, más allá del privado y por tanto, el acto de crear una sociedad mercantil no debe trivializarse), debe tomarse en consideración también la lógica del mercado. El patrimonio de la sociedad mercantil es un indicador de las garantías, a modo de colateral, con el que la persona jurídica respalda el cumplimiento de las obligaciones contractuales contraídas con terceros. Por tanto, serán estos últimos quienes terminarán juzgando si 0, 1.000, 3.000, 10.000... euros es, o no, un patrimonio suficiente para dar seguridad a las transacciones mercantiles.

Reducir el capital mínimo para constituir una SRL de 3.000 a 1 euro abarata, en principio, el coste de constituir sociedades mercantiles para los futuros emprendedores, pero para el veredicto final, hay que tener en cuenta también si aumentan los costes para las terceras partes que se relacionan con ella. Con la normativa actual, cualquier persona que se relaciona con la sociedad mercantil sabe que esta tiene un capital mínimo de 3.000 euros; es decir, un patrimonio mínimo, y sabe que quien constituye la sociedad está dispuesto a arriesgar 3.000 euros de su patrimonio en la aventura empresarial. Sin un

capital mínimo, la constitución de la sociedad *per se*, no aporta ninguna información sobre el patrimonio y las garantías, ni tampoco sobre lo que está dispuesto a arriesgar quien la constituye.

Por otra parte, al reducir el capital mínimo para constituir una sociedad a 1 euro se envía una señal equivocada sobre las verdaderas necesidades financieras de las *start ups*. Para el emprendimiento innovador de base tecnológica o social, la trayectoria más común entre las empresas se resume así: necesitan un tiempo que puede oscilar en media entre tres meses y dos años, desde que aparece la idea, se desarrolla el proyecto, se crea un prototipo comercial, se llega al mercado con un producto o servicio para la venta y se obtienen ingresos. Esto significa que los ingresos por las ventas del producto o servicio tardan tiempo en llegar y, para hacer frente a los pagos necesarios para funcionar durante ese período, habrá que contar con fondos que, o bien aportan los propios emprendedores, o bien habrá que conseguirlos externamente.

---

*Al reducir el capital mínimo para constituir una sociedad a 1 euro se envía una señal equivocada sobre las verdaderas necesidades financieras de las start ups. Los ingresos por las ventas del producto o servicio tardan tiempo en llegar y, para hacer frente a los pagos necesarios para funcionar, habrá que contar con fondos que, o bien aportan los propios emprendedores, o bien habrá que conseguirlos externamente.*

---

En esta fase de inversión en el desarrollo del producto o servicio innovador, hay incertidumbre sobre el resultado final, mayor cuanto más innovador es el proyecto, y al mismo tiempo, una gran diferencia entre la información que sobre el proyecto poseen los "internos" y los "externos". Es sabido que la incertidumbre y la asimetría informacional complican, cuando no hacen totalmente imposible, acceder a financiación a través de deuda y, en particular, de deuda bancaria.

Resulta evidente que, para el tipo de empresas que más pueden contribuir a fortalecer el tejido empresarial, bajar el capital mínimo para constituir la sociedad a 1 euro no tendrá ningún impacto.

### Altos costes económicos y administrativos de crear empresas en España

Como hemos indicado, la evidencia sobre las tasas de creación de empresas en España no es coherente con la premisa de que los costes económicos y administrativos de crear empresas sean excesivos; si lo fueran, las tasas de creación serían más bajas de lo que son actualmente, en términos comparativos.

La creación de empresas, con constitución de una persona jurídica, puede obedecer a muchos objetivos y no se puede dar por sentado que el privilegio que supone poder constituir una sociedad mercantil, y el privilegio de crear una SRL en particular, se utilizará por las personas siempre de forma socialmente responsable

En nuestra opinión, reducir a 1 euro el mínimo legal para la constitución de la SRL no tendrá, por sí mismo, ninguna relevancia en el objetivo final, que entendemos que es conseguir un emprendimiento de oportunidad, innovador, alrededor de equipos de personas con visión de largo plazo. Para este emprendimiento, el problema principal será el de configurar una masa crítica estable de socios, después de un periodo inevitable de aprendizaje y de prueba y error. La innovación social, incluyendo las políticas públicas, debe ir por la vía de facilitar el diferimiento temporal de los pagos laterales entre socios y entre estos y la sociedad mercantil; también pueden ayudar incentivos fiscales para fomentar la constitución de bolsas de liquidez con el fin de facilitar la entrada y salida de socios.

### Medidas para apoyar financieramente el crecimiento empresarial

El documento a consulta pone todo el énfasis en la financiación de la empresa e ignora lo primero

y más importante, la inversión que se necesita para construir el proyecto empresarial.

Los problemas de información asimétrica condicionan el acceso a la financiación de las empresas. Los fondos financieros disponibles y el coste al que se accede a ellos van a estar muy condicionados por las dificultades para que los inversores externos reduzcan la incertidumbre acerca de los resultados de los proyectos que van a financiar, y se creen condiciones favorables para mantener los costes de agencia bajo control.

El escenario realista de partida debe ser el de un acceso complicado a la financiación de proyectos innovadores y, en el cual, cuando se consigue la financiación, será en general a un coste elevado, pues incorpora una importante prima por riesgo.

---

*No debe darse por sentado que el problema de crecer está en la falta de financiación. Nuestra visión del emprendimiento reconoce que la idea inicial, la tecnología que soporta el proyecto o el modelo de negocio y la estrategia competitiva son elementos nucleares del proceso de emprendimiento; representan el primer paso para actuar, y luego vendrá la búsqueda de fondos y socios para ejecutar ese proyecto empresarial.*

---

Pero, ¿estamos seguros que el menor peso relativo de empresas *start up* en España se debe únicamente, o, sobre todo, a dificultades singulares de financiación empresarial? O, por el contrario, ¿se debe a diferencias en el volumen y en las características de la inversión que busca financiación? Los impedimentos para crecer ¿actúan desde el lado del pasivo?; es decir ¿no hay fondos disponibles para financiar las inversiones?, ¿o actúan desde el activo y lo que faltan son proyectos innovadores y competitivos con voluntad de ganar presencia en el mercado y crecer, que demanden recursos financieros para su desarrollo?

No debe darse por sentado que el problema de crecer está en la falta de financiación, dejando de

lado la cantidad y calidad de proyectos innovadores que el tejido empresarial es capaz de generar. Nuestra visión del emprendimiento reconoce que la idea inicial, la tecnología que soporta el proyecto o el modelo de negocio y la estrategia competitiva son elementos nucleares del proceso de emprendimiento; que representan el primer paso para actuar, y luego vendrá la búsqueda de fondos y socios para ejecutar ese proyecto empresarial. Este razonamiento parece aplicable tanto a las *start up* como a las empresas establecidas que quieren dar saltos cualitativos en su crecimiento. Si compartimos este enfoque, entonces es necesario poner el foco y analizar los obstáculos que presenta el ecosistema de innovación en España.

Por otra parte, los instrumentos financieros no son solo títulos que regulan el acceso a los flujos de caja y beneficios de la empresa. Los instrumentos financieros incorporan derechos políticos, a veces establecidos por la ley, como ocurre con la titularidad de las acciones o de la deuda ordinaria, y otras veces acordados contractualmente de manera voluntaria por las partes, en el caso de las operaciones de *venture capital*. Existe un cierto consenso acerca de la preferencia de muchos empresarios por mantener el control sobre la empresa que han creado y han hecho crecer, frente a la alternativa de crecer más, pero incorporando socios accionistas externos que les obligaría a compartir o a ceder ese control. Es difícil evaluar hasta qué punto este valor, que aparentemente los empresarios atribuyen a tener un control absoluto sobre la empresa y las decisiones importantes alrededor de la misma, es un freno al crecimiento. Esta cuestión, relacionada con la “cultura/calidad gerencial”, sugiere la necesidad de reflexionar sobre la formación profesional en gestión empresarial en España.

Algo falla en el mercado de formación de empresarios y directivos en España cuando, con datos de Eurostat (Pérez y Hernández, 2013), la diferencia entre los años de educación formal de los empleadores en España, respecto a los países más productivos de Europa, es mayor que la diferencia entre los años de formación del colectivo de empleados.

En esta misma línea, hay que destacar la importancia del capital gerencial para el crecimiento de la empresa. Existe evidencia (Rubio, Villaseñor y Yagüe, 2018; Garcés-Galdeano y Huerta, 2019; y García-Olaverri, Huerta y Larraza-Kintana, 2006) acerca de que el valor de cualquier proyecto empresarial en los mercados financieros estará determinado en gran parte por la valoración que el mercado hace de la calidad, credibilidad y confianza que le merece el equipo directivo. Es verdad que, en la economía de lo tangible, los activos materiales que los bancos o los mercados financian sirven de colateral, por lo cual el intangible de la calidad del equipo tendrá menor peso relativo en las decisiones de financiación. Pero, en la economía de lo intangible, ese colateral procedente del capital tangible no existe o está muy disminuido, de manera que la confianza en las personas terminará siendo determinante. La deuda necesariamente perderá peso en la financiación empresarial, y la ingeniería financiera debe poner el foco en el fomento de la financiación a través de fondos propios.

---

*Algo falla en el mercado de formación de empresarios y directivos en España cuando la diferencia entre los años de educación formal de los empleadores en España, respecto a los países más productivos de Europa, es mayor que la diferencia entre los años de formación del colectivo de empleados.*

---

El principal papel de los mercados financieros no es solo proporcionar financiación en la puesta en marcha y primeros estadios del negocio, sino también asegurar la liquidez de las operaciones de entrada y salida de socios en función de las necesidades de cada momento. Otra función muy importante que realizan los mercados financieros, y de la que se habla poco, es la de seleccionar a las personas y a los proyectos que se van a convertir en empresarios y en proyectos empresariales. El *input* clave en la decisión sobre a quién/qué financiar, con cuántos fondos, con qué instrumento y a qué plazo, es la información que supuestamente recopila y

procesa el sistema financiero, bancos y mercados de capitales<sup>2</sup>.

En cualquier caso, el funcionamiento del sistema financiero debe valorarse por su capacidad para resolver los fallos de mercado asociados a problemas de información incompleta y asimétrica que existen en la canalización del ahorro a la inversión.

### Medidas para eliminar las barreras regulatorias al crecimiento empresarial

En los últimos años se ha consolidado en España (Ministerio de Economía Industria y Competitividad, 2017), y otros países, como Francia (Garicano, LeLarge y Van Reenen., 2016), la creencia de que las empresas afrontan unos importantes *costes externos* de crecer a partir de un cierto umbral de ventas y/o número de trabajadores, porque ello conlleva unas mayores exigencias de transparencia fiscal y/o facilitar cauces de representación colectiva de los trabajadores<sup>3</sup>.

La primera reacción a este diagnóstico sobre los *costes externos* de crecer y el tamaño de las empresas en España, es preguntarse por las razones que motivaron al legislador para establecer estos umbrales ¿a qué objetivo de interés general responden? Obviamente, si no responden a ninguno o responden a alguno que ha perdido relevancia con el paso del tiempo, deben eliminarse de inmediato. Por el contrario, si los umbrales forman parte de políticas públicas y regulaciones que el

análisis coste-beneficio social demuestra justificadas en cuanto a su aplicación discriminatoria a unas empresas u otras en función de su tamaño, entonces podrían existir razones de eficiencia social para continuar con ellos.

Lo que parece claro de la evidencia disponible es que un número apreciable de empresas podrían tratar de alterar su cifra de ventas o su número de trabajadores con el propósito de evitar una vigilancia fiscal más estricta, si supera los seis millones de euros de ingresos, o evitar un comité de empresas para la representación de sus trabajadores, si supera los 50 trabajadores. Si fuera así, empresas que en el espíritu de la ley deberían estar en un lado del umbral y cumplir con los requisitos establecidos, en la práctica evitan hacerlo. Sin embargo, estas posibles conductas socialmente no deseables por sí mismas, no son suficientes para determinar que los umbrales tienen efectos sobre la dimensión empresarial que es relevante desde la eficiencia, es decir la que influye en la productividad empresarial.

Los umbrales de tamaño empresarial están referidos a la dimensión de la persona jurídica, mientras que la relación entre dimensión y productividad, si existe, tiene lugar en la empresa como unidad productiva u organizativa (unidad de dirección). La empresa puede operar en la escala eficiente de producción y/o aprovechar las economías de escala de compartir un mismo equipo de dirección mientras los activos, unidades productivas, trabajadores, están repartidos en personas jurídicas distintas.

<sup>2</sup> La progresiva sustitución de la deuda bancaria con más financiación procedente del mercado, no intermediada, debe valorarse en el contexto de las ventajas y desventajas de los bancos frente a los mercados para recoger y procesar la información. Tradicionalmente, la banca relacional ha permitido a los bancos disponer de información no estandarizada para clasificar el riesgo de los acreedores, mientras que los mercados funcionan con información estandarizada. Pero estas condiciones pueden cambiar: primero, porque con los algoritmos se puede acceder y procesar información "blanda" que en el pasado solo estaba a disposición de la banca relacional; segundo, porque el crecimiento de los activos intangibles coincidirá con un menor valor de realización de los activos de la empresa para servir de colateral de la deuda.

<sup>3</sup> Para demostrar que ese coste y consiguiente barrera al crecimiento existe, se ha recurrido a examinar la discontinuidad en la distribución de tamaños empresariales alrededor de dichos umbrales, concretamente la sobre-concentración de empresas entre 45 y 40 trabajadores y ligeramente por debajo de los seis millones de ventas, e infra-concentración de empresas entre 50 y 55 empleados y algo por encima de los seis millones de ventas (Almunia y López-Rodríguez, 2014). A partir de aquí la conclusión parece clara: si se eliminan los umbrales se reducirán los costes externos de crecer y el tamaño y la productividad de las empresas aumentará. El documento del Ministerio de Economía de 2017 hace referencia a informes de la CE, OECD, FMI, en los que de forma insistente se hace referencia a los "umbrales" como barreras al crecimiento de las empresas y su productividad.

Formalmente la empresa no alcanza los umbrales y por tanto evita las consecuencias en el ámbito laboral y fiscal de superarlos, pero la eficiencia productiva podría no verse afectada.

La necesidad de revisar las políticas públicas y regulaciones condicionadas por la dimensión empresarial puede estar plenamente justificada, pero, en nuestra opinión debe abordarse desde una perspectiva amplia que, como se ha señalado, no menosprecie objetivos de interés general como la protección de los derechos de los trabajadores y/o la efectividad fiscal y tributaria. Vincular las exigencias regulatorias a superar determinados umbrales de tamaño, acostumbra a justificarse con el argumento de que el coste del cumplimiento normativo está sujeto a economías de escala, de manera que para empresas de pequeña dimensión ese coste de cumplimiento resulta excesivo. En nuestra opinión, la primera respuesta de la administración pública ante esas supuestas desventajas del tamaño a la hora de cumplir con normas socialmente justificadas, no debe ser eximir y discriminar en la obligación de cumplirlas en función del tamaño. Por el contrario, la primera respuesta debe ser, suponiendo que la redacción de la norma no admite ya más mejoras técnicas, contemplar la posibilidad de subvencionar a las empresas que, por sus circunstancias particulares, el cumplimiento puede dar lugar a costes privados excesivos.

---

*Para que la delegación de la capacidad de decisión funcione se deben cumplir al menos dos condiciones: que los trabajadores en los que se delega tengan las competencias profesionales necesarias para el desempeño de las funciones que se van a realizar con mayor autonomía; y que la persona que delega tenga la convicción que la autonomía se ejercerá en beneficio de los intereses de la organización.*

---

Pero los costes externos de crecer no deberían ser los únicos a tener en cuenta por el legislador. El crecimiento empresarial afronta también costes internos que dependen de la complejidad de los problemas de coordinación y motivación al

umentar la dimensión bajo una misma unidad de dirección, y las soluciones organizativas que se adoptan para afrontarlos. En general, la forma de mantener los costes de crecer bajo control, cuando se aumenta el tamaño, es a través de estructuras organizativas internas con mayor grado de descentralización y delegación de la capacidad de decisión. Para que esa delegación funcione se deben cumplir al menos dos condiciones: que los trabajadores en los que se delega tengan las competencias profesionales necesarias para el desempeño de las funciones que se van a realizar con mayor autonomía; y que la persona que delega tenga la convicción que la autonomía se ejercerá en beneficio de los intereses de la organización, y no en el beneficio particular de la persona o grupo en quien se delega.

Durante los últimos años se han publicado varios trabajos académicos (Bloom *et al.*, 2014; Huerta y Salas, 2014 y 2017; Walk-Círculo de Empresarios, 2020) aportando evidencias acerca de la relación entre la confianza y la delegación y los costes internos de crecer por parte de las empresas bajo control jerárquico. También se ha demostrado la relación entre la calidad de gestión de las empresas y su capacidad para crear entornos descentralizados de confianza. En todos los países, en empresas consolidadas, el *input* calidad de dirección/calidad del recurso empresarial aparece como un recurso crítico para la productividad de las empresas, primero, y para la capacidad de crecer, segundo, con costes de gestión moderados.

Las decisiones organizativas de las empresas, desde la gobernanza a la autonomía de los equipos de trabajo, se toman al máximo nivel, y muchas veces no pueden desvincularse de la propiedad de la empresa. Por tanto, quién y cómo se accede a la posición de empresario propietario en España termina siendo decisivo para la toma de las decisiones que repercuten directamente en la organización que influye directamente en los costes de crecer. Resulta al menos curioso que en España se han hecho innumerables estudios y libros blancos sobre el funcionamiento del mercado de trabajo asalariado pero, que sepamos, no existe ninguno riguroso y comprensivo sobre el mercado de empresarios propietarios y directores al más alto nivel. Es el momento de

abordar la elaboración de un estudio a fondo sobre el mercado de empresarios en España.

## Conclusión

El punto de partida de cualquier iniciativa legislativa sobre el emprendimiento y el crecimiento empresarial debe arrancar del reconocimiento de las diferencias sustanciales que conlleva el emprendimiento de oportunidad, el emprendimiento innovador y el de necesidad. El foco de las políticas públicas de apoyo al emprendimiento en el camino hacia la mejora de la productividad, debe ser el emprendimiento de oportunidad; el emprendimiento de necesidad debe gestionarse públicamente desde el ámbito de las políticas sociales.

La política económica de apoyo al emprendimiento de oportunidad debe reconocer explícitamente los fallos de mercado producidos por las externalidades de conocimiento que genera la innovación, y por la incertidumbre y la información asimétrica existente en las relaciones entre la empresa y los mercados, sobre los que desea actuar.

Creemos que la oferta de posibilidades de elección que establece el ordenamiento jurídico actual es el adecuado para que cualquier proyecto emprendedor pueda instrumentarse bajo una forma jurídica acorde con sus necesidades (SRL, cooperativa de trabajadores, sociedad anónima, etc.). Nos parece acertado unificar la legislación sobre capital mínimo necesario para crear una SRL, pero el legislador debe tener en cuenta que el objetivo final de la normativa sobre capital mínimo no es reducir los costes de crear empresas para el emprendedor. El objetivo debe ser reducir los costes totales de transacción, privados y sociales, al interponer una persona jurídica con el privilegio y la responsabilidad limitada entre las personas físicas que emprenden y las terceras partes que se relacionan con ella.

Empresas jóvenes tendrán dificultades para conseguir financiación externa porque no hay una varita mágica capaz de superar los fallos del mercado que concurren en estas circunstancias. Hay que confiar en instituciones especializadas de capital semilla

y de capital crecimiento, públicas y privadas, para paliar las potenciales pérdidas de bienestar que generan las imperfecciones del mercado.

En todo caso, los equipos emprendedores deben estar preparados para financiar la aventura empresarial difiriendo una parte importante de la retribución correspondiente al trabajo que dedican a crear y hacer crecer la empresa hasta que esta se consolida y, por tanto, a arriesgar la inversión.

Pero, además de atender a los problemas de financiación de los nuevos proyectos emprendedores, es urgente reflexionar sobre la perspectiva de la inversión que soporta el proyecto de creación de una nueva empresa. Por ello, hay que estudiar el conjunto del sistema de innovación tecnológica, la transferencia de conocimiento de la universidad e institutos a las empresas, y el diseño de políticas públicas dirigidas a impulsar la innovación disruptiva.

Estamos de acuerdo en que se revisen, e incluso que se eliminen, los umbrales sobre el número de trabajadores y/o el volumen de facturación que pueden resultar en costes externos de crecer para las empresas, pero debe hacerse demostrando que los efectos negativos sobre el bienestar social de estos costes superan los potenciales beneficios que buscaba el legislador cuando estableció dichos umbrales.

En nuestra opinión, se sobreestima el impacto que sobre la distribución de tamaños y productividad de las empresas españolas tienen los costes externos de crecer generados por las políticas públicas que son condicionales al tamaño de las empresas. Desde el punto de vista de la eficiencia, el tamaño relevante de una empresa está relacionado con la tecnología de producción, por posibles economías de escala, y con la unidad de dirección, por posibles diseconomías organizativas del tamaño en unidades de dirección incapaces de funcionar de forma descentralizada. Los grandes ignorados de las políticas públicas en este sentido son los costes internos de crecer y, como un primer paso para empezar a tenerlos en cuenta, nuestra recomendación es que la administración encargue la elaboración de un libro blanco sobre el mercado de empresarios en España.

## Referencias

- ALMUNIA, M. y LÓPEZ-RODRÍGUEZ, D. (2014). Heterogeneous Responses to Effective Tax Enforcement: Evidence from Spanish Firms. *DT.*, 1419. Banco de España.
- BLOOM, N. y VAN REENEN, J. (2007). Measuring and Explaining Management Practices across Firms and Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 122(4), pp. 1351-408.
- BLOOM, N., LEMOS, R., SADUN, R., SCUR, D. y VAN REENEN, J., (2014). JEEA-FBBVA Lecture 2013: The new empirical economics of management. *Journal of the European Economic Association*, 12(4), pp. 835-876.
- BLOOM, N. y VAN REENEN, J. (2010). Why do management practices differ across countries. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1).
- CUADRADO, P., MORAL-BENITO, E. y SOLERA, I., (2020). A Sectoral Anatomy of the Spanish Productivity Puzzle. *Banco de España Occasional Paper*, 2006.
- DE CASTRO, J. y LARRAZA, M. (2018). Emprendimiento en España: Ilusión vs Realidad. En: E. Huerta y M. J. Moral (Eds), *Innovación y competitividad: desafíos para la industria española*, capítulo V (pp. 183-201). Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Publicaciones/PDF/2127.pdf>
- FARIÑAS, J. C. y HUERGO, E. (2015). Demografía Empresarial en España: Tendencias y Regularidades. *Estudios sobre la Economía Española*, 2015/24.
- GARCÉS-GALDEANO, L. y HUERTA, E. (2019). Las empresas españolas entre el cambio y la inercia: la relevancia de la gestión. *Economistas*, N° Extra 162-163, pp. 157-169.
- GARCÍA-OLAVERRI, C., HUERTA, E. y LARRAZA-KINTANA, M. (2006). Human and organizational capital: typologies and determinants in the Spanish firms. *The International Journal of Human Resource Management*, 17, pp. 316-339.
- GARCÍA PEREA, P. (2020). Análisis de la Demografía Empresarial en España a Comienzos de 2019. *Boletín Económico del Banco de España* 2/2020, pp. 1-9.
- GARICANO, L., LELARGE, C. y VAN REENEN, J. (2016). Firm Size Distributions and the Productivity Distribution: Evidence from France. *American Economic Review*, 106(11), pp. 3439-3479.
- HUERTA, E. y SALAS, V. (2014). Tamaño de las Empresas y Productividad de la Economía Española. Un Análisis Exploratorio. *Mediterráneo Económico*, 25.
- HUERTA, E. y SALAS, V., (2017). Tamaño y Productividad. El Recurso olvidado de la Calidad de dirección. *Policy Brief* nº12. EuroPeG.
- HUERTA, E. y SALAS, V. (2018). Productividad y tamaño de las empresas: ¿dónde están las palancas para el cambio? En: E. Huerta y M. J. Moral (Eds), *Innovación y competitividad: desafíos para la industria española*, Capítulo XIV (pp. 425-462). Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Publicaciones/PDF/2127.pdf>
- HUERTA, E. y SALAS, V. (2021). Salarios y rentas de capital en la Empresa española: enseñanzas sobre la desigualdad. *Papeles de Economía Española*, 167, pp. 2-21.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA, INDUSTRIA Y COMPETITIVIDAD (2017). Informe sobre Crecimiento Empresarial. [https://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/170727\\_np\\_Informe\\_crecimiento\\_empresarial.pdf](https://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/170727_np_Informe_crecimiento_empresarial.pdf)
- MORAL-BENITO, E. (2016). Growing by Learning: Firm-Level Evidence on the Size-Productivity Nexus. *Documento de trabajo Banco de España*, 1613. Banco de España.
- PÉREZ, F. y HERNÁNDEZ, L. (2013). *Educación, conocimientos y perfiles ocupacionales*. En: *Programa Internacional para la Evaluación de las competencias de la población adulta. 2013. Volume II: Análisis secundario*. Madrid: Instituto Nacional de Evaluación Educativa. Spanish Ministry of Education, Culture and Sports, pp. 139-164.
- RUBIO BENITO, N., VILLASEÑOR ROMÁN, N. y YAGÜE GUILLÉN, M. J. (2018). El valor de los recursos intangibles para las empresas españolas: el capital directivo. En: E. Huerta y M. J. Moral (Eds), *Innovación y competitividad: desafíos para la industria española*, Capítulo IV (pp. 143-181). Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Publicaciones/PDF/2127.pdf>
- XIFRÉ, R. (2019). Dinamismo empresarial en España: evolución reciente y perspectivas. *Cuadernos de Información Económica*, 271 (julio-agosto 2019), pp. 49-58.
- WALK-CÍRCULO DE EMPRESARIOS (2020). Liderazgo y Talento: claves para el futuro. Documentos Círculo.



# Las finanzas sostenibles, entre dos emergencias

José Manuel González-Páramo\*

**Los riesgos asociados al cambio climático, tanto los de carácter físico como los debidos a la transición a una economía baja en carbono, pueden afectar seriamente a la estabilidad financiera. Ello obligará a desarrollar nuevas herramientas analíticas que integren escenarios climáticos alternativos en las pruebas de estrés de las entidades financieras, así como a integrar dichos riesgos en la estrategia y en la gestión de la actividad crediticia. El sector financiero tiene además la oportunidad de orientar los flujos financieros conforme a criterios de responsabilidad y sostenibilidad, y como sector profundamente imbricado en el tejido económico, tiene la posibilidad de promover los objetivos de la lucha contra el cambio climático. No es solo una cuestión de transparencia, vigilancia de los supervisores o reputación. Es también una fuente de oportunidades ante los ingentes volúmenes de fondos que buscan proporcionar a los inversores seguridad sobre el destino “verde” de su inversión. A tal efecto, es importante intensificar el ritmo de aplicación de las medidas, diseñar un sistema de información transparente y auditado sobre los requisitos de calificación como “verdes” de productos y servicios, y desarrollar políticas públicas ambiciosas con recursos suficientes en forma de inversión pública e incentivos al sector privado.**

## De la emergencia climática a la emergencia pandémica

El cambio climático es una amenaza existencial. Es, en toda regla, un desafío para la vida y el sustento de la humanidad y para la biodiversidad en el planeta. Es una emergencia frente a la que

es urgente reaccionar. La buena nueva es que, como dice Wallace-Wells (2019), “saber que somos los causantes del calentamiento global debería ser motivo de alivio, no causa de desánimo (...). Seguimos teniendo las riendas de la situación”. La mala noticia, sin embargo, es que aún no estamos haciendo lo necesario (IPCC, 2018), como si la naturaleza negociase y pudiésemos esperar.

\* Catedrático de Economía Pública (UCM). Profesor extraordinario (IESE Business School). Miembro de Número, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Afortunadamente, la sensibilización ante la emergencia climática ha alcanzado de lleno a la ciudadanía, a las autoridades y a las empresas. Como pone de manifiesto la encuesta de actitudes globales del Pew Research Center (2020), una media del 70 % de los encuestados en 14 países desarrollados consideran al cambio climático como una grave amenaza, porcentajes que van de un máximo en España, Francia e Italia, con el 83 %, hasta el 59 % en Australia, y por debajo del 62 % de los EE.UU. Desde 2013 a 2020, el porcentaje de severamente preocupados ha aumentado desde 29 puntos en Francia o 19 en España e Italia, hasta los 17 en los EE.UU. o los 13 de Alemania y Canadá. Estas tendencias se reproducen, aún más marcadas, en otras encuestas recientes, como la realizada por GlobeScan (2020) para 27 países en junio de 2020.

Las autoridades globales y nacionales han tratado de responder a esta sensibilización y liderar la acción con iniciativas estratégicas de alineamiento de actuaciones públicas y del mundo corporativo. Así, de forma destacada, en el año 2000 y a propuesta de Kofi Annan, los países miembros de las Naciones Unidas acordaron establecer el *UN Global Compact* o Pacto Global, con el fin de promover una transformación del sector privado hacia la responsabilidad y la sostenibilidad. Se enunciaron diez principios en los ámbitos medioambiental, sociolaboral, de derechos humanos y de gobernanza, a los que se han sumado hasta el presente 12.354 compañías y 158 países.

A la emergencia climática, en el 2020 se añadió otra perturbación disruptiva, la emergencia pandémica de la COVID-19. Anunciada por los científicos desde hace décadas y por creadores de opinión como Bill Gates repetidamente (Marantz Henig, 2020), ha sorprendido a gobiernos y sistemas sanitarios de todo el mundo sin la preparación adecuada en cuanto a infraestructuras hospitalarias, tratamientos y vacunas. Tras casi un año y medio, varias oleadas de contagios, casi 170 millones de casos y 3,5 millones de muertos, distancia social, confinamientos, desempleo y destrucción de tejido empresarial, ya vemos luz al final del túnel con la autorización de varias vacunas y la mejora en los tratamientos. El impacto sobre nuestras vidas está siendo vasto

en todas sus dimensiones, y algunos de sus efectos tardaremos tiempo en apreciarlos. Se trata de uno de esos grandes *shocks* que provocan cambios profundos y aceleran tendencias sociales, tecnológicas y económicas (Markard y Rosembloom, 2020). ¿Qué puede decirse acerca del efecto de la emergencia pandémica sobre la acción contra el cambio climático?

Pese a que ambos tipos de eventos son muy diferentes en cuanto a la naturaleza del riesgo y a la percepción de ese riesgo, las semejanzas son muchas, y en ellas se están apalancando los intentos de acelerar la acción climática. La pandemia ha sido calificada como la “primera crisis global de sostenibilidad del siglo XXI”: un *shock* físico, la transmisión global del virus, nos ha hecho como pocas veces conscientes de la fragilidad humana ante cambios en el medio, y ha excitado nuestras sensibilidades hacia la idea de “sostenibilidad” de nuestro entorno físico y natural, de forma que las vidas y el sustento no estén amenazados permanentemente. Por otra parte, ambas emergencias habrían podido beneficiarse de una adecuada planificación de haberse escuchado a la ciencia tiempo atrás. La conciencia de que el retraso en la acción aumenta los costes de hacer frente a la emergencia pandémica y reduce nuestras opciones es directamente aplicable a la emergencia climática. Consecuencia de ese retraso es que para cumplir con la agenda de París habremos de reducir anualmente las emisiones en más del 7 %, y cada año adicional de inacción empeorará las opciones (Watts *et al.*, 2020). Una tercera similitud entre ambas emergencias es la desigualdad de sus efectos, pues su impacto en tasas de fatalidad es significativamente mayor en individuos y países con menores niveles de renta, como enfatizan Banerjee y Duflo (2020, cap. 6). Y, por limitarnos a las similitudes más importantes, ambas crisis se reflejan en externalidades sistémicas y globales, y requieren, por tanto, una respuesta eficiente basada en la cooperación internacional, y no en meras soluciones locales.

Cuando a comienzos de 2020 la pandemia comenzó a hacer estragos sanitarios y económicos, las primeras reacciones de los gobiernos y las empresas llevaron a temer un paso atrás en la acción climática, con rescates a industrias de altas

emisiones (CCPI, 2021) y una caída de la contribución de las empresas a la transición energética (FMI, 2020a). Pese a estos indicios preocupantes, con el transcurso de los meses se han ido acumulando datos y argumentos que respaldan el optimismo sobre un salto adelante en la acción contra el cambio climático. La pandemia parece haber puesto el foco de todos los agentes en la oportunidad de utilizar la recuperación como una palanca para evitar una segunda crisis de sostenibilidad en el siglo XXI. Esta nueva sensibilidad se aprecia bien en encuestas como las de Pew Research Center (2020), en las que los ciudadanos ponen a ambas emergencias en pie de igualdad. Las personas han mostrado una enorme capacidad para adaptar sus hábitos —teletrabajo, utilización de canales digitales para el comercio y otras necesidades de la vida diaria, menos uso del transporte en las actividades de ocio, etcétera— en formas menos dañinas para el medio ambiente, y muchas de ellas planean mantenerlos en el futuro (Chinn *et al.*, 2020).

Asimismo, ha aumentado la demanda de cooperación internacional —algo que la CoP de Glasgow de noviembre de 2021 deberá confirmar— y ha disminuido la oposición a las tareas de coordinación y prevención por parte de los gobiernos. Las compañías están reforzando sus estándares de sostenibilidad, de grado o forzadas por las crecientes demandas de información por parte de inversores, clientes y gobiernos. Muchas de estas empresas están revisando a fondo sus cadenas de aprovisionamiento para minimizar el riesgo de disrupción, y esto se plasma en menores costes totales de transporte. Los bajos tipos de interés facilitan las inversiones sostenibles de gobiernos y empresas, y los precios de mercado comienzan a castigar los riesgos climáticos y a premiar las inversiones sostenibles. La apreciación por la ciencia y sus recomendaciones ha crecido, particularmente con la aceleración del despliegue de tratamientos y la puesta a punto de vacunas efectivas. Y los gobiernos de la mayoría de los países han mostrado una gran capacidad de movilizar inmensas sumas de fondos, y han diseñado planes de recuperación con ingredientes verdes variados: incentivos a la movilidad verde, eficiencia energética en edificios o tecnologías de bajas emisiones, revisión de los

subsidios y la fiscalidad de los combustibles fósiles, entre otros (CCPI, 2021).

Pero estos cambios de hábitos, actitudes y procesos por sí solos no bastan. Que el logro del objetivo de emisiones netas cero en 2050 deje de ser una quimera es una tarea hercúlea, que necesita descansar sobre cinco pilares: 1) coordinación internacional genuina y efectiva; 2) programas de inversión verde, apoyados en subsidios y regulaciones para el sector privado, dirigidos a las energías renovables, infraestructuras de transporte, eficiencia energética en edificios y desarrollo tecnológico, en particular para la captura y el almacenamiento de CO<sub>2</sub>; 3) precios del CO<sub>2</sub> que aumenten progresiva y significativamente, hasta como mínimo triplicarse en 2050 (FMI, 2020b), mediante combinaciones de derechos de emisión, impuestos y reducción de subsidios; 4) programas de compensación a los hogares y trabajadores más vulnerables; y 5) condiciones financieras favorables y, sobre todo, efectivamente sostenibles. A diferencia de lo ocurrido durante la gran crisis de 2008, en la que el sector financiero fue el origen del problema, durante la crisis pandémica está siendo parte de la solución. ¿Será este el caso de la transición energética? A este asunto dedicaré lo que resta de exposición.

## Los retos y los riesgos del cambio climático para el sector financiero

En sus orígenes modernos, la economía fue considerada dentro de las ciencias morales. Pero en tiempos recientes, sobre todo a partir de la gran crisis financiera de la década pasada, el término “finanzas éticas” ha devenido en un oxímoron para muchos. Sin entrar en la discusión de los motivos, la idea de hacer del financiero un negocio sostenible, más allá de la simple rentabilidad económica, es más reciente. Mientras la mayoría del sector dedicaba una parte relativamente modesta de sus recursos a la llamada “responsabilidad social corporativa”, pocas entidades entendían su actividad como un negocio responsable en su integridad, en su relación con los clientes, los proveedores, las autoridades, los accionistas, la sociedad y el medioambiente.

Desde comienzos de siglo, coincidiendo con la firma del *Global Compact* de las Naciones Unidas, se ha ido produciendo un realineamiento de las expectativas acerca del *papel de las empresas* en la sociedad, movimiento al que los sectores bancario, asegurador y de inversión no han sido ajenos, pues se cuentan entre los firmantes del pacto desde 2000. Con posterioridad, la iniciativa financiera de Naciones Unidas, UNEP FI, una veintena de bancos, aseguradoras y fondos de pensiones globales publicaron en 2011 una declaración de compromiso con los objetivos de desarrollo sostenible. Previamente Naciones Unidas había lanzado en 2006 sus *Principles for Responsible Investment (PRI)*, que comprometen a sus firmantes a incorporar y promover los criterios ESG (*environmental, social and governance*) en sus decisiones de inversión, así como a obligaciones de rendición de cuentas. Pero no fue hasta 2015 cuando se eliminó uno de los principales obstáculos, o excusas, a la adopción generalizada de objetivos de sostenibilidad, con la publicación del informe sobre *Responsabilidad fiduciaria en el siglo XXI*, respaldado por el *UN Global Compact*, la red *Principles for Responsible Investment* y UNEP FI. Concluía este informe: "Abstenerse de considerar todos los determinantes de valor a largo plazo, incluidos los temas ESG, es un fracaso del deber fiduciario" (PRI, 2015). Las reservas de consultores, abogados y responsables de control quedaban barridas de un plumazo. A partir de entonces, la lista de bancos firmantes de los compromisos de alineamiento de los *Principles for Responsible Banking* de UNEP FI<sup>1</sup> ha superado los 200, que representan activos de unos 53 billones de dólares, el 40 % de la banca global, y el número de gestores de activos firmantes de los *Principles for Responsible Investment* ya alcanza más de 3.000, con activos bajo gestión de 103 billones de dólares.

Para alinear todas estas iniciativas, así como para facilitar que el mercado determine precios y asigne

capital de acuerdo con el riesgo climático, y evitar la "fanfarria verde" también conocida como *greenwashing* o ecoblanqueo, son necesarias dos cosas al menos. Primera, una taxonomía de actividades más o menos conectadas con metas ambientales. Y segunda, transparencia de las métricas y objetivos de las compañías en este ámbito. Para gestionar hay que medir y hacerlo bien. Todos los esfuerzos para mejorar la medición de exposiciones y la transparencia tienen pleno sentido en el marco de la redefinición del propósito de las entidades financieras, que debería liberarlas de la obsesión por los resultados de corto plazo (Henderson, 2020)<sup>2</sup>.

En el frente de la taxonomía, no existe hoy un estándar globalmente aceptado, pero la convergencia de diferentes taxonomías está avanzando deprisa después de que la Unión Europea, líder global en acción y finanzas climáticas, haya aprobado en junio de 2020 su clasificación homogénea y comparable de los riesgos y actividades desde el punto de vista climático (EU Commission, 2020). Y en cuanto a la transparencia o *disclosure*, el Financial Stability Board creó en 2015 un grupo de trabajo permanente, presidido por Michael Bloomberg, la Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD). Su mandato era desarrollar estándares consistentes y voluntarios para la publicación de riesgos vinculados al clima para ser usados por compañías, bancos e inversores al ofrecer información a los accionistas y otros grupos de interés. Actualmente, casi 1.500 compañías han firmado este compromiso, la mitad de las cuales son instituciones financieras, un 60 % de las de relevancia (Ernst & Young, UNEP FI e Institute of International Finance, 2020). El carácter planetario del cambio climático y la importancia de los negocios globales de las grandes compañías llamadas a involucrarse en su mitigación harían deseable un pronto compromiso del G20, las instituciones contables mundiales y la red de bancos centrales, a fin de acelerar la convergencia de las

<sup>1</sup> *Principles for Responsible Banking* website: <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/>.

<sup>2</sup> Es interesante en este terreno las iniciativas de la Harvard Business School sobre la elaboración de *Impact-weighted accounts* (<https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Pages/default.aspx>), así como la consulta pública de la fundación IFRS sobre el desarrollo de estándares globales de sostenibilidad para completar el reporte financiero (<https://www.ifrs.org/news-and-events/2020/09/ifrs-foundation-trustees-consult-on-global-approach-to-sustainability-reporting/>).

taxonomías y los estándares de publicación de información (Portilla, Gibbs y Rismanchi, 2020).

En el sector financiero, intensamente regulado tradicionalmente, la posición de los reguladores y supervisores en una cierta materia, sean la transformación digital o la sostenibilidad, es siempre esencial. Y no es injusto afirmar que en este terreno han sido morosos. En 2015, Mark Carney, entonces gobernador del Banco de Inglaterra, vino en llamar la *"tragedia del horizonte"* a la falta de incentivos a la acción cuando los riesgos climáticos parecen lejanos y fuera del mandato de la autoridad. Dice gráficamente: "No necesitamos un ejército de actuarios para decirnos que los impactos catastróficos del cambio climático serán sentidos más allá de los horizontes tradicionales de la mayoría de los actores, imponiendo un coste a las futuras generaciones que la generación actual carece de incentivos directos a afrontar" (Carney, 2015). El horizonte de la política monetaria alcanza los 2 o 3 años; el ciclo político electoral se suele situar entre los 4 y los 5 años; el ciclo medio de los negocios que define el horizonte de la política fiscal podría abarcar de 6 a 8 años; y los ciclos macrofinancieros que concentran la atención de las autoridades responsables de la estabilidad financiera, unos 10 años. Y puesto que los riesgos son una función de las emisiones acumuladas, una vez que los riesgos se hagan evidentes dentro del horizonte de decisión, sería ya demasiado tarde.

El discurso mencionado de Mark Carney, hoy representante especial del Secretario General de las Naciones Unidas para la Acción Climática y las Finanzas, marca un antes y un después en la actitud de las autoridades financieras, víctimas de la *"tragedia del horizonte"* que él mismo señalase. Conscientes de la necesidad de contribuir, dentro de su mandato, a metas climáticas, en 2017 se crea la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Reverdecer el Sistema Financiero (NGFS). Esta coalición tiene dos objetivos principales: contribuir al desarrollo de un marco analítico para la gestión de los riesgos del cambio climático y del medioambiente; y, contribuir a la transición hacia una economía sostenible según los objetivos del Acuerdo

de París. Está compuesta por 183 miembros y 13 observadores. Entre los primeros, cabe destacar al Banco Central Europeo, a la Autoridad Bancaria Europea, al Banco de España, y, desde diciembre de 2020, la Reserva Federal de los EE.UU. De los segundos, hay que mencionar al Banco Internacional de Pagos y al Banco Mundial<sup>3</sup>.

La reticencia de los bancos centrales a liderar la sostenibilidad en el ámbito financiero se debe a varias razones. Por una parte, el liderazgo en la política contra el cambio climático —precio del carbón, inversiones verdes, etcétera— corresponde a los gobiernos. Por otra, la relación de los eventos climáticos con su mandato de estabilidad de precios es compleja y poco predecible (Bolton *et al.*, 2020: 49). Al mismo tiempo, sin embargo, se han ido persuadiendo de que tienen la capacidad de contribuir a las políticas del gobierno, tanto acompañando y promoviendo sus iniciativas contra el cambio climático, como introduciendo la sostenibilidad en la gestión de sus operaciones. Así, recientemente el BCE ha revelado que está incorporando criterios de responsabilidad ambiental en su cartera de fondos propios (Schnabel, 2020), y Christine Lagarde ha anunciado que desde enero 2021 el BCE ha abandonado su tradicional posición de neutralidad frente al mercado para modular sus compras de bonos y su política de colateral considerando indicadores de sostenibilidad (Lagarde, 2021).

A mayor abundamiento, desde hace años los bancos centrales tienen una responsabilidad relevante en el mantenimiento y la promoción de la estabilidad financiera, y muchos de ellos son también autoridades prudenciales. Sus mandatos incluyen la vigilancia y la mitigación de *riesgos macro y microprudenciales*. Y en este ámbito, su responsabilidad es inexcusable. El discurso de Carney de 2015 ofrecía una clasificación de riesgos climáticos de relevancia financiera que, a grandes rasgos, ha sido adoptada por las autoridades supervisoras (Bolton *et al.*, 2020: 17-46).

Los riesgos asociados al cambio climático con potencial de causar costes económicos y pérdidas

<sup>3</sup> NGFS website: <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>.

financieras se clasifican en dos grandes categorías: los riesgos físicos, que surgen a consecuencia de eventos climáticos y geológicos y de cambios en el equilibrio de los ecosistemas, y los riesgos de transición, que son aquellos vinculados con la transición a una economía baja en carbono. Los riesgos físicos pueden ser de tipo gradual (así, la subida del nivel del mar o la desertificación) o manifestarse de forma abrupta (como tormentas o sequías), y en cualquier caso conllevan un daño físico a los activos de las empresas, disrupciones en la cadena de suministro o aumentos de los gastos necesarios para afrontarlos.

---

*Recientemente el BCE ha revelado que está incorporando criterios de responsabilidad ambiental en su cartera de fondos propios y Christine Lagarde ha anunciado que desde enero 2021 el BCE ha abandonado su tradicional posición de neutralidad frente al mercado para modular sus compras de bonos y su política de colateral considerando indicadores de sostenibilidad.*

---

Los impactos físicos no son solo riesgos para el futuro, sino que su mera expectativa ya afecta a la economía y al sistema financiero en el presente. Sirva como ejemplo de riesgo físico el caso de la compañía PG&E, principal proveedor eléctrico del estado de California, considerado por muchos como el primer caso de quiebra directamente originada por los efectos del cambio climático. Tras los devastadores fuegos que asolaron California en otoño de 2018, la eléctrica tuvo que declararse oficialmente en bancarota, como consecuencia de los daños sufridos en su infraestructura y de las obligaciones millonarias por el papel desempeñado por su sistema eléctrico como causante de los incendios. Según el consenso general, las condiciones de sequía y calor extremos fueron determinantes en el origen, la expansión y gravedad de los fuegos. Otra ilustración la ofrecen las pérdidas de la industria aseguradora mundial, que en 2020 ha afrontado el quinto peor año en los últimos cincuenta a causa de las catástrofes naturales (esencialmente tormentas, huracanes, tornados e incendios). Los 82 mil millones de pérdidas aseguradas representan solo

el 40 % de los casi 210 mil millones de pérdidas totales estimadas a nivel global (Swiss Re Institute, 2021). En los años venideros es muy probable que estos riesgos físicos traigan consigo eventos perturbadores de segunda ronda, como migraciones masivas, inestabilidad política y conflictos, todo lo cual se añadiría de a los costes del cambio climático.

¿Cómo se transmiten estos riesgos a la economía y a la estabilidad financiera? Como se ha indicado, una parte importante de las pérdidas causadas por eventos climáticos está asegurada. Su impacto afecta a las compañías de seguros directamente, a través de indemnizaciones más altas, y a sus clientes indirectamente, a través de primas más elevadas. Si las pérdidas no están aseguradas, la carga recae sobre los hogares, las empresas y, en última instancia, sobre los presupuestos de los gobiernos. Una reducción en la capacidad de pago de la deuda de los prestatarios o una caída en el valor de las garantías pueden aumentar los riesgos crediticios para los bancos, los fondos de inversión y otros prestamistas. Y todo ello se reflejaría en los mercados financieros, afectando a los inversores y a los propietarios de los activos, y con ello a la economía en su conjunto, pues quedaría dañada la capacidad de financiación cuando resulta más necesaria.

Respecto de los riesgos de transición, estos se asocian a los efectos inciertos de una descarbonización rápida, incluyendo los cambios en las políticas medioambientales, los impactos reputacionales, las innovaciones tecnológicas y los cambios en las preferencias de los mercados y en las normas sociales. Estas políticas podrían afectar severamente a las empresas, bien porque impacten a sus ventas y sus costes operativos o de inversión, o bien porque afecten al valor de los activos en los que han invertido. Los riesgos de transición son particularmente importantes para las compañías cuyas actividades conllevan un gran uso de recursos y altas emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) en sus cadenas de valor. Particularmente serio es el problema de los activos bloqueados o varados, es decir, aquellos a los que una transición rápida dejaría sin valor. De acuerdo con estimaciones solventes, el objetivo de limitar el aumento de temperaturas a 1,5°C exige dejar de extraer el 84 % de las reservas conocidas

de petróleo, carbón y gas, lo que supone una pérdida de valor de casi 900 mil millones de dólares a las 13 mayores compañías petroleras del mundo, lo que representa casi un 40 % de su valor actual (Lex in Depth, 2020). Teniendo en cuenta la situación de emergencia climática, que viene a acelerar los cambios regulatorios, tecnológicos y de actitudes respecto de los GEI, estos costes afectarán a todos los sectores —en especial, a los consumidores más intensos de combustibles fósiles, como la aviación y la producción de cemento o acero—, con pérdidas estimadas que podrían alcanzar los 18 billones de dólares (IRENA, 2017).

---

*Bancos centrales y supervisores deben afrontar dos tareas con cierta urgencia. La primera es desarrollar nuevas herramientas analíticas para integrar escenarios climáticos alternativos en las pruebas de estrés a las que las entidades se deben someter. Y la segunda, asegurar que las entidades entienden los riesgos climáticos y los integran adecuadamente en la estrategia, los objetivos, los marcos de gestión del riesgo, la actividad crediticia y la continuidad de negocio.*

---

A fin de evitar que estos riesgos puedan afectar seriamente a la viabilidad de las entidades financieras y a la estabilidad del sistema en su conjunto, las obligaciones de transparencia en las exposiciones y la aplicación de una buena taxonomía de actividades según su impacto o su riesgo climático son imprescindibles, pero insuficientes. Bancos centrales y supervisores deben afrontar dos tareas con cierta urgencia. La primera es desarrollar nuevas herramientas analíticas para integrar escenarios climáticos alternativos en las pruebas de estrés a las que las entidades se deben someter. Se trata, nada menos, que de incorporar a la complejidad de las pruebas de resistencia tradicionales dos elementos de incertidumbre: los eventos climáticos y su impacto en los balances y el negocio financiero, y el ritmo de respuesta —rápida, lenta o ausente— de las autoridades

al cambio climático<sup>4</sup>. Y la segunda tarea, estrechamente relacionada con la anterior, es asegurar que las entidades entienden los riesgos climáticos y los integran adecuadamente en la estrategia, los objetivos, los marcos de gestión del riesgo, la actividad crediticia y la continuidad de negocio. Asimismo, los supervisores deben vigilar que los riesgos se reporten internamente de manera que puedan ser gestionados, especialmente de cara a las pruebas de resistencia y la gestión de la liquidez, y posteriormente las exposiciones puedan ser publicadas bajo el Pilar 3 de la supervisión.

Estas expectativas de las autoridades, que el BCE ha publicado en detalle en noviembre de 2020 (European Central Bank-Banking Supervision, 2020), condicionarán el diálogo supervisor bajo el Pilar 2. Respecto de los requerimientos de capital bajo el Pilar 1, se desarrolla hoy una intensa discusión sobre si debieran de introducirse cargas de capital adicionales por las exposiciones “marrones” o rebajas de capital por las “verdes”. Los supervisores tienen natural tendencia a penalizar lo “marrón”, pero dudas sobre la lógica y la efectividad de incentivar lo “verde”. Dado que rebajar el capital exigido merma la capacidad de resistencia de una entidad, debe contarse con evidencia sólida de que las inversiones verdes reducen significativamente la probabilidad de impago. Aunque esta evidencia se está empezando a acumular, por ejemplo, en el caso de las hipotecas verdes (Billio *et al.*, 2020), es necesario contrastarla. La Comisión Europea, ligeramente favorable a la incentivación verde a través de la reducción de las cargas de capital, ha solicitado de la Autoridad Bancaria Europea que informe al respecto. Los nuevos elementos del marco regulatorio están en plena discusión en estos momentos.

## **Las oportunidades para las finanzas sostenibles, con especial referencia a Europa**

Afrontar con éxito la emergencia climática requiere del alineamiento de muchos factores. El

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, Enrí (2020) y Bank of England (2019).

primero, un cambio radical de actitudes y hábitos respecto del clima, sin el cual la batalla está perdida. Segundo, el protagonismo de las autoridades, que deben gestionar significativos aumentos de los precios del CO<sub>2</sub> —hay que recordar aquí a los “chalecos amarillos” y otros movimientos de protesta similares al otro lado del Atlántico— y medidas de transición, así como regulaciones de todo tipo y programas de inversión pública verde. En tercer lugar, tenemos el mundo empresarial, especialmente en los sectores que más generan o consumen GEI. Sin un cambio de valores, conductas y procesos, así como cuantiosas inversiones en activos y tecnologías sostenibles, la superación de la emergencia es imposible. Y, por último, es imprescindible que el mundo de las finanzas esté a la altura del reto de la sostenibilidad. Con unos activos totales que multiplican por cuatro los 15 billones que ha alcanzado el PIB de la Unión Europea —30 billones la banca, 18 los fondos de inversión, 9 el sector de seguros y 3 los fondos de pensiones—, cabe exigir una respuesta diligente de las instituciones financieras al servicio de la sostenibilidad.

Es difícil de exagerar lo que el sector financiero puede hacer para catalizar el cambio. Primero, en su función principal como financiador de la economía, tiene la oportunidad de orientar los flujos financieros conforme a criterios de responsabilidad y sostenibilidad, teniendo en cuenta en su gestión integral los riesgos climáticos. Segundo, como sector profundamente imbricado en el tejido económico, tiene la posibilidad de promover con los grupos de interés con los que se relaciona —clientes, proveedores, competidores, empleados, etcétera— los objetivos de la lucha contra el cambio climático, e incluso ofrecerles orientación acerca de cómo contribuir a los mismos. Y, por último, puede gestionar su propia huella medioambiental, mucho menor que la de otros sectores industriales y de servicios, pero que en todo caso requiere ejemplaridad y vigilancia.

Para calibrar el orden de magnitud de la necesidad de inversión y financiación privadas en Europa, veamos algunas cifras. De acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea (2019) en el documento del Pacto Verde, la necesidad de inversión adicional en la década 2021-2030 asciende a 260 miles de millones

de euros, cifra que Bruegel eleva a 300 miles de millones para tener en cuenta la mayor ambición de los objetivos de reducción de las emisiones en un 55 %, esto es, un total de 3 billones en la próxima década (Claeys, Tagliapietra y Bruegel, 2020). El Plan de Inversiones del Pacto Verde (Comisión Europea, 2020) prevé la movilización de algo más de 1 billón de euros hasta 2030, a los que habría que sumar fondos equivalentes al 30 % de los 750 mil millones del paquete *Next Generation EU*, dedicados a metas climáticas. En total, cerca de 1,4 billones. De éstos, sin embargo, solo aproximadamente la mitad son fondos presupuestarios de la UE. El resto proviene de cofinanciaciones aportadas por los países, del Banco Europeo de Inversiones y de fondos privados canalizados tanto por el BEI como a través de los mecanismos de apalancamiento del programa *InvestEU*. En suma, más del 75 % de las necesidades de inversión adicional hasta 2030 deberá tener origen en financiación privada.

A mayor abundamiento, la inversión adicional es solo una pequeña parte de las inversiones totales que se habrán de producir. De acuerdo con estimaciones de McKinsey (D’Aprile *et al.*, 2020), en las tres décadas que van hasta 2050 Europa, además de las inversiones adicionales —que la consultora estima en unos 5 billones— habrá de reorientar 23 billones de euros de inversión a proyectos limpios que de otra forma se materializarían en tecnologías intensivas en carbón, esto es, unos 800 mil millones de euros anuales, que en un 80 por 100 corresponderán a inversión privada. Entre la inversión así redirigida y la adicional, la medida de la oportunidad para las finanzas sostenibles son los más de 20 billones que habrá que dedicar a financiar inversiones en renovación del transporte (más de un 40 % del total), de los edificios (30 %), las infraestructuras (15 %), la generación de energía (10 %), la agricultura y la industria. Unas inversiones que —se estima— eliminarán 6 millones de empleos, pero crearán 11 millones, con el apoyo de los fondos del Mecanismo de Transición Justa.

Bien por genuina convicción, o bien haciendo de la necesidad virtud, las finanzas tienen ante sí la oportunidad de ponerse al servicio de la sostenibilidad. Más allá de los compromisos asociados a

la firma de los *Principios de Inversión Responsable*, así como los correspondientes a cada sector de la industria financiera —en particular, los que atañen a la banca responsable, los seguros y los fondos de pensiones sostenibles—, en Europa tenemos los mandatos y acciones del *Action Plan on Sustainable Finance* de la Comisión Europea (2018, 2020) (taxonomía, estándares para bonos y otra financiación verde, obligaciones de transparencia, etcétera) y unos criterios de supervisión de las entidades financieras y de los mercados cada vez más exigentes e intrusivos. A todo ello se añade una demanda creciente por parte de gestoras de patrimonios y de los principales fondos de inversión del mundo.

El papel de estos fondos en la aceleración de la convergencia hacia unas finanzas sostenibles es de especial relevancia. El ejemplo más notorio de esta realidad lo ofrece Larry Fink, fundador y consejero delegado de BlackRock, la mayor gestora de fondos a nivel mundial, con unos 9 billones de dólares en activos bajo gestión, y principal accionista de la banca española (5,8 % de BBVA, 5,4 % de Santander, 3,2 de Caixabank, 3,7 % de Bankinter, o 3,3 % de Sabadell), y con participaciones por encima del 3 % en la mayoría de las compañías del Ibex. Fink ha señalado al cambio climático como eje central de la estrategia de inversión de la entidad, razón por la que ha anunciado que dejará de invertir en proyectos o empresas que presenten bajos estándares de sostenibilidad. De la misma forma, se ha comprometido a votar en contra de las propuestas de los consejos de empresas que no avancen en la implementación de prácticas para luchar contra el cambio climático y en la divulgación de información sobre la sostenibilidad de su gobernanza y su gestión (Fink, 2021). En 2020 BlackRock se integró en la plataforma de fondos por la sostenibilidad Climate Action 100+ (2021), una iniciativa de casi 550 inversores con 52 billones de activos bajo gestión, lo que representa más del 60 % del PIB mundial. Respalda por el Enviado Especial para el Clima de Naciones Unidas, Mark Carney, esta plataforma elabora y publica 65 indicadores relativos a 160 grandes compañías de sectores muy contaminantes, a fin de monitorizar el progreso o su ausencia, y condicionar así las recomendaciones de inversión y de voto en juntas de accionistas. Y en este mismo

sentido, el número de fondos sostenibles aumenta anualmente a tasas de dos dígitos, los índices de sostenibilidad de las compañías (BBVA, 2019) se han convertido en una guía para los inversores y los volúmenes gestionados no dejan de crecer, especialmente en Europa, con un aumento de más del 50 % en las emisiones de bonos verdes entre 2018 y 2020, hasta unos 120 mil millones de euros (Belloni *et al.*, 2020).

---

*No solo son las taxonomías, las obligaciones de transparencia, la vigilancia de los supervisores, o la reputación que puede perderse. Son los ingentes volúmenes de fondos, que crecen cada año, y que buscan proporcionar a los inversores, pequeños y grandes, seguridad sobre el destino verde de su inversión. La emergencia climática no es solo origen de riesgos y demandas de responsabilidad social. Es también fuente de oportunidades.*

---

Tras algunos años de publicidad casi libre de actividades o productos supuestamente verdes, se ha ido conformando entre algunos observadores una cierta actitud de escepticismo, que hay que celebrar, pues fuerza a la transparencia y la verificación —hoy disciplinados por las taxonomías de actividades—, además de demandar evidencias de impacto y promover la innovación. Es cierto que la publicidad verde sin fundamento se está haciendo cada vez más costosa. Incluso BlackRock y Mark Carney han sido duramente criticados en los medios activistas, que han identificado incoherencias o inexactitudes en sus afirmaciones, propuestas o actuaciones (Reclaim Finance, 2021 y Financial Times, 2021). Tampoco han escapado a críticas los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, cuyas inversiones personales han sido cuestionadas desde criterios de sostenibilidad (Bloomberg News, 2021). El escrutinio en estas materias no hará sino crecer.

No solo son las taxonomías, las obligaciones de transparencia, la vigilancia de los supervisores, o la reputación que puede perderse ante la clientela o las asociaciones de la industria comprometidas con la sostenibilidad. Son los ingentes volúmenes de

fondos, que crecen cada año, y que buscan proporcionar a los inversores, pequeños y grandes, seguridad sobre el destino verde de su inversión. La emergencia climática no es solo origen de riesgos y demandas de responsabilidad social. Es también fuente de oportunidades.

Estas son las buenas noticias. Pero hay tres observaciones relevantes que dibujan un panorama menos optimista. La primera tiene que ver con el *ritmo*. Si empezamos tarde, hemos de avanzar mucho más deprisa. El progreso es apreciable, pero no lo suficientemente rápido. Por una parte, la sensibilización de las empresas europeas todavía no es suficiente: solo el 45 % invierte en medidas relacionadas con el clima (European Investment Bank, 2021). Por otra, con todo su dinamismo, las emisiones de bonos verdes son todavía poco más del 4 % del total. Representan apenas el 40 % de la inversión verde adicional necesaria para cumplir con los objetivos en 2030, y una porción aún inferior si se tiene en cuenta la inversión total. En alguna medida esto se debe a que los mercados todavía no internalizan suficientemente las externalidades negativas de las energías sucias. Así, aunque ciertos índices de bolsa que reflejan carteras verdes se han comportado mejor que el promedio durante la pandemia (FMI, 2020a y Bolton y Kacperczyk, 2020), este no es todavía el caso de los bonos verdes, que todavía presentan con frecuencia diferencias positivos frente a bonos convencionales, en vez de negativos, en parte debido a una menor liquidez, así como a la pobreza de los *ratings* medioambientales, que se basan aún en datos poco granulares y estandarizados (Schnabel, 2020). Avanzar demasiado despacio aumenta los riesgos de transición, pues en algún momento un progreso escaso forzaría a las autoridades a aumentar de forma súbita y significativa los precios del carbón, con efectos muy severos sobre el crédito, la solvencia y el PIB que el BCE ha estudiado con detalle (ESRB, 2020).

La segunda observación se relaciona con la fungibilidad y otras posibles debilidades de la financiación verde<sup>5</sup>. Todavía no hay evidencia consistente de que

los bonos verdes se hayan traducido en emisiones significativamente menores a nivel de compañía, y en los casos de las empresas productoras y distribuidoras de energía las mayores emisoras se comportan peor que las que no usan bonos verdes, según estudios del BIS para una muestra de más de 5000 empresas de 42 países (Ehlers, Mojon y Packer, 2020). Una posible causa es que la financiación es fungible: un bono verde puede estar financiando un proyecto que se hubiera realizado de todas formas, e incluso cabe que no se vea acompañado de mejoras ambientales si la compañía acomete simultáneamente otras inversiones marrones (Loomis & Sayles, 2020). En la actualidad en Europa está en fase avanzada la discusión sobre los requisitos para etiquetar como verdes —el llamado *ecolabel*— a depósitos a plazo y de ahorro, así como fondos y derivados, y también establecer principios de bonos y préstamos verdes basados en la taxonomía, el uso de los fondos y el escrutinio por terceros independientes (KPMG, 2020). Una crítica común al diseño de estos productos es que, aparte de no condicionarse claramente a planes de eliminación de actividades marrones, no queda asegurado que las compañías beneficiarias contribuyan a la reducción de emisiones (Reclaim Finance, 2020). Así, mientras rigen los Green Bond Standards de la asociación ICMA para bonos y los *Green Loan Principles* de LMA (Lee, 2020), la información que proporcionan el marchamo verde de los productos financieros y los correspondientes *ratings* no ofrecen al inversor garantía de compromiso con el objetivo de reducción de emisiones. Solo un marco general de alineamiento con este objetivo, transparente y auditado, y un *rating* a nivel de compañía<sup>6</sup>, y no solo de productos o proyectos singulares, ofrecerían la información complementaria necesaria.

La tercera observación subraya la insoslayable necesidad de intervención pública, pues sin ella el mejor escenario de las finanzas sostenibles sería incapaz de financiar las inversiones necesarias para unas emisiones netas cero en 2050. La cuestión es simple: la mitad de los proyectos de inversión necesarios, de acuerdo con las estimaciones de McKinsey (D'Aprile

<sup>5</sup> Sobre la fungibilidad y otras debilidades actuales de la financiación verde, véase Terceiro (2019).

<sup>6</sup> Existe evidencia de que las mejoras en la transparencia según estándares TCFD repercuten positivamente en las valoraciones bursátiles de compañías industriales europeas. Véase European Investment Bank (2021: p. 218).

et al., 2020), carecen de viabilidad económico-financiera, es decir, no generan los retornos privados que compensen la inversión. Es el caso de la inmensa mayoría de inversiones en eficiencia energética de edificios, dos tercios de las inversiones en transporte y más de la mitad de las inversiones en generación y distribución de energía. El problema es más agudo en la década de 2020 a 2030, en la que los precios de las energías alternativas todavía no habrán descendido como probablemente lo hagan más adelante. Y esto apunta a una primera intervención: mientras los precios del carbón sean inferiores a 50 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> en el mercado, que es el precio alcanzado a principios de mayo de 2021, no compensará hacer muchas inversiones en energías limpias. Se estima que, con precios superiores a 50 euros, el 75 % de las inversiones sería viable, y con un precio de 100 euros lo sería el 85 %.

---

*En la actualidad está en fase avanzada en Europa la discusión sobre los requisitos para etiquetar como verdes —el llamado ecolabel— a depósitos a plazo y de ahorro, así como fondos y derivados, y también establecer principios de bonos y préstamos verdes basados en la taxonomía, el uso de los fondos y el escrutinio por terceros independientes.*

---

Pero los precios del carbón no resolverían todos los problemas, puesto que hay inversiones que carecen de una corriente de ingresos previsible, o que son demasiado inciertos para el desembolso inicial. Las inversiones en la red eléctrica o en sistemas de captura y almacenamiento de CO<sub>2</sub> son dos ejemplos. En estos casos la inversión pública directa puede ser la solución. En otros, serán necesarios esquemas de participación público-privada, garantías de primeras pérdidas, préstamos concesionales o préstamos con garantías, o subsidios en algunos casos, como puede ser el de las hipotecas verdes. Por abundantes que sean los fondos privados disponibles para hacer frente a la emergencia climática, sin una combinación de medidas sobre precios del carbón, inversión pública verde e incentivos al sector privado, la pretensión de alcanzar los objetivos de la Agenda 2030 y Net-Zero EU en 2050 se antoja pura fantasía.

## A modo de coda

Abría este trabajo afirmando que el cambio climático es una amenaza existencial. Los hechos y la evidencia más recientes no hacen sino confirmarlo. Impedir que las temperaturas aumenten por encima de 1,5°C requiere una reducción anual de emisiones de CO<sub>2</sub> del 7,6 % durante los próximos 30 años, una cifra similar a la que hemos visto solamente durante la pandemia y en el último año de la Segunda Guerra Mundial. Según Naciones Unidas (UNEP, 2019), de haberse empezado a hacerlo en 2010, las reducciones necesarias hubieran sido solo del 3,3 %. ¿Es posible afrontar el reto en el tiempo que nos queda? Según Pinker (2018), podemos ser “(...) condicionalmente optimistas. Tenemos ciertas formas factibles de prevenir los daños y disponemos de los medios para descubrir más”.

Que la afirmación de este eminente defensor de la Ilustración no se quede en una proclama panglossiana depende todavía de nosotros. De que decidamos colectivamente poner freno, en lugar de ser espectadores pasivos, a esta colisión a cámara lenta entre el hombre y la naturaleza. Es imprescindible actuar de forma inmediata como una emergencia exige. La pandemia ha demostrado nuestra enorme capacidad de adaptar hábitos y procesos, de movilizar enormes sumas de dinero y de acelerar la innovación ante una crisis de sostenibilidad. Y en nuestro caso, la acción frente a la emergencia climática demanda: una coordinación internacional decidida; unos agresivos programas de inversión verde, apoyados en subsidios y regulaciones para el sector privado, dirigidos a las energías renovables, infraestructuras de transporte, eficiencia energética en edificios y desarrollo tecnológico, en particular para la captura y el almacenamiento de CO<sub>2</sub>; unos precios del CO<sub>2</sub> que aumenten progresiva y significativamente, mediante combinaciones de derechos de emisión, impuestos y reducción de subsidios; unos programas de compensación a los hogares y trabajadores más vulnerables; y unas condiciones financieras favorables y, sobre todo, efectivamente sostenibles. Porque la naturaleza, ni negocia, ni espera.

## Referencias

BANERJEE, A. V. y DUFLO, E. (2020). *Buena economía para tiempos difíciles*. Barcelona: Taurus-Penguin Random House.

BANK OF ENGLAND (2019). The 2021 biennial exploratory scenario on the financial risks from climate change. *Discussion Paper*, diciembre. Disponible en: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2019/the-2021-biennial-exploratory-scenario-on-the-financial-risks-from-climate-change.pdf?la=en&hash=73D06B913C73472D0DF21F18DB71C2F454148C80>

BBVA (2019). *Para qué sirve un índice de sostenibilidad*, noviembre. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/para-que-sirve-un-indice-de-sostenibilidad/>

BELLONI, M., GIUZIO, M., KÖRDEL, S., RADULOVA, P., SALAKHOVA, D. y WI, F. (2020). The performance and resilience of green finance instruments: ESG funds and green bonds. *Financial Stability Review*, noviembre. ECB, Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.pdf>

BILLIO, M., COSTOLA, M., FUMAROLA, S., HRISTOVA, I., PELIZZON, L., PORTIOLI, F., RIEDEL, M. y VERGARI, D. (2020). Final report on correlation analysis between energy efficiency and risk (D5.7). *Energy Efficiency Data Protocol and Portal*, agosto. Disponible en: [https://eedapp.energyefficientmortgages.eu/wp-content/uploads/2020/08/EeDaPP\\_D57\\_27Aug20-1.pdf](https://eedapp.energyefficientmortgages.eu/wp-content/uploads/2020/08/EeDaPP_D57_27Aug20-1.pdf)

BLOOMBERG NEWS (2021). *How do ECB chiefs invest their own cash? Not very sustainably*, May. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-13/how-do-ecb-chiefs-invest-their-own-cash-not-very-sustainably>

BOLTON, P. et al. (2020). *The Green Swan: Central banking and financial stability in the age of climate change*. Bank for International Settlements-Banque de France, enero, p. 49. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

BOLTON, P. y KACPERCZYK, M. (2020). Do Investors Care about Carbon Risk?, National Bureau of Economic Research. *NBER Working Paper*, 26968. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w26968>

CARNEY, M. (2015). *Breaking the tragedy of the horizon*. City Dinner, Lloyd's of London, septiembre. Disponible en: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/>

*breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability*

CCPI (2021). *Climate Change Performance Index 2012: results*. Disponible en: <https://ccpi.org/download/the-climate-change-performance-index-2012/>.

CHINN, D. et al. (2020). Navigating the post-Covid-19 era: A strategic framework for European recovery. McKinsey, junio. Disponible en: <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/navigating-the-post-covid-19-era-a-strategic-framework-for-european-recovery>

CLAEYS, G. y TAGLIAPETRA, S. y Bruegel (2020). A trillion reasons to scrutinize the Green Deal Investment Plan. *Blog Post*, 15 de diciembre. Disponible en: <https://www.bruegel.org/2020/01/a-trillion-reasons-to-scrutinise-the-green-deal-investment-plan/>

CLIMATE ACTION 100+ (2021). *2020 Progress report*, enero. Disponible en: <https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2020/12/CA100-Progress-Report.pdf>

COMISIÓN EUROPEA (2018). *Action plan: Financing sustainable growth*, marzo. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN> y

COMISIÓN EUROPEA (2019). *El Pacto Verde Europeo*, 11 de diciembre, p. 18. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)

COMISIÓN EUROPEA (2020a). *European Green Deal Investment Plan*, 14 de enero. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN>

COMISIÓN EUROPEA (2020b). *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*, agosto. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en)

D'APRILE, P. et al. (2020). *Net-Zero Europe. Decarbonization pathways and socioeconomic implications*. McKinsey, noviembre. Disponible en: <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/how-the-european-union-could-achieve-net-zero-emissions-at-net-zero-cost>

- EHLERS, T., MOJON, B. y PACKER, F. (2020). Green bonds and carbon emissions: Exploring the case for a rating system at the firm level. *BIS Quarterly Review*, pp. 31-47. Disponible en: [https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r\\_qt2009c.pdf](https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qt2009c.pdf)
- ENRÍA, A. (2020). *ECB Banking Supervision's approach to climate risks*, junio. Disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2020/html/ssm.sp200617~74d8539eda.en.html>
- ERNST & YOUNG, UNEP FI e INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2020). *TCFD Report Playbook*. Disponible en: [https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Regulatory/09\\_28\\_2020\\_tcf\\_d\\_playbook.pdf](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Regulatory/09_28_2020_tcf_d_playbook.pdf)
- ESRB (2020). *Positively green: Measuring climate change risks to financial stability*, junio. ECB. Disponible en: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608\\_on\\_Positively\\_green\\_Measuring\\_climate\\_change\\_risks\\_to\\_financial\\_stability~d903a83690.en.pdf?c5d033aa3c648ca0623f5a2306931e26](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608_on_Positively_green_Measuring_climate_change_risks_to_financial_stability~d903a83690.en.pdf?c5d033aa3c648ca0623f5a2306931e26)
- EU COMMISSION (2020). *EU taxonomy for sustainable activities*. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)
- EUROPEAN CENTRAL BANK-BANKING SUPERVISION (2020). *Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations related to risk management and disclosure*. Disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2021). Building a smart and green Europe in the Covid-19 era. *European Investment Bank Investment Report, 2020/2021*, p. 176. Disponible en: [https://www.eib.org/attachments/efs/economic\\_investment\\_report\\_2020\\_2021\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2020_2021_en.pdf)
- FINANCIAL TIMES (2021). *Carney's stumble at Brookfield intensifies focus on 'net zero' claims*, April. Disponible en: <https://www.ft.com/content/2d96502f-c34d-4150-aa36-9dc16ffdcad2>
- FINK, L. (2021). *Net zero: A fiduciary approach*, 26 de enero. Disponible en: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>
- FMI (2020a). Firm's environmental performance and the Covid-19 crisis. *Global Financial Stability Report*, octubre, pp. 87-96. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>
- FMI (2020b). Mitigating climate change. Growth and distribution-friendly strategies. *World Economic Outlook*, octubre, pp. 85-113. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020#Chapter%203>
- GLOBAL ATTITUDES SURVEY, Q13a. Disponible en: [https://www.pewresearch.org/fact-tank/2020/10/16/many-globally-are-as-concerned-about-climate-change-as-about-the-spread-of-infectious-diseases/ft\\_2020-10-16\\_climatechange\\_04/](https://www.pewresearch.org/fact-tank/2020/10/16/many-globally-are-as-concerned-about-climate-change-as-about-the-spread-of-infectious-diseases/ft_2020-10-16_climatechange_04/)
- GLOBESCAN (2020). Climate change. A GlobeScan insight. *GlobeScan Radar*, junio. Disponible en: [https://globescan.com/wp-content/uploads/2020/09/GlobeScan\\_2020Radar\\_Insight\\_Climate.pdf](https://globescan.com/wp-content/uploads/2020/09/GlobeScan_2020Radar_Insight_Climate.pdf)
- HENDERSON, R. (2020). *Reimagining capitalism in a world on fire*. Public Affairs, Nueva York: Hachette.
- IPCC (2018). Summary for Policymakers. En: V. Masson-Delmotte, P. Zhai, H.-O. Pörtner, D. Roberts, J. Skea, P. R. Shukla, A. Pirani, W. Moufouma-Okia, C. Péan, R. Pidcock, S. Connors, J. B. R. Matthews, Y. Chen, X. Zhou, M. I. Gomis, E. Lonnoy, T. Maycock, M. Tignor y T. Waterfield (eds.), *Global Warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*. Disponible en: [https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/05/SR15\\_SPM\\_version\\_report\\_LR.pdf](https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2019/05/SR15_SPM_version_report_LR.pdf)
- IRENA (2017). *Stranded assets and renewables: how the energy transition affects the value of energy reserves, buildings and capital stock*. International Renewable Energy Agency (IRENA). Abu Dhabi. [www.irena.org/remap](http://www.irena.org/remap)
- KPMG (2020). Delivering sustainable finance. *The New Reality Publication Series*, septiembre. Disponible en: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/09/delivering-sustainable-finance.pdf>

- LAGARDE, C. (2021). Climate change and central banking, 25 de enero. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125~f87e826ca5.en.htm>
- LEE, P. (2020). Green bonds and green loans: Implementing EU green bond standard, green loan principles, and sustainability linked fund principles. *Lexology*, diciembre. Disponible en: <https://www.philiplee.ie/green-bonds-and-green-loans-implementing-the-eu-green-bond-standard-green-loan-principles-and-sustainability-linked-loan-principles/>
- LEX IN DEPTH (2020). The 900 billion cost of 'stranded energy assets'. *Financial Times*, 4 de febrero. Disponible en: <https://www.ft.com/content/95efca74-4299-11ea-a43a-c4b328d9061c>
- LOOMIS & SAYLES (2020). Beyond the label: An assessment of the Green Bond Label. *Research & Perspectives*, marzo. Disponible en: <https://www.im.natixis.com/en-hk/resources/beyond-the-label-an-assessment-of-the-green-bond-market>
- MARANTZ HENIG, R. (2020). Experts warned of a pandemic decades ago. *National Geographic*, julio. Disponible en: <https://www.nationalgeographic.com/science/2020/04/experts-warned-pandemic-decades-ago-why-not-ready-for-coronavirus/>.
- MARKARD, J. y ROSEMBLOOM, D. (2020). A tale of two crises: COVID-19 and climate. *Sustainability: Science, Practice and Policy*, vol. 16, nº 1, pp. 53-60. Disponible en: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15487733.2020.17656799>
- PEW RESEARCH CENTER (2020). Those on ideological left show greater concern about global climate change, Summer 2020.
- PINKER, S. (2018). *En defensa de la Ilustración*. Barcelona: Espasa Libros.
- PORTILLA, A., GIBBS, S. y RISMANCHI, K. (2020). *Sustainable finance policy & regulation: The case for greater international alignment*, marzo. Disponible en: <https://www.iif.com/Publications/ID/3782/Sustainable-Finance-Policy-Regulation-The-Case-for-Greater-International-Alignment>
- PRI (2015). *Fiduciary duty in the 21st century* (cofirmado por UNEP FI y UN Global Compact). Disponible en: <https://www.unpri.org/download?ac=1378>
- RECLAIM FINANCE (2020). *Ecolabel for financial products: Lower ambitions open the door to greenwashing*, diciembre. Disponible en: <https://reclaimfinance.org/site/en/2020/12/09/ecolabel-for-financial-products/>
- RECLAIM FINANCE (2021). *One year on: BlackRock still addicted to fossil fuels*, January. Disponible en: <https://reclaimfinance.org/site/en/2020/12/09/ecolabel-for-financial-products/>
- SCHNABEL, I. (2020). "When markets fail – the need for collective action in tackling climate change" (speech). Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928\\_1~268b0b672f.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_1~268b0b672f.en.html)
- SWISS RE INSTITUTE (2021). *Record hurricane season and major wildfires – The natural disaster figures for 2020*. Disponible en: <https://www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2021/2020-natural-disasters-balance.html#1105489295>
- TERCEIRO, J. (2019). Transición energética y sistema financiero. *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 37, septiembre, pp. 72-75. Banco de España.
- UNEP (2019). *Emissions Gap Report 2019*. Disponible en: <https://www.unenvironment.org/resources/emissions-gap-report-2019>
- WALLACE-WELLS, D. (2019). *El planeta inhóspito. La vida después del calentamiento*. Debate. Barcelona: Penguin Random House.
- WATTS, N. et al. (2020). The 2020 report of The Lancet Countdown on health and climate change: Responding to converging crises. *The Lancet*, www.thelancet.com, December 2, 2020. Disponible en: [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(20\)32290-X](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(20)32290-X)

# El impacto de la crisis sanitaria sobre las cuentas de los hogares y de las empresas

María Jesús Fernández\*

**El impacto de la crisis derivada de la pandemia de COVID-19 sobre la renta disponible de los hogares en 2020 ha sido relativamente modesto, principalmente por el efecto compensador de las prestaciones por desempleo a parados y trabajadores en ERTE y por las establecidas para trabajadores autónomos afectados por situaciones de reducción o cese de actividad. Sin embargo, el fuerte descenso del consumo, muy superior a la caída de la renta, ha dado lugar a un aumento de la tasa de ahorro hasta el 14,7 % de la renta disponible bruta, más del doble que el año anterior. Las estimaciones realizadas permiten aproximar el exceso de ahorro en más de la mitad del efectivamente realizado, consecuencia en una parte del ahorro precautorio y en otra, del ahorro forzoso. Las sociedades no financieras, en cambio, tuvieron una fuerte reducción de su excedente de explotación y de su renta disponible bruta, aumentando tanto su volumen de deuda como la ratio de esta respecto al PIB. En todo caso, tanto entre los hogares como entre las empresas, distintos indicadores anticipan que el impacto de la crisis es muy diferente cuando se desciende a análisis más desagregados.**

La crisis sanitaria derivada de la pandemia de COVID-19 ha supuesto una disrupción sin precedentes en la historia económica reciente. El impacto sobre la economía española ha sido más severo que en el resto de economías desarrolladas, induciendo una contracción del PIB del 10,8 % en 2020. En este trabajo se analiza el impacto sobre los saldos y sobre la situación financiera de los hogares y de las empresas a partir de los resultados de las *Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores*

*Institucionales* elaboradas por el INE, y de las *Cuentas Financieras* elaboradas por el Banco de España.

En concreto, veremos que el impacto sobre las cuentas de las familias ha sido más moderado que el sufrido por las sociedades no financieras, debido fundamentalmente a que el grueso de las medidas de protección instrumentadas por el Gobierno se ha orientado fundamentalmente a aquellas. En este

\* Funcas.

## Cuadro 1

**Cuentas no financieras de los hogares**

(Millones de euros)

	2019	2020	Incremento
Remuneraciones salariales pagadas por las AA. PP.	134.463	140.470	6.007
Resto de remuneraciones salariales recibidas por los hogares	439.003	401.976	-37.027
Otras rentas y transferencias corrientes recibidas por los hogares	254.442	230.627	-23.815
Prestaciones sociales	215.309	245.166	29.857
Impuestos y cotizaciones sociales pagadas por los hogares	278.624	278.654	30
Renta disponible bruta	764.593	739.585	-25.008
Consumo	713.803	628.198	-85.605
Ahorro	48.037	108.844	60.807
Formación bruta de capital	42.462	35.680	-6.782
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	3.130	72.989	69.859

*Nota:* El ahorro no es exactamente igual a la diferencia entre RDB y consumo debido al ajuste por la variación en la participación en reservas de fondos de pensiones, y la capacidad o necesidad de financiación no es exactamente igual al ahorro menos la inversión debido a las transferencias de capital netas pagadas.

*Fuente:* INE.

sentido, una de las consecuencias más llamativas de esta crisis ha sido el ascenso histórico de la tasa de ahorro. Por otra parte, debe tenerse presente que, aunque a nivel agregado el impacto sobre el conjunto de los hogares parece moderado, es probable que existan diferencias importantes cuando se desciende a un nivel de análisis más desagregado.

## Los hogares generan un ahorro récord

La renta disponible bruta de los hogares (RDB) descendió un 3,3 % en 2020, lo que equivale a 25.008 millones de euros, una reducción aparentemente modesta dada la magnitud del descenso sufrido por el PIB. Esta relativa moderación obedece a que la caída de las remuneraciones salariales pagadas por las empresas, que fue más intensa, del 8,7 %, así como de otras rentas, como el excedente bruto de explotación de los trabajadores autónomos y los dividendos recibidos, fue contrarrestada por dos factores: en primer lugar, por el incremento de

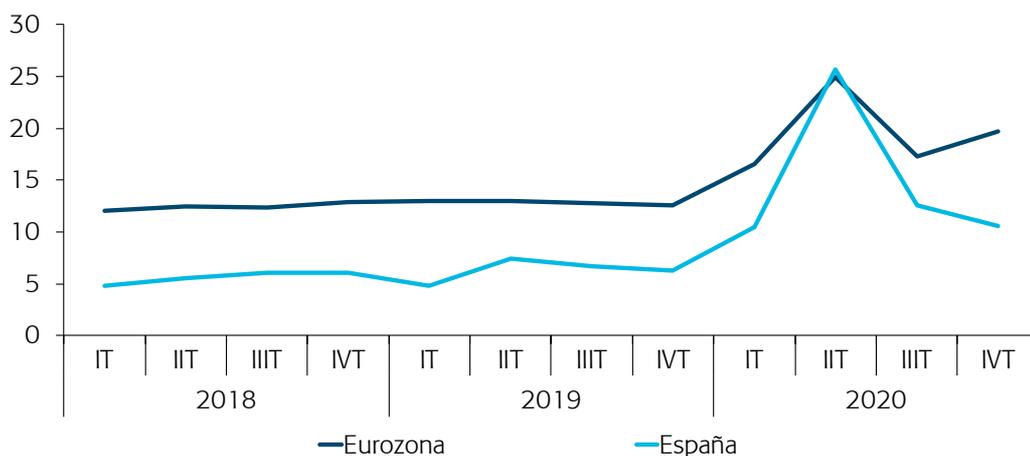
las remuneraciones pagadas por el sector público, que aumentaron un 4,5 %, y en segundo lugar, por el fuerte aumento de las prestaciones sociales, de casi un 14 % (cuadro 1). Esto último, a su vez, fue resultado de varios motivos: los pagos realizados por la Administración pública a los trabajadores acogidos a expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y a los autónomos en cese de actividad, el aumento de las prestaciones por desempleo y el incremento del gasto en pensiones, así como en otras prestaciones. Los impuestos y cotizaciones sociales pagadas por los hogares apenas experimentaron variación alguna, pese al descenso de la RDB.

El descenso del consumo fue muy superior a la caída de la renta, un 12 %, equivalente a 85.605 millones de euros, lo que supone un aumento del ahorro de 60.807 millones, hasta 108.844 millones, cifra que más que duplica la correspondiente al año anterior. La tasa de ahorro en el conjunto del año, que en 2019 ascendió al 6,3 % de la RDB, se disparó en 2020 hasta el 14,7 %, el máximo de la serie histórica —el anterior máximo histórico, alcanzado en 2009, fue del 11,3 %—.

Gráfico 1

**Tasa de ahorro de los hogares**

(Porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuentes: INE y Eurostat.

En cuanto a la evolución por trimestres, en el segundo trimestre del año fue cuando la tasa de ahorro alcanzó su mayor nivel, un 25,7 %, coincidiendo con el periodo de confinamiento, para descender posteriormente hasta un 10,6 % en el último trimestre. El fuerte incremento del ahorro en el segundo trimestre constituyó, fundamentalmente, un ahorro *forzoso*, derivado de la imposibilidad de realizar determinados gastos debido al cierre de numerosas actividades económicas. En los trimestres posteriores, con el final del confinamiento y la reapertura de negocios, el ahorro forzoso descendió, aunque no desapareció, ya que se mantuvieron importantes restricciones en cuanto a horarios, aforos, movilidad entre regiones, etc. Esto, unido al probable aumento del ahorro precautorio ante la incertidumbre generada por la situación pandémica, y unido también, posiblemente, a un ahorro adicional derivado de la disminución voluntaria de actividades fuera de casa por miedo al contagio, explica que la tasa de ahorro se mantuviera en niveles tan elevados.

Este patrón ha sido similar al registrado en el conjunto de la eurozona, aunque el incremento de la tasa de ahorro ha sido de mayor magnitud en España (gráfico 1). En concreto, la tasa de ahorro de la eurozona alcanzó en el segundo trimestre

un nivel similar al español, pero partiendo de un nivel inicial que duplicaba al registrado en España. Este mayor incremento de la tasa de ahorro refleja una mayor caída del consumo privado, a consecuencia del mayor impacto de la crisis y de unas restricciones más estrictas. Por otra parte, las actividades más afectadas por los cierres representan un mayor porcentaje del gasto de los españoles que de los consumidores comunitarios –concretamente, el gasto en hoteles y restaurantes suponía en 2015, último año para el que existen datos comparables, un 9,3% del gasto total anual de los españoles, frente a un 6% en la eurozona–, lo que contribuiría a explicar la mayor caída inicial del consumo en España.

En cualquier caso, ya desde el inicio del siglo se observa un patrón muy procíclico en el comportamiento de la tasa de ahorro en España, con mayores caídas que en la eurozona en las etapas de crecimiento, y mayores ascensos en las de crisis, tendencias que podrían estar interrelacionadas: al caer mucho el ahorro durante las etapas de crecimiento, los hogares acumulan un menor volumen de ahorro financiero que pueda actuar como colchón anticíclico, obligándoles a realizar un ajuste del gasto más intenso cuando estallan las crisis.

Gráfico 2

**Composición del ahorro de los hogares**

(Millones de euros)



Fuentes: INE y Funcas.

Se puede estimar la magnitud del exceso de ahorro de los hogares por encima del deseado calculando la diferencia entre el ahorro efectivo (108.000 millones) y el que resultaría de aplicar a la RDB una tasa de ahorro equivalente a la media de la registrada desde 2014 hasta 2019 –un 6,4 %–. Según este cálculo, el exceso de ahorro ascendería a unos 60.000 millones de euros, equivalente al 8,5 % del consumo realizado en 2019. Por otra parte, podemos estimar el volumen de ahorro precautorio en 32.000 millones<sup>1</sup>, de modo que el ahorro forzoso o exceso de ahorro por encima del precautorio sería de unos 28.000 millones (gráfico 2).

Hay que señalar que el comportamiento agregado del conjunto de los hogares de la economía puede esconder profundas diferencias a un nivel más desagregado. En concreto, es probable que la

caída de la renta se haya concentrado en los hogares de rentas bajas, y el aumento del ahorro en los de rentas medias y altas. Todavía no hay información estadística al respecto, pero esta presunción procede del hecho de que la mayor parte del empleo destruido o afectado por la crisis ha sido de baja cualificación<sup>2</sup>.

*Puede estimarse que, de los 108.000 millones de euros de ahorro de los hogares en 2020, unos 32.000 millones fueron ahorro precautorio y otros 28.000 millones ahorro forzoso.*

La bolsa de ahorro acumulada en 2020 probablemente no se va a gastar en su totalidad, por

<sup>1</sup> Se ha estimado un modelo que calcula la evolución del ahorro de las familias en función de la variación de su renta disponible real y de las horas trabajadas, con un modelo de corrección de error. Conforme a esta estimación, el ahorro en 2020 debería haber ascendido a 80.000 millones de euros, siendo la diferencia hasta 108.000 el ahorro forzoso o exceso de ahorro no precautorio

<sup>2</sup> Con datos del cuarto trimestre de 2020: el 95 % del empleo destruido con respecto a un año antes era de trabajadores con bajo nivel de formación; el 9 % de las personas de bajo nivel de formación perdieron su empleo frente al 0,2 % de los que tenían un nivel de formación medio o alto; y el 42 % de las personas afectadas por ERTE procedían del sector de la hostelería, cuyo sueldo medio es un 40 % inferior a la media.

Gráfico 3

**Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de los hogares**

(Millones de euros)



Fuente: INE.

diversos motivos –uno de ellos sería precisamente su concentración en grupos de renta más elevados, con menor propensión marginal a consumir–, pero, en cualquier caso, proporciona un importante potencial de crecimiento al consumo –o incluso a la inversión de los hogares– a partir del momento en que se eliminen las restricciones a la actividad y a la movilidad. Puesto que los hogares del resto de países de la eurozona también han acumulado un exceso de ahorro, estos podrían igualmente experimentar un impulso del consumo, lo que ofrecería un empuje adicional a nuestra economía por la vía de las exportaciones. Por otra parte, en caso de que dicho colchón no se destinase a consumo ni a inversión, su efecto sería una reducción de la necesidad de recurrir al crédito, acelerando el proceso de desendeudamiento de los hogares.

Una parte de esos 108.000 millones de euros de ahorro fue destinado a inversión –en concreto, 35.000 millones, un 16 % menos que en el año anterior–, de modo que las familias generaron una capacidad de financiación de casi 73.000 millones, un 6,5 % del PIB. Para poner esta cifra en perspectiva, téngase en cuenta que el máximo anterior de este saldo, alcanzado en 2013, fue de 19.900 millones (gráfico 3).

Otra parte de dicho excedente, 4.300 millones, fue destinado a reducir deuda. Se trata de una cuantía moderada –es una cifra superior a las de los últimos años, pero muy inferior a las sumas destinadas a este fin entre 2011 y 2016–. Teniendo en cuenta que el nuevo crédito concedido a los hogares en

*La bolsa de ahorro acumulada en 2020 probablemente no se va a gastar en su totalidad, pero, en cualquier caso, proporciona un importante potencial de crecimiento al consumo –o incluso a la inversión de los hogares– a partir del momento en que se eliminen las restricciones a la actividad y a la movilidad.*

2020 se redujo en 10.000 millones, puede decirse que el excedente financiero fue utilizado, no para amortizar deuda de forma anticipada, sino para reducir el recurso al crédito. Pese al descenso nominal de la deuda, en porcentaje del PIB esta experimentó un incremento hasta el 62,5 %, el primer incremento desde 2009. Puesto que este incremento se ha debido enteramente a la caída del denominador de la ratio, cabe esperar, cuando la recuperación

## Cuadro 2

**Cuentas no financieras de las sociedades no financieras**

(Millones de euros)

	2019	2020	Incremento
Valor añadido bruto	654.766	565.487	-89.279
Remuneración de los asalariados	371.504	339.241	-32.263
Excedente bruto de explotación	281.572	230.602	-50.970
Intereses y dividendos recibidos	60.996	39.197	-21.799
Intereses pagados	11.335	9.343	-1.992
Dividendos pagados	83.723	49.119	-34.604
Impuestos sobre la renta pagados	18.592	17.208	-1.384
Renta disponible bruta	218.227	181.418	-36.809
Formación bruta de capital	187.484	159.136	-28.348
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	33.808	26.958	-6.850

Fuente: INE.

se consolide, el retorno de la ratio deuda/PIB a la senda anterior a la crisis, más aún teniendo en cuenta que el colchón financiero generado en 2020 puede reducir, como se ha señalado, la necesidad de recurrir al crédito en el futuro.

El resto del excedente financiero fue dirigido fundamentalmente a depósitos bancarios (64.500 millones), y, en mucha menor medida, a incrementar las tenencias de efectivo o a adquirir otros activos financieros. A pesar del enorme volumen de activos financieros netos adquiridos en 2020 y del descenso de los pasivos, el valor total del balance financiero de los hogares sufrió un descenso debido a la pérdida de valor de las acciones y participaciones en fondos de inversión.

## Las sociedades no financieras interrumpen su proceso de desapalancamiento

Las sociedades no financieras sufrieron un descenso de su excedente bruto de explotación (EBE) del 18 %, equivalente a casi 51.000 millones de euros, la caída más abultada de toda la serie

histórica. Fue un descenso superior al sufrido por las remuneraciones salariales pagadas, de modo que el porcentaje que el EBE supone del valor añadido bruto se redujo hasta el 40,8 %, el más bajo desde 2008.

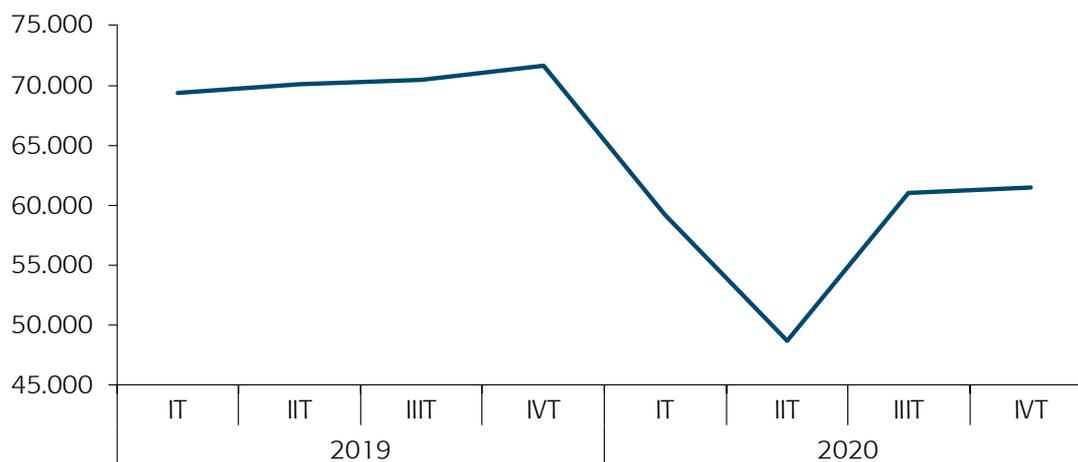
La caída del excedente empresarial se refleja en los resultados de la *Central de Balances* publicados por el Banco de España, que arrojan un descenso del resultado económico bruto de explotación en 2020 del 36,8 %, así como un importante descenso de las ratios de rentabilidad (Banco de España, 2021). Asimismo, el porcentaje de empresas con ratios negativas se incrementó en ocho puntos porcentuales hasta en torno al 35 %.

Los ingresos procedentes de dividendos recibidos se contrajeron de forma acusada, mientras que los intereses netos pagados por la deuda experimentaron un descenso. Finalmente, la cuantía destinada al pago de impuestos disminuyó en 1.300 millones, mientras que la destinada al pago de dividendos se redujo en casi 35.000 millones. Como resultado de todo lo anterior, la renta disponible de las empresas –los beneficios después del pago de impuestos y de dividendos– se redujo en 36.809 millones, de modo que, pese al fuerte recorte de la inversión, la

Gráfico 4

**Excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras**

(Millones de euros, cifras desestacionalizadas)



Fuente: INE.

capacidad de financiación de las empresas no financieras en el conjunto del año disminuyó sensiblemente hasta el 2,4 % del PIB (cuadro 2).

Analizando los resultados por trimestres, observamos que la mayor caída del EBE tuvo lugar en el segundo trimestre, recuperándose solo parcialmente en el tercero. Tanto en el tercer trimestre como en el cuarto, en el que la recuperación no tuvo continuidad, el EBE de las empresas no financieras aún era inferior en unos 10.000 millones en cada trimestre al nivel previo a la crisis (gráfico 4).

*Las empresas aumentaron tanto su endeudamiento como sus activos financieros. El incremento de estos últimos pudo estar motivado por el desvío de excedentes, que en otras circunstancias se hubieran destinado a la inversión, hacia el mantenimiento de un colchón de liquidez ante la elevada incertidumbre.*

En cuanto a las cuentas financieras, las empresas aumentaron tanto su endeudamiento como sus activos financieros. El incremento de estos últimos

pudo estar motivado por el desvío de excedentes, que en otras circunstancias se hubieran destinado a la inversión, hacia el mantenimiento de un colchón de liquidez ante la elevada incertidumbre. La ratio de deuda no consolidada sobre el PIB aumentó notablemente hasta el 107,7 %, si bien ese incremento se debió en mayor medida a la caída del PIB que al incremento nominal de la deuda.

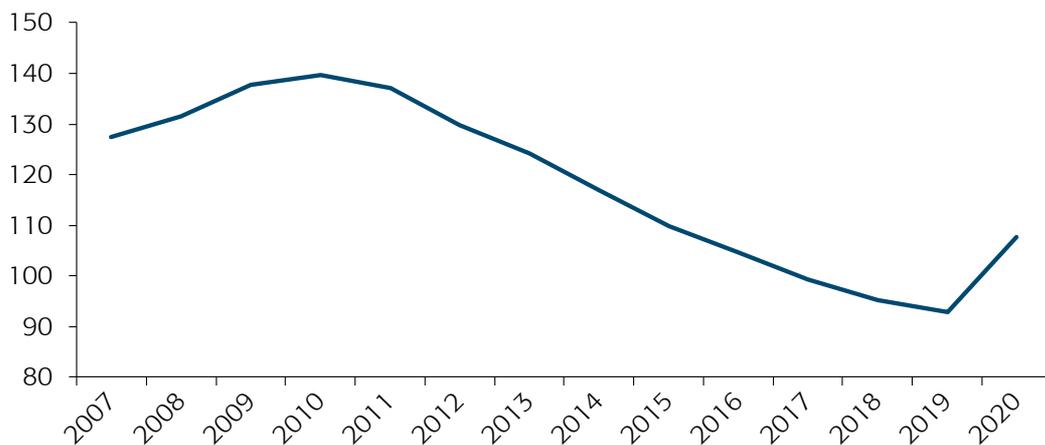
Así, 2020 fue el segundo año después de 2019 en que aumentó el volumen nominal de deuda de las empresas tras ocho años ininterrumpidos de desendeudamiento, y el primero en el que aumentó su ratio sobre el PIB desde 2010 (gráfico 5).

Pese a ello, como ya se ha señalado, los intereses pagados por las empresas han descendido, de modo que el aumento de la presión financiera, medida ésta ya sea a través de la deuda en relación al EBE, o del pago de intereses en relación al EBE, se ha debido fundamentalmente al descenso de este último, no al encarecimiento de la deuda. Esta, además, ha experimentado un alargamiento de sus plazos vinculado a las operaciones avaladas por el ICO. Por tanto cabe esperar el retorno a ratios más favorables cuando se consolide la recuperación. No obstante, también aquí el impacto de la crisis es

Gráfico 5

**Deuda no consolidada de las sociedades no financieras**

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

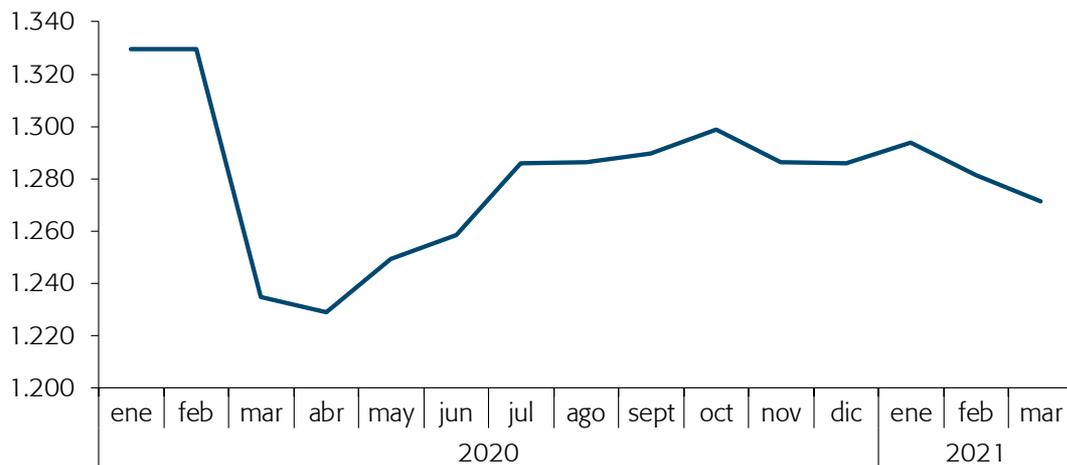
diferente si se desciende a un nivel más desagregado de análisis, observándose un incremento en el número de empresas en situación más vulnerable —es decir, con un valor elevado en dichas ratios (ver Banco de España, 2021)—.

Este incremento de la vulnerabilidad, unido al ya mencionado aumento de empresas con resultados negativos, se ha manifestado en el intenso proceso de destrucción empresarial sufrido en 2020. Así, en los últimos meses del ejercicio había 40.800

Gráfico 6

**Número de empresas registradas en la Seguridad Social**

(Miles, cifras desestacionalizadas)



Fuente: Funcas a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

empresas menos registradas en la Seguridad Social que antes de la crisis. Cuanto más tiempo se mantengan las restricciones a la actividad y a la movilidad, más empresas sufrirán un deterioro irreversible y desaparecerán. De hecho, tras haberse estabilizado su número en la segunda mitad del pasado año, en los primeros meses del actual se ha producido una nueva recaída (gráfico 6). En este sentido, el programa de ayudas aprobadas por el Gobierno, que incluye ayudas directas por valor de 7.000 millones de euros, parece insuficiente para revertir esta tendencia.

## Conclusiones

Pese a la gravedad de la caída sufrida por la economía española en 2020 a consecuencia de la pandemia de COVID-19, el impacto sobre las cuentas de los hogares, tomados todos en su conjunto, ha sido más bien moderado, gracias a las medidas de protección instrumentadas por el Gobierno a través de los ERTE y las prestaciones extraordinarias a los trabajadores autónomos. Así, los hogares han registrado un incremento del ahorro sin precedentes y han continuado su proceso de desendeudamiento. Si se desciende a un análisis más desagregado, el impacto sobre los hogares de rentas bajas ha sido, probablemente, más severo, aunque aún no existe información estadística al respecto.

El impacto de la crisis ha sido más acusado en los balances de las empresas, que no han contado con medidas de apoyo equiparables a las recibidas por los hogares, y han sufrido una caída histórica en

sus resultados y un incremento del endeudamiento y de la presión financiera. También entre las empresas existe un grupo que han sufrido la crisis con mayor intensidad, incrementándose el porcentaje de las que presentan resultados negativos y de las que se encuentran en situación de vulnerabilidad. Todo ello se ha reflejado ya en una reducción en el número de empresas.

Las medidas de protección instrumentadas por el Gobierno, pese a su elevado coste presupuestario, han sido necesarias para amortiguar el impacto social de la crisis e impedir un deterioro estructural más profundo, e incluso se podría decir que son insuficientes en lo que respecta a las medidas de apoyo a las empresas. Pero la contrapartida ha sido un incremento alarmante del endeudamiento público, que sitúa a la economía española en una situación de gran vulnerabilidad, especialmente de cara al momento en que el Banco Central Europeo ponga fin a las medidas extraordinarias implementadas desde el inicio de la crisis.

## Referencias

BANCO DE ESPAÑA (2021). Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre del ejercicio. *Boletín Económico*, 2/2021. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/21/T2/descargar/Fich/be2102-art10.pdf>



# Los pagos tras un año de pandemia

*Santiago Carbó Valverde\*, Pedro Cuadros Solas\*\* y Francisco Rodríguez Fernández\*\*\**

**La pandemia de la COVID-19 ha conllevado cambios en el entorno social y económico que se han reflejado en los pagos minoristas. La caída del volumen total de transacciones –en consonancia con el descenso del consumo y el aumento del ahorro– ha sido especialmente acusada en las realizadas con efectivo. En los pagos digitales, en cambio, ha aumentado ligeramente el número de operaciones, aunque se ha reducido el volumen de gasto, especialmente en el período de confinamiento más estricto durante el segundo trimestre de 2020. Tal vez el cambio más importante sea en los canales de pago digital, con un crecimiento significativo de las operaciones con dispositivos móviles y de las transferencias y pagos entre particulares. Según el Barómetro de ODF-Funcas, el porcentaje de población que ha realizado algún pago con el teléfono móvil subió desde el 55,66 % antes de la pandemia, al 58,22 % durante el primer confinamiento y hasta el 63,22 % en los últimos meses de 2020. Por otro lado, el porcentaje de población que usa aplicaciones para transferir dinero entre particulares (P2P), de las que el ejemplo más expresivo en España es Bizum, ha crecido del 62,79 % al 65,93 % y al 75,26 % entre los tres períodos considerados. Se abren también camino, en un futuro próximo, las operaciones con códigos de respuesta rápida (QR) y de reconocimiento biométrico.**

## Pagar en tiempos de pandemia

En el siglo XXI, la forma en que pagamos es, más que nunca, un símbolo de la sociedad en que vivimos. Las transacciones de compra revelan preferencias sobre tecnología, responsabilidad en el gasto,

planificación financiera, uso de los datos y capacidad de ahorro y endeudamiento. Perturbaciones sobrevenidas como la COVID-19 suponen un fuerte cambio en algunas de estas preferencias por la incertidumbre añadida. Los pagos minoristas son un espejo de esa realidad. En este artículo se analizan estos cambios en España y en qué medida algunas

\* Universidad de Granada y Funcas.

\*\* CUNEF y Funcas.

\*\*\* Universidad de Granada y Funcas.

tendencias de mercado pueden haberse acelerado con la pandemia.

En lo que se refiere a instrumentos de pago, hay varias tendencias importantes que se han vuelto particularmente intensas en los últimos años, aunque con variaciones significativas entre países que dependen de factores institucionales, de infraestructura tecnológica y hasta de carácter psicosocial. Los estudios académicos en la materia muestran que las tendencias de pago se vuelven arraigadas y cuesta que cambien de manera súbita. Cada territorio cuenta con una “cultura” de pagos. Aun así, es perceptible una progresiva transición desde medios de pago físicos (con el efectivo como principal referencia) hacia medios de pago electrónicos o, más genéricamente, digitales. Desde un punto de vista agregado, lo que cabría esperar es que las operaciones pudieran realizarse de la forma más eficiente, segura y fiscalmente transparente. En este sentido, es importante centrarse en lograr estos objetivos más que en promocionar uno u otro medio de pago, puesto que la propia evolución social y la adaptación tecnológica acomodan el cambio en las preferencias. En este punto, aún es pronto para determinar hasta qué punto la pandemia ha asentado un cambio sustancial -puesto que aún no se ha podido

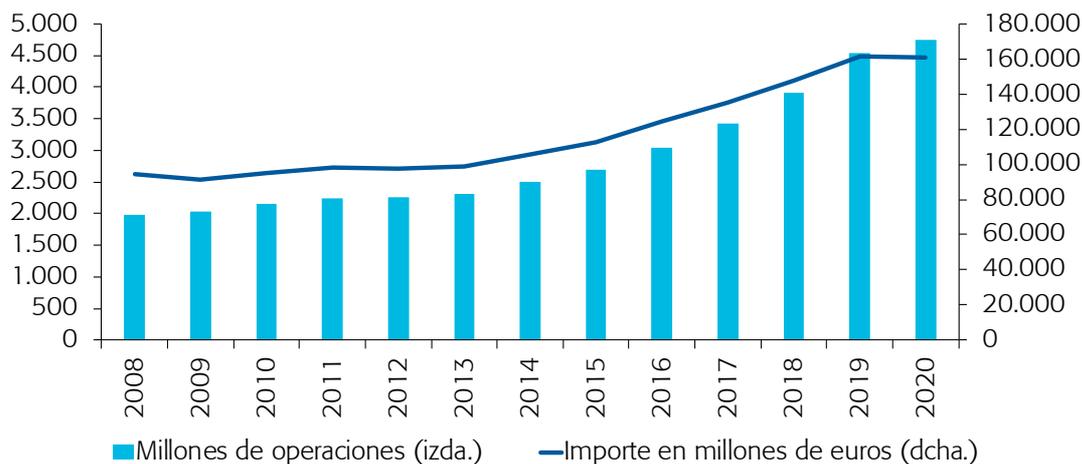
volver a una normalización social- pero algunos datos sugieren que puede que se haya evolucionado en doce o quince meses hacia posiciones para las hubieran sido necesarios varios años. En general, se han observado cuatro cambios durante la pandemia:

- El número de transacciones se ha reducido durante los períodos de confinamiento o restricción, en consonancia con la caída en el consumo y el aumento del ahorro que es común a otros países.
- Los pagos en efectivo han disminuido su peso relativo en relación a los instrumentos electrónicos, aunque siguen siendo una forma de pago prioritaria y persistente para un amplio número de ciudadanos.
- Se están prodigando las transacciones con dispositivos móviles sin contacto, siendo ésta una de las modalidades que más ha crecido durante la pandemia.
- Ha proliferado, asimismo, el uso de herramientas de pago o traspaso de dinero instantáneo. En España, destaca el caso de Bizum.

Gráfico 1

### Evolución de las operaciones de compras en terminales de punto de venta

(Número de operaciones e importe)

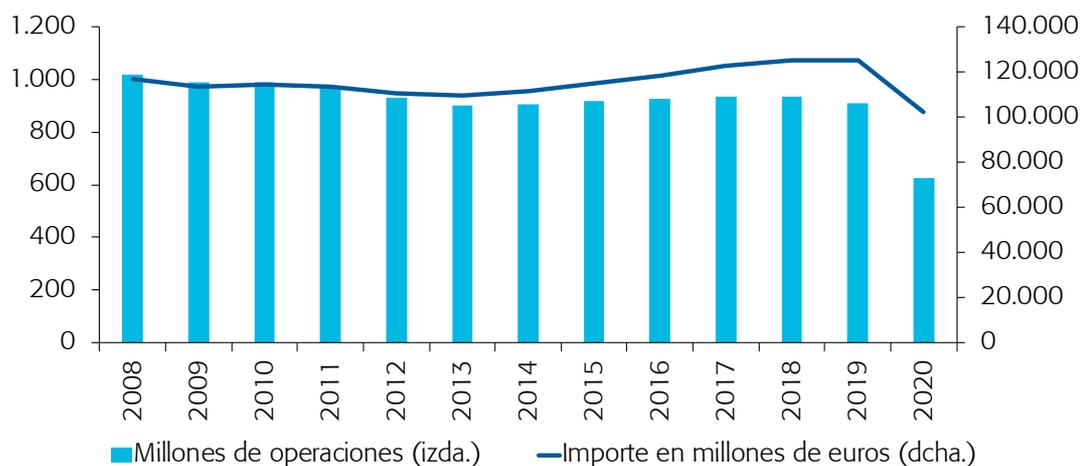


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

**Evolución de las operaciones de retirada de efectivo en cajeros**

(Número de operaciones e importe)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Junto a ellas, también se van incorporando otras formas de realizar transacciones como las basadas en códigos QR (*quick response* o de respuesta rápida), aunque en este último caso se trata de una adopción aún incipiente.

Los datos que ofrece el Banco de España permiten observar qué ocurrió durante buena parte de la pandemia, ya que los últimos disponibles cubren hasta finales de 2020. En el gráfico 1 se observa que el pasado año se realizaron 4.735 millones de operaciones de compra con tarjeta en terminal en

*Durante la pandemia ha proliferado el uso de herramientas de pago o traspaso de dinero instantáneo, como Bizum. Junto a ellas, también se van incorporando de forma más incipiente otras formas de realizar transacciones, como las basadas en códigos QR.*

punto de venta (TPV), con una variación del 4,4 % respecto a 2019. Esto supone una cierta ralentización ya que, desde 2016, las variaciones porcentuales anuales venían siendo de dos dígitos. Cabe destacar, en todo caso, que la única caída se produjo

en el segundo trimestre (no mostrado en el gráfico) y fue del 16,3 %, coincidiendo con el confinamiento más estricto. En cuanto a los importes, en 2020 los españoles realizaron compras con tarjeta en TPV por valor de 160.551 millones de euros, un 0,49 % menos que en 2019.

Aunque el Banco de España no ofrece información estadística sobre los pagos en efectivo en comercios, sí lo hace sobre las operaciones de retirada de billetes en cajeros automáticos (gráfico 2). En este caso, la caída es apreciable. En operaciones, se pasa de 908 millones en 2019 a 604 en 2020, lo que supone un descenso anual del 31,2 %. En cuanto a los importes, pasan de 125.188 a 102.197 millones de euros en el mismo período, lo que implica una caída del 18,4 %.

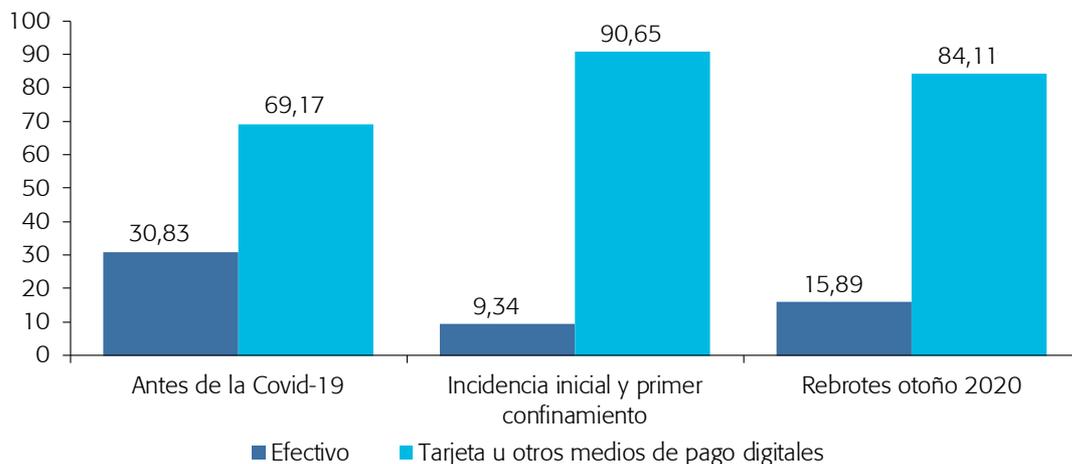
**Cambio en las preferencias, pagos móviles y P2P**

Desde el Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas (ODF-Funcas) vienen analizándose los cambios en la demanda de medios de pago como parte de la digitalización financiera

Gráfico 3

**Evolución en el uso de medios de pago con la crisis de la COVID-19**

(Encuestados Barómetro ODF, en porcentaje)

Fuente: Barómetro Especial ODF. *Efectos de la Covid-19 en la digitalización financiera* y elaboración propia.

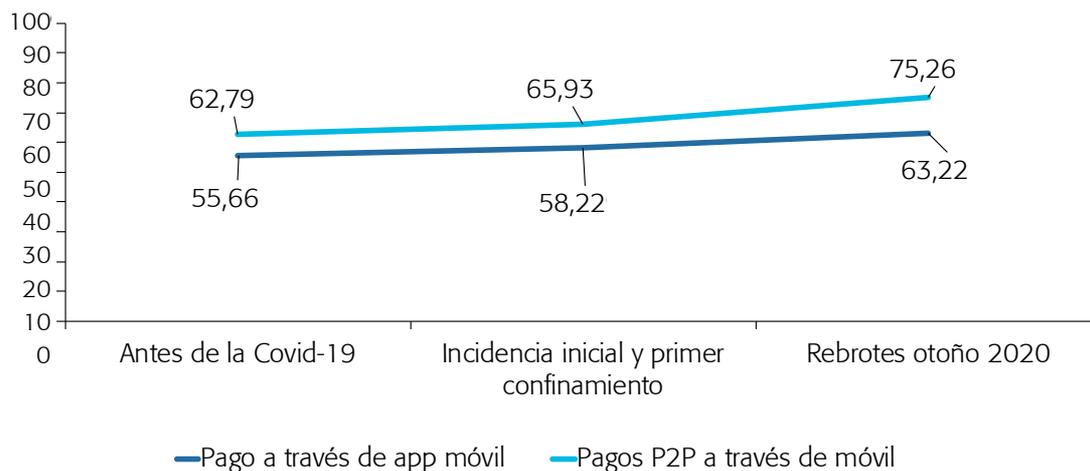
de la población española. En el último *Barómetro de Innovación Financiera (BIF)* se analiza el comportamiento antes de la COVID-19, durante el primer confinamiento y durante los rebotes del virus del otoño de 2020. En relación con el uso de efectivo frente

a tarjeta y otros medios digitales conviene realizar una precisión previa. Aunque las estadísticas sobre uso de billetes y moneda son escasas y no sistemáticas, se ha constatado una diferencia importante entre el uso observado de efectivo y otros medios

Gráfico 4

**Población que usa pagos digitales y transferencias P2P con la crisis de la COVID-19**

(Encuestados Barómetro ODF, en porcentaje)

Fuente: Barómetro Especial ODF: *Efectos de la Covid-19 en la digitalización financiera* y elaboración propia.

Cuadro 1

**Principales iniciativas bancarias de pago móvil entre particulares (P2P) en Europa**

	<i>Bizum</i>	<i>Swish</i>	<i>Paylib</i>	<i>Blik</i>	<i>Twint</i>	<i>Paym</i>	<i>Vipps</i>
País	España	Suecia	Francia	Polonia	Suiza	Reino Unido	Noruega
Lanzamiento	2016	2012	2018	2015	2014	2014	2015
Usuarios (millones)	15	7,6	15	5,5	3	4	3,5
Entidades adheridas	31	12	20	15	17	15	> 100
Pagos – comercio electrónico	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí
Pagos - en comercio físico	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Limitado
Interfaz de pago	App de cada banco y Código QR (en desarrollo)	Código QR/Cámara	App de cada banco y NFC	App de cada banco y Códigos de pago	Código QR, Bluetooth y Códigos de pago	App de cada banco	Código QR y Bluetooth

Fuente: Elaboración propia.

de pago y las opiniones expresadas en encuestas sobre qué medio de pago se prefiere usar. De este modo, aunque el Banco Central Europeo (2020) ha calculado que los españoles, como en otros países europeos, usan el efectivo para más del 80 % de

*Según el Barómetro de Innovación Financiera, el porcentaje de población que ha realizado algún pago con el teléfono móvil subió desde el 55,66 % antes de la pandemia, al 58,22 % durante el primer confinamiento y hasta el 63,22 % en los últimos meses de 2020.*

sus transacciones, la identificación del tipo de instrumento preferido apunta hacia otros medios de pago. En particular, el barómetro (gráfico 3) muestra que antes de la COVID, el medio de pago que preferían los españoles era fundamentalmente electrónico o digital (60,17 %) frente al efectivo (30,83 %). Cuando la pandemia irrumpió y durante el primer confinamiento estos porcentajes se elevaron hasta el 90,65 % y 9,34 %. Este cambio de composición solo se atenuó ligeramente (con porcentajes del 84,11 % y 15,89 %, respectivamente) cuando se

produjeron los rebrotes y confinamientos menos estrictos durante el otoño de 2020.

Si se pone la lupa en las transacciones digitales y, en particular, en las realizadas a través del teléfono u otros dispositivos móviles, pueden observarse otras variaciones importantes no solo en los pagos, sino en la forma de manejar y transferir dinero, de los españoles. De este modo, según el barómetro, el porcentaje de población que ha realizado algún pago con el teléfono móvil subió desde el 55,66 % antes de la pandemia, al 58,22 % durante el primer confinamiento y hasta el 63,22 % en los últimos meses de 2020. Por otro lado, el uso de aplicaciones para transferir dinero entre particulares (*peer-to-peer* o P2P), de las que el ejemplo más expresivo en España es Bizum, ha crecido del 62,79 % al 65,93 % y al 75,26 % entre los tres períodos considerados.

El auge de los pagos entre particulares requiere de atención especial. Está cambiando un número muy amplio de usos e interacciones sociales realizadas con dinero, desde dividir el importe de una comida en un restaurante hasta realizar una donación. En España, la principal iniciativa es Bizum, una

sociedad propiedad de las principales entidades bancarias (en la actualidad, con 31 instituciones adheridas) y que se han unido para el desarrollo de soluciones innovadoras en materia de pagos. Como se muestra en el cuadro 1, existen otros proyectos similares en otros países europeos cuya penetración está siendo también creciente. En este punto, es importante apreciar que estas plataformas, aunque se inician fundamentalmente como un medio para transferencias entre particulares, se extienden de forma progresiva como posibilidad de pago tanto en comercios *online* como físicos, convirtiéndose de esta manera en una alternativa bancaria sólida a la irrupción en los pagos de otros operadores del entorno tecnológico (como Paypal, GooglePay, SamsungPay o ApplePay). Asimismo, resulta destacable las posibilidades multicanal para operar con Bizum y operadores similares en Europa, tanto desde aplicaciones móviles como con códigos QR y otras tecnologías de pago sin contacto o NFC (*near-field communication*).

## Un futuro muy próximo: otras alternativas para el pago

Aunque las nuevas realidades tecnológicas penetran a distintas velocidades, algunas han irrumpido en los últimos meses con especial incidencia en España y parecen constituir parte del futuro de pagos pos-pandémico. Destaca el creciente uso que están experimentando las operaciones a través de códigos QR. Aunque esta tipología estaba presente antes de la pandemia, el interés de los consumidores por ellos se ha incrementado. Con el establecimiento de las medidas de seguridad sanitarias, muchos usuarios se han acostumbrado a leer estos códigos para realizar múltiples actividades no necesariamente financieras (ej. leer la carta de un restaurante) y ahora empiezan a hacerlo para pagar en los establecimientos. El potencial de los pagos con QR reside en que son cómodos, seguros y rápidos. Los clientes simplemente escanean el código, seleccionan su banco y luego autentican el pago en su aplicación de banca móvil. La familiarización con estos usos hace prever que su uso siga creciendo. Algunos estudios de mercado revelan que más de un 73 % de los españoles tienen previsto

utilizar un código QR como método de pago en un futuro próximo (MobileIron, 2020). Bizum, ya ha anunciado su intención de implementar los pagos mediante código QR en los comercios en la segunda mitad de este año.

---

*La implementación de técnicas biométricas está dando lugar a tarjetas de pago con un lector de huella dactilar, el pago por voz y los pagos faciales. No obstante, la adopción y consolidación de estas nuevas formas de pago dependerá del grado en que los consumidores las conciben como cómodas y seguras.*

---

Otras de las formas de pago que también están proliferando, y que cuentan con un elevado potencial de crecimiento, son las biométricas. En ellas se emplean factores identificativos del usuario como reconocimiento de voz, facial, de huellas dactilares o del iris. A escala mundial, se estima que el mercado de pagos biométricos crecerá a una tasa acumulada del 49 % durante el periodo 2019-2027 (Research Nester, 2020). El valor de estos pagos también reside en la posibilidad de mejorar la experiencia del cliente, tratando de eliminar fricciones en el momento de la operación y simplificando el proceso de la compra. En este sentido, los pagos biométricos nos acercan hacia modalidades de pago llamadas "invisibles" o *contact-free*.

La implementación de técnicas biométricas también está afectando a dispositivos preexistentes. Entre éstas destacan las tarjetas de pago biométricas, que incorporan un lector de huella dactilar. A diferencia de las tarjetas tradicionales, en lugar de teclear un código PIN durante la compra, los usuarios solamente deben tocar el lector de huellas dactilares en la parte frontal de la tarjeta. Además, todas ellas están equipadas con la tecnología NFC para pago sin contacto. Otra de modalidad de pago biométrico que también puede tener recorrido en un contexto pos-pandémico, aunque aún puede considerarse incipiente, es el pago por voz. Cada vez más consumidores se están acostumbrando a realizar tareas cotidianas mediante órdenes de voz

(encender las luces de casa, poner música o activar un electrodoméstico), lo que acerca la posibilidad de que también sea posible aceptar un pago mediante una orden de este tipo. Algunas tecnológicas como Google ya están probando soluciones que permitirían la autenticación de voz para los pagos. El reto reside en que la tecnología no solo tiene que entender el contenido del mensaje (la orden del consumidor aceptando el pago), sino también reconocer su procedencia para garantizar la identidad del pagador. También se exploran los pagos faciales que abarcan algo más que el reconocimiento de rasgos. En particular, mediante el uso de un dispositivo que integra una cámara, se reconocen características físicas y se decide qué gestos determinan una transacción. Han comenzado a utilizarse en China, donde Alibaba ha implantado el sistema *smile-to-pay* por el cual los consumidores pueden pagar en las tiendas sonriendo a una cámara.

La adopción y la consolidación en el uso de todas estas nuevas formas de pago depende del grado en que los consumidores las perciban como cómodas y seguras. En cualquier caso, lo que sí parecen revelar

estas tendencias, es que la pandemia de la COVID-19 ha cambiado en alguna medida las preferencias y ha servido de entorno experimental para avanzar con algunas de ellas. Hasta qué punto se consolidan de forma definitiva solo podrá saberse una vez que se haya recuperado cierta normalidad en los contactos y movilidad social.

## Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2020). *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, December. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.spacereport202012~bb2038bbb6.en.pdf>
- MOBILEIRON (2020). *QR Codes: Consumer Sentiment Survey*. Octubre 2020. Disponible en: <https://www.mobileiron.com/en/qriosity>
- RESEARCH NESTER (2020). *Global Biometric Payments Market Outlook 2027*. Febrero 2020. Disponible en: <https://www.researchandmarkets.com/reports/5018641/global-biometric-payments-market-outlook-2027>



# La débil salud de las finanzas públicas en el tránsito a la era pos-COVID

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

**El Gobierno presentó el pasado mes de abril la *Actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024*. Tras una revisión a la baja de 3,3 puntos en el crecimiento del PIB de 2021, se estima que el déficit público se situará en dicho año en el -8,4 % y la deuda en el 119,5 %. Asimismo, el Gobierno ha previsto una senda excesivamente optimista de reducción posterior del déficit y de la deuda, que en 2024 se situarían en el -3,2 % y en el 112,1 % del PIB respectivamente. A falta de un plan de consolidación presupuestaria, esa drástica reducción que se proyecta en el nivel de déficit (7,7 puntos de PIB) y de deuda pública (7,9 puntos de PIB), en tan solo cuatro años, se sustentaría en la retirada definitiva de las medidas implementadas anti-COVID así como en la inercia del ciclo expansivo que generará el *Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia*.**

## El punto de partida: vuelta al déficit de dos dígitos en 2020

El déficit de las administraciones públicas se situó en 2020 en 113.172 millones de euros, equivalente al -10,1 % del PIB. Esta cifra es claramente inferior al -11,3 % previsto inicialmente por el Gobierno el pasado mes de octubre en los Presupuestos

Generales del Estado para 2021 (Ministerio de Hacienda, 2020). Como se muestra en el gráfico 1, la previsión oficial de déficit está en línea con las ofrecidas por Funcas, siendo inferior a las realizadas por AIReF, BBVA, OCDE, FMI y Comisión Europea, que lo situaban en el rango -11,5 % a -12,2 %. No obstante, en marzo Eurostat obligó al Gobierno español a asumir 9.900 millones de déficit de SAREB<sup>1</sup> con cargo

\* Universidad Rey Juan Carlos y Funcas.

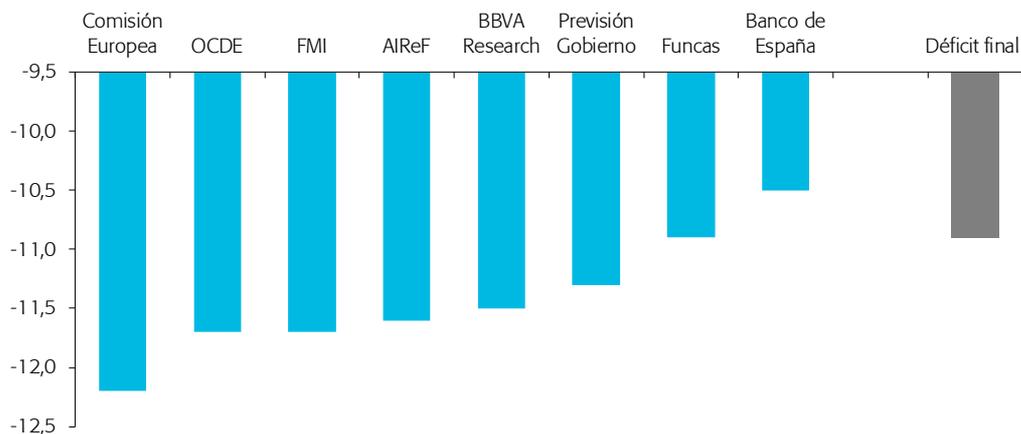
\*\* Universidad Complutense de Madrid y Funcas.

<sup>1</sup> SAREB es la Sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria. Fue creada en 2012 con una participación del FROB del 45,9 % para gestionar los llamados "activos tóxicos" del sector bancario generados en la crisis financiera iniciada en 2008.

Gráfico 1

**Déficit público en 2020: previsiones y realizado**

(En porcentaje del PIB)



Fuente: IGAE (2021a).

al año 2020<sup>2</sup>. Por tanto, el déficit público total de las administraciones públicas en 2020, incluyendo la citada reclasificación del déficit de SAREB, fue finalmente de 123.072 millones de euros, equivalente al -10,97 % del PIB. Este nivel de déficit se encuentra muy próximo a los picos máximos alcanzados en los años 2010 y 2012 (-11,28 y -10,74 %, respectivamente) durante la crisis financiera. Por tanto, la crisis económica generada por la pandemia nos ha llevado de nuevo a un nivel de déficit de dos dígitos, lo que obligará a España a acometer un segundo proceso de consolidación fiscal en poco más de dos décadas.

El único aspecto positivo de este fuerte deterioro de las cuentas públicas es que el déficit público de 2020 ha sido 0,33 puntos de PIB inferior al previsto en octubre. La distribución de dicha desviación desagregada por subsectores, excluido el déficit generado por la reclasificación de SAREB, se muestra en el cuadro 1. Como se puede ver, en la Administración

central, el déficit de 2020 ha sido 0,89 puntos de PIB superior al inicialmente previsto, situándose finalmente en el -7,49 %. Este empeoramiento del déficit de la Administración central es consecuencia de las transferencias realizadas al resto de administraciones. Por el contrario, en la Seguridad Social el déficit ha sido 1,45 puntos de PIB inferior al inicialmente estimado. En cuanto a las administraciones territoriales, el comportamiento ha sido mejor de lo esperado, presentando las comunidades autónomas un déficit del -0,21 % (0,39 puntos inferior al previsto), en tanto que en las corporaciones locales se alcanzó un superávit del 0,26 % (frente a la previsión inicial de equilibrio presupuestario). De hecho, ocho de las diecisiete comunidades autónomas han pasado de una situación presupuestaria de déficit en 2019 a otra de superávit en 2020 –Andalucía, Aragón, Asturias, Baleares, Cantabria, Castilla-La Mancha, Castilla y León y La Rioja–. En conjunto, el déficit total de las comunidades autónomas se redujo un 65,7 % minorándose desde 7.105 millones de euros en 2019 a 2.306 millones en 2020.

<sup>2</sup> El Gobierno había optado por no incluir el déficit de SAREB como parte del déficit de las administraciones públicas al considerar que una participación inferior al 50 % en dicha sociedad le eximía de ello. Sin embargo, Eurostat ha obligado a incorporarlo en el déficit público por dos motivos. Primero, por su condición de avalista de la deuda de SAREB; y segundo, por la acumulación de pérdidas de SAREB desde su creación.

Cuadro 1

**Desviación en el déficit público estimado por el Gobierno**

(En porcentaje del PIB)

	Previsión	Déficit final	Variación
Administración central	-6,60	-7,49	-0,89
Comunidades autónomas	-0,60	-0,21	0,39
Corporaciones locales	0,00	0,26	0,26
Seguridad Social	-4,10	-2,65	1,45

Fuente: IGAE (2021a).

*El gasto público para hacer frente a las consecuencias de la COVID-19 en 2020 ascendió a 44.907 millones de euros, financiado en un 90 % por la Administración central. Como resultado de esta política expansiva, el gasto total de las administraciones públicas alcanzó una cota histórica de 576.489 millones de euros, elevando la ratio sobre el PIB desde el 42,1 % de 2019 al 51,5 % de 2020.*

El déficit público alcanzado en 2020 es el resultado de la interacción de dos factores: un drástico aumento de 62.948 millones de euros en el gasto público (con un incremento de 12,0 puntos sobre el PIB) acompañado de una caída, menor de lo esperado, de 24.487 millones en los ingresos públicos (con un aumento de 2,1 puntos de PIB, por el acusado descenso del denominador de la ratio) (IGAE, 2021b). Por el lado del gasto se implementó una política fiscal de naturaleza muy expansiva para dar cobertura a las necesidades sanitarias y económicas que surgieron con la pandemia. Concretamente, el volumen de gasto de naturaleza discrecional fue de 44.907 millones de euros cuyos efectos sobre el déficit público han sido estimados por BBVA Research en 4 puntos de PIB (BBVA Research, 2021). Según este informe, los otros 5 puntos adicionales de aumento del déficit han sido

consecuencia de la caída normal de la actividad económica por efecto de la pandemia. La mayor parte del gasto discrecional se concentró en las siguientes tres partidas: i) el 47,9 % fue utilizado para dar cobertura a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE); ii) el 18,4 % se empleó en la financiación de gastos sanitarios cuya gestión fue realizada por las comunidades autónomas; y iii) un 17,3 % tuvo como fin las bonificaciones y gastos por cese de actividad de autónomos. Como se puede ver en el cuadro 2, el Gobierno central asumió la financiación del 90 % del gasto generado por COVID, que en términos absolutos supusieron un desembolso de 40.443 millones de euros. En este sentido, deben destacarse los 16.000 millones de euros no reembolsables transferidos a las comunidades autónomas para la financiación del Fondo COVID<sup>3</sup>, así como los 22.357 millones de euros destinados a la Seguridad Social. Estos últimos se han empleado en la financiación de los ERTE, así como en las prestaciones de cese de actividad y exoneraciones de cuotas a autónomos. Como consecuencia de esta política expansiva, el gasto total de las administraciones públicas alcanzó en 2020 una cota histórica de 576.489 millones de euros, elevando la ratio de gasto público en porcentaje del PIB desde el 42,1 % de 2019 al 51,5 % de 2020 (Ministerio de Hacienda, 2020; IGAE, 2021a).

<sup>3</sup> Regulado por el Real Decreto Ley 22/2020 de 16 de junio, para que las diecisiete comunidades autónomas y las dos ciudades autónomas de Ceuta y Melilla pudieran hacer frente al impacto presupuestario de las medidas sanitarias, económicas y sociales. Sobre su distribución puede consultarse el siguiente enlace: [https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionCCAAAs/Fondo\\_COVID.aspx#:~:text=%2C%20dotado%20con%20un%20cr%C3%A9dito%20extraordinario,para%20hacer%20frente%20a%20la](https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionCCAAAs/Fondo_COVID.aspx#:~:text=%2C%20dotado%20con%20un%20cr%C3%A9dito%20extraordinario,para%20hacer%20frente%20a%20la)

## Cuadro 2

**Gastos generados por subsectores para hacer frente a la COVID-19**

	Millones de euros	Porcentaje del PIB
(+) Administración central	40.443	3,6
(+) Fondos de la Seguridad Social	29.311	2,6
(+) Comunidades autónomas	13.149	0,7
(+) Entidades locales	1.249	0,1
(-) Consolidación transferencias	39.246	3,5
(=) Total	44.907	3,6

Fuente: IGAE (2021a).

Por otra parte, la histórica caída del PIB en 2020 ha provocado una reducción del 7,8 % en los ingresos tributarios (IGAE, 2021b). No obstante, el impacto de la pandemia sobre la recaudación ha sido muy desigual entre las principales figuras tributarias. Así, la recaudación de IRPF ha permanecido prácticamente sin variación siendo su incremento del 0,03 % mientras que el resto de los principales tributos han sufrido una profunda caída. Concretamente, la reducción fue del 12,8 % tanto en el impuesto sobre el valor añadido (IVA) como en los impuestos especiales (IE) en tanto que la caída en el impuesto de sociedades (IS) fue del 12,7 %. En el caso del IRPF, el crecimiento de la recaudación ha venido impulsado por i) el incremento del 2 % en los salarios de empleados públicos y del 0,9% en las pensiones, y ii) el papel de los ERTE en su función de asegurador de rentas —el número de afectados alcanzó un pico de 3,55 millones de trabajadores en abril de 2020—. La caída en la recaudación del IS estrechamente relacionada con la reducción en la actividad empresarial. En este sentido, siguiendo a Banco de España (2021a), la facturación en 2020 se incrementó en media en las empresas con un tamaño superior a 50 asalariados (alcanzó hasta el 4,4 % en empresas con más de 250 trabajadores), mientras que disminuyó en empresas con un tamaño inferior a ese umbral (-1,3 % en empresas de menos de 10 asalariados). Por su parte, la drástica disminución del IVA e impuestos especiales se explica por el desplome del 12,4 % en el consumo de los hogares —siendo esta caída la más profunda en toda la serie histórica— así como por el hundimiento del turismo (el número de turistas

extranjeros se redujo un 77 % en 2020). Por último, en cuanto a las cotizaciones sociales, la recaudación aumentó en 2020 un 0,8 % por razones similares a las referidas anteriormente para el IRPF.

## El déficit de 2021: empeoran las previsiones

Los Presupuestos Generales del Estado de 2021, aprobados el pasado diciembre, fueron elaborados bajo una expectativa optimista de crecimiento del PIB del 9,8 %. Como se puede ver en el cuadro 3, esa previsión estaba muy por encima de las ofrecidas por la mayoría de instituciones de análisis económico que, en un escenario de fuerte incertidumbre, oscilaban entre el 5,4 % de la Comisión Europea y el 8,2 % de la AIREF. La *Actualización del Programa de Estabilidad 2021 (APE-2021)* (Ministerio de Hacienda, 2021) ha revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento situándolas en el 6,5 %, lo que supone un fuerte ajuste de 3,3 puntos de PIB. No obstante, estas nuevas cifras resultan también optimistas a la vista de las revisiones efectuadas por los principales analistas, que sitúan el crecimiento en el rango 5,5 % a 5,9 %. Las incertidumbres existentes sobre la evolución de la economía —ritmo de vacunación, fondos europeos y normalización del turismo— afectarán, tanto por el lado del gasto como de los ingresos, a la salud de las cuentas públicas en 2021:

- Las previsiones del Gobierno han sido realizadas asumiendo que el 70 % de la población

española habrá sido vacunada a finales de verano. No obstante, el número de personas vacunadas a mediados de abril alcanzaba a menos del 9 % de la población, aunque es previsible que el ritmo se acelere en las próximas semanas (Ministerio de Sanidad, 2021).

- En cuanto a los fondos europeos, no existe información precisa del momento en que comenzarán a ejecutarse los 140.000 millones del *Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR)*, si bien la *APE-2021* retrasa su puesta en marcha al segundo semestre del año. En este sentido, el Gobierno aprobó a mediados de abril las líneas maestras de reforma exigidas desde Bruselas para recibir dichos fondos. Sin embargo, las reformas laboral y de pensiones están todavía pendientes de recibir la aprobación de la Comisión Europea<sup>4</sup>. Respecto de la reforma fiscal, el Gobierno creó a principios de abril la Comisión para la Reforma Tributaria cuyo informe deberá entregar a principios del próximo año. La *APE-2021* estima que el impacto de los fondos europeos será de 2 puntos adicionales de crecimiento del PIB y la creación de más de 800.000 puestos de trabajo en los próximos tres años. No obstante, las incertidumbres existentes sobre los proyectos concretos en que se materializarán los recursos, las fechas de ejecución, la propia gestión de los fondos así como sus efectos económicos han llevado a AIREF a rebajar su impacto en 2021 hasta 1,6 puntos de PIB<sup>5</sup>.
- Por último, la Organización Mundial del Turismo estima que la recuperación de los flujos internacionales de viajeros no se producirá hasta finales de 2022 o principios de 2023

dependiendo de la evolución de la pandemia a lo largo del mundo.

El Gobierno espera que el déficit de 2021 alcance 104.398 millones de euros equivalentes al -8,4 % del PIB. Sorprendentemente, esta actualización en la cifra de déficit supone una revisión al alza de 8.700 millones de euros (0,7 puntos de PIB) respecto de las previsiones enviadas a Bruselas el pasado 31 de marzo (Ministerio de Hacienda, 2021). Es decir, la *APE-2021* asume que la drástica revisión a la baja del crecimiento de 2021 tendrá un impacto sobre el déficit mucho mayor que el inicialmente esperado. Como se puede ver en el cuadro 4, el déficit estimado por el Gobierno es mayor al previsto por AIREF (-7,6 %), Funcas (-8,3 %) y Fondo Monetario Internacional (-7,5 %) y se encuentra claramente por debajo de BBVA Research (-8,9 %), Comisión Europea (-9,6 %) y OCDE (-9,0 %).

---

*El Programa de Estabilidad 2021 asume que la revisión a la baja del crecimiento en 2021 tendrá un impacto sobre el déficit público mucho mayor del inicialmente esperado, situando las previsiones en 104.398 millones de euros, un -8,4 % del PIB.*

---

La *APE-2021* no ofrece detalles del peso de los diferentes factores que influirán en la reducción esperada del déficit en 2021. A efectos ilustrativos, AIREF (2021) estima que su revisión a la baja de 1,6 puntos en el crecimiento del PIB esperado en 2021 aumentará el déficit público en un 1 punto de PIB. En ese mismo informe, AIREF estima que el impacto sobre el déficit de las nuevas medidas aprobadas por los diferentes niveles de gobierno será de 1 punto de PIB. Entre esas medidas, deben destacarse los 11.000 millones en ayudas directas destinadas a mejorar la solvencia empresarial y la

<sup>4</sup> El Gobierno recibirá un anticipo de 9.000 millones cuando la Comisión Europea dé el visto bueno a su plan nacional de reformas. Este primer desembolso irá seguido de pagos semestrales de 16.000 millones durante 2021, pagos semestrales de 27.000 millones durante 2022 y el resto hasta completar los 70.000 millones de transferencias, en 2023.

<sup>5</sup> De hecho, la AIREF ha criticado la falta de información disponible sobre el calendario y del detalle de los fondos y las reformas para estimar con mayor precisión el *Plan de Recuperación*.

## Cuadro 3

## Previsiones de crecimiento de la economía española en 2021

(En porcentaje)

	Previsiones de 2021	Revisión de previsiones de 2021	Variación en previsiones
Gobierno de España (octubre de 2020)	9,8	6,5	-3,3
AIREF (abril de 2021)	8,2	6,6	-1,6
Banco de España (marzo de 2021)	7,3	6,0	-1,3
Funcas (mayo de 2021)	6,7	6,0	-0,7
BBVA Research (Enero de 2021)	6,0	5,5	-0,5
FMI (octubre de 2020)	7,2	6,4	-0,8
Comisión Europea (noviembre de 2020)	5,4	5,6	+0,2
OCDE (diciembre de 2020)	7,2	5,7	-1,5

Nota: Las fuentes se detallan en referencias bibliográficas.

prórroga de medidas fiscales y concursales cuyo impacto estimado es de 0,7 puntos de PIB<sup>6</sup>. En sentido contrario, hay tres factores que según AIREF empujarán a la baja el volumen de déficit. Primero, la cifra final de déficit alcanzado en 2021, por debajo de lo esperado, unida a la positiva evolución de la recaudación por pagos a cuenta del impuesto sobre sociedades así como de IVA en los primeros meses de 2021 podrían reducir el déficit en 2,3 puntos de PIB. Segundo, la progresiva retirada de las medidas aprobadas en 2020 para contrarrestar los efectos de la pandemia podría reducir el déficit público en otro punto de PIB. Y finalmente, la ausencia de una nueva reclasificación de déficit como la realizada en 2020 con SAREB, permitirá reducir el déficit aproximadamente en otro punto adicional de PIB.

La *APE-2021* prevé una senda descendente en la evolución del déficit público durante el período 2021 a 2024. Concretamente, el déficit pasaría del -8,4 % en 2021 al -5,0 % en 2022, al -4,0 % en 2023 y al -3,2 % en 2024. Es decir, la senda marcada por el Gobierno contempla un recorte de 7,7 puntos de PIB en tan solo cuatro años. Esa reducción descansa en dos pilares: i) por la vía del gasto, en la definitiva retirada de las medidas implementadas en

2020 para hacer frente a COVID-19, y ii) por la vía de los ingresos, en la inercia del ciclo expansivo que generará el *PRTR* en los próximos años. No existe, por tanto, un plan genuino de consolidación presupuestaria que ayude a avalar la optimista senda de evolución del déficit prevista en la *APE-2021*. Más aún, dicho documento contempla la futura aprobación de algunas medidas presupuestarias cuyos efectos netos añaden más incertidumbre a la consecución de la senda de déficit. Concretamente, por el lado del gasto, se prevé la actualización de pensiones y de salarios públicos, según la evolución del IPC, que aumentará el gasto público de carácter estructural. Por el lado de los ingresos, está prevista la eliminación de la desgravación por tributación conjunta vigente actualmente en el impuesto sobre la renta de la personas físicas (IRPF). Esta medida, incluida en el Anexo IV del Plan enviado a Bruselas, generaría una recaudación adicional de 2.400 millones de euros anuales (Sanz y Romero, 2020). No obstante, su aprobación definitiva no está clara, debido a las fuertes críticas recibidas. En definitiva, la senda de reducción del déficit contenida en la *APE-2021* ha de tomarse con cautela si atendemos a los dos siguientes factores: i) la ausencia de un plan de consolidación creíble y riguroso, y ii) la reciente

<sup>6</sup> Las ayudas directas a autónomos y empresas tendrán una dotación de 7.000 millones de euros y serán gestionadas por las comunidades autónomas.

Cuadro 4

**Senda esperada de déficit público en España en el periodo 2019-2024**

(En porcentaje del PIB)

	2019	2020	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)	2024 (P)
Gobierno de España (abril de 2021)	2,86	-10,9	-8,4	-5,0	-4,0	-3,2
AIREF (abril de 2021)	—	—	-7,6	—	—	—
Banco de España (marzo de 2021)	—	—	-7,7	-4,8	—	—
Funcas (mayo de 2021)	—	—	-8,3	-6,7	—	—
BBVA Research (enero de 2021)	—	—	-8,9	-5,6	—	—
FMI (octubre de 2020)	—	—	-7,5	-5,8	—	—
Comisión Europea (noviembre de 2020)	—	—	-9,6	-8,6	—	—
OCDE (diciembre de 2020)	—	—	-9,0	-6,6	—	—

Notas: (P) Provisional. Las fuentes se detallan en las referencias bibliográficas.

experiencia española en el proceso de consolidación posterior a la crisis de 2008 (Romero y Sanz, 2019). De hecho, como se muestra en el cuadro 4, la estimación del 5 % de déficit de 2022 es inferior a las previsiones realizadas por la mayoría de analistas, que lo sitúan por encima del 5,6 %.

### Escalada en el nivel de deuda: la necesidad de un plan de consolidación

El cuadro 5 muestra la evolución del nivel de deuda pública esperado para el período 2019 a 2024. Como se puede ver, como consecuencia de la pandemia, la ratio de deuda sufrió un aumento de 24,5 puntos de PIB pasando del 95,5 % de 2019 al 120 % de 2020. En otras palabras, la deuda pública ha crecido en 2020 en 156.725 millones de euros (con un crecimiento del 13,2 %) alcanzado un record histórico de 1,345 billones de euros. De hecho, España lidera el aumento de la deuda en los países desarrollados superando a Italia (21,0 puntos de PIB), Estados Unidos (18,9) o Francia (15,4). Siguiendo a AIREF (2021), esos 24,5 puntos de variación son debidos a los siguientes tres factores. Primero, 10,5 puntos de PIB corresponden al efecto denominador debido al hundimiento de la actividad económica en 2020. Segundo, 11 puntos de PIB

se explican por el crecimiento del déficit público en 2020. Por último, 3 puntos son consecuencia de la reclasificación de la deuda de SAREB que ha obligado al Gobierno a asumir los 35.000 millones de euros de endeudamiento de dicha sociedad. La mayor parte de la deuda pública española se concentra en la Administración central (1,2 billones de euros) seguida de comunidades autónomas (0,303 billones), Seguridad Social (0,088 billones) y corporaciones locales (0,0219 billones).

Las estimaciones del Gobierno para 2021 sitúan la deuda pública en el 119,5 %, lo que supone una reducción de 0,5 puntos de PIB respecto de 2020. Como ilustra el cuadro 5, esta previsión es optimista, siendo inferior a las ofrecidas por la mayoría de analistas. De hecho, BBVA (120,4 %), FMI (121,3 %), Comisión Europea (122 %) y OCDE (120,5 %) estiman un nivel de deuda superior al 120 %. Las incertidumbres sobre la evolución de la economía y, especialmente, la ausencia de un plan de consolidación a medio plazo, ofrecen importantes dudas sobre la senda de la deuda pública española en los próximos años. A efectos ilustrativos, el nivel de deuda estimado por el gobierno en 2023 es del 113,3 % mientras que el escenario central del Banco de España lo sitúa en el 117,6 %. Es decir, el Gobierno espera una reducción en el nivel de deuda de 3,8 puntos de PIB entre 2021 y 2023 mientras

## Cuadro 5

**Senda esperada de la deuda pública en España en el periodo 2019-2024**

(En porcentaje del PIB)

	2019	2020	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)	2024 (P)
Gobierno de España (abril de 2021)	95,5	120,0	119,5	115,1	113,3	112,1
AIREF (abril de 2021)	–	–	118,7	–	–	–
Banco de España (marzo de 2021)	–	–	117,9	116,4	117,6	–
Funcas (mayo de 2021)	–	–	120,2	118,2	–	–
BBVA Research (enero de 2021)	–	–	120,4	116,5	–	–
FMI (octubre de 2020)	–	–	121,3	120,4	–	–
Comisión Europea (noviembre de 2020)	–	–	122,0	123,9	–	–
OCDE (diciembre de 2020)	–	–	120,5	122,4	–	–

Notas: (P) Provisional. Las fuentes se detallan en referencias bibliográficas.

que el Banco de España apunta a tan solo 0,3 puntos de PIB.

*Aunque no existe fecha para la retirada de la cláusula de salvaguardia de la UE, es necesario diseñar un plan de consolidación presupuestaria riguroso y creíble que permita asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo.*

No hay fecha sobre la vuelta a la aplicación de las reglas fiscales en la Unión Europea, aunque las últimas noticias apuntan a que ésta se producirá en 2023. Es necesario por tanto diseñar con urgencia un plan de consolidación presupuestaria, riguroso, creíble y con el apoyo mayoritario del Parlamento que permita asegurar la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo. Desafortunadamente, la experiencia española de la última década ofrece importantes dudas al respecto. Los objetivos de medio plazo de déficit y deuda marcados en los programas anuales de estabilidad se han caracterizado por el diferimiento hacia delante, retrasando todo compromiso de mejora. Como resultado de esta mala práctica presupuestaria, la situación de las finanzas públicas españolas a principios de 2020 fue mucho más débil de lo que habría sido deseable para hacer frente a un *shock* exógeno como el que ha supuesto

la COVID-19. La sostenibilidad de la deuda pública española es muy dependiente de la existencia en el largo plazo de bajos tipos de interés. Alrededor de la mitad de la deuda pública española emitida durante 2021 ha tenido tipos de interés negativos. Sin embargo, la retirada de instrumentos como el Programa de Compras de Emergencia de la Pandemia (PEPP) del Banco Central Europeo, prevista en 2022, generará un aumento en los costes de financiación que pueden ser el origen de riesgos futuros que deben afrontarse con urgencia.

## Referencias

- AIREF (2021). *Informe presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas 2021*. Disponible en: <https://www.airef.es/wp-content/uploads/2021/04/PRESUPUESTOS-INICIALES/Informe-Ptos-iniciales-2021-.pdf>
- BANCO DE ESPAÑA (2021a). *El impacto de la crisis del covid-19 sobre la situación financiera de las pymes españolas*. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/arce180221Cepyme.pdf>
- (2021b). Proyecciones Macroeconómicas 2021-2023. *Boletín Económico*, enero, pp. 12-19. Disponible en: <https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/>

- analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones\_macroeconomicas.html
- sepg/es-ES/Presupuestos/PGE/PGE2021/Paginas/PGE2021.aspx
- BBVA RESEARCH (2021). *Observatorio fiscal Primer Trimestre 2021*. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/espana-observatorio-fiscal-1t21/>
- MINISTERIO DE HACIENDA (2021). *Actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024*. Disponible en: <https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/EstrategiaPoliticaFiscal/Programasdeestabilidad.aspx>
- COMISIÓN EUROPEA (2020). *Principales indicadores económicos 2012-2022. Previsiones de Otoño*. Disponible en: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_2021](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_2021)
- MINISTERIO DE SANIDAD (2021). *GIV-Covid 19. Gestión integral de la vacunación COVID-19*. Disponible en: [https://www.mscbs.gob.es/profesionales/saludPublica/ccayes/alertasActual/nCov/documentos/Informe\\_GIV\\_comunicacion\\_20210416.pdf](https://www.mscbs.gob.es/profesionales/saludPublica/ccayes/alertasActual/nCov/documentos/Informe_GIV_comunicacion_20210416.pdf)
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2020). *IMF Country Report, No. 20/298*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/11/12/Spain-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-49883>
- OCDE (2020). *Economic Outlook*, Número 2. Disponible en: [https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-2\\_39a88ab1-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-2_39a88ab1-en#page1)
- IGAE (2021a). *Ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas en 2020*. Disponible en <https://www.igae.pap.hacienda.gob.es/sitios/igae/es-ES/Contabilidad/ContabilidadPublica/CPE/EjecucionPresupuestaria/Paginas/EjecucionPresupuestaria.aspx>
- ROMERO, D. y SANZ, J. F. (2019). El equilibrio presupuestario en España en el horizonte de 2022: ¿de dónde venimos? ¿hacia dónde vamos? *Cuadernos de Información Económica*, 272 (septiembre-octubre), pp. 35-44. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-equilibrio-presupuestario-en-espana-en-el-horizonte-de-2022-de-donde-venimos-hacia-donde-vamos-politica-monetaria-y-actividad-financiera/>
- IGAE (2021b). *Informe Trimestral de las Administraciones Públicas. Cuarto Trimestre*. Disponible en: [https://www.igae.pap.hacienda.gob.es/sitios/igae/es-ES/Contabilidad/ContabilidadNacional/Publicaciones/Documents/Cap\\_Trim/IT\\_4T\\_2020.pdf](https://www.igae.pap.hacienda.gob.es/sitios/igae/es-ES/Contabilidad/ContabilidadNacional/Publicaciones/Documents/Cap_Trim/IT_4T_2020.pdf)
- SANZ, J. F. y ROMERO, D. (2020). Los gastos fiscales de los principales impuestos españoles. *Cuadernos de Información Económica*, 279 (noviembre-diciembre), pp. 43-54. Disponible en: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/11/Jos%C3%A9-Felix-y-desiderio.pdf>
- MINISTERIO DE HACIENDA (2020). *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado*. Disponible en: <https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/sitios/>



## Valoración bursátil de la banca española y europea: caída y recuperación en el marco COVID-19

Ángel Berges, Fernando Rojas y Diego Aires\*

**La valoración de los bancos en el mercado bursátil ha experimentado durante el último año un “viaje de ida y vuelta” mucho más acusado que el resto de sectores, poniendo de manifiesto el carácter altamente procíclico de las acciones bancarias. La recuperación en la valoración de la banca europea y española, especialmente intensa en los meses finales de 2020 y comienzos de 2021, tiene que ver con las medidas de apoyo a la economía, tanto monetarias como fiscales, así como con las expectativas futuras de tipos, muy correlacionadas con la rentabilidad del bono del Tesoro norteamericano, en la medida en que anticipa una cierta normalización de los tipos de interés. En claro contraste con las acciones bancarias, el comportamiento de los bonos contingentes convertibles (CoCos) ha sido más favorable: sufrieron menos en los peores momentos de la crisis y después su recuperación fue incluso más positiva.**

En el año largo transcurrido desde la declaración de la pandemia, las valoraciones bursátiles han experimentado una evolución en forma de V, comenzando con desplomes en las primeras semanas de confinamientos generalizados durante el mes de marzo de 2020, a las que han seguido importantes recuperaciones, especialmente intensas en los meses finales del año y comienzos de 2021. Estas recuperaciones han venido de la mano de la intensa proactividad de los bancos centrales y los gobiernos en la activación de estímulos, así como de los avances en el desarrollo de las vacunas e inicio de su aplicación, y recientemente con las claras señales, desde el repunte de la curva de tipos del

Tesoro estadounidense, de que la recuperación va cobrando fuerza.

Esos movimientos de ida y vuelta en las valoraciones bursátiles no han sido en absoluto homogéneos entre los diferentes sectores, y si hay uno que destaca por la intensidad de sus movimientos en ambas fases —caídas y recuperaciones— es, sin duda, el bancario, haciendo honor a su catalogación tradicional como sector altamente cíclico en bolsa, con unos coeficientes “beta” claramente superiores a la unidad (en torno a 1,3 –1,5), lo que se traduce en comportamientos mucho más intensos que el mercado, tanto en las fases alcistas como en las bajistas.

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

En este sentido, la banca española y europea registraban caídas mucho más intensas que el resto de sectores en los peores momentos de la pandemia, pero también un comportamiento mucho más favorable en la fase de recuperación, denotando esa forma de V en los movimientos bursátiles. Esas oscilaciones en la cotización han tenido su reflejo en las ratios de valoración relativa (frente a valor patrimonial contable), que alcanzaban sus mínimos en los peores momentos de la pandemia, para luego recuperarse y, en algunos sectores, acercarse a la evolución de los índices generales.

El objetivo de este artículo es, en primer lugar, el análisis comparativo de dichas ratios de valoración, en la banca frente al resto de sectores, así como la comparativa entre España y Europa. En segundo lugar, desgarnar qué factores han propiciado la intensa recuperación de la banca en bolsa tras los peores momentos de la crisis sanitaria. Y, en tercer lugar, analizar en qué medida esas caídas y recuperaciones en bolsa han tenido su reflejo en el otro gran instrumento de absorción de pérdidas, como son los bonos contingentes convertibles (CoCos o AT1), que en los últimos años se han convertido en el principal instrumento de recapitalización en la banca europea y española.

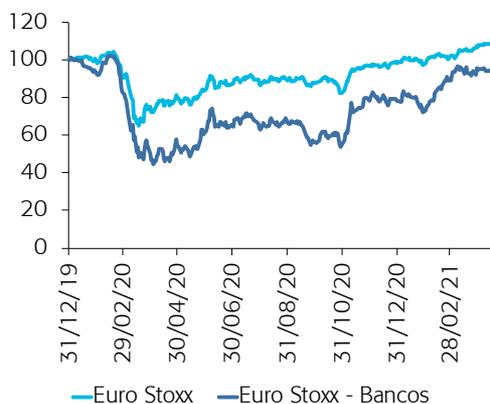
## Recuperación bursátil de la banca española y europea

Esos comportamientos mencionados se muestran en los gráficos 1a y 1b donde se aprecia cómo, en un primer momento, uno de los sectores más afectados por la pandemia fue el bancario, registrando descensos situados en algunos casos más allá del 50 % de su valoración a comienzos de 2020, frente a unas caídas en media entre un 20-25 % de los índices bursátiles. Si bien es cierto lo anterior, también es cierto que en la recuperación de la cotización a finales de 2020 y comienzos de 2021, uno de los sectores que mejor ha evolucionado ha sido el bancario, con una recuperación mucho más intensa que los índices generales.

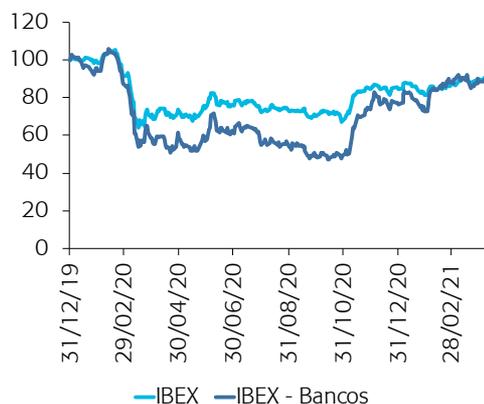
La mayor caída de los bancos españoles en marzo cabe atribuirla a su mayor exposición a los sectores más potencialmente afectados por la paralización de actividad en el marco de los confinamientos más estrictos. En la recuperación de la banca española a finales de 2020, aparte de los factores genéricos antes comentados –medidas de apoyo de bancos centrales y gobiernos, así como los avances con las vacunas– influyó de forma muy favorable la reactivación de procesos de integración como forma de

Gráfico 1  
**Índices generales y del sector bancario Euro Stoxx e IBEX-35**  
 (Base 100: 31-dic-2019)

a - Euros Stoxx bancos vs. Euro Stoxx



b - IBEX-35 bancos vs. IBEX-35

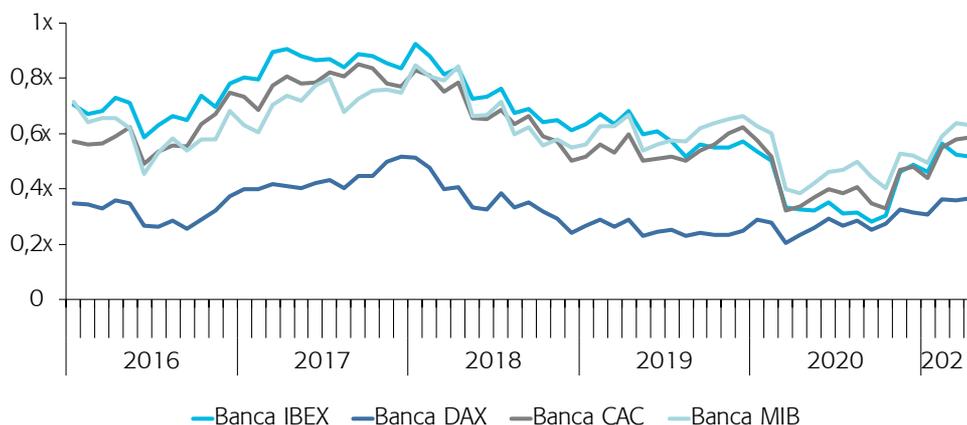


Fuente: Factset y Afi.

Gráfico 2

**Evolución del Price to Book Value entre los diferentes sectores bancarios**

(Ratio entre valor de mercado y valor en libros)



Fuente: Factset y Afi.

acelerar la adecuación de sus estructuras productivas a un entorno de negocio con mucha menor capacidad de generación de margen, así como la necesidad de digerir unos deterioros de activos que, aunque generados en origen durante 2020, su afloración contable se producirá a lo largo de 2021 y 2022.

*La ratio entre valor de mercado y valor en libros (PBV) de la banca descendió hasta unas cotas medias en torno a 0,3 en los peores momentos de la crisis. La recuperación posterior ha permitido casi doblar dicha ratio de valoración, hasta 0,6 al cierre del primer trimestre de 2021. A pesar de todo, se trata de cifras muy reducidas, que reflejan la incapacidad de generar una rentabilidad sobre el capital que iguale el coste del mismo.*

En este sentido, cabe también reconocer como un “plus” de la banca española, y sin duda bien valorado por el mercado, el importante esfuerzo de anticipación de saneamientos realizado durante el ejercicio 2020, registrándose en el caso español un nivel de provisiones en torno al 1,4 % sobre activos totales, más del doble de lo registrado en los principales sistemas bancarios europeos.

En términos de valoración relativa, medida por la ratio entre valor de mercado y valor en libros (conocido como PBV por sus siglas en inglés), el gráfico 2 pone de manifiesto cómo, en los peores momentos de la pandemia, la banca española y europea llegaron a unas cotas medias en torno a 0,3, es decir con un 70 % de descuento respecto de su valor en libros. La recuperación posterior ha permitido casi doblar dicha ratio de valoración, hasta niveles medios en torno a 0,6 al cierre del primer trimestre de 2021.

A pesar de la recuperación registrada, se trata de unas valoraciones muy reducidas, que implícitamente están recogiendo la incapacidad de generar una rentabilidad sobre el capital que iguale el coste del mismo y que, sin duda supondrían una gran dificultad para apelar a los mercados a emitir nuevo capital en caso de necesitarlo. Para hacerse una idea de lo que representa el descuento frente al valor en libros, cabe recordar que los ocho bancos españoles cotizados a cierre de 2020 (recordemos que Bankia ha dejado de cotizar en marzo de 2021 como consecuencia de la operación corporativa con Caixabank) cuentan con unos recursos propios contables de unos 180.000 millones de euros, mientras que el mercado los valora en torno a unos 110.000 millones.

Bajo un supuesto de que toda la banca europea (tanto la cotizada como la no cotizada) fuese valorada con esas ratios relativas, ello supondría que, sobre la cifra total de recursos propios del sistema bancario de la eurozona, que es algo más de 1,5 billones de euros, el mercado aplicaría un descuento superior a 700.000 millones de euros, bien por potenciales deterioros de activos, o por incapacidad de remunerarlos en condiciones aceptables para atraer inversión.

## La “curva de tipos” como apoyo a la valoración de los bancos

Esa recuperación en la valoración de la banca europea y española (de hecho, más intensa en el segundo caso, como también lo había sido la caída en los primeros meses de pandemia) ha contado con diferentes factores de apoyo.

En una primera fase, en los meses finales de 2020, fueron sobre todo los factores monetarios, regulatorios y, sobre todo, fiscales, relacionados con las medidas de apoyo a la recuperación, a las que

acompañaron los avances en el ámbito sanitario, con la aprobación y despliegue de las vacunas.

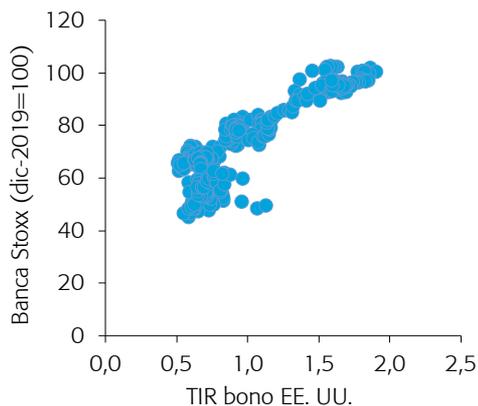
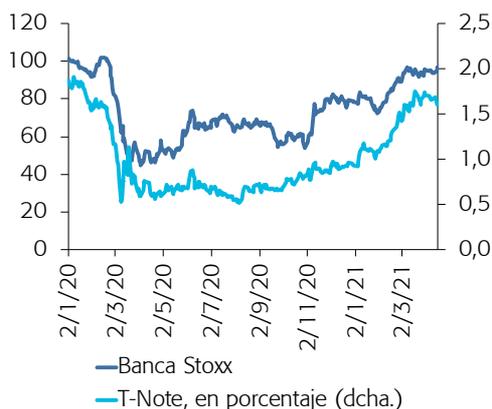
Ya durante el ejercicio de 2021, cabe reconocer el importante soporte que para la valoración de los bancos ha tenido el importante repunte en la curva de tipos, inicialmente en Estados Unidos, pero rápidamente extendida también al caso del bono del Tesoro alemán, sin duda principal ancla de los tipos de interés a largo plazo en los diferentes países de la eurozona. En este sentido, los gráficos 3 y 4 ponen de manifiesto la elevada correlación (niveles cercanos al 90%) existente entre la valoración bursátil de la banca europea (y española) y la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense, sin duda la principal referencia en cuanto a expectativas futuras de tipos<sup>1</sup>.

Dicha relación se podría explicar por dos motivos principales. En primer lugar, una subida de los tipos de interés de referencia permite mejorar los márgenes de intermediación de la banca, lo que es especialmente relevante en el caso de la banca europea y española, con modelos de negocio más basados en la intermediación minorista (captar depósitos y conceder crédito) que otros sistemas bancarios, como

Gráfico 3

### Euro Stoxx bancos vs. TIR bono EE. UU. a 10 años

(Índice diciembre 2020=100 y TIR en porcentaje)



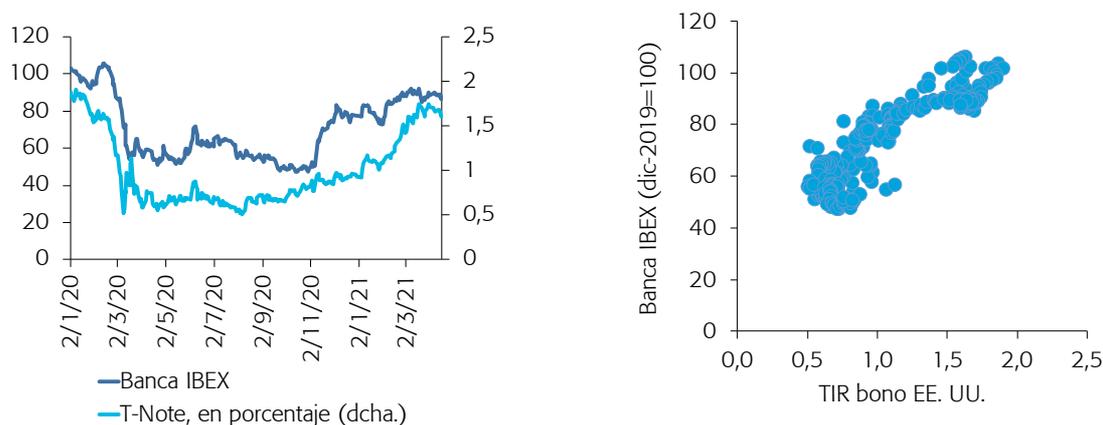
Fuentes: Factset, Bloomberg y Afi.

<sup>1</sup> Utilizamos la TIR del bono estadounidense en vez del Bund alemán puesto que el primero se encuentra menos intervenido que los tipos de la eurozona, reflejando de forma más completa los cambios en las expectativas de inflación y de crecimiento económico.

Gráfico 4

**Banca Ibex vs. TIR bono EE. UU. a 10 años**

(Índice diciembre 2020=100 y TIR en porcentaje)



Fuentes: Factset, Bloomberg y Afi.

el estadounidense, con mayor peso de banca de inversión. Una economía con un nivel de tipos de interés estructuralmente más alto que los actuales podría aliviar la presión que el fenómeno de los tipos negativos ejerce sobre la rentabilidad del negocio minorista.

En segundo lugar, y de forma más genérica, un nivel más elevado de los tipos de interés libres de riesgo se asocia a momentos expansivos del ciclo económico, en los que crece la concesión de crédito y se reduce la morosidad, lo que beneficia indudablemente a la cotización en bolsa de un sector cíclico como el bancario.

## Comportamiento diferencial de los CoCos frente a las acciones bancarias

Tras comprobar ese comportamiento de ida y vuelta en las valoraciones bursátiles de la banca durante el año de pandemia, resulta muy ilustrativo analizar el comportamiento diferencial de las obligaciones contingentes convertibles (CoCos o AT1). Al fin y al cabo, dichos instrumentos, que constituyen, tras las acciones ordinarias, el siguiente instrumento de absorción de pérdidas, en los últimos años han

superado a las acciones en cuanto a la importancia en la capitalización de la banca española y europea.

Los CoCos registraron descensos algo menos intensos en los momentos peores de la pandemia, que posteriormente recuperaron con mayor intensidad, de tal manera que dicho instrumento presenta un saldo neto positivo durante el año. Por otro lado, en el caso de las acciones tan solo se ha recuperado algo más de la mitad de lo perdido previamente, de tal manera que las cotizaciones hoy son todavía un 25 % inferiores a las existentes antes de la pandemia.

Pero lo que más queremos destacar es la dispersión entre entidades, y muy especialmente la asimetría en esa dispersión en los momentos de caída y de recuperación. En el caso de los CoCos, la dispersión entre entidades se amplificó extraordinariamente en los momentos más críticos de la pandemia, mientras que en la recuperación posterior se produjo una extraordinaria convergencia en precios, muy superior a la observada en el caso de las acciones.

Esa extraordinaria asimetría en la evolución de la cotización que han registrado los CoCos, mucho más pronunciada que en el caso de las acciones bancarias, es consecuencia de la propia naturaleza

de este tipo de instrumentos, que combinan elementos propios de un activo de renta fija (el pago de unos cupones relativamente elevados en condiciones normales), con características de la renta variable, como consecuencia de que estos instrumentos se convierten automáticamente en capital listo para asumir pérdidas si la entidad entra en resolución o su nivel de CET1 baja por debajo de un determinado umbral.

---

*Atendiendo a la evolución de algunos de los bancos cotizados, cabe concluir que en la actualidad los riesgos de entradas en problemas en las entidades parecen haberse disipado, mientras que lo que se está cotizando es el riesgo de modelo de negocio asociado a la exigua rentabilidad que presentan algunas entidades, además de denotar el incremento de morosidad que está por venir.*

---

Es, en definitiva, la naturaleza de contingente y convertible lo que imprime a la cotización de los CoCos ese comportamiento asimétrico, poniendo de manifiesto cómo, en los momentos “buenos” en los que se minimiza la probabilidad de conversión en capital (principio, final de año y comienzos de 2021) se produce una gran convergencia entre las diferentes entidades, en tanto que las relativamente pequeñas diferencias en la cotización son atribuibles fundamentalmente a los diferentes modelos de negocio de las entidades. En los momentos peores del confinamiento, sin embargo, se produce una gran dispersión entre las diferentes entidades con CoCos emitidos, fenómeno explicado fundamentalmente por el riesgo de resolución que en esos momentos el mercado descontaba para cada entidad.

En la actualidad los riesgos de entradas en problemas en las entidades parecen haberse disipado, mientras que lo que se está cotizando es el riesgo de modelo de negocio asociado a la exigua rentabilidad que presentan algunas entidades, además de denotar el incremento de morosidad que está por venir, más asociado al modelo de negocio y exposición de algunas entidades.

## Conclusión

La valoración de los bancos en el mercado bursátil ha experimentado durante el último año un “viaje de ida y vuelta” mucho más acusado que el resto de sectores, poniendo de manifiesto el carácter altamente procíclico de las acciones bancarias en el mercado bursátil. Las caídas en dichas acciones fueron mucho más intensas que en el resto de sectores durante los primeros momentos de confinamiento –al anticiparse que sería el sector que más sufriría el deterioro económico en su calidad de activos–, para posteriormente beneficiarse con mucha mayor intensidad de las expectativas de recuperación, de la mano de los estímulos monetarios, y sobre todo fiscales, así como de los avances en la vacunación.

Cabe resaltar también, en los últimos meses, la favorable influencia que sobre la valoración de los bancos ha tenido el repunte de la curva de tipos largos estadounidenses, en la medida en que la misma anticipa antes que ninguna otra, un escenario de cierta normalización de los tipos de interés negativos que tan dañinos han sido para el negocio bancario en España y Europa.

Por otra parte, el análisis de los CoCos, en contraste con las acciones bancarias, pone de manifiesto un comportamiento claramente más favorable: sufrieron menos en los peores momentos de la crisis, y luego en la recuperación no lo hicieron peor. En todo caso, cabe resaltar el carácter asimétrico de dichos instrumentos, que en los momentos de crisis más intensas expone a los inversores en los mismos a un “riesgo de cola” que claramente diferencia entre unas entidades y otras.

## Referencias

- ALTAVILLA, C. *et al.* (2021). Measuring the cost of equity of euro area banks. *Occasional Paper Series*, 254. European Central Bank
- BERGES, A., ALBERNI, M. y AIRES, D. (2020). Valoración bursátil de la banca en el marco del COVID-19. *Cuadernos de Información Económica*, 277 (julio-agosto). Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/valoracion-bursatil-de-la-banca-en-el-marco-del-covid-19/>
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA). Risk Dashboard as of April 2021.

# Las manufacturas españolas sacan pecho

María José Moral\*

**En España, el buen comportamiento de las manufacturas desde 2017 ha permitido que, a pesar del desplome de 2020, el VAB real solo haya retrocedido un 1 % respecto de 2015. El resto de las grandes economías europeas –Alemania, Francia e Italia– presentaban una situación más débil al inicio de la pandemia, que se ha trasladado en forma de una recuperación más lenta en la segunda mitad del pasado año. Por ello, a pesar del peor comportamiento de la economía española en su conjunto en comparación con estos países, es preciso poner en valor la actuación de las manufacturas que han mostrado una recuperación muy intensa. Menos favorable ha sido la evolución del mercado de trabajo, donde los instrumentos de protección temporal del empleo, como los ERTE, no han impedido un ajuste más pronunciado en el número de ocupados.**

El año 2020 se recordará por la pandemia y el colapso sanitario, pero también por el desplome más intenso hasta ahora conocido (en tiempos de paz) de la actividad económica. Precisamente por lo excepcional de la causa, la recuperación también está siendo notable. Todos los países europeos han sufrido la pandemia, en especial, las economías más grandes, entre ellas España. En este artículo se examina la evolución de la producción y el empleo en el sector manufacturero<sup>1</sup> de las cuatro economías más grandes de la UE-27<sup>2</sup>: Alemania, Francia, Italia y España. Aunque el interés se circunscribe a los tres últimos trimestres de 2020, se evalúa también la tendencia previa, puesto que ofrece claves relevantes para entender la reacción a la pandemia.

La conclusión más destacada es que el buen comportamiento de las manufacturas españolas desde 2017 ha permitido que su VAB real, a pesar del desplome de 2020, solo haya retrocedido respecto a 2015 un 1 %.

El resto de las grandes economías europeas (Alemania, Francia e Italia) presentaban una situación más débil al inicio de la pandemia, que se ha trasladado en forma de una recuperación más lenta. Por ello, a pesar del peor comportamiento de la economía española en su conjunto en comparación con estos países, es preciso poner en valor la actuación de las manufacturas, que han mostrado una recuperación muy intensa.

\* UNED y Funcas.

<sup>1</sup> Se estudian todos los grupos CNAE-2009 desde el 10 al 33, excepto el 19 (refino de petróleo).

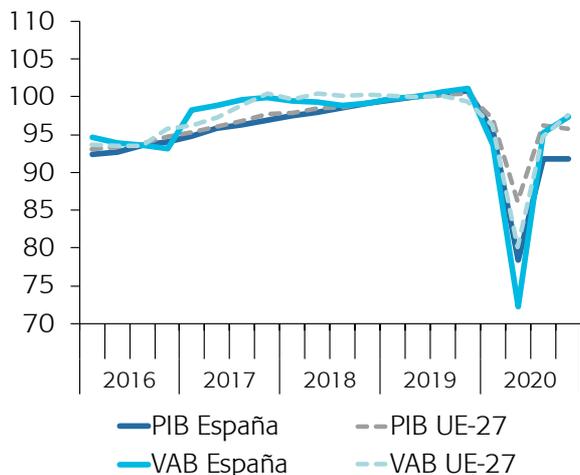
<sup>2</sup> Todos los datos utilizados en este apartado proceden de Eurostat. Se emplean datos ajustados de estacionalidad y calendario. Cuando son variables monetarias se utilizan en términos reales.

Gráfico 1

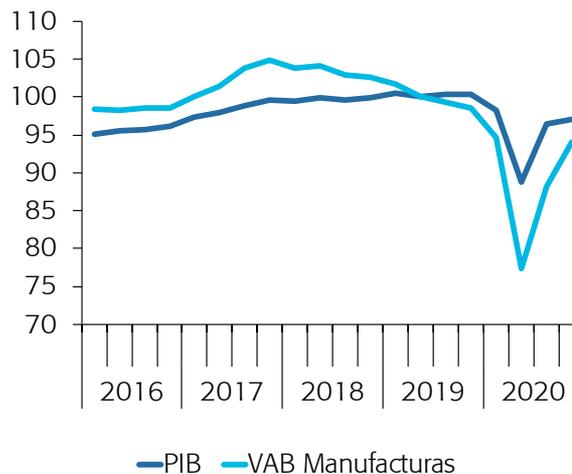
**Comparación internacional de la evolución del PIB y del VAB de manufacturas**

(En índices de volumen, base 2019T1=100)

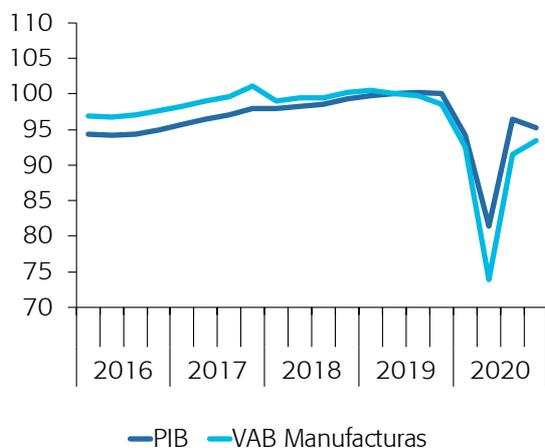
a - España y la UE-27



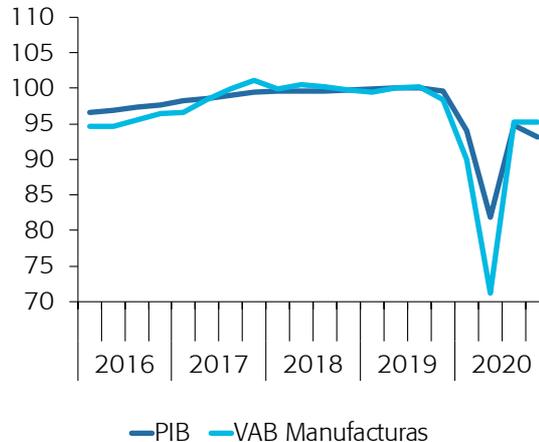
b - Alemania



c - Francia



d - Italia



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (actualizado a 5-5-2021).

**El valor añadido bruto de manufacturas frente al PIB**

La evolución del valor añadido bruto (VAB) generado en manufacturas y el PIB de estos países europeos se representa en el gráfico 1. Lo primero que atrae la atención, aunque ya es de sobra conocida, es la profunda recesión económica producida por la

pandemia y que ha sido en forma de "V" muy pronunciada debido a que el colapso del segundo trimestre de 2020 se superó en el siguiente trimestre.

En segundo lugar, se aprecia que el desplome durante el segundo trimestre de la actividad manufacturera fue más intenso que en el PIB, para todos los países analizados. Así, en España la caída interanual

Cuadro 1

**Evolución en Europa del PIB y del VAB de manufacturas en 2020**

(Tasas de variación interanuales en porcentaje, frecuencia trimestral)

	PIB					VAB de Manufacturas				
	IT	IIT	IIIT	IVT	TVA*	IT	IIT	IIIT	IVT	TVA*
UE-27	-2,7	-13,8	-4,0	-4,6	-6,3	-3,8	-19,9	-5,5	-1,7	-7,7
Alemania	-2,2	-11,2	-3,8	-3,3	-5,1	-7,0	-22,6	-11,2	-4,5	-11,3
Francia	-5,5	-18,6	-3,7	-4,8	-8,2	-7,8	-26,2	-8,3	-5,1	-11,9
Italia	-5,8	-18,1	-5,2	-6,6	-8,9	-9,6	-28,8	-5,0	-3,3	-11,7
España	-4,3	-21,6	-8,6	-8,9	-10,8	-6,2	-27,2	-5,4	-3,7	-10,8

*Notas:* Datos corregidos de estacionalidad y calendario. La tasa de variación anual (TVA) es el promedio de las tasas de variación interanuales en cada trimestre.

*Fuente:* Elaboración propia a partir de Eurostat (actualizado a 5-5-2021).

del VAB de manufacturas alcanzó el 27,8 % frente a una caída del 21,6 % en el PIB (véase el cuadro 1). La razón es que gran parte de las manufactureras cesaron su actividad entre la tercera (o cuarta) semana de marzo hasta finales abril, bien por el confinamiento estricto que solo permitía actividades necesarias para el abastecimiento de los mercados y el funcionamiento de los servicios esenciales, bien por la falta de suministros (muchos procedentes de China). Esto último obligó a parar las cadenas de producción más tiempo del estrictamente necesario por la “hibernación” a la que se sometieron las economías.

Sin embargo, en el tercer y cuarto trimestre, en las economías más dependientes del turismo —España e Italia— se observa una recuperación más lenta en el PIB que en el VAB de manufacturas, debido efectivamente al mayor impacto negativo sobre los sectores relacionados con la restauración y el turismo. Por ello, el retroceso en el PIB español es el mayor de las cuatro grandes economías europeas alcanzando el 10,8 % cuando, por ejemplo, Alemania solo retrocede un 5,1 % (calculado como media de las variaciones interanuales de cada trimestre). Por el contrario, las manufacturas españolas registran el retroceso más bajo de las cuatro economías analizadas: un 10,8 %. El caso de Alemania es llamativo puesto que el VAB de manufacturas ha retrocedido un 11,3 %, el doble que el PIB (véase el gráfico 1b).

Esta comparación refrenda la afirmación de que las manufacturas en España han sido más resilientes. Esta fortaleza se puede deber a que, en los años previos, las manufacturas españolas tenían una inercia de crecimiento mucho más sólida. Así, entre 2017 y 2019, el VAB que generaban crecía a una tasa media anual del 2,8 %; mientras que en Italia y Francia solo crecía el 0,6 % y 0,3 % de media anual, respectivamente. Alemania no creció en este período, lo que concuerda con que sus manufacturas hayan tenido un balance anual tan mediocre —en comparación al resto de su economía—.

En cualquier caso, no hay paliativos para expresar que la pandemia ha generado una contracción imponente en la industria de las cuatro economías más grandes de la Unión Europea, con descensos en su valor añadido que supera los dos dígitos.

En la medida en que estos países representan más del 60 % de las manufacturas de la UE-27 tiene interés comprobar si ha existido una reestructuración de fuerzas. El cuadro 2 revela que, aunque estas industrias perdieron peso relativo al inicio de la pandemia (segundo trimestre), prácticamente han recuperado su presencia en el cuarto trimestre de 2020. Si bien, con la excepción de las manufacturas alemanas (30,5 % respecto a 31,7 %), reflejo de su peor comportamiento medio a lo largo del 2020.

## Cuadro 2

**Peso de las manufacturas de cada país en el total de la UE-27**

(En porcentaje)

	IIT 2019	IVT 2019	IIT 2020	IVT 2020
Alemania	32,0	31,7	30,7	30,5
España	6,7	6,8	6,1	6,7
Francia	11,6	11,3	10,6	11,1
Italia	12,9	12,7	12,0	13,0
UE-27	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos en Eurostat.

**Colapso y recuperación de la producción manufacturera**

La evidencia anterior muestra que, a final de año, las manufacturas europeas habían recuperado parte de lo perdido en el segundo trimestre, en especial, las españolas. En este apartado se profundiza en este aspecto mediante el examen de los datos mensuales del índice de producción industrial (IPI).

*A partir de mayo de 2020, se consolida un cambio de tendencia en la producción manufacturera. El restablecimiento hacia los niveles previos a la pandemia es muy robusto; incluso con la presencia de una segunda ola, las tasas negativas han ido mermando mes a mes llegando a diciembre con caídas interanuales de la producción muy pequeñas: un 2 % menos que en el mismo mes de 2019 en España.*

El retroceso fue más intenso inicialmente en Italia y más tardío en España, Alemania y Francia. Si bien este desfase temporal era reflejo del desfase en la penetración de la pandemia y la consiguiente aplicación de medidas duras de confinamiento. Los datos de mayo ya no dejaban ningún ápice de duda sobre el desplome de la actividad económica general y de las manufacturas en particular en estos países. A partir de entonces la velocidad del desconfinamiento marcó la intensidad de la recuperación, siendo más

lenta, por ejemplo, en España que en Francia o Alemania.

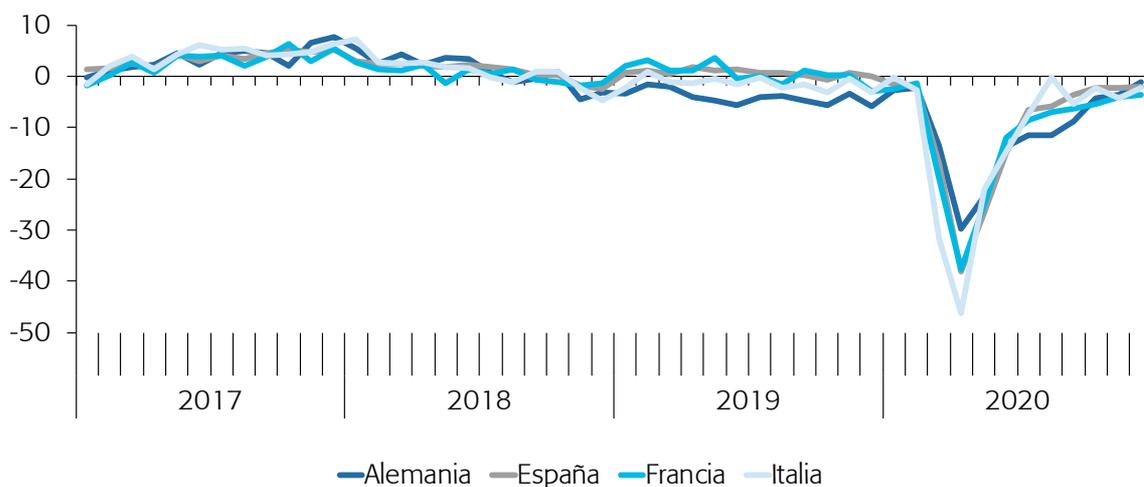
El gráfico 2 muestra la variación interanual del IPI de España, Alemania, Francia e Italia. En primer lugar, es patente que ya desde 2018 se estaba asistiendo a una ralentización del crecimiento en la actividad manufacturera europea. En 2019, las manufacturas alemanas mostraban claros indicios de estancamiento con tasas interanuales negativas a lo largo de todo el año, de manera que se puede afirmar que estaban en recesión con anterioridad a la pandemia. En España, aunque la producción manufacturera había suavizado su crecimiento, había mantenido tasas de variación interanuales positivas en 2019 (véase Moral, 2019).

En enero y febrero de 2020, cuando todavía solo se hablaba de un virus en China, se notaron los primeros efectos con tasas negativas interanuales, debido a la falta de suministros procedentes de Asia. A comienzos de marzo, la COVID-19 ya había forzado a cerrar la zona norte de Italia. En España, Alemania y Francia hubo un desfase de dos semanas, lo que se percibe perfectamente porque la caída más fuerte en marzo fue en Italia. El punto álgido del desplome para todos los países se produjo en abril. La producción manufacturera italiana llegó a caer, en términos anualizados, un 46,3 %; seguida de la española, la francesa y la alemana con cifras del 38,1 %, 37,7 % y 29,7 %, respectivamente. Con anterioridad, no se tenían registros con estas magnitudes. En España, por ejemplo, en los meses más duros de la anterior crisis se habían producido

Gráfico 2

**Índice de producción industrial (IPI)\*: España, Alemania, Italia y Francia**

(Variación interanual en porcentaje, enero 2017-diciembre 2020)



Nota: \*Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: Elaboración propia a partir del IPI (Eurostat).

caídas muy fuertes en 2009, pero no se superó la barrera del 22 %. Afortunadamente el colapso de la actividad no se prolongó en el tiempo. España, Italia y Francia ya mostraban signos evidentes de reactivación en julio, pero en Alemania se tardó un poco más. En cualquier caso, hasta septiembre no se alcanzaron tasas interanuales negativas inferiores al 10 % (en valor absoluto).

Los datos mensuales del IPI proporcionan una perspectiva más completa sobre este progreso hacia el nivel previo a marzo de 2020. Hasta ahora los cambios de tendencia habían sido más suaves y los datos anuales eran bastante informativos. Sin embargo, el desplome tan acusado de la actividad obliga a estar más atentos a los movimientos mensuales para extraer información valiosa que identifique la fortaleza de la recuperación.

Las cuatro primeras filas del cuadro 3 presentan, para los cuatro países analizados, la variación anual del IPI (es decir, el promedio de las variaciones interanuales en los doce meses del año). En primer lugar, se confirma la ralentización de la producción industrial en 2018, que pasó a recesión en 2019

en Alemania e Italia. En este escenario de debilidad llega la pandemia y las fuertes caídas. Las manufacturas españolas constatan ese mejor comportamiento, que ya se había detectado en el apartado anterior, con una caída del 10,2 % anual.

El segundo bloque del cuadro 3 proporciona las claves para entender cómo se ha ido ajustando mes a mes la producción manufacturera, ya que a partir de febrero representa el promedio de las tasas interanuales que restan por acabar el año. A partir de mayo, se consolida el cambio de tendencia en todos los países. El restablecimiento hacia los niveles previos a la pandemia es muy robusto; incluso con la presencia de una segunda ola, las tasas negativas han ido mermando mes a mes llegando a diciembre con caídas interanuales de la producción muy pequeñas. Así, las manufacturas españolas solo han producido un 2 % menos que en diciembre de 2019 y Alemania, que había mostrado una recuperación más débil al principio, desde noviembre ha revitalizado notablemente su producción y en diciembre solo produce un 1,2 % menos que un año antes. Nótese que este resultado no se encontró en la sección anterior, es decir, los datos trimestrales no

## Cuadro 3

**Variación interanual media del IPI en manufacturas\***

(En porcentaje)

	Alemania	España	Francia	Italia
2017	3,5	3,5	2,9	3,8
2018	1,2	1,1	0,4	1,0
2019	-4,1	0,7	0,7	-1,3
2020	-10,5	-10,2	-11,1	-11,6
Desde febrero	-11,3	-11,0	-11,9	-12,6
Desde marzo	-12,1	-11,9	-12,9	-13,6
Desde abril	-12,0	-11,3	-12,2	-11,6
Desde mayo	-9,8	-8,0	-9,0	-7,3
Desde junio	-7,8	-5,3	-6,7	-5,2
Desde julio	-6,8	-3,7	-5,8	-3,6
Desde agosto	-5,9	-3,2	-5,3	-2,8
Desde septiembre	-4,5	-2,5	-4,8	-3,5
Desde octubre	-3,0	-2,2	-4,4	-2,9
Desde noviembre	-2,4	-2,2	-3,8	-3,2
Diciembre	-1,2	-2,0	-3,6	-2,1

Notas: El dato anual es el promedio de las variaciones interanuales a lo largo de todo el año. Para el año 2020 se distingue, el promedio de las variaciones interanuales a partir de cada mes.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

identificaron este cambio que se había producido más tarde.

## Impacto sobre el empleo en las manufacturas europeas

Del análisis anterior se deduce que las necesidades de mano de obra tuvieron que ser forzosamente menores. Además, esta situación fue generalizada en el resto de las actividades económicas, por lo que la Unión Europea puso a disposición de 19 Estados miembros un fondo para el apoyo temporal que atenuara los riesgos de desempleo en una emergencia,

*SURE*<sup>3</sup>. De los cuatro países analizados, solo Italia y España reciben apoyo de este fondo.

El mes de máxima necesidad de protección a los trabajadores fue abril de 2020. Desde entonces, el número de trabajadores acogidos a estos planes estaba disminuyendo<sup>4</sup>, pero el mantenimiento de la pandemia ha obligado a prorrogar estas ayudas en 2021. Incluso se está percibiendo en algunos países un cierto repunte en el número de trabajadores afectados en enero y febrero de 2021.

En España, los trabajadores en ERTE corresponden mayoritariamente a sectores relacionados con el

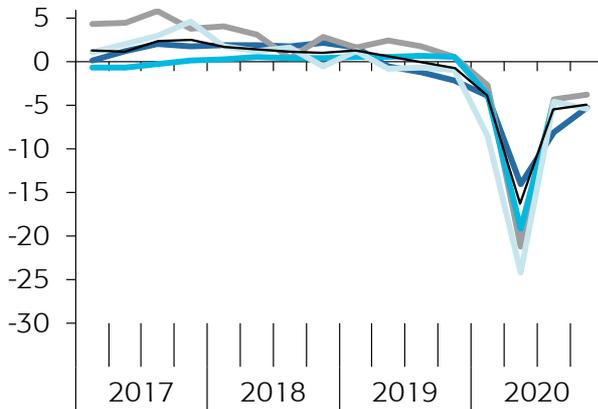
<sup>3</sup> *SURE*, de sus siglas en inglés: *Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency*. Para más información véase en la web de la Comisión Europea (2021).

<sup>4</sup> En Gómez y Monte (2020) se describe la situación del mercado laboral durante el primer y segundo trimestre de 2020 en la mayoría de los países de la UE-27 (no se incluye a Alemania).

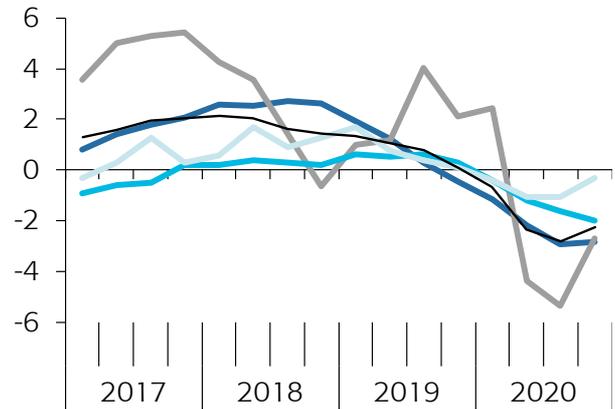
Gráfico 3

**Evolución de las horas trabajadas en manufacturas**

(Tasas de variación interanuales en porcentaje, frecuencia trimestral)

**a - Horas trabajadas**

—Alemania —España —Francia —Italia —UE-27

**b - Personas ocupadas**

—Alemania —España —Francia —Italia —UE-27

Nota: Datos ajustados de estacionalidad y calendario.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la *Encuesta Industrial* (Eurostat).

turismo. Pero es preciso tener en cuenta esta protección temporal, ya que es de esperar que el número de ocupados varíe de forma distinta al número de horas efectivamente trabajadas (véase el gráfico 3).

Con anterioridad a la pandemia, y con la única excepción del cuarto trimestre de 2018, las manufacturas españolas creaban empleo a una tasa más elevada que el resto de los países analizados y la media de la UE-27. En este período, el número de ocupados creció en España el 2,3 % frente al 1 % en la UE-27 (promedio de las tasas interanuales desde el primer trimestre de 2017 hasta el cuarto trimestre de 2019).

Con la llegada de la pandemia, y en consonancia con la evolución de la producción ya comentada, disminuyen significativamente las horas trabajadas en el segundo trimestre. Mientras que, debido a la protección temporal del empleo, el número de ocupados registra una reducción menor en magnitud y, además, más tardía. No obstante, En España se observa una disminución más fuerte en el número de ocupados.

El “sobreefecto” inicial más intenso en la economía española puede explicarse por la flexibilidad externa que existe debido a la mayor presencia de contratos temporales. Esto ha podido llevar a las empresas a rescindir estos contratos en lugar de optar por los ERTE. En cualquier caso, se vuelve a revalorar que la destrucción de empleo es más intensa en la economía española en etapas de recesión, tal y como se ha venido observando en recesiones precedentes (López y Malo, 2015). Por otra parte, hay que tener presente que la protección de los ERTE es válida solo para aquellas empresas que se mantienen operativas, es decir, si una empresa cierra definitivamente sus trabajadores pasan a engrosar las cifras de desempleados.

**En resumen**

En la comparación internacional sobre las manufacturas de las cuatro economías más grandes de la UE-27 se comprueba que, en los últimos meses del año, ya se está produciendo casi al mismo ritmo que se había a finales de 2019. Así, en diciembre de

2020, solo en Francia se está todavía a una distancia del 3,6 %, le sigue Italia con una distancia del 2,1 %, España con un 2 % y Alemania con un 1,2 %. De

---

*A pesar del peor comportamiento de la economía española en su conjunto en comparación con las otras tres grandes economías de la UE, es preciso poner en valor la actuación de las manufacturas, que han mostrado una recuperación sostenida y muy intensa. La nota negativa sigue siendo la evolución del mercado de trabajo, ya que la protección temporal del empleo no ha impedido que el ajuste en el número de ocupados haya sido más pronunciado.*

---

hecho, las manufacturas españolas han mostrado una recuperación más sostenida en la segunda parte de 2020, lo que unido a su buena trayectoria desde 2017 ha permitido que el VAB real solo haya retrocedido un 1 % respecto de 2015. Por tanto, a pesar del peor comportamiento de la economía española en su conjunto en comparación con estos países, es preciso poner en valor la actuación de las manufacturas que han mostrado una recuperación sostenida

y muy intensa. La nota negativa sigue siendo la evolución del mercado de trabajo, ya que la presencia de protección temporal del empleo no ha impedido que el ajuste en el número de ocupados haya sido más pronunciado.

## Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2021). SURE, The European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency. En: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en)
- GÓMEZ, A. L. y MONTE, J. M. (2020). El impacto del confinamiento sobre el mercado de trabajo del área del euro durante la primera mitad de 2020. *Boletín Económico*, 4/2020. Banco de España.
- LÓPEZ, E. y MALO, M. A. (2015). El mercado de trabajo en España: el contexto europeo, los dos viejos desafíos y un nuevo problema. *Ekonomiaz*, 87 (1<sup>er</sup> Semestre), pp. 32-59.
- MORAL, M. J. (2019). Evolución comparada de las manufacturas españolas. *Cuadernos de Información económica*, 273 (noviembre-diciembre 2019), pp. 45-54.

# Demografía empresarial pos-COVID: una primera aproximación

Ramon Xifré\*

**Este trabajo documenta, de forma aproximada y provisional, el impacto que la crisis de la COVID-19 ha supuesto en algunos indicadores de actividad y dinamismo empresarial y explora las diferencias entre sectores. La interpretación conjunta de los datos de facturación y de altas netas de sociedades sugiere que se está polarizando el panorama empresarial. Hay sectores que están experimentando una recuperación vigorosa, principalmente la agricultura y el transporte. En cambio, la COVID-19 ha supuesto un agravamiento de las dificultades estructurales que venía sufriendo parte del tejido empresarial de la industria manufacturera y ha provocado un desastre de imprevisibles consecuencias en la hostelería. En el caso de la industria es probable que la mayor parte de las empresas disueltas corresponda a unidades de pequeño tamaño y/o baja productividad, mientras que se están reforzando aquellas empresas más competitivas. En el caso del comercio, la cifra de negocios se sigue contrayendo después de la crisis, pero hay crecimiento neto en el número de sociedades. Aunque los datos no permiten profundizar en el diagnóstico, es probable que la parte positiva se corresponda con el subsector de la alimentación y otros bienes de primera necesidad, mientras que el resto del comercio minorista esté experimentando dificultades. Por todo ello, será necesario adaptar y modular cualquier medida de apoyo económico a la realidad y a las expectativas razonables de cada sector.**

Recientemente se han publicado análisis sobre las perspectivas de recuperación de la economía española de la crisis de la COVID-19 (Torres y Fernández, 2021) y sobre los retos para recapitalizar el tejido empresarial en España (Peña y Guijarro, 2021; Torres, 2021). El presente trabajo pretende

realizar un análisis complementario, centrándose en un diagnóstico, provisional y aproximado, del impacto de la crisis en el tejido empresarial. De esta forma se da continuidad a estudios sobre la demografía y la dinámica empresarial españolas previos a la crisis de la COVID-19 (Xifré, 2016 y 2019).

\* ESCI – UPF, UPF Barcelona School of Management, PPSRC–IESE.

Gráfico 1

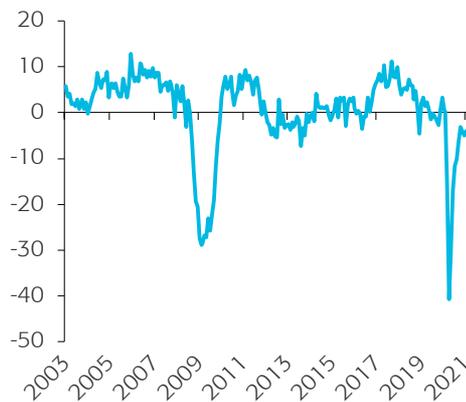
**Variación interanual en el índice de cifra de negocios empresarial (ICNE)**

(Corregido de efectos estacionales y de calendario. En porcentaje)

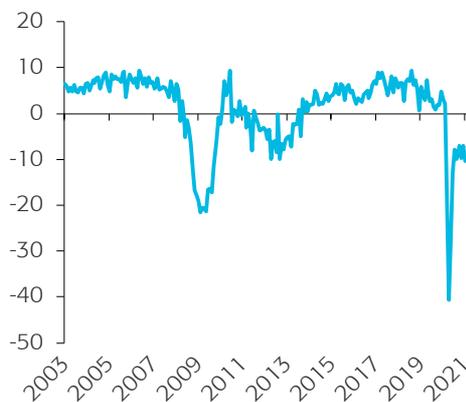
a - Índice general



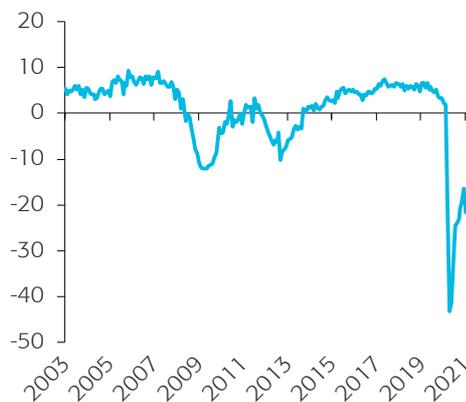
b - Índice de manufacturas



c - Índice de comercio



d - Índice de resto de servicios



Fuente: INE.

A diferencia de estos estudios previos, el presente trabajo, por limitación en la disponibilidad de datos, no puede cubrir la evolución de la situación de los trabajadores autónomos y se centra en la dinámica de las sociedades mercantiles. La razón es que la estadística de referencia del INE con datos de demografía empresarial incluyendo a los autónomos, el DIRCE, correspondiente a enero de 2021 no está todavía disponible. Por ello, el análisis aquí expuesto se basa en otras dos fuentes del INE: el índice de cifra de negocios empresarial y el saldo neto de sociedades mercantiles creadas. Queda, por

tanto, como tarea pendiente analizar el impacto de la COVID en el tejido empresarial en su conjunto cubriendo a los trabajadores autónomos.

**Cifra de negocios empresarial**

El gráfico 1 muestra la variación interanual en el índice de cifra de negocios empresarial (ICNE) corregido de efectos estacionales y calendario para el caso de la economía en su conjunto, las manufacturas, el

comercio, y el resto de servicios no financieros<sup>1</sup>. Se muestran datos mensuales para el período comprendido entre enero de 2003 y enero de 2021.

---

*La trayectoria de la industria muestra una recuperación relativamente rápida de la crisis de la COVID-19. Esto sugiere que se puede estar produciendo un proceso de reforzamiento de aquellas empresas industriales más competitivas, mientras que el grueso de la desaparición de sociedades se concentra en aquellas empresas de menor tamaño y/o baja productividad*

---

A lo largo de este periodo se ponen de manifiesto los siguientes hechos estilizados:

- La mayor parte de los meses, es decir, fuera de periodos de crisis, tanto para el índice de la economía en su conjunto como para los índices sectoriales, las tasas interanuales de variación se mantuvieron confinadas en el rango de entre -10 % y +10 %. Variaciones interanuales comprendidas en este rango pueden considerarse, por tanto, compatibles con la estabilidad histórica de la serie.
- La crisis financiera (2008-2010) generó caídas de magnitudes distintas en los tres sectores: del orden del 10 % en el caso del resto de servicios; del 20 % en el caso del comercio; y del 30 % en las manufacturas.
- La crisis de la COVID-19 ha generado una caída inicial en la cifra de negocios extraordinariamente abrupta y relativamente parecida en los tres sectores, de aproximadamente el 40 % interanual.
- Las trayectorias de recuperación de esta caída inicial varían de forma significativa entre

sectores de actividad y son también distintas de las observadas en la crisis anterior.

Para estudiar con más detalle este último punto, el gráfico 2 muestra dos series mensuales del ICNE, igualmente corregidas de efectos estacionales y de calendario, que corresponden a los periodos posteriores a las crisis financiera y de la COVID. Las series se representan normalizadas según el último valor previo a cada crisis. La primera serie normaliza tomando como referencia julio de 2008=100 y cubre quince meses hasta septiembre de 2009, mientras que la segunda serie toma como referencia febrero de 2020=100 y cubre hasta enero de 2021 (último dato disponible).

Como se puede observar, la trayectoria de la industria muestra una recuperación relativamente rápida de la crisis de la COVID mientras que la crisis financiera generó un deterioro mensual sostenido a lo largo de los quince meses considerados. De hecho, el ICNE de las manufacturas prácticamente se ha recuperado doce meses después de la irrupción de la crisis de la COVID (96 %). Esto sugiere que se puede estar produciendo un proceso de reforzamiento de aquellas empresas industriales más competitivas mientras que el grueso de la desaparición de sociedades se concentra en aquellas empresas de menor tamaño y/o baja productividad.

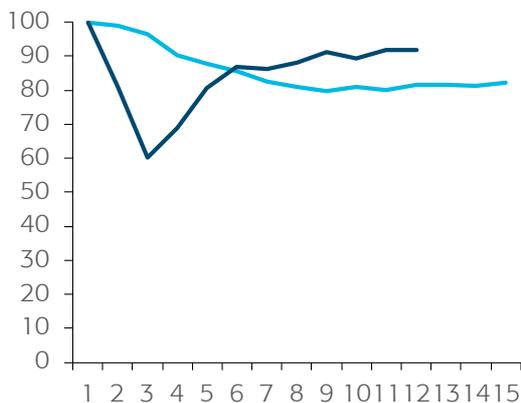
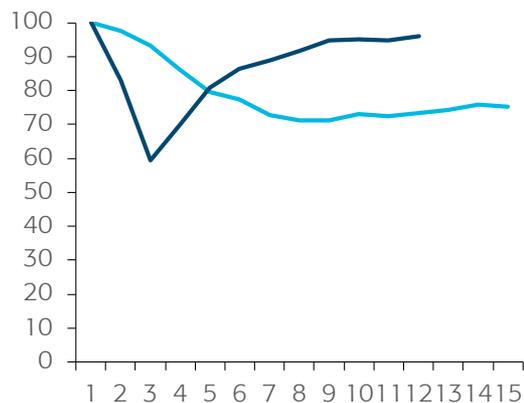
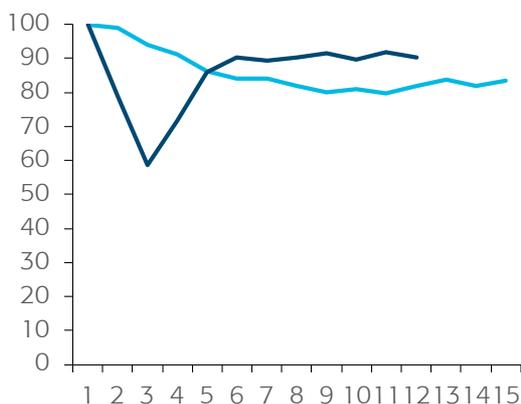
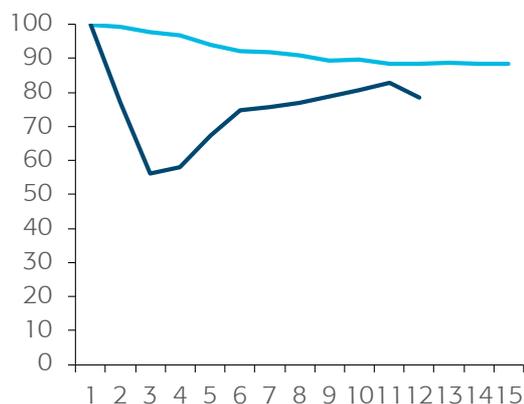
El estado de la facturación del comercio no es tan positivo, ya que un año después la facturación del sector se sitúa todavía un 10 % por debajo de los niveles precrisis. Aquí hay que precisar que, aunque los datos disponibles no permiten profundizar en el diagnóstico, es probable que existan importantes asimetrías dentro del agregado del comercio. Es muy plausible que el subsector de la alimentación y otros bienes de primera necesidad no esté atravesando dificultades especiales, mientras que el resto del comercio minorista se esté enfrentando a un escenario sustancialmente más comprometido.

<sup>1</sup> Según la CNAE-09, el ICNE realiza las siguientes agrupaciones de actividades: industrias extractivas y manufactura (códigos B-C), comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas (código G), resto de servicios no financieros, que incluye el transporte y almacenamiento, hostelería, información y comunicaciones, actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades administrativas y servicios auxiliares (códigos H-N).

Gráfico 2

**Índice de cifra de negocios empresarial (ICNE)**

(Corregido de efectos estacionales y de calendario. Base 2015)

**a - Índice general****b - Industria****c - Comercio****d - Resto de servicios**

— 2008-2010 — COVID-19

Nota: Para la crisis 2008-2010 se toma 2008M7 como base 100 y para la crisis COVID-19 se toma 2020M2.

Fuente: INE.

La situación del resto de servicios, que incluye a la hostelería, es más preocupante todavía. Por un lado, la caída inicial ha sido mayor pero el principal problema es que la recuperación está siendo mucho más débil y lenta, probablemente debido al impacto adverso específico en estos sectores de las medidas de limitación de la movilidad necesarias para contener la epidemia. De hecho, un año después de la irrupción de la COVID la cifra de negocio es todavía un 20 % inferior al nivel previo de la crisis. Todo ello resulta en que el nivel de facturación general se sitúa

a enero de 2021 casi 10 puntos por debajo (91 %) del nivel previo a la crisis.

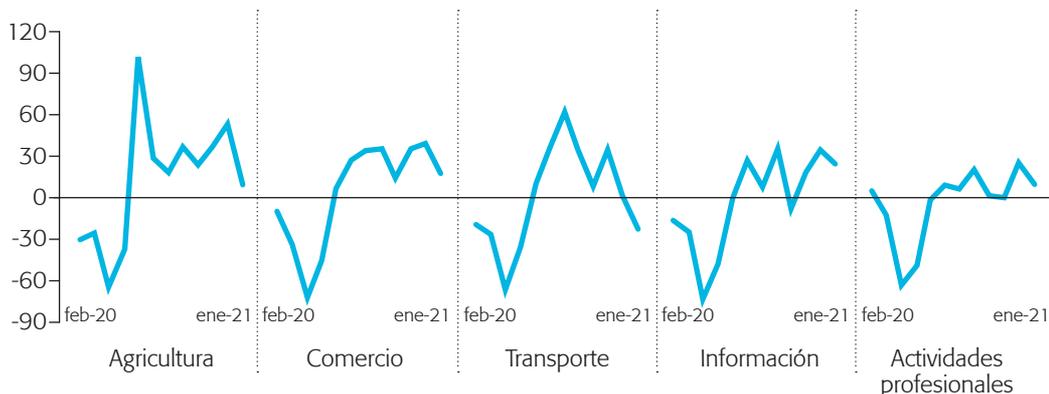
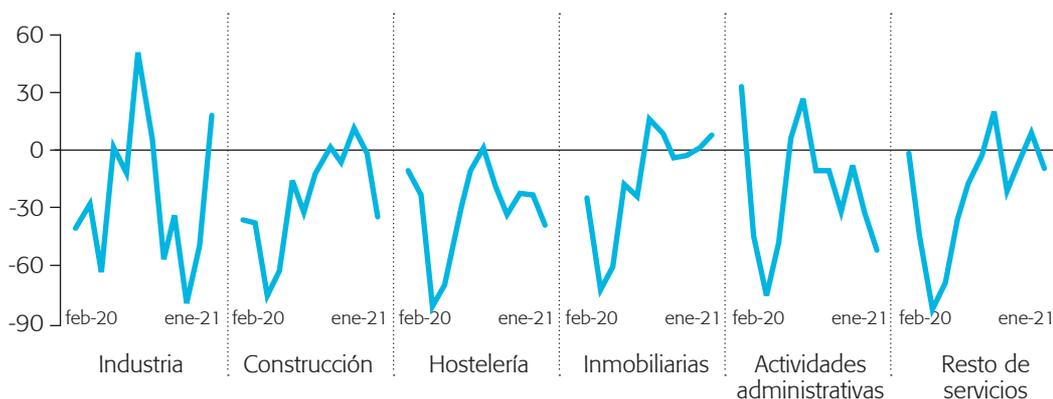
**Evolución del número de sociedades**

Para realizar una aproximación a la dinámica empresarial con un nivel mayor de desagregación sectorial, el gráfico 3 representa la sucesión de las variaciones interanuales en el saldo neto de las sociedades mercantiles creadas (sociedades constituidas menos sociedades disueltas) entre los meses

Gráfico 3

**Variación interanual en el número de altas netas según actividad principal de la empresa**

(En porcentaje)

**a - Sectores con crecimiento pos-COVID-19**

**b - Sectores con caída pos-COVID-19**


Fuente: INE.

de febrero de 2020 y enero de 2021. Según la actividad principal de las sociedades, se distinguen dos dinámicas diferentes representadas en los gráficos 3a y 3b respectivamente. En el gráfico 3a se presentan los sectores que han tenido crecimientos sostenidos en el número de altas netas de sociedades creadas después de la crisis de la COVID, mientras que en el gráfico 3b figuran los sectores en los que sigue dominando la tendencia negativa.

Como se puede observar, la caída interanual en el número de altas netas de sociedades correspondiente al mes de abril de 2020 es relativamente parecida en todos los sectores, situándose el promedio en un descenso del 72 %. Hay cierta dispersión

sectorial, correspondiendo las menores pérdidas en tejido empresarial a la industria (63 %), las actividades profesionales (65 %) y la agricultura (66 %), y las mayores, a la hostelería (81 %) y al resto de servicios (83 %). Otro rasgo destacable es que la creación neta de sociedades se redujo en todos los sectores en el mes de marzo y que en la mayoría de sectores (todos, excepto las actividades administrativas y las profesionales) el número de sociedades ya se redujo en el mes de febrero, con una caída del 11 % en promedio. Enero de 2020 no se representa en el gráfico debido a que la industria experimentó una fuerte caída interanual (144 %), que distorsionaría el gráfico, la mayor que ha experimentado este

## Cuadro 1

**Variación interanual en el saldo neto de sociedades mercantiles creadas**

(En porcentaje, promedio para los periodos junio 2020-enero 2021 y junio 2019-enero 2020)

	<i>Junio 2020– enero 2021</i>	<i>Junio 2019– enero 2020</i>
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	39,1	-25,6
Comercio al por mayor y al por menor; reparación vehículos de motor	26,2	-11,1
Transporte y almacenamiento	20,3	-28,5
Información y comunicaciones	17,0	10,5
Actividades profesionales, científicas y técnicas	8,5	25,9
Inmobiliarias financieras y seguros	-2,2	4,2
Resto de servicios	-8,4	11,4
Construcción	-11,5	-17,5
Actividades administrativas y servicios auxiliares	-14,3	3,2
Industria y energía	-19,8	-15,9
Hostelería	-22,4	1,7

Fuente: INE.

sector desde el año 2013, y para la que es difícil encontrar una explicación evidente.

Más allá de las similitudes entre sectores, antes y durante el pico de la crisis, destacan las diferencias en los perfiles temporales en los meses posteriores. En los sectores representados en el gráfico 3a ha aumentado, en variación interanual, el saldo neto de sociedades creadas prácticamente en cada uno de los meses comprendidos entre junio de 2020 y enero de 2021. Como muestra el cuadro 1, el sector de actividad que ha registrado un mayor aumento promedio durante este periodo ha sido el sector primario (39 %) seguido del comercio (26 %).

Por el contrario, en los sectores representados en el gráfico 3.B la dinámica destructiva de tejido empresarial ha persistido en los meses posteriores al primer impacto de la crisis del COVID-19. Como muestra el cuadro 1, las mayores caídas en el promedio de las variaciones interanuales en periodo junio 2020-enero 2021 se han registrado en la hostelería (22 %) y la industria (19 %). La lista de sectores con saldo neto negativo promedio se completa con las actividades administrativas, la construcción,

las actividades inmobiliarias, financieras y de seguros y el resto de servicios.

Para situar esta variedad de comportamiento sectorial en su contexto temporal, el cuadro 1 presenta también estas variaciones doce meses atrás, es decir, de junio de 2019 a enero de 2020. El gráfico 4 representa gráficamente el cuadro 1 y permite comparar las variaciones promedio en ambos periodos.

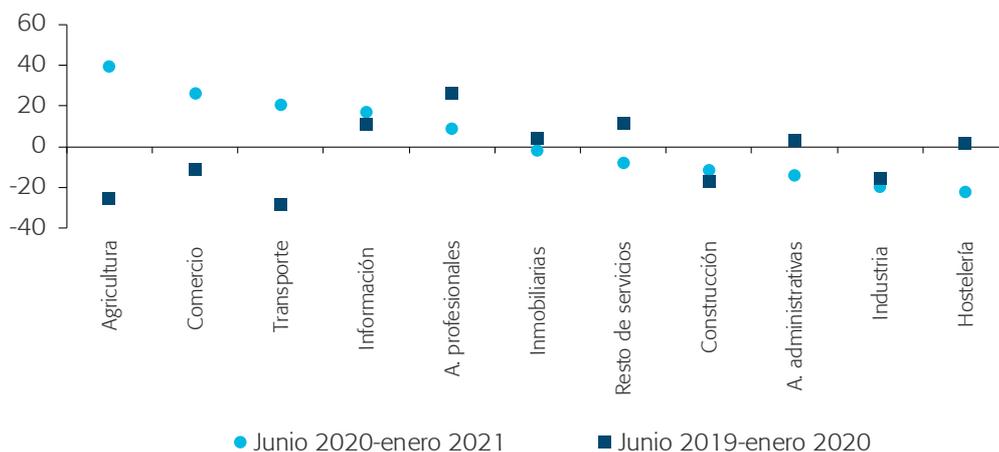
Estos datos sugieren que el comportamiento sectorial se puede agrupar en diferentes perfiles:

- En primer lugar, se encuentran aquellos sectores que presentan una dinámica del tejido empresarial parecida antes y después de la crisis de la COVID. En los casos de la industria manufacturera y la construcción esta dinámica es una destrucción sostenida del número de sociedades. En las actividades de telecomunicación y gestión de la información, la dinámica que se mantiene es de un incremento en creación neta de sociedades. Un último caso que se sitúa en el margen de esta categoría son las actividades inmobiliarias que, aunque

Gráfico 4

**Variación interanual promedio en el saldo neto de sociedades mercantiles creadas según período**

(En porcentaje)



Fuente: INE.

invierten su tendencia (pasando de la creación a la destrucción neta), presentan un cambio poco significativo cuantitativamente.

- En segundo lugar, existen diversos sectores en los cuales el dinamismo empresarial ha mejorado sustancialmente después de la crisis. Se trata de los sectores de la agricultura, el transporte y el comercio, en los cuales la variación promedio en el saldo neto en la constitución de sociedades ha pasado de ser (muy) negativo antes de la crisis a ser (muy) positivo después de la misma. En los dos primeros casos, las diferencias entre ambos periodos son particularmente acusadas, con ganancias de 65 y 48 puntos porcentuales respectivamente.
- Por último, se observan cuatro ramas de actividad en las que se ha producido un claro deterioro en el dinamismo empresarial después de la crisis: las actividades profesionales, el resto de servicios, las actividades administrativas y servicios auxiliares, y la hostelería. En las tres últimas, aumentaba la creación neta de sociedades antes de la crisis y después de la crisis se ha reducido de forma importante, destacando por su magnitud el deterioro que ha sufrido el dinamismo empresarial en el sector

de la hostelería, donde se ha pasado de un aumento interanual promedio de cerca de 2 % a una reducción superior al 22 %.

## Conclusión

Este trabajo ha documentado, de forma aproximada y provisional, el impacto que la crisis de la COVID-19 ha supuesto en algunos indicadores de actividad y dinamismo empresarial, ha explorado diferencias entre sectores y ha establecido comparaciones de estos impactos con periodos previos.

*La interpretación conjunta de los datos de facturación y de dinámica empresarial sugiere que se está polarizando el panorama empresarial, tanto de forma intersectorial como intrasectorial*

Atendiendo a la cifra de negocio empresarial, la caída generada por la crisis de la COVID-19 no tiene precedentes y su impacto inicial es aproximadamente dos veces superior al primer impacto que generó la crisis financiera. Con todo, las recuperaciones de algunos sectores, como la industria, han sido

relativamente rápidas y mucho más intensas que las experimentadas en la crisis financiera. La evolución de la cifra de negocios en el resto de servicios, que incluye la hostelería, lamentablemente es mucho menos optimista y se encuentra por debajo del 80 % del nivel previo a la crisis.

En términos de demografía empresarial, los datos disponibles se refieren solo a las sociedades mercantiles. Se distinguen claramente tres ramas de actividad, la agricultura, el comercio y el transporte, en las cuales el dinamismo empresarial ha mejorado después de la crisis. Muy probablemente esta mejoría refleja el impulso de recuperación después de la fortísima caída previa, pero aun así, algunos de estos sectores encadenan ocho meses continuados de crecimientos interanuales positivos en la creación neta de sociedades. En el otro extremo, se sitúan la construcción, la industria y la hostelería, sectores en los cuales la destrucción de empresas no ha cesado después de la crisis. En la hostelería el cambio de tendencia es acusado ya que con anterioridad a la crisis había crecimiento en el saldo neto de sociedades.

La interpretación conjunta de los datos de facturación y de dinámica empresarial sugiere que se está polarizando el panorama empresarial, tanto de forma intersectorial como intrasectorial. Con los datos disponibles, que cubren hasta enero del 2021, todo apunta a que hay sectores que están experimentando una recuperación vigorosa de la crisis, como la agricultura y el transporte. En cambio, la crisis ha supuesto un verdadero desastre, completamente inesperado y de imprevisibles consecuencias, para la hostelería y los subsectores más estrechamente dependientes de ella. La situación de la industria parece, de momento, ambivalente: se observan saldos netos negativos en la creación de sociedades, pero una recuperación importante en la cifra de negocios. Este comportamiento puede ser indicativo de un proceso de concentración de la actividad y el empleo industrial en aquellas empresas que son más competitivas. En el caso del comercio, su cifra de negocio sigue cayendo después de la crisis, pero se aprecia una recuperación en cuanto a las altas netas de sociedades en este sector. En este caso, con toda probabilidad se están produciendo

comportamientos asimétricos dentro del sector: una cierta normalidad para el comercio de alimentos y bienes de primera necesidad, junto a una situación comprometida del resto de comercio minorista.

Todo lo anterior pone de manifiesto la necesidad de adaptar y modular cualquier medida de apoyo económico a la trayectoria, realidad y expectativas razonables del sector correspondiente. En particular, los poderes públicos deberán velar para que se respeten las condiciones legales y deseables de trabajo y para promover al máximo la estabilidad en el empleo.

## Referencias

- PEÑA, I. y GUIJARRO, P. (2021). El reto de recapitalizar el tejido empresarial en España. *Cuadernos de Información Económica*, 281 (marzo-abril), pp. 9-15. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-reto-de-recapitalizar-el-tejido-empresarial-en-espana/>
- TORRES, R. (2021). Las ayudas directas a empresas en Alemania, España, Francia e Italia. *Funcas Blog*. Disponible en <https://blog.funcas.es/las-ayudas-directas-a-empresas-en-alemania-espana-francia-e-italia/>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2021). Perspectivas de recuperación de la economía tras la tercera ola. *Cuadernos de Información Económica*, 281 (marzo-abril), pp. 1-8. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-de-recuperacion-de-la-economia-tras-la-tercera-ola/>
- XIFRÉ, R. (2016). El tejido empresarial en España: estructura, evolución reciente y retos pendientes. *Cuadernos de Información Económica*, 252 (mayo-junio), pp. 21-29. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/252art03.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/252art03.pdf)
- XIFRÉ, R. (2019). Dinamismo empresarial en España: evolución reciente y perspectivas. *Cuadernos de Información Económica*, 271 (julio-agosto), pp. 49-57. Disponible en: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/271art07.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/271art07.pdf)

# Hitos y retos de la diversidad de género en los consejos de administración en España

Irma Martínez García\* y Fernando Gómez Díaz\*\*

**La presencia de mujeres consejeras en las empresas cotizadas españolas ha aumentado significativamente en los últimos años, en parte gracias a las distintas normativas que promueven la diversidad de género en los consejos de administración. En 2020, el porcentaje de empresas que cumplía con la recomendación del 30 % establecida en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015 ha sido significativamente mayor entre las empresas del Ibex 35 que entre las empresas del resto del mercado continuo. En la actualidad el nuevo Código de 2020 y la Ley de cuotas comparten el mismo objetivo de diversidad: un 40 % del género menos representado. Los escenarios estimados en este artículo ven factible que el Ibex 35 cumpla dicho objetivo entre 2023 y 2024, mientras que para el resto de empresas cotizadas no se alcanzaría el umbral antes de 2026.**

La diversidad de género en los órganos de gobierno empresariales es hoy en día objeto de debate político, social y académico. Numerosas teorías económicas sostienen que la diversidad de género en los órganos de decisión de las empresas incrementa la productividad y el rendimiento –el denominado *business case*–, sin embargo, los hombres siguen ocupando la mayoría de los asientos en los consejos de administración (EIGE, 2021). Diferentes agentes sociales demandan un incremento en la presencia femenina en el gobierno corporativo, a la vez que gobiernos, organismos reguladores y organizaciones internacionales establecen el logro de la igualdad

de género como una prioridad, también a nivel empresarial.

Así, en los últimos años se ha incrementado la aprobación de normativa que promueve la presencia femenina en los consejos de administración. Comenzando con Noruega en 2003, varios países europeos como Francia, Italia, Bélgica o Alemania han introducido cuotas que obligan a través de sanciones a que las mujeres ocupen un tanto por ciento de los asientos en los consejos. Otros países, como Islandia o Suiza, han promulgado legislación de cuotas, pero sin sanciones, mientras que Dinamarca, Suecia o

\* Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Las opiniones y posibles errores pertenecen a la autora y en ningún caso a la CNMV.

\*\* Funcas.

Reino Unido han aprobado códigos que siguen el principio “cumplir o explicar” y contienen recomendaciones relativas a la diversidad de género en los consejos (Martínez-García y Gómez-Ansón, 2020).

España fue de los primeros países en introducir normativa sobre diversidad de género en los consejos de administración, la cual ha estado en constante revisión y actualización a lo largo de los años. Aunque la presencia de mujeres consejeras en las empresas cotizadas españolas ha aumentado significativamente en los últimos años hasta alcanzar el 23,7 % para el conjunto de empresas cotizadas y el 27,5 % para el Ibex 35 en el año 2019, no es menos cierto que aún existen consejos de administración constituidos íntegramente por hombres (CNMV, 2021).

En 2020, tras la aprobación del nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, la prensa económica se ha hecho eco de la situación de las mujeres consejeras en las empresas del Ibex 35 (Cinco Días, 2020). Según los últimos datos oficiales publicados para 2020, el índice cumpliría con la recomendación del 30 % de diversidad previa al nuevo Código aprobado y son veintiuna las empresas que siguen la recomendación de forma individual, mientras que tan solo cuatro sociedades alcanzan el 40 % establecido en la nueva recomendación (CNMV, 2021). Para el resto del mercado continuo, el porcentaje medio de mujeres consejeras no alcanza el 30 % y se sitúa en un 23,46 % siendo el 30,85 % de las empresas las que cumplirían con la recomendación del 30 % y el 12,78 % las que con al menos un 40 % de diversidad de género ya cumplirían con la nueva recomendación (CNMV, 2021).

Este trabajo tiene como objeto analizar el grado de cumplimiento de las empresas con las distintas normativas sobre diversidad de género que se han aprobado en España, estudiando si existen diferencias entre las empresas del Ibex 35 y el resto de sociedades del mercado continuo. Además, se realizan unos escenarios que nos permiten identificar los retos a los que se enfrentan las empresas españolas tras la aprobación del nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

## Evolución y cumplimiento de las normativas sobre diversidad de género en España

Las diferentes normativas sobre diversidad de género en los consejos de administración que se han introducido en España comparten una característica: son voluntarias. Las normativas voluntarias, también denominadas *soft*, no llevan asociadas sanciones en caso de incumplimiento, algo que sí presentan las normativas *hard* de países como Noruega (exclusión del mercado de valores), Italia (multas) o Francia y Bélgica (suspensión de la compensación de los consejeros y nulidad de los nombramientos).

En 2006, se introduce por primera vez en el Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CNMV, 2006) una recomendación sobre diversidad de género en los consejos de administración mediante la cual se insta a las empresas a constituir consejos diversos en aspectos de género y, en caso de no cumplir con la recomendación, a explicar los motivos (principio “cumplir o explicar”) en los informes anuales de gobierno corporativo. Si bien en 2013 este Código fue revisado, no se introdujeron modificaciones en esta recomendación.

---

*Las diferentes normativas sobre diversidad de género en los consejos de administración que se han introducido en España comparten una característica: son voluntarias. Por tanto, no llevan asociadas sanciones en caso de incumplimiento, algo que sí presentan las normativas de países como Noruega (exclusión del mercado de valores), Italia (multas) o Francia y Bélgica (suspensión de la compensación de los consejeros y nulidad de los nombramientos).*

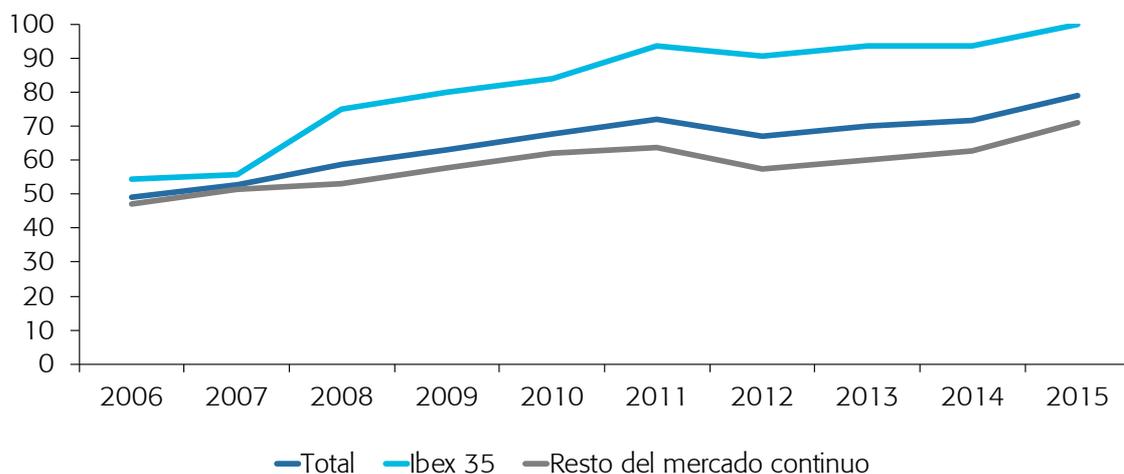
---

Al no establecerse un umbral específico en dicho código, podría considerarse que una empresa cumple cuando hay al menos una mujer consejera. Desde que se introdujo la recomendación de género, la proporción de empresas con consejos de administración que incluyen al menos una mujer ha seguido una tendencia creciente, observándose

Gráfico 1

### Empresas que cumplen con la recomendación de diversidad de género del Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2006 y 2013)

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

tan solo un leve retroceso en 2012 (gráfico 1). Además, si bien en el año 2006 la proporción de empresas con consejos de administración con diversidad de género era similar entre las empresas que componen el Ibex 35 y el resto del mercado continuo, a partir de 2008 comienzan a observarse diferencias significativas (U de Mann-Whitney) entre ambos, siendo mayor la proporción de empresas que cumplen la recomendación de género entre las empresas del Ibex 35.

A diferencia de los códigos anteriores, en el año 2015 el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CNMV, 2015) introduce como recomendación un porcentaje mínimo de representación por género (un 30 %) y un horizonte temporal de cinco años para alcanzarlo. El porcentaje de empresas que cumple con la recomendación (gráfico 2) es también creciente en el tiempo y el grado de cumplimiento significativamente mayor entre las empresas del Ibex 35 que entre las del resto del mercado continuo a partir de 2017 (U de Mann-Whitney). Sin

embargo, se observa que el porcentaje de empresas que cumple con la recomendación es inferior al que cumplía con la recomendación anterior.

Finalmente, en 2020 el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CNMV, 2020) incrementa el porcentaje recomendado de diversidad de género hasta el 40 %, se fija un suelo del 30 % y se establece un periodo de dos años para cumplir con la recomendación.

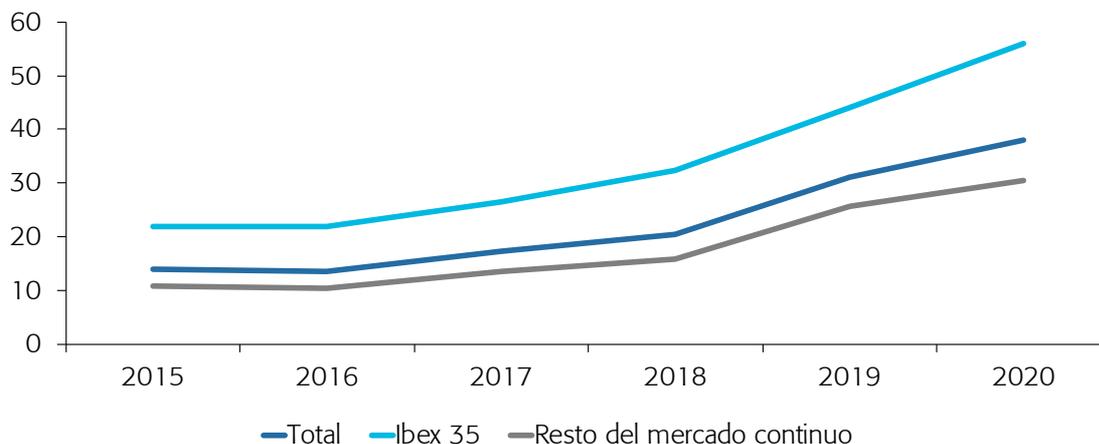
Con respecto a la legislación de cuotas, la Ley de Igualdad de 2007 introdujo una cuota de género del 40 % en los consejos de administración. Esta legislación estableció el año 2015 como horizonte temporal para cumplir el objetivo de diversidad por las empresas cotizadas y no cotizadas que tengan la obligación de presentar cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada<sup>1</sup>. Esta cuota no contempla sanciones en caso de incumplimiento, aunque sí establece un incentivo por el cual, a igualdad de méritos, las empresas que cumplan tendrán preferencia en la formalización de

<sup>1</sup> Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-6115>

Gráfico 2

## Empresas que cumplen con la recomendación de diversidad de género del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015)

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

contratos con las administraciones públicas. En la actualidad, esta ley continúa en vigor, aunque en los últimos años instituciones supranacionales y nacionales han intentado establecer cuotas de género con sanciones que finalmente no han sido aprobadas.

Cuando analizamos el grado de cumplimiento de la ley de cuotas desde su aprobación hasta la actualidad, se observa que menos del 10 % cumplen, alternándose periodos de crecimiento, estancamiento y decrecimiento (gráfico 3). En 2015, año establecido para alcanzar el 40 % de diversidad, tan solo el 1,7 % de las empresas cotizadas cumplía. Al contrario que con las recomendaciones, no se observa un mayor cumplimiento por parte del Ibex 35 ni se detectan diferencias significativas en el grado de cumplimiento entre empresas del Ibex 35 y del resto del mercado continuo (U de Mann-Whitney).

En resumen, el cumplimiento de las empresas con las recomendaciones de género incluidas en los códigos de buen gobierno es superior al cumplimiento con la ley de cuotas. Los resultados sugieren que para las empresas es más relevante la señalización en los mercados como ejemplos de buen gobierno a través del principio “cumplir o explicar”

que el incentivo de formalización de contratos con la administración pública establecido por la cuota.

## Futuro de la diversidad de género en los consejos de administración: retos del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas 2020

El Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2020, tal y como se ha mencionado anteriormente, recomienda que en 2022 los consejos de administración tengan, al menos, un 40% de mujeres. A continuación se ha realizado un ejercicio de diferentes escenarios para las empresas cotizadas españolas con el fin de observar qué resultados se pueden esperar para 2022, año propuesto por el Código para alcanzar el objetivo.

Para la elaboración de los escenarios se ha tenido en cuenta el incremento de la tasa de participación de la mujer en los consejos de administración en tres momentos. De tal manera, el escenario pesimista asume que el aumento de la presencia femenina en los próximos años se producirá en línea con la media del crecimiento de la tasa de participación desde el

Gráfico 3

**Empresas que cumplen con la cuota de género incluida en la Ley de Igualdad (2007)**

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

año 2006 (aprobación de la primera recomendación de género) hasta 2020. En el escenario central se tiene en cuenta el comportamiento medio ocurrido desde el penúltimo Código, en 2015, hasta 2020<sup>2</sup>. Y, por último, para el escenario optimista se considera que el aumento en la tasa de participación será del orden del dato más elevado de la serie histórica.

El gráfico 4 muestra cómo el Ibex 35 no alcanzaría en 2022 el objetivo del 40 % en el escenario optimista (i.e. suponiendo un incremento anual en la participación de 3,7 puntos porcentuales). De ser la variación más moderada, en línea con los últimos cuatro años (escenario central), se lograría en 2024 y, si ocurriera una desaceleración en el ritmo de crecimiento (escenario pesimista), se pospondría hasta 2026. Para alcanzar el objetivo propuesto por el Código en 2022 sería necesario que la tasa de participación de la mujer se incrementara anualmente en torno a cinco puntos porcentuales en 2021 y 2022, lo que requiere una aceleración importante respecto a la tendencia de los últimos años ya que, por ejemplo, en 2020 el aumento fue de 2,8 puntos porcentuales.

Con respecto a la situación del resto del mercado continuo (gráfico 4), la consecución del objetivo del 40 % en el año 2022 es improbable ya que, para ello, sería necesario que la tasa de participación aumentara en unos nueve puntos porcentuales cada año, cuando en el mejor dato de la serie histórica apenas alcanzó los tres puntos. Con ese crecimiento, correspondiente al escenario optimista, el resto del mercado continuo alcanzaría el objetivo del 40 % en 2026. En el escenario central se retrasaría a 2030 y, por último, se pospondría hasta 2036 en el escenario pesimista.

Finalmente, para el total de empresas cotizadas en España, la situación es un intermedio entre el Ibex 35 y el resto del mercado continuo. En el mejor de los casos (escenario optimista), se lograría la meta del 40 % en 2025, mientras que si continúa creciendo en línea con los últimos cuatro años se alcanzará en torno a 2028 (escenario central). Si ocurriera una desaceleración acusada en el ritmo de crecimiento (escenario pesimista), la recomendación se cumpliría en 2032. Así, para que el total de empresas cotizadas alcanzase el objetivo del 40 %

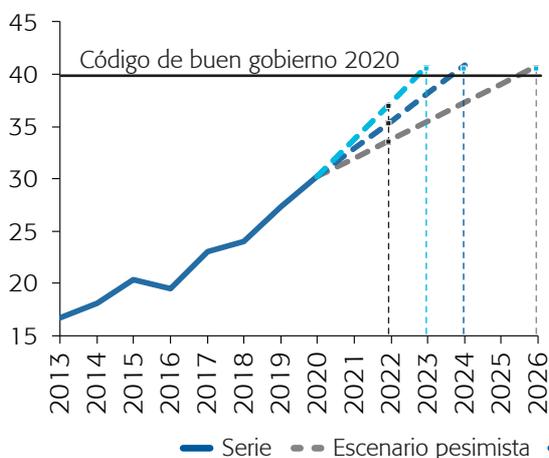
<sup>2</sup> El año 2016 fue anómalo, al haber una reducción en el número de mujeres que participaban en los consejos. Por ello, se omite este año a la hora de construir el escenario central, teniéndose únicamente en cuenta los incrementos de la tasa de participación en los años 2017, 2018, 2019 y 2020.

Gráfico 4

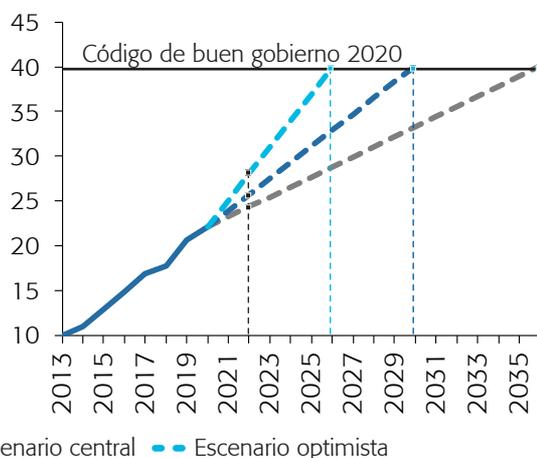
**Mujeres consejeras (2013-2020) y escenarios de previsión**

(En porcentaje)

a - Ibex 35



b - Resto del mercado continuo



Fuente: Elaboración propia.

en 2022 sería necesario un aumento anual de la tasa de participación de la mujer en los consejos en torno a ocho puntos porcentuales en 2021 y 2022, cuando en los últimos años estos incrementos han oscilado en torno a los dos puntos.

*El cumplimiento con la recomendación del 40 % de mujeres consejeras se presenta poco factible para el conjunto de las empresas cotizadas. No obstante, para el Ibex 35, aunque los análisis sugieren que en 2022 no se cumplirá con la recomendación, sí se considera posible que entre 2023 y 2024 se alcance un 40 % de diversidad de género en los consejos.*

En resumen, el cumplimiento con la recomendación del 40 % de mujeres consejeras introducida en 2020 se presenta poco factible para las empresas cotizadas, se incluya o no al Ibex 35 en el cómputo. No obstante, para el Ibex 35, aunque los análisis sugieren que en 2022 no se cumplirá con la recomendación, sí se considera posible que entre 2023

y 2024 se alcance un 40 % de diversidad de género en los consejos.

## Conclusiones

La presencia de mujeres consejeras en las empresas cotizadas españolas ha aumentado significativamente en los últimos años, en parte gracias a las distintas normativas que promueven la diversidad de género en los consejos de administración. Los resultados alcanzados en este trabajo permiten avanzar en el análisis de la efectividad de las normativas *soft* en el incremento de la presencia de mujeres consejeras, y están en la línea de estudios previos para el caso español (De Cabo *et al.*, 2019; Gabaldón y Giménez, 2017; Martínez-García, Sacristán-Navarro y Gómez-Ansón, 2020).

Los mejores resultados del Ibex 35 respecto al resto de empresas cotizadas en el continuo ponen de manifiesto la importancia del principio “cumplir o explicar” de los códigos de buen gobierno, mediante el cual las empresas se señalizan en los mercados y

en la sociedad como ejemplos de buenas prácticas corporativas.

En un contexto institucional donde existen los dos tipos de normativas voluntarias, como es el caso del español, el grado de cumplimiento con las recomendaciones de género incluidas en los códigos de gobierno corporativo es mayor que con la ley de cuotas. La poca efectividad de la cuota podría venir explicada por su modalidad *soft*, pareciendo insuficiente el incentivo relativo a la formalización de contratos con las administraciones públicas.

Aunque toda la normativa tiene como rasgo común la voluntariedad, ha presentado ciertas discrepancias en su formulación, sobre todo, en lo relativo a los porcentajes de diversidad objetivo y los horizontes temporales para alcanzarlos. Por ejemplo, cuando se introduce la recomendación de género del 30 % en 2015, este porcentaje se situó diez puntos por debajo del objetivo establecido por la cuota sin sanción del año 2007 –y que debía cumplirse justo en el año en que se introduce la recomendación (2015)–. En la actualidad, la ley de cuotas y la recomendación de género introducida en el último Código comparten el mismo objetivo de diversidad: al menos un 40% del género menos representado.

Los escenarios calculados en este estudio ven factible que el Ibex 35 cumpla el objetivo entre 2023 y 2024, mientras que para el resto de las empresas cotizadas no se alcanzaría el umbral antes de 2026.

En conclusión, aunque los avances en la diversidad de género han sido notables en los últimos años, en especial en el Ibex 35, la evolución y situación actual de la mujer en los consejos de administración pone en riesgo la consecución del 40 % de diversidad establecido por el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2020 en el plazo previsto.

## Referencias

- CINCO DÍAS (2020). El Ibex ya cumple con el 30% de mujeres consejeras, 26 de mayo de 2020. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/05/25/companias/1590437375\\_524449.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/05/25/companias/1590437375_524449.html)
- CNMV (2006) Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_unificado\\_Esp\\_04.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf)
- CNMV (2015). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)
- CNMV (2020). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG\\_2020.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf)
- CNMV (2021). *Presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas*. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Consejerasydirectivas\\_2020.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Consejerasydirectivas_2020.pdf)
- DE CABO, R., TERJESEN, S., ESCOT, L. y GIMENO, R. (2019). Do 'soft law' board gender quotas work? Evidence from a natural experiment. *European Management Journal*, 37(5), pp. 611-624. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2019.01.004>.
- EIGE (2021). *Gender Statistics Database*. Disponible en: [https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm\\_bus\\_bus\\_wmid\\_comp\\_compbm](https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm_bus_bus_wmid_comp_compbm)
- GABALDÓN, P. y GIMÉNEZ, D. (2017). Gender diversity on boards in Spain: A non-mandatory quota. En: C. Seierstand, P. Gabaldón, y H. Mensi-Klarbach (eds), *Gender diversity in the boardroom* (pp. 47-74). Londres: Palgrave MacMillan. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-56142-4\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-319-56142-4_3).
- MARTÍNEZ-GARCÍA, I. y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2020). Effectiveness of gender regulations on boards of directors: The role of the institutional environment. *CNMV Bulletin*, Quarter I, 2020, pp. 149-176. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3677804>
- MARTÍNEZ-GARCÍA, I., SACRISTÁN-NAVARRO, M. y GÓMEZ-ANSÓN, S. (2020). Diversidad de género en los consejos de administración: El efecto de la normativa en la presencia de mujeres en las empresas españolas cotizadas. *Revista Internacional de Investigación en Comunicación aDRResearch ESIC*, 22(22), pp. 60-81. <https://doi.org/10.7263/adresic-022-03>.



# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

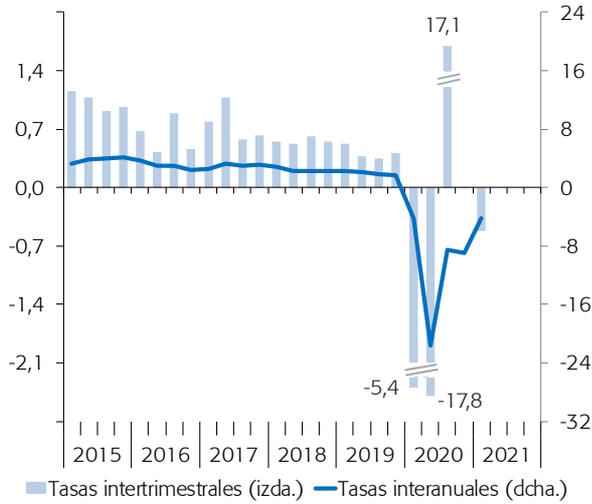
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo			Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)	
				Total	Construcción	Equipo y otros productos					
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>											
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	3,0	5,2	4,5	6,8	1,9	-0,5	
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	8,2	4,3	5,1	3,9	-0,1	
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0	
2017	3,0	3,0	1,0	6,8	6,7	6,9	5,5	6,8	3,1	-0,2	
2018	2,4	1,8	2,6	6,1	9,3	3,1	2,3	4,2	3,0	-0,5	
2019	2,0	0,9	2,3	2,7	1,6	3,7	2,3	0,7	1,4	0,6	
2020	-10,8	-12,1	3,8	-11,4	-14,0	-8,8	-20,2	-15,8	-8,8	-2,0	
2021	6,0	6,2	3,1	6,3	2,6	9,8	11,1	10,1	5,5	0,5	
2022	6,2	5,9	2,5	9,1	11,6	6,8	10,7	9,5	5,7	0,5	
2020	I	-4,3	-5,9	3,5	-5,1	-6,3	-3,9	-5,8	-5,3	-4,0	-0,3
	II	-21,6	-24,3	3,3	-24,3	-25,4	-23,1	-38,7	-32,6	-18,7	-2,9
	III	-8,6	-9,2	4,0	-9,0	-12,5	-5,4	-19,8	-15,7	-6,8	-1,8
	IV	-8,9	-9,2	4,5	-7,2	-11,5	-2,8	-16,3	-9,4	-6,3	-2,6
2021	I	-4,3	-3,9	3,8	-4,2	-12,5	4,1	-9,5	-5,2	-2,7	-1,6
	II	18,3	21,3	3,2	21,5	12,6	30,5	40,9	35,2	16,4	1,8
	III	4,8	4,4	2,7	3,7	3,1	4,3	12,4	10,6	4,1	0,7
	IV	7,3	5,9	2,5	7,1	9,7	4,7	11,0	6,8	5,9	1,4
2021	I	8,9	8,1	2,5	11,2	17,7	5,6	13,5	10,7	7,8	1,0
	II	8,2	7,6	3,0	12,1	17,1	7,7	13,2	11,4	7,5	0,7
	III	5,0	4,4	2,6	8,6	9,6	7,7	9,5	8,8	4,6	0,3
	IV	3,0	3,6	1,9	4,7	3,3	6,1	7,2	7,4	3,0	0,0
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>											
2020	I	-5,4	-6,5	1,1	-4,9	-4,2	-5,6	-7,5	-5,8	-18,3	12,9
	II	-17,8	-19,7	0,6	-20,5	-20,7	-20,2	-34,0	-28,6	-60,6	42,9
	III	17,1	20,9	1,3	21,5	16,7	26,4	31,1	26,8	61,6	-44,6
	IV	0,0	0,0	1,3	1,0	-0,2	2,1	4,6	6,2	1,7	-1,7
2021	I	-0,5	-1,0	0,5	-1,9	-5,2	1,2	-0,1	-1,3	-3,6	3,1
	II	1,5	1,4	0,0	0,9	2,0	0,0	2,8	1,8	4,7	-3,2
	III	3,7	4,0	0,8	3,7	6,8	1,0	4,6	3,8	13,5	-9,8
	IV	2,5	1,5	1,2	4,3	6,2	2,5	3,3	2,5	8,6	-6,2
2022	I	0,9	1,0	0,4	1,9	1,7	2,0	2,1	2,2	3,9	-3,0
	II	0,9	0,9	0,5	1,8	1,5	2,0	2,5	2,4	3,6	-2,7
	III	0,6	0,9	0,4	0,5	0,0	1,0	1,2	1,3	2,5	-2,0
	IV	0,5	0,7	0,5	0,5	0,0	1,0	1,1	1,2	2,2	-1,7
	<b>Precios corrientes (mm euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>									
2014	1.032	59,4	19,6	17,8	8,8	8,9	33,5	30,4	96,9	3,1	
2015	1.078	58,5	19,5	18,0	8,7	9,3	33,6	30,6	97,0	3,0	
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	8,6	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0	
2017	1.162	58,4	18,6	18,7	9,0	9,7	35,1	31,5	96,4	3,6	
2018	1.204	58,2	18,7	19,5	9,7	9,7	35,1	32,4	97,3	2,7	
2019	1.245	57,3	18,9	19,9	10,0	9,9	34,9	31,9	97,0	3,0	
2020	1.122	56,0	22,0	19,8	9,8	10,1	30,6	29,1	98,5	1,5	
2021	1.201	56,7	21,8	19,9	9,5	10,5	32,2	31,3	99,1	0,9	
2022	1.292	56,5	21,0	20,4	9,9	10,5	33,4	32,0	98,6	1,4	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

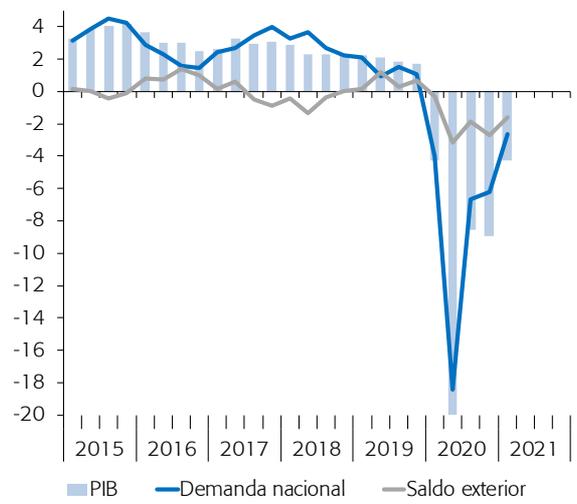
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

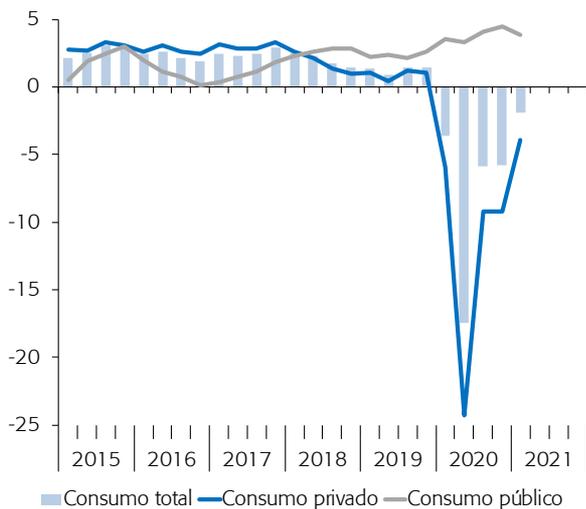
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



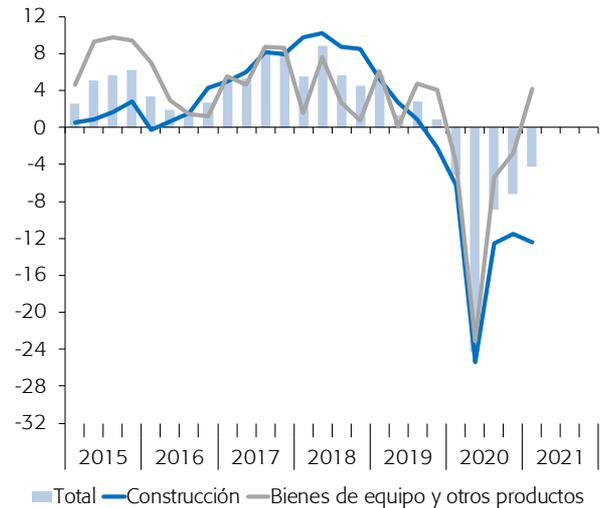
**Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**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\*

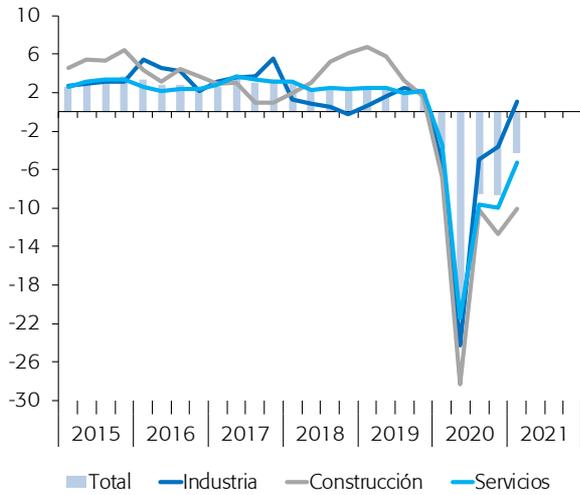
	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
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	3,1	-3,7	4,0	5,7	2,0	3,3	2,5	3,5	1,9	
2018	2,5	7,5	0,6	0,0	4,1	2,6	1,0	3,1	1,8	
2019	2,1	-2,3	1,7	1,2	4,3	2,2	1,2	2,6	0,1	
2020	-10,6	5,3	-9,6	-10,7	-14,5	-11,1	1,5	-15,1	-12,9	
2021 (a)	-4,3	3,7	1,1	1,1	-10,1	-5,3	4,2	-8,5	-3,8	
2019	II	2,3	-4,4	1,6	0,7	5,8	2,4	1,5	2,7	0,2
	III	2,0	0,0	2,4	1,9	3,2	1,9	1,0	2,2	0,0
	IV	1,9	-5,3	2,1	2,0	1,7	2,2	1,5	2,4	-0,3
2020	I	-3,8	1,0	-5,4	-6,2	-6,8	-3,4	0,9	-4,8	-8,9
	II	-21,5	7,6	-24,3	-27,8	-28,3	-21,5	0,1	-28,4	-22,2
	III	-8,5	4,6	-5,0	-5,4	-10,2	-9,6	1,3	-13,1	-9,0
	IV	-8,6	8,2	-3,6	-3,7	-12,7	-10,0	3,5	-14,3	-11,7
2021	I	-4,3	3,7	1,1	1,1	-10,1	-5,3	4,2	-8,5	-3,8
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales</b>										
2019	II	0,4	-2,7	0,7	0,3	0,6	0,5	0,6	0,4	-0,2
	III	0,4	1,4	0,7	0,7	-0,3	0,3	0,0	0,5	-0,1
	IV	0,5	0,1	-0,1	0,4	-0,1	0,7	0,4	0,7	-0,2
2020	I	-5,1	2,3	-6,6	-7,5	-7,0	-4,8	-0,2	-6,3	-8,4
	II	-18,1	3,7	-19,4	-22,8	-22,6	-18,3	-0,1	-24,5	-14,8
	III	17,1	-1,4	26,4	31,9	24,8	15,5	1,1	21,9	16,9
	IV	0,3	3,4	1,3	2,2	-2,8	0,3	2,6	-0,6	-3,2
2021	I	-0,6	-2,0	-2,1	-2,8	-4,2	0,2	0,5	0,1	-0,2
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios básicos</b>								
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	12,5	5,9	74,8	18,1	56,7	10,3	
2018	1.090	3,1	16,1	12,3	6,1	74,7	17,9	56,8	10,5	
2019	1.129	2,9	16,1	12,3	6,4	74,5	18,0	56,5	10,3	
2020	1.024	3,5	16,3	12,2	6,3	74,0	20,5	53,4	9,6	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

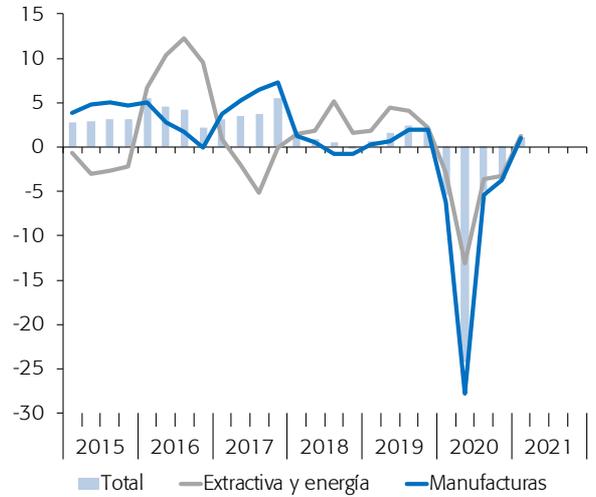
(a) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior.

Fuente: INE.

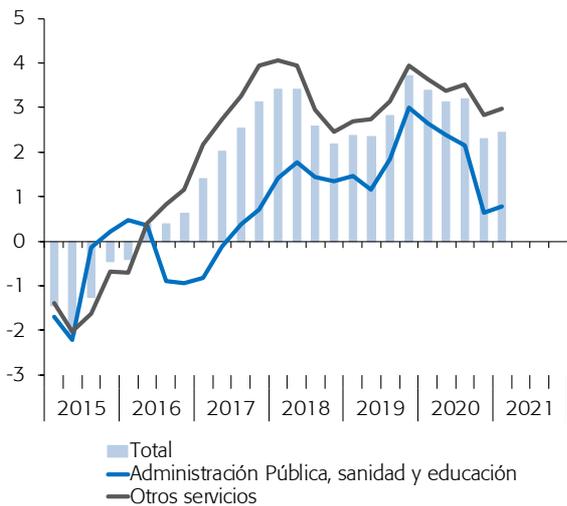
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**  
Tasas de crecimiento interanuales



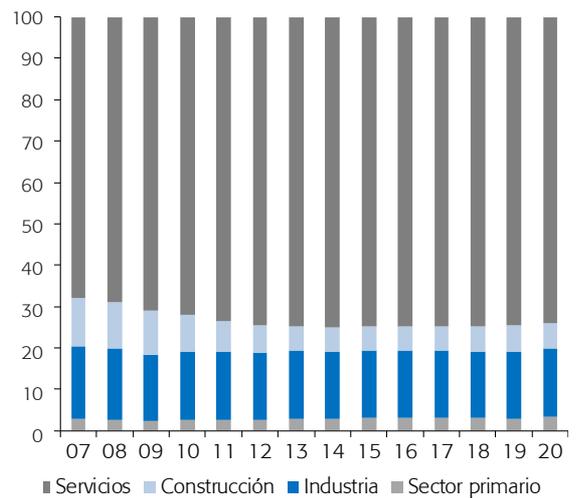
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**  
Tasas de crecimiento interanuales



**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	
<b>Índices, 2015 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>													
2014	96,3	96,9	99,4	99,4	100,1	100,6	95,6	97,7	97,9	100,7	102,9	102,6	
2015	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2016	103,0	102,8	100,2	99,4	99,2	98,9	102,3	103,5	98,9	100,1	101,2	100,4	
2017	106,1	105,8	100,3	100,1	99,8	98,2	108,1	106,6	101,4	101,5	100,1	100,1	
2018	108,7	108,5	100,1	101,1	100,9	98,1	108,2	108,8	99,4	102,4	103,0	101,2	
2019	110,8	111,0	99,8	103,2	103,4	99,1	109,5	111,2	98,5	103,5	105,1	100,9	
2020	98,8	102,7	96,2	104,6	108,7	103,2	97,7	102,8	95,1	101,1	106,3	100,9	
2021	104,7	108,2	96,7	104,4	107,9	101,4	--	--	--	--	--	--	
2022	111,2	111,0	100,1	104,7	104,6	96,9	--	--	--	--	--	--	
2019	II	110,6	110,8	99,8	103,1	103,3	99,2	109,1	111,1	98,1	103,2	105,2	101,1
	III	111,0	111,0	100,0	103,5	103,5	99,3	109,8	111,8	98,2	103,6	105,4	101,3
	IV	111,4	111,9	99,6	103,7	104,1	99,0	110,3	111,1	99,2	104,3	105,1	99,2
2020	I	105,5	109,6	96,2	103,6	107,7	103,0	102,1	110,9	92,0	102,9	111,8	108,6
	II	86,7	90,3	96,0	106,2	110,6	105,1	78,8	93,6	84,1	98,8	117,5	110,0
	III	101,5	104,8	96,8	104,3	107,7	102,0	103,9	102,2	101,6	100,4	98,8	94,2
	IV	101,5	106,1	95,7	104,6	109,3	103,0	106,2	104,4	101,7	101,8	100,1	93,7
2021	I	101,0	107,6	93,9	103,7	110,5	104,5	103,1	103,9	99,3	99,5	100,2	95,1
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>													
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		3,0	2,9	0,1	0,7	0,6	-0,7	5,7	3,0	2,5	1,4	-1,1	-0,4
2018		2,4	2,6	-0,2	1,0	1,2	0,0	0,0	2,1	-2,0	0,8	2,9	1,1
2019		2,0	2,3	-0,3	2,1	2,4	1,0	1,2	2,2	-0,9	1,1	2,0	-0,3
2020		-10,8	-7,5	-3,6	1,4	5,2	4,1	-10,7	-7,5	-3,5	-2,4	1,2	0,1
2021		6,0	5,4	0,6	-0,2	-0,8	-1,8	--	--	--	--	--	--
2022		6,2	2,6	3,5	0,3	-3,1	-4,4	--	--	--	--	--	--
2019	II	2,1	2,5	-0,4	2,3	2,8	1,3	0,7	2,0	-1,3	1,2	2,5	0,3
	III	1,8	1,8	0,1	2,3	2,2	0,8	1,9	3,1	-1,1	1,0	2,1	0,4
	IV	1,7	2,1	-0,4	1,9	2,3	0,7	2,0	1,9	0,1	1,0	0,9	-2,7
2020	I	-4,3	-0,6	-3,7	1,2	5,0	3,9	-6,2	0,3	-6,5	0,0	6,9	6,7
	II	-21,6	-18,5	-3,8	3,0	7,1	5,9	-27,8	-15,8	-14,3	-4,3	11,7	8,8
	III	-8,6	-5,6	-3,2	0,7	4,0	2,7	-5,4	-8,6	3,5	-3,0	-6,3	-7,0
	IV	-8,9	-5,2	-3,9	0,8	4,9	4,1	-3,7	-6,1	2,5	-2,4	-4,8	-5,5
2021	I	-4,3	-1,9	-2,4	0,1	2,6	1,5	1,1	-6,3	7,9	-3,2	-10,3	-12,5

(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

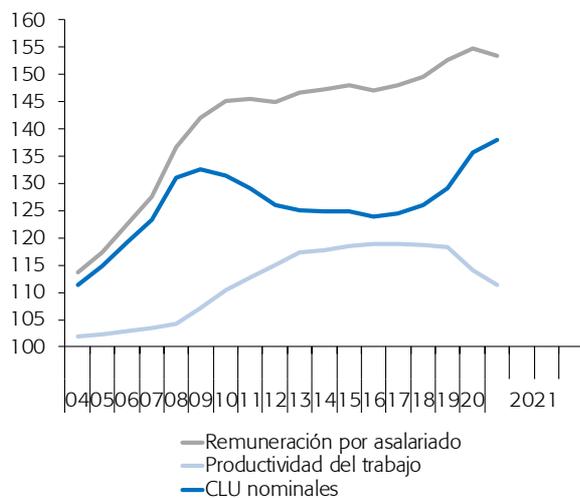
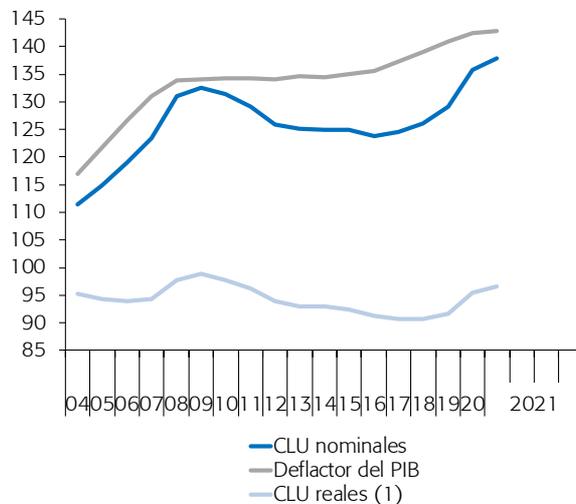


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

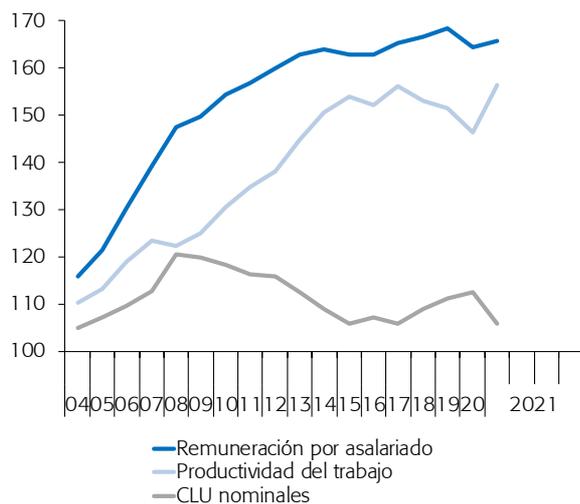
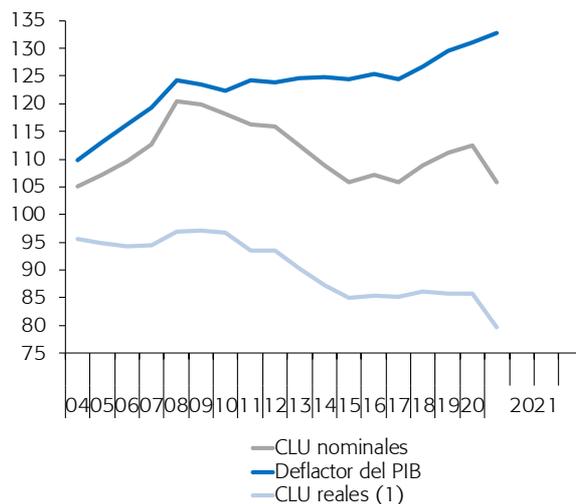


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

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

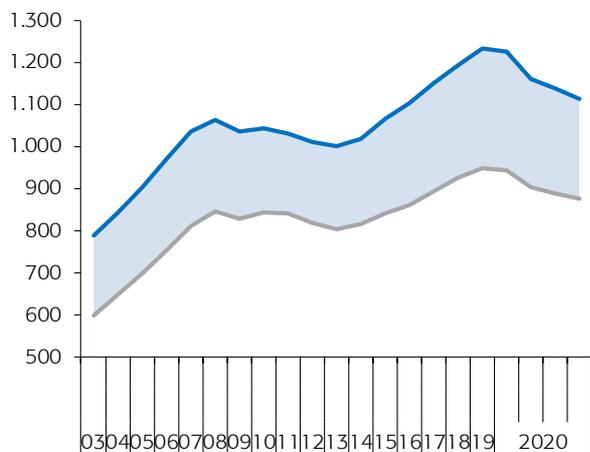
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
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	523,7	518,4	1.152,2	894,4	257,7	225,5	45,1	44,6	22,2	19,4	2,8	3,0
2018	1.204,2	544,9	533,2	1.194,7	925,0	269,7	246,5	45,2	44,3	22,4	20,5	1,9	2,4
2019	1.244,8	571,0	546,4	1.233,7	948,7	285,0	258,6	45,9	43,9	22,9	20,8	2,1	2,5
2020	1.121,7	540,1	480,4	1.112,4	875,5	236,9	229,5	48,2	42,8	21,1	20,5	0,7	1,1
2021	1.200,7	569,2	515,6	1.196,8	942,2	254,5	247,5	47,4	42,9	21,2	20,6	0,6	1,5
2022	1.291,9	580,8	586,3	1.290,6	1.001,0	289,6	272,6	45,0	45,4	22,4	21,1	1,3	2,8
2019 II	1.225,0	558,7	538,8	1.215,3	937,2	278,1	255,0	45,6	44,0	22,7	20,8	1,9	2,4
III	1.234,7	564,9	542,1	1.224,3	942,9	281,4	257,8	45,7	43,9	22,8	20,9	1,9	2,4
IV	1.244,8	571,0	546,4	1.233,7	948,7	285,0	258,6	45,9	43,9	22,9	20,8	2,1	2,5
2020 I	1.234,8	573,6	536,5	1.225,6	942,9	282,8	256,4	46,4	43,5	22,9	20,8	2,1	2,6
II	1.170,4	553,7	506,9	1.161,7	902,7	259,0	241,1	47,3	43,3	22,1	20,6	1,5	1,9
III	1.147,5	546,7	496,5	1.138,8	889,3	249,4	235,7	47,6	43,3	21,7	20,5	1,2	1,4
IV	1.121,7	540,1	480,4	1.112,4	875,5	236,9	229,5	48,2	42,8	21,1	20,5	0,7	1,1
2021 I	1.112,0	535,9	478,1	--	873,4	--	225,3	48,2	43,0	--	20,3	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
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	4,0	4,6	4,3	3,9	5,5	8,0	-0,2	0,1	0,3	0,7	-0,4	-0,4
2018	3,6	4,0	2,8	3,7	3,4	4,6	9,3	0,2	-0,3	0,2	1,1	-0,8	-0,6
2019	3,4	4,8	2,5	3,3	2,6	5,7	4,9	0,6	-0,4	0,5	0,3	0,2	0,0
2020	-9,9	-5,4	-12,1	-9,8	-7,7	-16,9	-11,2	2,3	-1,1	-1,8	-0,3	-1,5	-1,4
2021	7,0	5,4	7,3	7,6	7,6	7,5	7,9	-0,8	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,4
2022	7,6	2,0	13,7	7,8	6,2	13,8	10,1	-2,4	2,5	1,2	0,5	0,7	1,3
2019 II	3,5	4,7	2,3	3,5	3,1	5,2	8,2	0,5	-0,5	0,4	0,9	-0,5	-0,3
III	3,4	4,8	2,2	3,4	2,7	5,9	7,2	0,6	-0,5	0,5	0,7	-0,2	-0,1
IV	3,4	4,8	2,5	3,3	2,6	5,7	4,9	0,6	-0,4	0,5	0,3	0,2	0,0
2020 I	1,7	4,0	0,2	1,7	1,3	3,2	1,5	1,0	-0,6	0,3	0,0	0,4	0,3
II	-4,5	-0,9	-5,9	-4,4	-3,7	-6,8	-5,5	1,7	-0,7	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5
III	-7,1	-3,2	-8,4	-7,0	-5,7	-11,4	-8,6	1,9	-0,6	-1,1	-0,3	-0,7	-1,0
IV	-9,9	-5,4	-12,1	-9,8	-7,7	-16,9	-11,2	2,3	-1,1	-1,8	-0,3	-1,5	-1,4
2021 I	-9,9	-6,6	-10,9	--	-7,4	--	-12,1	1,7	-0,5	--	-0,5	--	--

(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**

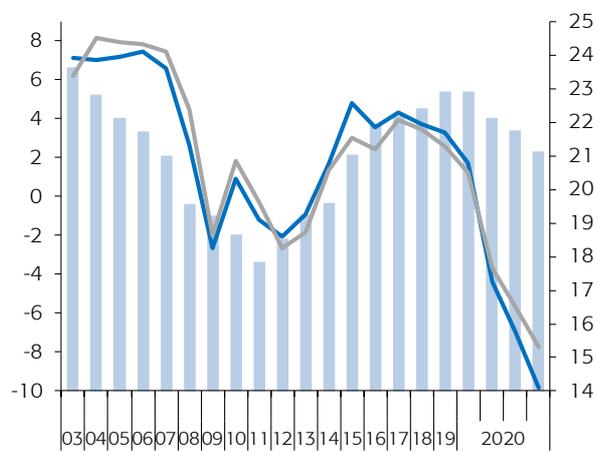
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



■ Ahorro nacional — Renta nacional bruta — Consumo nacional

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

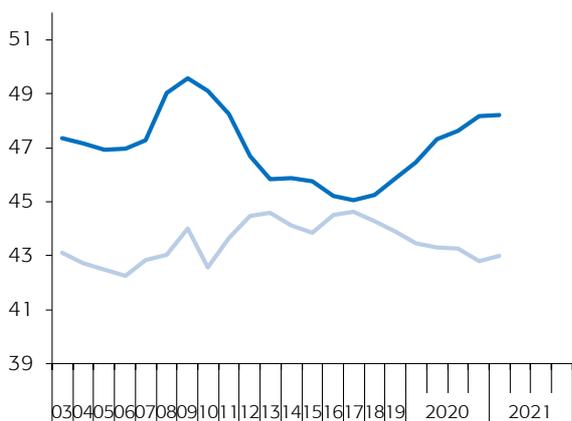
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



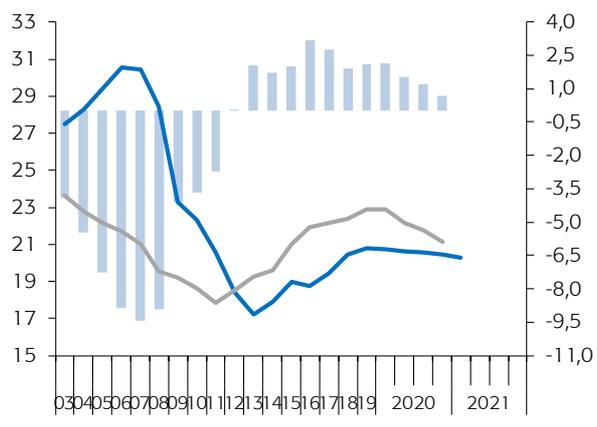
■ Tasa de ahorro (dcha.) — RNB (izda.) — Consumo (izda.)

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

— Remuneración de los asalariados  
— Excedente Bruto de Explotación**Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

■ Balanza por cuenta corriente (dcha.)  
— Tasa de inversión (izda.)  
— Tasa de ahorro (izda.)

## Cuadro 5

## Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

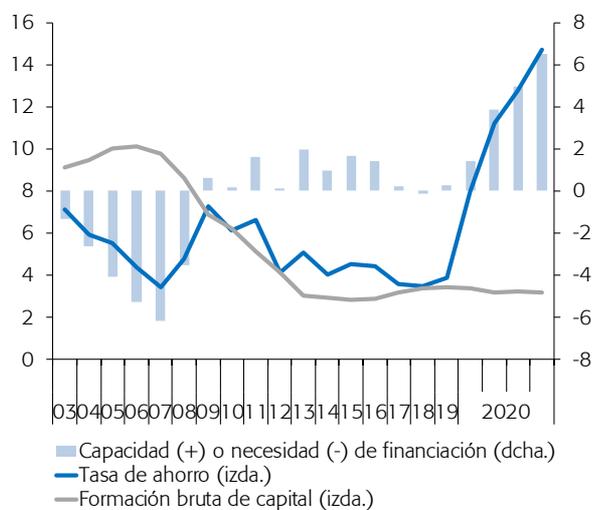
Previsiones en azul

	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						
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	722,9	678,1	41,8	36,8	5,8	3,2	0,2	267,0	200,7	160,6	17,3	13,8	3,6		
2018	744,9	700,3	41,8	40,9	5,6	3,4	-0,1	272,9	201,2	177,1	16,7	14,7	2,2		
2019	764,6	713,8	48,0	42,5	6,3	3,4	0,3	281,6	218,2	187,5	17,5	15,1	2,7		
2020	739,6	628,2	108,8	35,7	14,7	3,2	6,5	230,6	181,4	159,1	16,2	14,2	2,4		
2021	774,7	680,8	91,3	35,6	11,8	3,0	4,5	252,5	194,7	174,5	16,2	14,5	2,3		
2022	802,9	730,3	70,1	36,5	8,7	2,8	2,4	286,0	221,0	197,3	17,1	15,3	3,0		
2019 I	749,6	704,2	42,9	42,0	5,7	3,5	-0,1	274,4	204,0	180,6	16,8	14,8	2,2		
II	756,9	706,8	47,9	42,2	6,3	3,4	0,3	276,9	207,7	184,2	16,9	15,0	2,2		
III	760,7	710,6	47,1	42,7	6,2	3,5	0,2	278,1	210,2	185,1	17,0	15,0	2,3		
IV	764,6	713,8	48,0	42,5	6,3	3,4	0,3	281,6	218,2	187,5	17,5	15,1	2,7		
2020 I	767,8	703,9	61,2	41,6	8,0	3,4	1,4	271,5	207,4	183,7	16,8	14,9	2,1		
II	748,7	662,1	84,1	37,3	11,2	3,2	3,9	250,1	198,5	171,6	16,9	14,6	2,4		
III	746,7	648,5	95,2	37,1	12,8	3,2	4,9	241,8	188,4	165,5	16,4	14,4	2,1		
IV	739,6	628,2	108,8	35,7	14,7	3,2	6,5	230,6	181,4	159,1	16,2	14,2	2,4		
Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior				Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			
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	3,2	4,6	-15,2	15,7	-1,3	0,3	-1,2	4,6	2,3	7,7	-0,3	0,4	-0,8		
2018	3,0	3,3	0,1	11,2	-0,2	0,2	-0,3	2,2	0,3	10,2	-0,6	0,9	-1,4		
2019	2,6	1,9	14,9	3,8	0,7	0,0	0,4	3,2	8,4	5,9	0,8	0,4	0,5		
2020	-3,3	-12,0	126,6	-16,0	8,4	-0,2	6,3	-18,1	-16,9	-15,1	-1,4	-0,9	-0,3		
2021	4,7	8,4	-16,1	-0,3	-2,9	-0,2	-2,0	9,5	7,3	9,6	0,0	0,3	-0,1		
2022	3,6	7,3	-23,2	2,8	-3,1	-0,1	-2,0	13,3	13,5	13,1	0,9	0,7	0,7		
2019 I	2,9	2,9	4,7	15,3	0,1	0,3	-0,3	1,9	0,6	9,5	-0,5	0,8	-1,2		
II	3,3	2,5	18,6	12,3	0,8	0,3	0,3	2,0	1,0	9,5	-0,5	0,8	-1,2		
III	3,0	2,2	17,9	10,7	0,8	0,2	0,3	2,0	3,0	6,2	-0,1	0,4	-0,4		
IV	2,6	1,9	14,9	3,8	0,7	0,0	0,4	3,2	8,4	5,9	0,8	0,4	0,5		
2020 I	2,4	0,0	42,8	-0,9	2,3	-0,1	1,6	-1,1	1,6	1,7	0,0	0,0	-0,1		
II	-1,1	-6,3	75,6	-11,6	4,9	-0,3	3,6	-9,7	-4,4	-6,8	0,0	-0,4	0,3		
III	-1,8	-8,7	102,2	-13,1	6,6	-0,2	4,8	-13,1	-10,4	-10,6	-0,6	-0,6	-0,2		
IV	-3,3	-12,0	126,6	-16,0	8,4	-0,2	6,3	-18,1	-16,9	-15,1	-1,4	-0,9	-0,3		

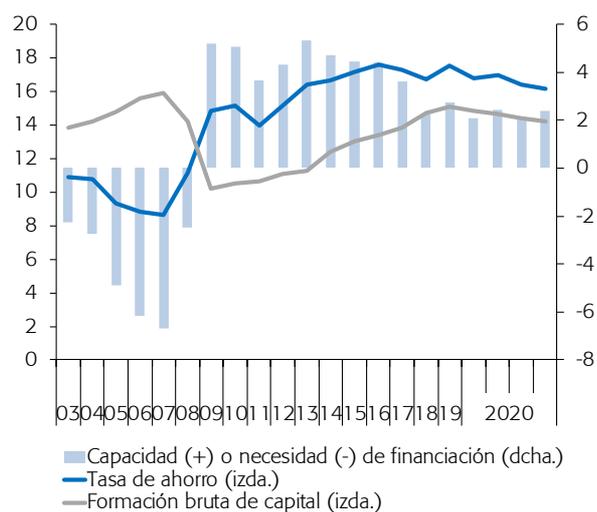
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**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

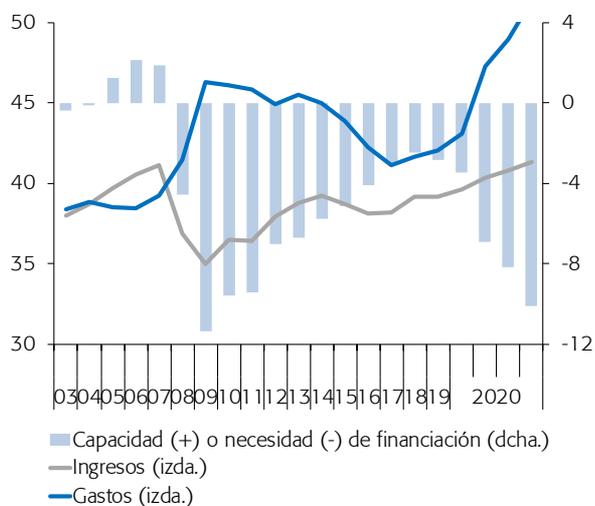
Previsiones en azul

	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		
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	141,2	127,3	149,5	53,8	471,7	127,6	62,1	29,3	216,6	36,4	29,6	501,6	-29,9	-29,8
2019	142,8	129,2	160,7	55,1	487,8	134,5	64,5	28,4	229,6	34,8	31,6	523,4	-35,6	-35,6
2020	126,0	125,3	161,9	50,2	463,3	140,5	66,6	25,2	261,7	50,9	41,5	586,4	-123,1	-113,2
2021	135,8	130,3	163,1	63,6	492,8	146,1	70,8	26,7	258,9	45,6	44,1	592,1	-99,3	-99,3
2022	144,9	135,6	160,4	76,7	517,6	149,3	73,8	28,0	262,6	52,8	37,1	603,6	-86,0	-86,0
2019 I	142,5	127,1	152,5	55,0	477,1	129,4	62,9	28,9	219,5	36,4	30,5	507,4	-30,3	-30,5
II	142,4	129,0	155,3	55,2	481,8	131,7	63,2	29,3	224,0	36,3	31,1	515,7	-33,9	-33,8
III	143,2	130,8	158,0	55,8	487,8	132,9	63,7	28,8	226,0	37,3	32,1	520,8	-33,0	-32,9
IV	142,8	129,2	160,7	55,1	487,8	134,5	64,5	28,4	229,6	34,8	31,6	523,4	-35,6	-35,6
2020 I	141,7	130,6	161,6	55,8	489,7	135,6	65,4	27,9	234,2	37,0	32,2	532,3	-42,6	-42,6
II	131,6	126,6	161,4	53,1	472,8	136,8	65,6	26,6	250,4	37,1	37,5	553,9	-81,1	-81,1
III	128,1	126,7	161,4	51,8	468,0	138,3	65,9	26,0	255,6	37,1	38,8	561,7	-93,7	-93,7
IV	126,0	125,3	161,9	50,2	463,3	140,5	66,6	25,2	261,7	50,9	41,5	586,4	-123,1	-113,2
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	4,5	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	39,2	10,8	5,2	2,3	18,4	2,8	2,5	42,1	-2,9	-2,9
2020	11,2	11,2	14,4	4,5	41,3	12,5	5,9	2,2	23,3	4,5	3,7	52,3	-11,0	-10,1
2021	11,3	10,9	13,6	5,3	41,0	12,2	5,9	2,2	21,6	3,8	3,7	49,3	-8,3	-8,3
2022	11,2	10,5	12,4	5,9	40,1	11,6	5,7	2,2	20,3	4,1	2,9	46,7	-6,7	-6,7
2019 I	11,7	10,5	12,5	4,5	39,2	10,6	5,2	2,4	18,0	3,0	2,5	41,7	-2,5	-2,5
II	11,6	10,5	12,7	4,5	39,3	10,7	5,2	2,4	18,3	3,0	2,5	42,0	-2,8	-2,8
III	11,6	10,6	12,8	4,5	39,5	10,8	5,2	2,3	18,3	3,0	2,6	42,2	-2,7	-2,7
IV	11,5	10,4	12,9	4,4	39,2	10,8	5,2	2,3	18,4	2,8	2,5	42,1	-2,9	-2,9
2020 I	11,5	10,6	13,1	4,5	39,6	11,0	5,3	2,3	18,9	3,0	2,6	43,1	-3,4	-3,4
II	11,2	10,8	13,8	4,5	40,4	11,7	5,6	2,3	21,4	3,2	3,2	47,3	-6,9	-6,9
III	11,2	11,0	14,1	4,5	40,8	12,1	5,7	2,3	22,3	3,2	3,4	48,9	-8,2	-8,2
IV	11,2	11,2	14,4	4,5	41,3	12,5	5,9	2,2	23,3	4,5	3,7	52,3	-11,0	-10,1

Fuente: IGAE y Funcas (previsiones).

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

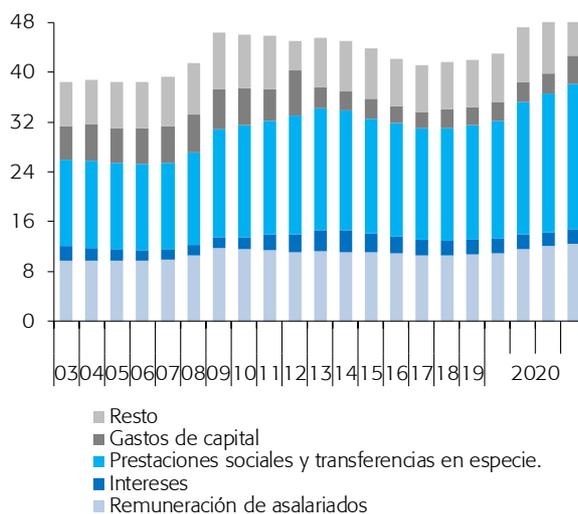
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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

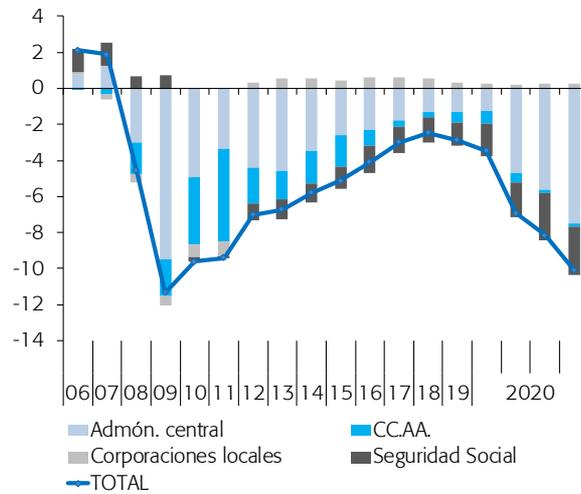
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. central	CCAA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CCAA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>					
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	-15,7	-3,3	6,5	-17,3	-29,8	1.047,3	293,4	25,8	41,2	1.173,4	
2019	-16,4	-7,1	3,7	-15,9	-35,6	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,8	
2020	-84,1	-2,3	2,9	-29,7	-113,2	1.206,8	303,6	21,9	85,4	1.345,6	
2021	--	--	--	--	-99,3	--	--	--	--	1.442,9	
2022	--	--	--	--	-86,0	--	--	--	--	1.527,4	
2019	I	-17,8	-3,3	5,9	-15,3	-30,5	1.066,0	296,9	26,0	43,1	1.196,7
	II	-17,2	-4,1	5,8	-18,3	-33,8	1.072,0	300,6	26,2	48,7	1.207,4
	III	-11,4	-8,5	4,8	-17,7	-32,9	1.070,3	298,1	25,2	52,4	1.203,8
	IV	-16,4	-7,1	3,7	-15,9	-35,6	1.061,2	295,1	23,2	55,0	1.188,8
2020	I	-15,8	-8,1	3,6	-22,3	-42,6	1.094,9	298,3	22,9	55,0	1.224,5
	II	-54,8	-6,3	2,2	-22,2	-81,1	1.159,2	305,7	25,0	68,9	1.291,0
	III	-64,7	-1,6	3,3	-30,7	-93,7	1.177,7	301,9	23,7	74,9	1.308,2
	IV	-84,1	-2,3	2,9	-29,7	-113,2	1.206,8	303,6	21,9	85,4	1.345,6
		<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
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	87,0	24,4	2,1	3,4	97,4
2019		-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	85,3	23,7	1,9	4,4	95,5
2020		-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,6	27,1	2,0	7,6	120,0
2021		--	--	--	--	-8,3	--	--	--	--	120,2
2022		--	--	--	--	-6,7	--	--	--	--	118,2
2019	I	-1,5	-0,3	0,5	-1,3	-2,5	87,8	24,4	2,1	3,5	98,5
	II	-1,4	-0,3	0,5	-1,5	-2,8	87,5	24,5	2,1	4,0	98,6
	III	-0,9	-0,7	0,4	-1,4	-2,7	86,7	24,1	2,0	4,2	97,5
	IV	-1,3	-0,6	0,3	-1,3	-2,9	85,3	23,7	1,9	4,4	95,5
2020	I	-1,3	-0,7	0,3	-1,8	-3,4	88,7	24,2	1,9	4,5	99,2
	II	-4,7	-0,5	0,2	-1,9	-6,9	99,0	26,1	2,1	5,9	110,3
	III	-5,6	-0,1	0,3	-2,7	-8,2	102,6	26,3	2,1	6,5	114,0
	IV	-7,5	-0,2	0,3	-2,6	-10,1	107,6	27,1	2,0	7,6	120,0

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

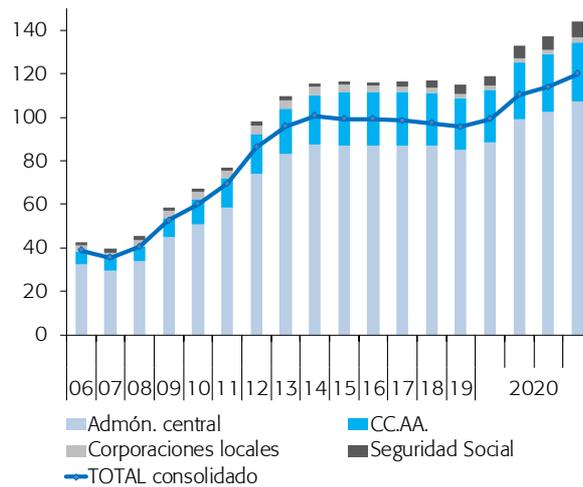
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

**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

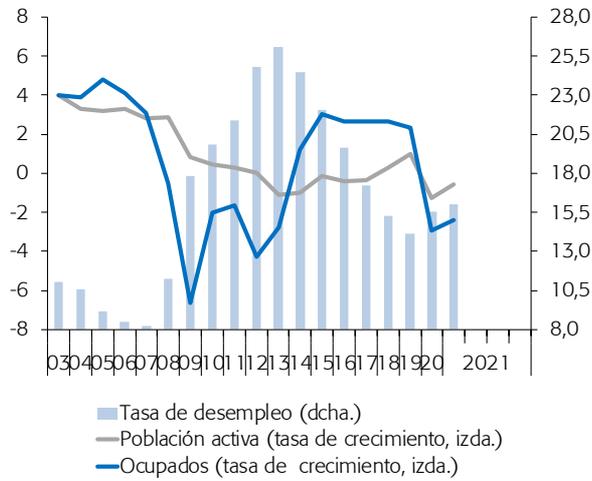
	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
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	22,7	--	19,2	--	3,5	--	57,4	48,5	15,5	38,3	14,1	24,6	
2021	39,8	23,1	--	19,4	--	3,7	--	58,1	48,9	15,9	--	--	--	
2022	40,1	23,4	--	19,8	--	3,6	--	58,4	49,5	15,3	--	--	--	
2019	II	39,2	23,0	23,0	19,8	19,7	3,2	3,3	58,7	50,3	14,0	33,2	13,1	20,3
	III	39,3	23,1	23,1	19,9	19,8	3,2	3,3	58,6	50,2	13,9	31,7	13,1	19,3
	IV	39,4	23,2	23,1	20,0	19,9	3,2	3,2	58,7	50,6	13,8	30,5	12,8	20,0
2020	I	39,5	23,0	23,1	19,7	19,9	3,3	3,2	58,4	50,3	14,4	33,0	13,3	21,2
	II	39,6	22,0	21,9	18,6	18,5	3,4	3,4	55,5	46,9	15,3	39,6	13,9	24,9
	III	39,6	22,9	22,9	19,2	19,1	3,7	3,8	57,7	48,1	16,3	40,4	14,8	25,7
	IV	39,6	23,1	23,0	19,3	19,3	3,7	3,7	58,1	48,7	16,1	40,1	14,5	26,6
2021	I	39,6	22,9	23,0	19,2	19,4	3,7	3,5	57,9	49,0	16,0	39,5	14,4	26,2
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
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	-1,3	--	-2,9	--	8,7	--	-1,2	-1,9	1,4	5,7	0,9	4,5
2021		0,5	1,6	--	1,2	--	3,9	--	0,6	0,3	0,3	--	--	--
2022		0,7	1,3	--	2,0	--	-2,5	--	0,3	0,6	-0,6	--	--	--
2019	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	0,2	1,8	0,1	-3,4	1,1	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	-3,0	0,1	0,5	-0,7	-3,0	-0,7	-0,8
2020	I	1,0	0,7	-0,2	1,1	-0,3	-1,2	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-2,0	-0,4	0,4
	II	0,9	-4,6	-5,0	-6,0	-6,7	4,3	6,1	-3,2	-3,5	1,3	6,5	0,8	4,7
	III	0,7	-0,8	4,2	-3,5	2,8	15,8	11,8	-0,9	-2,1	2,3	8,8	1,7	6,3
	IV	0,5	-0,4	0,8	-3,1	1,3	16,5	-2,2	-0,6	-1,8	2,3	9,6	1,6	6,6
2021	I	0,3	-0,6	-0,3	-2,4	0,5	10,3	-4,7	-0,5	-1,3	1,6	6,5	1,1	5,0

(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.

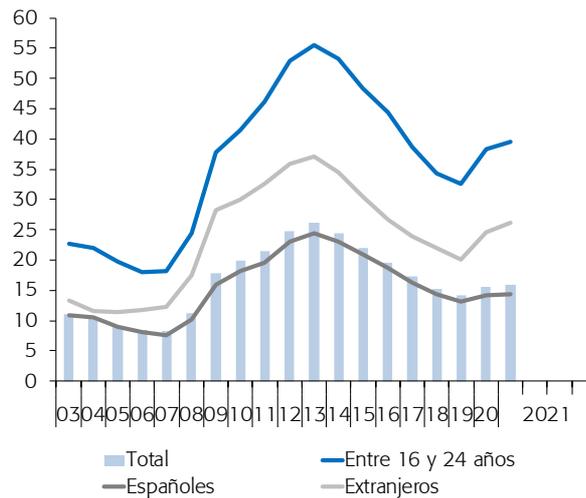
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

**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**

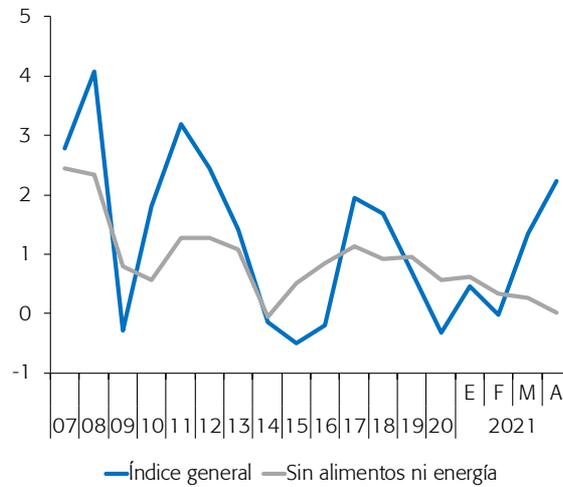
Previsiones en azul

	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 2020	100,00	62,46	80,14	24,07	38,40	17,68	9,14	10,72	26,82	
<b>Índices, 2016 = 100</b>										
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	104,1	103,6	103,6	100,6	105,4	103,6	111,8	102,4	106,2	
2021	106,2	104,2	104,3	101,1	106,0	104,5	113,6	115,7	107,4	
2022	107,5	105,5	105,6	101,3	108,0	105,7	114,5	117,8	108,5	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
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	-0,3	0,6	0,7	0,2	0,8	1,3	3,7	-9,6	2,1	
2021	2,0	0,5	0,6	0,4	0,6	0,9	1,6	13,1	1,1	
2022	1,3	1,3	1,2	0,2	1,9	1,1	0,8	1,8	1,0	
2021	Ene	0,5	0,4	0,6	0,3	0,5	1,1	2,5	-1,8	1,6
	Feb	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,7	2,6	-4,2	1,4
	Mar	1,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,6	2,6	8,4	1,3
	Abr	2,2	-0,1	0,0	0,4	-0,4	0,3	0,2	21,4	0,3
	May	2,3	0,0	0,1	0,5	-0,2	0,2	1,2	21,0	0,6
	Jun	2,1	0,0	0,1	0,5	-0,4	0,6	1,8	17,9	1,0
	Jul	2,5	0,5	0,6	0,4	0,7	0,9	2,3	16,4	1,4
	Ago	2,6	0,8	0,9	0,4	1,0	1,0	1,7	16,3	1,2
	Sep	2,6	0,8	0,9	0,5	1,0	1,2	1,5	16,0	1,3
	Oct	3,0	1,1	1,1	0,5	1,4	1,3	0,7	18,6	1,1
	Nov	2,9	1,2	1,2	0,6	1,5	1,4	1,2	17,1	1,4
	Dic	2,6	1,2	1,3	0,6	1,5	1,6	1,1	13,8	1,4
2022	Ene	1,6	0,9	1,0	0,2	1,3	1,4	0,2	6,8	1,0
	Feb	2,2	1,0	1,1	0,3	1,5	1,4	0,5	11,2	1,1
	Mar	1,4	1,2	1,2	0,2	1,8	1,4	0,1	4,0	0,9
	Abr	1,0	1,3	1,3	0,2	2,0	1,3	0,2	-0,2	0,9
	May	1,2	1,4	1,3	0,2	2,1	1,2	0,3	0,9	0,9
	Jun	1,2	1,4	1,3	0,2	2,2	1,1	0,4	0,2	0,9
	Jul	1,1	1,4	1,3	0,2	2,1	1,0	0,5	-0,2	0,8
	Ago	1,1	1,4	1,3	0,2	2,1	1,0	0,7	-0,3	0,9
	Sep	1,1	1,4	1,3	0,3	2,0	1,0	0,8	-0,1	0,9
	Oct	1,1	1,3	1,3	0,2	2,0	1,0	1,4	0,1	1,1
	Nov	1,2	1,3	1,2	0,2	2,0	1,0	2,0	0,2	1,3
	Dic	1,3	1,4	1,3	0,3	2,1	0,9	2,6	0,3	1,5

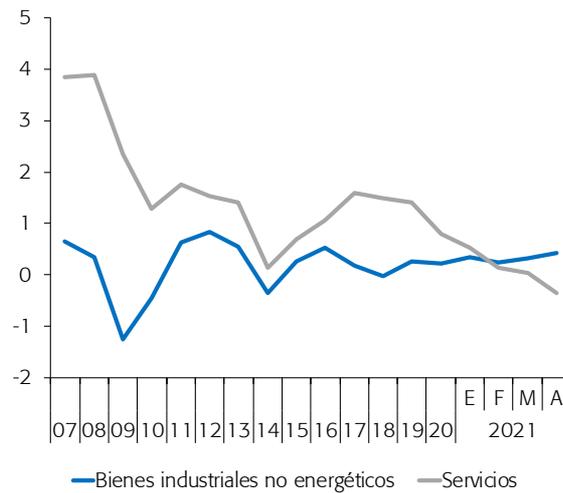
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)**

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

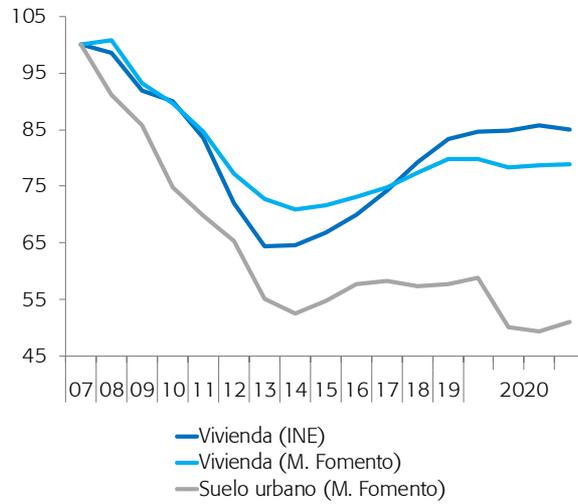
## Otros indicadores de precios y costes

	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	
	2015=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2013	99,7	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	99,5	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,0	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,3	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,2	--
2017	101,6	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,2	--
2018	102,8	104,1	103,0	79,3	77,4	57,3	145,4	143,8	150,6	158,6	--
2019	104,3	103,6	103,2	83,3	79,8	57,7	148,7	146,4	155,7	162,7	--
2020	105,4	99,2	103,1	85,0	78,9	52,3	145,4	142,6	154,1	173,4	--
2021 (b)	106,1	104,0	106,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 II	104,6	104,3	103,4	83,0	79,6	59,0	150,6	149,2	155,0	160,5	--
III	104,7	103,3	103,2	84,3	79,7	58,2	144,3	140,6	155,9	167,0	--
IV	105,7	102,8	103,0	83,8	80,4	56,5	155,7	155,4	156,6	171,2	--
2020 I	105,0	101,4	103,5	84,7	79,8	58,9	145,3	141,5	156,7	158,6	--
II	105,7	96,3	102,6	84,8	78,3	50,1	138,1	135,1	147,2	180,2	--
III	106,1	99,2	102,8	85,7	78,8	49,3	142,7	139,2	153,5	174,1	--
IV	106,6	99,9	103,6	85,0	78,9	51,0	155,5	154,4	159,1	180,5	--
2021 I (b)	106,1	104,0	106,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2021 Ene	--	104,3	105,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	102,5	106,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	105,1	107,4	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
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	0,6	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	1,3	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018	1,2	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,5	1,8
2019	1,4	-0,4	0,1	5,1	3,2	0,7	2,2	1,9	3,4	2,6	2,3
2020	1,1	-4,3	0,0	2,1	-1,1	-9,4	-2,2	-2,6	-1,0	6,5	1,9
2021 (d)	1,0	2,6	2,6	--	--	--	--	--	--	--	1,6
2019 II	1,4	0,9	0,3	5,3	3,1	0,9	2,4	2,1	3,6	3,0	2,2
III	1,3	-2,2	0,1	4,7	3,1	4,5	2,2	1,9	3,0	2,3	2,3
IV	1,6	-2,3	0,0	3,6	2,1	-0,2	2,3	1,8	4,0	2,7	2,3
2020 I	1,1	-2,7	0,4	3,2	0,3	2,8	0,8	0,7	1,0	4,2	2,0
II	1,1	-7,7	-0,7	2,1	-1,7	-15,1	-8,3	-9,4	-5,0	12,3	2,0
III	1,3	-3,9	-0,4	1,7	-1,1	-15,2	-1,1	-1,0	-1,5	4,3	1,9
IV	0,8	-2,8	0,5	1,5	-1,8	-9,7	-0,1	-0,7	1,6	5,5	1,9
2021 I (e)	1,0	2,6	2,6	--	--	--	--	--	--	--	1,6
2021 Feb	--	0,6	2,5	--	--	--	--	--	--	--	1,5
Mar	--	6,3	4,0	--	--	--	--	--	--	--	1,6
Abr	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,6

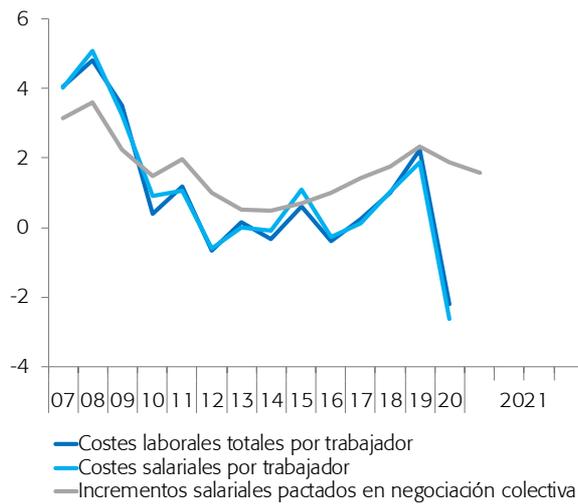
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento anualizada sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, y tasa de crecimiento no anualizada sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasa anualizada 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**

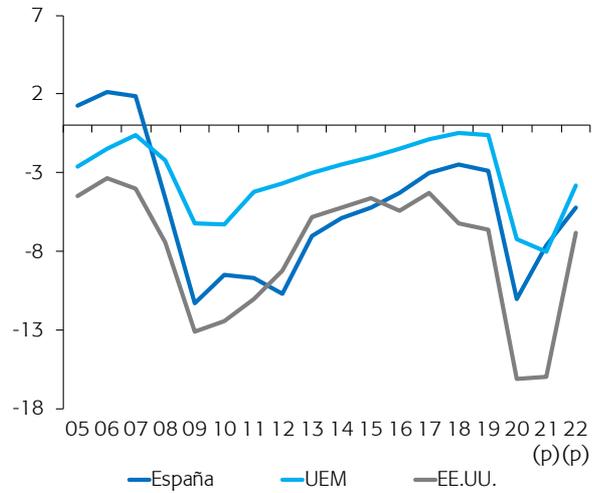
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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.
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>									
2008	-50,7	-208,1	-1.084,5	440,6	6.700,8	10.844,6	-98,8	-49,8	-677,1
2009	-120,6	-578,4	-1.896,6	569,5	7.440,5	12.535,2	-43,7	63,4	-368,7
2010	-102,2	-598,4	-1.863,1	649,2	8.199,1	14.316,3	-39,2	61,4	-431,3
2011	-103,6	-415,0	-1.709,1	743,0	8.658,8	15.518,1	-29,0	89,5	-461,7
2012	-110,7	-365,9	-1.493,3	889,9	9.114,9	16.740,3	0,9	226,7	-441,3
2013	-71,8	-300,1	-977,3	977,3	9.429,4	17.597,5	20,8	282,2	-360,4
2014	-61,1	-250,8	-910,4	1.039,4	9.674,6	18.328,2	17,5	316,7	-365,6
2015	-55,8	-208,5	-837,2	1.070,1	9.792,7	19.089,9	21,8	359,8	-423,7
2016	-48,0	-159,5	-1.003,6	1.104,6	9.973,5	19.986,4	35,4	389,5	-407,4
2017	-35,1	-103,9	-839,2	1.145,1	10.066,3	20.642,2	32,2	408,9	-391,5
2018	-29,9	-53,2	-1.282,7	1.173,4	10.167,6	21.972,3	23,2	399,7	-467,8
2019	-35,6	-75,4	-1.419,1	1.188,8	10.255,0	23.188,6	26,4	365,1	-502,8
2020	-123,1	-820,4	-3.365,4	1.345,6	11.334,6	26.673,0	7,4	342,1	-613,4
2021	-91,1	-951,1	-3.634,5	1.434,1	12.242,3	30.851,3	-0,7	367,3	-774,1
2022	-67,4	-483,4	-1.645,8	1.512,5	12.755,8	32.218,7	3,6	387,7	-818,1
<b>Porcentaje del PIB</b>									
2008	-4,6	-2,2	-7,4	39,7	69,6	73,7	-8,9	-0,5	-4,6
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,2	86,8	-4,1	0,7	-2,6
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	86,0	95,5	-3,7	0,6	-2,9
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,4	99,8	-2,7	0,9	-3,0
2012	-10,7	-3,7	-9,2	86,3	92,7	103,4	0,1	2,3	-2,7
2013	-7,0	-3,0	-5,8	95,8	94,9	104,8	2,0	2,8	-2,1
2014	-5,9	-2,5	-5,2	100,7	95,2	104,6	1,7	3,1	-2,1
2015	-5,2	-2,0	-4,6	99,3	93,1	104,7	2,0	3,4	-2,3
2016	-4,3	-1,5	-5,4	99,2	92,2	106,6	3,2	3,6	-2,2
2017	-3,0	-0,9	-4,3	98,6	89,7	105,6	2,8	3,6	-2,0
2018	-2,5	-0,5	-6,2	97,4	87,7	106,6	1,9	3,4	-2,3
2019	-2,9	-0,6	-6,6	95,5	85,8	108,2	2,1	3,1	-2,3
2020	-11,0	-7,2	-16,1	120,0	100,0	127,4	0,7	3,0	-2,9
2021	-7,6	-8,0	-16,0	119,6	102,4	135,6	-0,1	3,1	-3,4
2022	-5,2	-3,8	-6,8	116,9	100,7	133,7	0,3	3,1	-3,4

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2020.

**Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.**

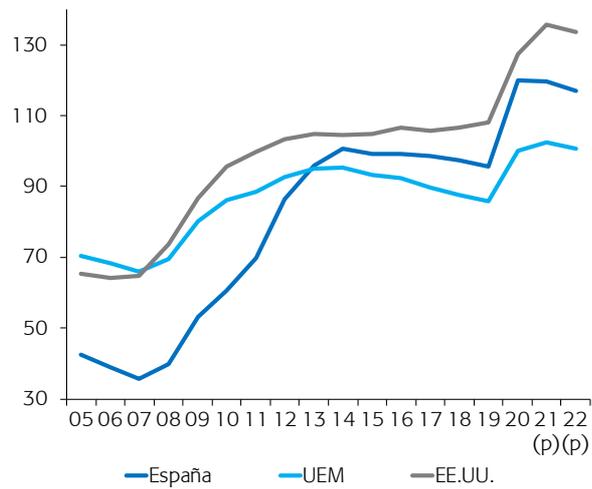
Porcentaje del PIB



(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								Altas exteriores	Bajas exteriores de nacidos en España
	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 (%)		
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	80,9	86,2	53,7	29,6	14,4	827.052	61.338
2020	47.450.795	43,6	19,4			53,5	29,8	15,2		
2021*	47.344.649	43,8	19,7			53,4	30,2	15,4		

Fuentes: EPC EPC EPC ID INE ID INE EPC EPC EPC EVR EVR

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

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

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

\* 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	18.794	2,52		
2021*	18.864	2,51		

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	1,6
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,9
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,0
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,1
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,3
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,5
2017	7,4	7,0	2,11	35,3	33,2	2,7
2018	7,1	6,6	2,04	35,6	33,4	2,9
2019	7,1	6,7	1,95	36,0	33,9	3,9

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	48,4	11,5	64,1
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.

• Datos provisionales.

■ Los datos corresponden al periodo enero-marzo

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	17,7	6,1	31,3	44,8
2021■	16,6	5,4	32,2	46,3
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	675.971	1.290.455	217.840	50.807.185	4,23
2019	1.747.087	673.171	714.292	1.309.791•	234.214•	53.052.700	4,26
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.

• Datos provisionales.

■ Los datos corresponden al periodo enero-marzo

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	1.828.489	6.094.447	1.162	952.704	985	2.352.680	725
2021	1.121.410♦	6.135.313■	1.185■	947.719■	994■	2.349.259■	738■
Fuentes:	INEM	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS	INSS

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	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	1.017.429	261.325	188.670	13.373	
2021♦	1.054.948	261.145	185.713	12.608	
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 período enero-abril.

■ Los datos se refieren al período enero-marzo.

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
2019	9,00	6,40	3.616	2.560
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	2,0	0,8	3,5	0,7
2019		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 de 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 (abril 2013-abril 2021)



*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](http://www.cis.es)).

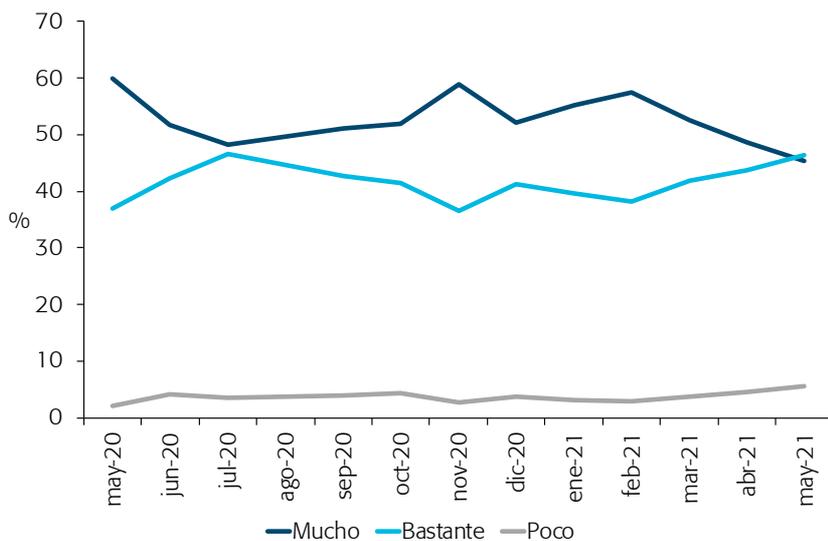
### 2. FLASH SOCIAL. Lenta, pero sostenida disminución de la preocupación por los efectos de la pandemia

Por tercer mes consecutivo, en mayo de 2021 se redujo el porcentaje de españoles que declaran sentirse muy preocupados ante los efectos de la pandemia. Así se desprende de la serie de datos del Centro de Investigaciones Sociológicas sobre el grado de preocupación que genera la crisis del coronavirus (gráfico 2). De hecho, la proporción de entrevistados que manifiesta el máximo grado de preocupación (45 %) se sitúa en el nivel más bajo desde el inicio de la serie (mayo de 2020) y, por primera vez, queda por debajo de la proporción que muestra "bastante" preocupación (46 %). Lentamente aumenta el porcentaje de entrevistados que reconoce "poca" preocupación, si bien apenas supera el 5 %.

La comparación de las respuestas recogidas en febrero y mayo permite observar que, aunque la preocupación más intensa ha descendido de manera similar tanto entre los hombres como entre las mujeres, ellas la sufren en mayor medida (gráfico 3). Llama, por otra parte, la atención que la preocupación intensa ha caído en todos los grupos de edad, salvo el que reúne a los más jóvenes (18-24 años). La mayor caída se observa entre los mayores de 64 años (gráfico 4). En febrero, casi dos terceras partes de ellos (64 %) admitían sentir mucha preocupación por los efectos de la pandemia; tres meses después, en mayo de 2021, la proporción de muy preocupados no llega a la mitad del total de los mayores entrevistados (48 %).

Gráfico 2

Grado de preocupación por los efectos de la pandemia (mayo 2020-mayo 2021)

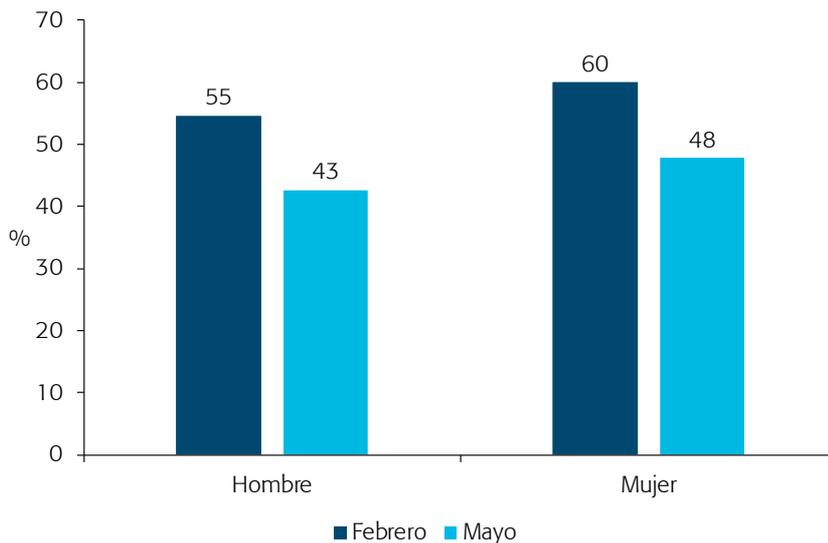


Pregunta: "Pensando en todos los efectos de esta pandemia, ¿diría Ud. que la crisis del coronavirus le preocupa mucho, bastante, poco o nada?".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudios 3281, 3283, 3288, 3292, 3296, 3300, 3303, 3307, 3309, 3313, 3313, y 3322.

Gráfico 3

Grado de preocupación por los efectos de la pandemia: les preocupa "mucho" (febrero 2021 y mayo 2021)

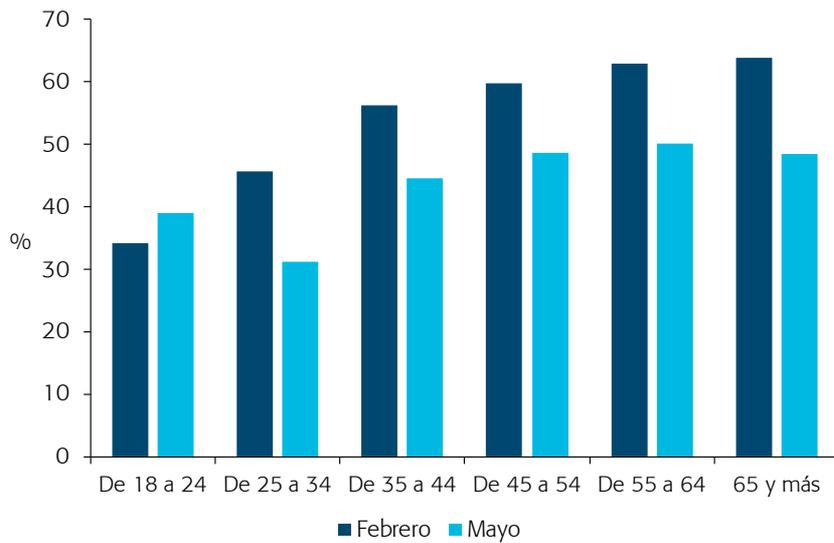


Pregunta: "Pensando en todos los efectos de esta pandemia, ¿diría Ud. que la crisis del coronavirus le preocupa mucho, bastante, poco o nada?".

Fuente: CIS (www.cis.es), estudios 3309 y 3322.

Gráfico 4

## Grado de preocupación por los efectos de la pandemia: les preocupa "mucho" (febrero 2021 y mayo 2021)



*Pregunta:* "Pensando en todos los efectos de esta pandemia, ¿diría Ud. que la crisis del coronavirus le preocupa mucho, bastante, poco o nada?".

*Fuente:* CIS ([www.cis.es](http://www.cis.es)), estudios 3309 y 3322.



## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de abril de 2021

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,08	Febrero 2021
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,01	Febrero 2021
Dudosos (% var. mensual medio)	0,2	Febrero 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	1.787.392	Marzo 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	268.740	Marzo 2021
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	3	Marzo 2021
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	45,15	Diciembre 2020
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	11.013,27	Diciembre 2020
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	89.305,57	Diciembre 2020
Ratio "oficinas/entidades"	117,23	Diciembre 2020

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 marzo	2021 abril	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	5,0	12,3	10,1	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,5	-0,383	-0,545	-0,538	-0,536	Datos a día de publicación
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	1,9	-0,249	-0,499	-0,487	-0,484	Datos a día de publicación
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	3,6	0,6	0,03	0,34	0,42	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	-	-	-	-	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: Las decisiones más recientes del Banco Central Europeo apuntan a que el programa de compras de bonos por motivos de la pandemia podría finalizar en menos de un año, poniendo fin a parte de su política expansiva. En este entorno, los tipos de interés interbancarios han aumentado ligeramente en el mes de abril. El euríbor a 3 meses ha pasado del -0,538 % de final de marzo al -0,536 % de abril, mientras que el euríbor a 12 meses ha subido del -0,487 % de marzo al -0,484% de final de abril. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado al 0,42 %.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 febrero	2021 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	22,1	288,7	28,8	27,71	35,76	(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	19,8	87,2	18,5	14,70	15,27	(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	0,01	0,34	0,11	0,11	(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	0,6	1,2	0,63	0,79	0,64	(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	0,5	-0,54	-0,54	-0,55	-0,57	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	727,5	1.311,87	1.289,02	1.289,02	-	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	0,1	1,2	-0,6	5,3	4,0	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	2,6	-7,4	10,7	-13,2	30,3	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	1.007,1	881,6	718,9	822,95	875,5 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.703,6	8.812,9	7.347,3	8.225,0	8.815,0 (a)	Con base dic1989=3000

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2018	2019	2020	2021 febrero	2021 marzo	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,6	13,2	15,1	39,5	27,5 (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	0,9	-14,4	5,1	0	12,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	12,9	30	35,4	7,1	26,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de abril de 2021.

Comentario "Mercados financieros: En abril ha continuado la tendencia alcista en los índices bursátiles, aunque dentro de una considerable volatilidad motivada, entre otros aspectos, por los retrasos en los programas de vacunación para la Covid-19 y algunas tensiones en los mercados de deuda. El IBEX-35 se sitúa a final de de abril en los 8.815,5 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid se eleva a los 875 puntos. Por su parte, en el mes de marzo (último dato disponible) se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 35,76 %) y de la ratio de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 15,27 %). Las operaciones con futuros sobre acciones IBEX-35 han aumentado un 12,4 % con respecto al mes precedente, mientras que las operaciones realizadas con opciones financieras sobre este mismo índice aumentaron un 26,6 %.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2017	2018	2019	2020 (3T)	2020 (4T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-1,8	2,4	2,5	1,4	1,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	1,9	0,1	2,2	5,5	7,3	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	269,1	280,7	282,0	322,9	335,3	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 2008-2017	2018	2019	2020 (3T)	2020 (4T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,2	58,9	56,9	61,1	62,5	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	0,8	-1,6	5,9	-1,6	1,8	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	-1,4	0,1	0,3	-1,2	0,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el cuarto trimestre de 2020, el ahorro financiero en el conjunto de la economía cayó hasta el 1,1 % del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 7,3 % del PIB. Se observa, asimismo, que la deuda financiera de las economías domésticas ha aumentado al 62,5 % del PIB.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2021 enero	2021 febrero	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,1	-4,7	0,2	-0,9	-0,08	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	-1,0	-0,01	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	-1,5	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	0,3	0,3	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	-1,2	-1,3	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2017	2018	2019	2021 enero	2021 febrero	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,3	-2,3	-1,7	-0,2	0,2	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	2,6	-1,4	-1,1	-23,1	-0,5	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	0,1	0,1	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En febrero se observó un descenso del crédito al sector privado del 0,08 %. Los depósitos cayeron muy levemente, un 0,01 %. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 3,5 % y las acciones y participaciones lo hicieron un 0,3 %. Asimismo, se produjo un aumento de los préstamos dudosos del 0,2 % con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	media 2000-2017	2018	2019	2020 septiembre	2020 diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	183	115	114	113	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	76	83	81	78	78	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	234.753	181.999	176.838	176.838 (a)	-	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	38.252	26.011	23.851	23,104	22,589	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	351.891	725.445	642.118	1.602.148	1.784.392 (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	74.533	167.421	132.611	256.802	268.740 (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 2000-2017	2018	2019	2020 septiembre	2020 diciembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de euros)	BE	18.219	167	102	3	3 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2019.

(b): Último dato a 31 de marzo de 2021.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En marzo de 2021, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas fue de 268.740 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 marzo de 2021, su valor en España era de 495.885 millones de euros y de 3,8 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 2000-2017	2018	2019	2020 (3T)	2020 (4T)	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	48,8	54,39	53,30	57,68	45,15	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	3.911,03	9.461,19	9.574,38	11.258,02	11.013,27	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	24.735,07	68.190,72	74.450,04	86.902,35	89.305,57	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	198,71	131,36	123,09	119,94	117,23	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,19	7,2	7,7	7,9	8,1	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,09	-0,79	0,25	0,76	1,29	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,43	0,57	0,59	0,06	0,07	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	5,88	4,25	6,96	0,88	0,95	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 tercer trimestre de 2020 se observó una recuperación de la rentabilidad en el sector bancario español, tras superar la fase más dura de la crisis sanitaria del Covid-19.

**PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS****Últimos números publicados:****PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

N.º 167. La empresa española entre la eficiencia y la desigualdad: organización, estrategias y mercados

**PANORAMA SOCIAL**

N.º 32. Ciudades: luces y sombras de un mundo cada vez más urbano

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

N.º 281. Recuperación al compás de las vacunas

**SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 10, N.º 2 (2021). Spain in year two of the pandemic

**PAPELES DE ENERGÍA**

N.º 12. Febrero (2021)

**ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN**

N.º 96. Evaluación de resultados en salud: valor y sostenibilidad para el Sistema Nacional de Salud / Javier Soto, José Manuel Martínez Sesmero, Miguel Ángel Casado, Miguel Ángel Calleja, Félix Lobo (directores)

**LIBROS**

Alfabetización financiera en empresas incubadas y sus implicaciones organizativas / Varios autores.

**PRECIO DE LAS PUBLICACIONES****AÑO 2021**

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.

**SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS****<http://www.funcas.es/Publicaciones>****E-MAIL: [publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)**



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

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

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

Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422



97722543427