

## Incertidumbre económica y exigencias regulatorias



### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Incertidumbre y ralentización económica

La banca ante 2016

Elasticidades de la renta declarada en el IRPF

Implicaciones del envejecimiento

Concentración regional del mercado bancario

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Regulación de las tenencias de bonos soberanos

Análisis de la desigualdad: una revisión

### 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

Ángel Laborda Peralta

Antonio Jesús Romero Mora

**Cuadernos de Información Económica** no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que estos, bajo su responsabilidad, aportan.

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

Diseño  
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

© 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)

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

251

marzo/abril 2016



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Ralentización económica en un entorno de incertidumbre  
*Ángel Laborda y María Jesús Fernández*
- 17 El sector bancario español ante las turbulencias financieras de 2016  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 25 Impacto de la crisis de las economías emergentes en las empresas cotizadas españolas  
*Nereida González, Pablo Guijarro y Diego Mendoza*
- 33 Análisis de los efectos a corto y medio-largo plazo de los cambios en el IRPF sobre la renta declarada en España  
*María Arrazola y José de Hevia*
- 39 El impacto del envejecimiento de la población en España  
*José A. Herce*
- 49 La concentración regional del mercado bancario español  
*Joaquín Maudos*
- 63 Problemas informativos y transparencia financiera: análisis del caso de las cláusulas suelo  
*Carlos Monasterio Escudero*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 79 La regulación de las tenencias de bonos soberanos de las entidades financieras: efectos deseados y daños colaterales  
*Víctor Echevarría Icaza y Francisco Valero*
- 89 Tendencias recientes en el análisis de la desigualdad  
*Ángel Estrada, Iván Kataryniuk y Jaime Martínez-Martín*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 106 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 133 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 139 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

La economía española seguirá creciendo a buen ritmo a lo largo de 2016, pero el agotamiento progresivo de los factores extraordinarios que impulsaron el crecimiento en 2015, así como el deterioro de algunas economías emergentes en un entorno de mayor incertidumbre global han originado una ligera revisión a la baja de las previsiones. Los efectos del menor crecimiento global sobre la economía española se manifiestan principalmente a través de la inversión y de las exportaciones, cuyo comportamiento, aunque positivo, será algo menos favorable que el que se preveía hace unos meses. Como se recoge en el artículo de ÁNGEL LABORDA y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, el PIB crecerá un 2,7% en 2016 y un 2,3% en 2017, si bien existen riesgos adicionales derivados del resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros así como del posible impacto negativo de la incertidumbre política interna sobre las decisiones de inversión y contratación de personal. El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, crecerá un 2,4% este año y un 2% el próximo, de modo que el aumento del número de ocupados según la Encuesta de Población Activa será de 794.000 entre los dos ejercicios y la tasa de paro se reducirá hasta el 18,2% de media anual en 2017. El efecto del ciclo económico sobre el déficit público seguirá siendo favorable, de forma que en 2016 se espera una disminución del mismo hasta el 4% del PIB, que podría situarse en el 2,9% en 2017 gracias también a la reducción del déficit cíclico, aunque solo en una pequeña cuantía a la mejora del déficit estructural.

Las turbulencias de los mercados financieros a comienzos de 2016 afectaron de forma especialmente negativa a las cotizaciones de las entidades de crédito

europas. Las dudas sobre la salud de algunos bancos europeos tienen que ver, en unos casos, con la reforma del esquema de resolución en el marco de la unión bancaria y, en otros, con las nuevas estimaciones de créditos difícilmente recuperables. En este contexto, sin embargo, la banca española presenta algunas ventajas comparativas, como señalan en su artículo SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ: la correcta valoración de sus activos tras los ejercicios de transparencia aumentada y los resultados obtenidos en comparación con las enormes pérdidas de grandes entidades extranjeras. No obstante, la multiplicación de las exigencias regulatorias ocasiona un coste de oportunidad que influye negativamente sobre la actividad crediticia. Pero además, los tipos de interés negativos no permiten articular productos y servicios con la suficiente rentabilidad, siendo este uno de los principales retos de la banca española y europea en los próximos años.

El impacto sobre las empresas cotizadas españolas es, probablemente, el efecto más visible de la crisis de las economías emergentes. El artículo de NEREIDA GONZÁLEZ, PABLO GUIJARRO y DIEGO MENDOZA analiza la exposición de la economía española a terceros países tomando como punto de partida los datos sobre exportaciones, inversión directa de España en el extranjero y transacciones corporativas transfronterizas de las empresas españolas. La dinámica de internacionalización se ha caracterizado por una presencia cada vez más consolidada en Latinoamérica y un aumento de los flujos comerciales con Asia. En consecuencia, este posicionamiento puede inducir cierta volatilidad de las cuentas de resultados de las empresas españolas, debido al com-

portamiento de algunas economías emergentes como Brasil o China. Sin embargo, las relaciones económicas internacionales de España siguen teniendo su principal referencia en la Unión Europea, de modo que el devenir del conjunto de la economía española en el presente ejercicio dependerá más de la trayectoria de los países avanzados y del propio comportamiento de la demanda interna.

La reacción de los agentes económicos ante los cambios en los impuestos personales sobre la renta puede afectar a la oferta de trabajo, las decisiones de ahorro e inversión, o incluso la predisposición a eludir impuestos o defraudar. Las estimaciones realizadas a nivel internacional revelan que los individuos son bastante sensibles a los cambios tributarios, pero de forma diferente en el corto y medio-largo plazo. MARÍA ARRAZOLA y JOSÉ DE HEVIA presentan una estimación de la elasticidad de la renta declarada ante los cambios en los tipos impositivos marginales del IRPF, estableciendo las diferencias entre el corto y el medio-largo plazo, y evaluando también el efecto anticipación en virtud del cual los agentes modifican su comportamiento antes incluso de que una reforma fiscal entre en vigor. Entre los resultados obtenidos para el caso de la reforma de 2007, encuentran que los efectos de los procesos de ajuste por parte de los agentes son de una magnitud parecida a corto y a medio-largo plazo, lo que sugiere un ajuste rápido que no se prolonga muchos periodos.

En el primero de los artículos de esta edición de *Cuadernos de Información Económica* se ponía de relieve los escasos avances esperados en la reducción del déficit público estructural. Entre los factores que pueden condicionar el futuro del déficit estructural a medio y largo plazo se encuentran, sin duda, los efectos del envejecimiento de la población sobre el gasto público, especialmente a través de los sistemas de pensiones, la sanidad y los servicios de cuidados personales. Sin embargo, existe a menudo una visión distorsionada que tiende a confundir la longevidad con el envejecimiento. Como se explica en el artículo de JOSÉ A. HERCE, la compresión de la mortalidad en el último siglo conduce a una situación en la que la barrera psicológica de los 65 años ha cambiado en lo que se refiere a la definición de lo que se entiende por vejez, habida cuenta, por ejemplo, que la mayoría de los individuos sobrevivirán hasta edades centenarias en el presente siglo y sufrirán

periodos de senectud considerablemente más breves que los actuales. El problema no sería, pues, la longevidad, sino las resistencias a adaptar nuestros sistemas económicos, sociales y previsionales a esa nueva situación de una creciente esperanza de vida. En particular, el sistema sanitario es mucho menos sensible de lo que se cree al envejecimiento y su sostenibilidad no debería ser un problema irresoluble. A su vez, las recientes reformas del sistema público de pensiones en España van a mejorar en parte su sostenibilidad financiera, si bien el reto que se presenta es mantener la suficiencia de las pensiones en un marco de mayor longevidad.

Una de las consecuencias de la reestructuración bancaria en España ha sido el aumento de la concentración del sector, hasta el punto de superar los valores promedio de la banca europea. Tomando como referencia distintos indicadores a escala provincial con datos de la red de oficinas, el artículo de JOAQUÍN MAUDOS destaca las amplias diferencias entre provincias, con tendencia a una mayor concentración en aquellas con reducida densidad de población, frente al mayor número de competidores existente en las provincias más pobladas. Si bien un aumento de la concentración no implica necesariamente una menor competencia, los niveles alcanzados en algunos casos aconsejan tener en cuenta esta variable. La competencia depende también de la capacidad para reducir costes y alcanzar así precios razonables en los productos que se ofrecen. En todo caso, el proceso de concentración es en buena medida el resultado de la política impulsada por el regulador para mejorar la eficiencia de las entidades financieras.

Los problemas informativos en los mercados financieros confluyen singularmente en el caso de los préstamos hipotecarios. El artículo de CARLOS MONASTERIO examina la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013 en relación con las cláusulas suelo, a la luz de la economía de la información. A juicio del autor existe una cierta confusión en dicha Sentencia entre la información que las entidades financieras deben proporcionar a los clientes y el uso efectivo y responsable de la misma por parte de los consumidores. La regulación existente sería, en su opinión, suficiente para que los clientes pudiesen conocer las características del producto contratado y, en particular, las cláusulas suelo. Pero la Sentencia del Tribunal Supremo vendría a dejar sin valor la normativa sobre transparencia y pro-

tección del consumidor, de modo que, aun cumpliendo sus requisitos, las entidades no tendrían la garantía de haber proporcionado información suficiente a juicio de los tribunales. Por otra parte, argumentar que existía un reparto desigual de riesgos supone admitir que los bancos eran capaces de prever con años de anticipación que la política monetaria del BCE iba a reducir hasta el mínimo los tipos de interés.

La sección de Economía internacional se abre con un artículo de VÍCTOR ECHEVARRIA y FRANCISCO VALERO en el que se aborda una de las cuestiones más controvertidas en relación con las posibles reformas del marco regulatorio del sistema bancario: la que afectaría al tratamiento de los bonos soberanos. Los estrechos vínculos entre los riesgos soberanos y bancarios crearon un peligroso círculo vicioso durante la reciente crisis financiera que transmitía las situaciones de estrés de las entidades bancarias a su propio soberano y viceversa, actuando como mecanismo de amplificación del estrés financiero. El trabajo analiza las medidas propuestas por la Comisión Europea que podrían dar lugar a una nueva regulación de los riesgos soberanos, bien mediante su ponderación en función de su calificación crediticia en los activos ponderados por riesgo, bien mediante el establecimiento de límites a la posesión de deuda pública por parte de los bancos. El análisis de ambas alternativas pone de relieve que, si bien podrían tener algunos aspectos positivos, sus efectos podrían ser muy perniciosos, empeorando las situaciones de estrés soberano o bancario, salvo que se introdujesen con carácter previo la extensión del BCE como prestamista

de última instancia de los soberanos y la creación de una unión bancaria completa. Solo así, incluyendo la penalización a las tenencias de bonos en un paquete de reformas mucho más amplio, podría contribuirse a mejorar el objetivo de estabilidad financiera.

El último artículo incluido en esta edición de *Cuadernos de Información Económica* realiza una síntesis de la reciente literatura sobre desigualdad, un área de investigación que con motivo de la crisis económica global ha pasado a ser objeto de un amplio debate académico. ÁNGEL ESTRADA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN analizan las tendencias recientes de la desigualdad económica advirtiendo sobre las propiedades y limitaciones de los indicadores más generalmente utilizados. A continuación, revisan las explicaciones sobre las causas del aumento de la desigualdad así como sus implicaciones sobre el crecimiento, la estabilidad financiera o la movilidad intergeneracional. Entre sus conclusiones, los autores destacan que no existe una teoría que determine el nivel óptimo de desigualdad o qué dimensión de la desigualdad es más relevante (renta, riqueza, oportunidades), de modo que la discusión se establece en términos normativos considerando la efectividad de las políticas para su reducción. En los países avanzados las mejores experiencias apuntan a sistemas fiscales progresivos y políticas que mejoren el capital humano, mientras en los países en desarrollo se propone, además de lo anterior, establecer incentivos que reduzcan la informalidad y procurar una mayor inclusión financiera para reducir así la polarización en la distribución de la renta.



## Ralentización económica en un entorno de incertidumbre

Ángel Laborda y María Jesús Fernández\*

**Aunque las tensiones que azotaron los mercados financieros en las primeras semanas del año han remitido, los fundamentos de la economía global continúan siendo débiles, y la situación sigue estando marcada por la incertidumbre. No se pueden descartar, por tanto, nuevos episodios de turbulencias. Desde la perspectiva de la economía española, las menores expectativas de crecimiento mundial, junto con el agotamiento progresivo de los factores extraordinarios que impulsaron el crecimiento económico en 2015, apuntan a una ralentización del mismo en 2016 y 2017. Los riesgos a la baja, además, son elevados, ya que a la incertidumbre global se une la interna derivada de la dificultad de formación de un nuevo Gobierno.**

### Contexto internacional

Las tensiones en los mercados financieros que marcaron el inicio del año remitieron a partir de mediados de febrero, pese a que la preocupación en torno a la situación de China y otras economías emergentes y el temor a una nueva recesión mundial no se han desvanecido. El agravamiento de las incertidumbres globales ha alejado las expectativas de nuevas subidas de tipos de interés en Estados Unidos, mientras aumentaba la perspectiva de una intensificación de las medidas de expansión cuantitativa del Banco Central Europeo. Esto último se confirmó finalmente en la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de marzo, en la que la autoridad monetaria europea decidió rebajar hasta cero el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, reducir el de interés

de las facilidades de depósito en 10 puntos básicos hasta el -0,40%, elevar a 80.000 millones de euros el volumen mensual de compras de activos, las cuales, además, se han extendido a bonos corporativos, y remunerar hasta el 0,4% a las entidades financieras que tomen liquidez prestada dentro del marco de las nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO).

La economía de EE.UU. ha continuado generando empleo a un ritmo muy dinámico en los dos primeros meses del año, aunque la evolución de algunos indicadores de actividad como el índice de producción industrial, los pedidos o los índices PMI ha sido desfavorable. En la eurozona, los malos resultados obtenidos en indicadores como el índice de sentimiento económico o los índices

\* Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

de gestores de compras (PMI) apuntan a que el debilitamiento sufrido en la segunda mitad de 2015 –con tasas de crecimiento intertrimestrales del 0,3%– se ha prolongado al inicio de 2016. En cualquier caso, no se observan indicios que apunten a una posible recesión en ninguna de estas áreas económicas. Además, aunque la desaceleración de China puede tener algún impacto negativo sobre las economías desarrolladas, en el caso de Europa este se verá contrarrestado por el efecto positivo de la caída del precio del petróleo, si bien el efecto neto de esta última circunstancia sobre la economía norteamericana es más incierto.

No parece, por tanto, que esté justificado el temor a una recesión mundial, si bien la elevada volatilidad de los mercados financieros, que posiblemente está más relacionada con la generación de burbujas en los mismos como consecuencia de las políticas monetarias de expansión cuantitativa, supone importantes riesgos. No se puede descartar que vuelvan a producirse nuevos episodios de turbulencias, que podrían desencadenar algún caso de quiebra o de crisis de balanza de pagos en algún país emergente, y debilitar aún más la economía real por la vía del aumento de la incertidumbre.

## Evolución reciente de la economía española

El PIB creció un 0,8% en el cuarto trimestre de 2015, la misma tasa que en el trimestre anterior. En términos anualizados, dicho crecimiento equivale a un 3,2% –en adelante es en estos términos como se expresarán las tasas de crecimiento intertrimestrales–. En comparación interanual el crecimiento fue del 3,5%. Este resultado fue el que se esperaba a la vista de los registros de los indicadores relativos a dicho periodo, si bien fue superior al contemplado en las últimas previsiones. En el conjunto del año el PIB creció un 3,2% sobre el año anterior.

Todos los componentes de la demanda nacional ralentizaron su ascenso en el cuarto trimestre,

dando lugar a una aportación al crecimiento trimestral de 2,3 puntos porcentuales (pp) –frente a 4,8 pp en el trimestre anterior–. El menor crecimiento de la demanda nacional fue compensado por la mayor aportación del sector exterior, que fue positiva, ascendiendo a 0,9 pp, después de tres trimestres consecutivos en negativo, gracias a la acusada ralentización en el crecimiento de las importaciones. La contribución de la demanda nacional al crecimiento en el conjunto del año fue de 3,7 pp, y la del sector exterior de -0,5 pp.

---

*En el inicio de 2016 los indicadores de consumo privado relativos al mes de enero, como las ventas minoristas, las matriculaciones de automóviles o las ventas de grandes empresas de bienes de consumo han seguido creciendo sin ofrecer señales de desaceleración.*

---

El consumo privado desaceleró su crecimiento en el cuarto trimestre hasta una tasa intertrimestral del 3%. En el conjunto del año esta variable registró un avance del 3,2% sobre el ejercicio anterior. Este crecimiento se basó fundamentalmente en el del empleo y en los aumentos de renta real disponible generados por la bajada de los precios de la energía y los recortes fiscales. Con respecto al inicio de 2016, los indicadores disponibles relativos al mes de enero, como las ventas minoristas, las matriculaciones de automóviles o las ventas de grandes empresas de bienes de consumo han seguido creciendo sin ofrecer señales de desaceleración. El índice de confianza del comercio minorista de enero y febrero se situó en línea con los resultados del último trimestre de 2015, aunque el índice de confianza del consumidor sufrió un retroceso, que podría estar, al menos en parte, vinculado a la incertidumbre política interna (gráficos 1.1 y 1.2).

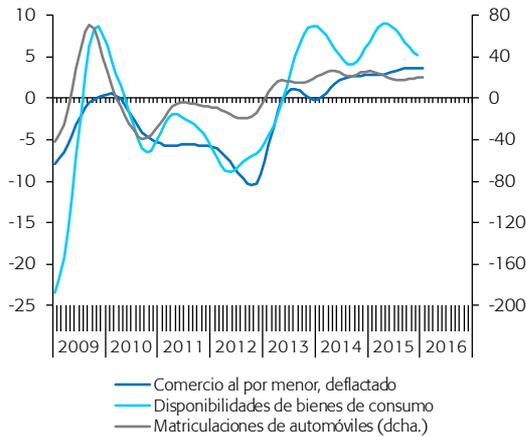
El consumo de las administraciones públicas (AA.PP.) se incrementó un 1,7% en el cuarto trimestre en términos reales, pero decreció un 3,9% a precios corrientes. No obstante, en el conjunto del año este componente de la demanda experimentó un crecimiento real del 2,7%, y un cre-

Gráfico 1

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

1.1 - Indicadores de consumo (I)

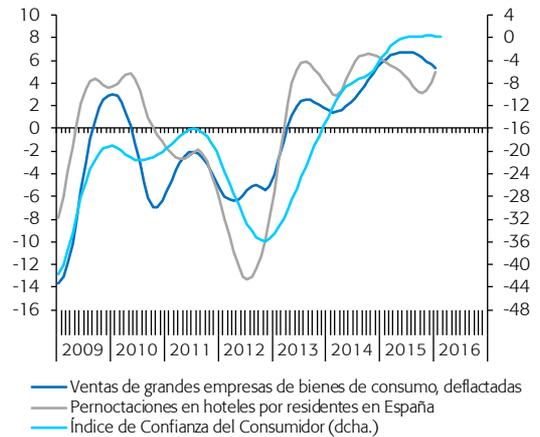
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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

1.2 - Indicadores de consumo (II)

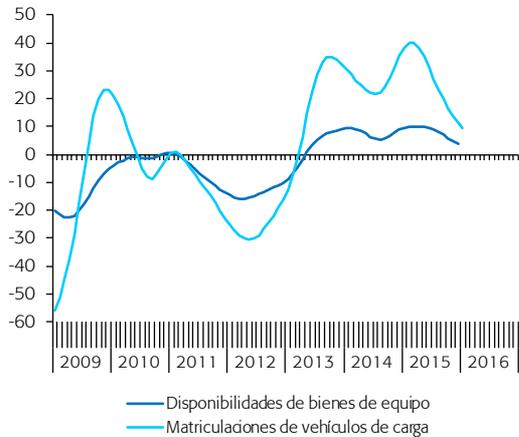
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

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

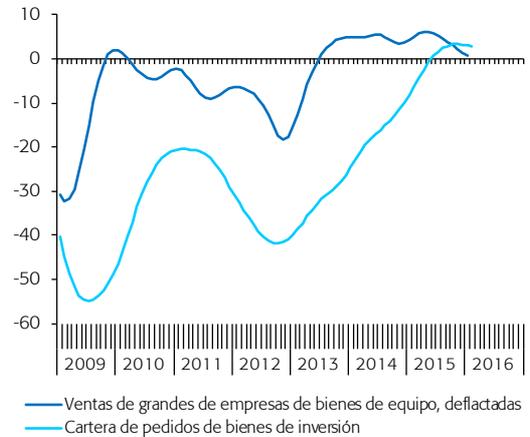
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, DGT y Funcas.

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

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas.

cimiento nominal del 3,1%. El crecimiento real contrasta con la caída del 1% prevista en el cuadro macroeconómico que acompañó los Presupuestos Generales del Estado para 2015.

La inversión en bienes de equipo y otros productos distintos de la construcción moderó su avance trimestral hasta un 6,8%. Con este son ya doce trimestres ininterrumpidos de tasas positivas, y a un ritmo medio, además, superior al de

los años de expansión previos a la crisis. Pese a ello, su nivel aún se encuentra un 3% por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008. El ascenso anual en 2015 fue del 7,5%. Detrás de estos crecimientos se encuentran la recuperación de la demanda, la mejora de las condiciones financieras y la necesidad de reponer y modernizar el equipo productivo tras los fuertes recortes de la tasa de inversión empresarial durante la crisis.

Los indicadores de este segmento de la demanda relativos al primer trimestre de 2016 aún son escasos. Las matriculaciones de vehículos de carga experimentaron un repunte en enero, aunque dentro de una tendencia de desaceleración. Las ventas de grandes empresas de bienes de equipo también ascendieron en enero después de cuatro meses de caídas, y el índice de pedidos de bienes de equipo de enero y febrero se redujo en comparación con la media del cuarto trimestre, aunque se mantiene en un nivel relativamente elevado (gráficos 1.3 y 1.4).

En cuanto a la inversión en construcción, su ascenso trimestral fue del 2,5%, lo que supone el menor ritmo de crecimiento de los últimos siete trimestres. Tanto el componente de inversión en vivienda como el de otras construcciones registraron tasas positivas. Sin embargo, el crecimiento de la inversión en vivienda fue inferior a lo previsto, a la vista del fuerte crecimiento de los visados de obra nueva, con una tendencia además de aceleración. En el caso de la construcción no residencial, por el contrario, la ralentización de su crecimiento está en línea con la caída de la licitación pública que comenzó a observarse una vez finalizadas las elecciones municipales y autonómicas (gráfico 2.6).

La venta de viviendas creció un 11,1% en 2015 según la estadística publicada por el INE, o un 7,4% según la del Ministerio de Fomento, aunque ambos indicadores registraron una caída de las transacciones en el último trimestre del año, que se intensificó en enero según los datos del INE. Este resultado es consistente con el descenso del crédito a la compraventa de vivienda sufrida en el cuarto trimestre de 2015 y en enero de 2016 después de dos años de ascensos. No es probable que este deterioro de la actividad inmobiliaria suponga un cambio de tendencia, sino un bache transitorio que podría obedecer a la situación de incertidumbre. En cualquier caso, los precios han seguido moviéndose al alza.

En el cuarto trimestre se redujeron tanto las exportaciones como las importaciones de bienes, pero al mismo tiempo crecieron las de servicios.

En el conjunto del año, las exportaciones totales aumentaron un 5,4% y las importaciones un 7,5% en términos reales, pero a precios corrientes avanzaron un 5,8% y un 5,9% respectivamente. Es decir, el crecimiento nominal de las importaciones fue inferior al crecimiento en volumen, lo que se explica por la caída de precios de los productos energéticos y de otras materias primas. En el conjunto del año, el saldo comercial total arrojó un superávit del 2,5% del PIB, igual al del año anterior, que resulta de un descenso del déficit energético por la caída del precio del petróleo, y de una reducción del superávit de bienes no energéticos.

Desde la perspectiva de la oferta, todos los sectores presentaron tasas de crecimiento positivas en el cuarto trimestre, si bien el único que registró una aceleración fue el de la construcción –algo que no encaja bien con la ralentización de la inversión en vivienda y en otras construcciones–. En el conjunto del año, los avances también fueron generalizados, destacando el sector de la construcción, con una tasa del 5,2%, seguido de las manufacturas, cuyo crecimiento del 3,7% fue el mejor resultado alcanzado por este sector desde el año 2001.

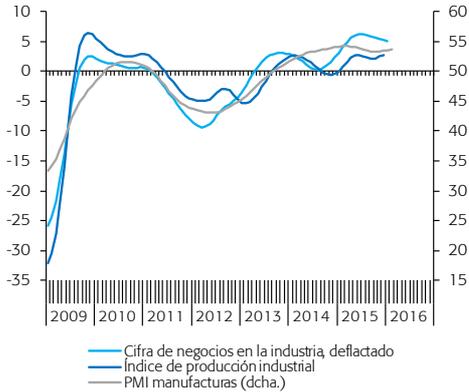
En enero de 2016 el índice de producción industrial prolongaba la tendencia a la desaceleración que se observa desde mediados del año anterior, y el índice de clima industrial empeoró en enero y febrero. Sin embargo, los índices PMI de enero y febrero se movieron al alza, situándose por encima del nivel del último trimestre de 2015. También las ventas de grandes empresas de bienes industriales registraron un dato muy positivo en enero, mientras que la creación de empleo en el sector, según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, siguió aumentando a un ritmo semejante al registrado en los últimos meses del pasado año (gráficos 2.1 y 2.2).

El crecimiento de la actividad en los servicios se debilitó en los primeros meses del año, según apunta la evolución del PMI, las ventas de grandes empresas de servicios o el índice de confianza del sector. Por otra parte, la afiliación a la Seguridad Social en el conjunto de los servicios se ralentizó

Gráfico 2

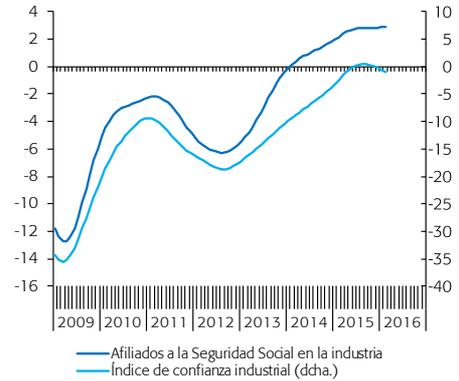
**Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción**

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



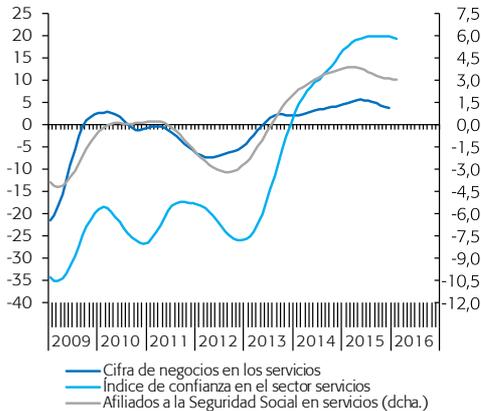
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

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



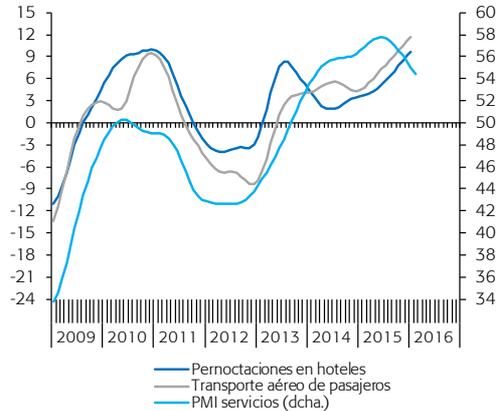
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

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



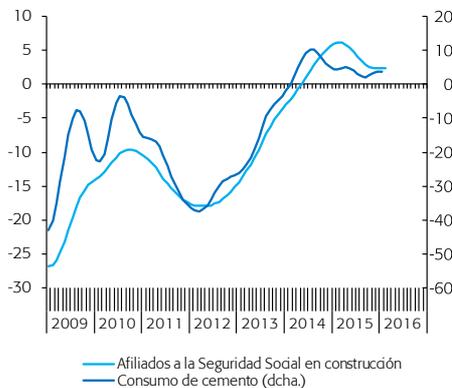
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, INE y Funcas.

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



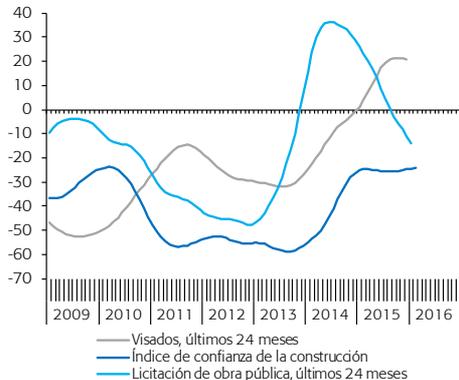
Fuentes: INE, AENA, Markit Economics Ltd. y Funcas.

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



Fuentes: Ministerio de Empleo, Oficemen y Funcas.

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



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

en enero y febrero, pero como consecuencia de la paralización de la contratación en los sectores ligados al sector público. En los servicios de mercado, la desaceleración fue casi imperceptible. Por otra parte, la entrada de turistas ha seguido creciendo a un ritmo muy dinámico en enero (gráficos 2.3 y 2.4).

Con respecto a la construcción, la positiva evolución de los visados de obra nueva apunta a un

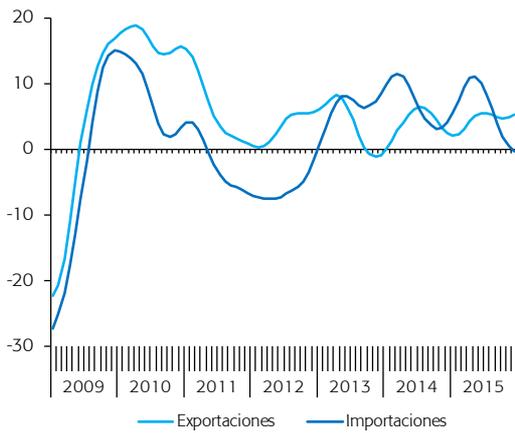
aumento de la actividad en el segmento residencial, mientras que la caída de la licitación oficial señala un mayor debilitamiento de la obra pública. El indicador de ventas de las grandes empresas de construcción y promoción registró un resultado muy negativo en enero, mientras el índice de confianza empeoró. Pese a ello, la afiliación a la Seguridad Social ha seguido aumentando a buen ritmo, con tan solo una ligera tendencia a la desaceleración.

Gráfico 3

**Sector exterior**

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

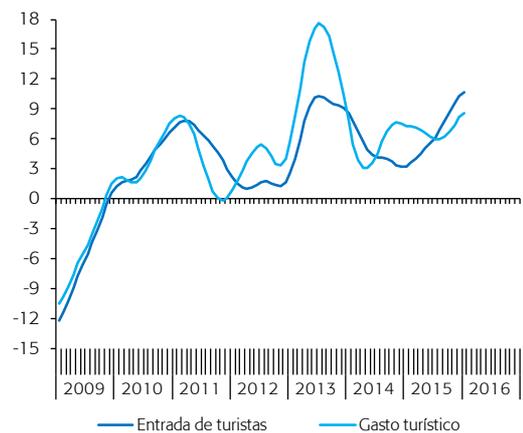
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Economía.

3.2 - Turismo

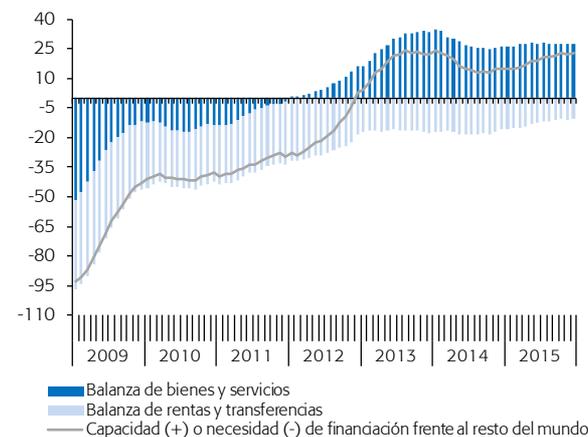
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Economía.

3.3 - Balanza de pagos

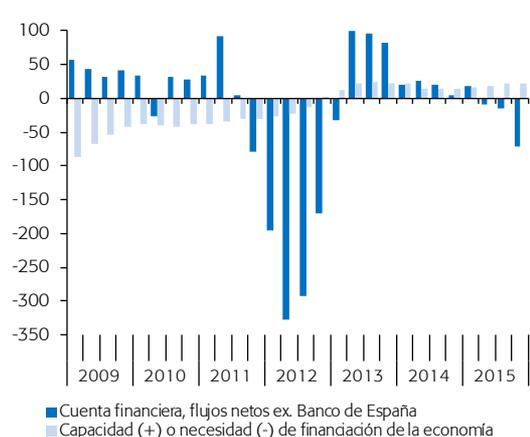
Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

3.4 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros, suma móvil 4 trimestres



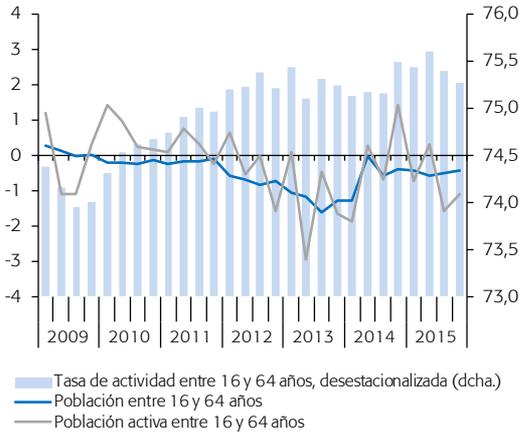
Fuente: Banco de España.

Gráfico 4

**Mercado de trabajo**

4.1 - Oferta de empleo

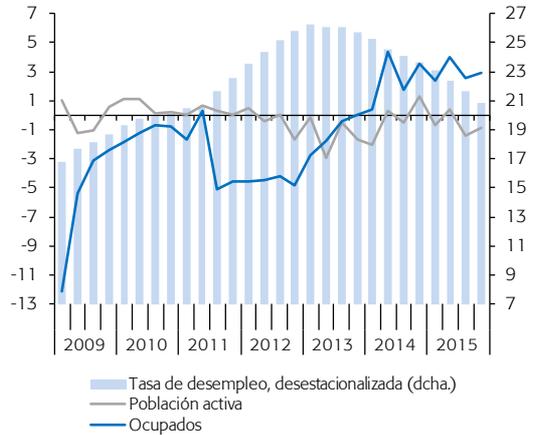
Variación trimestral en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

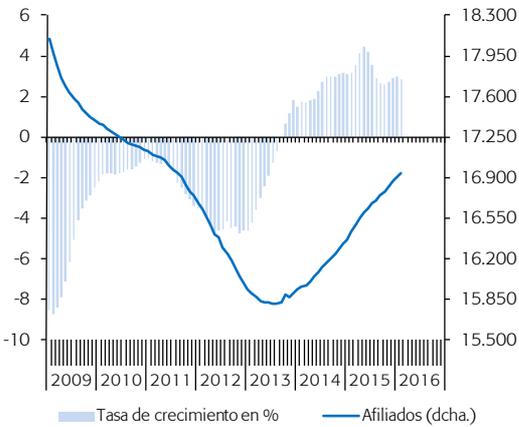
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

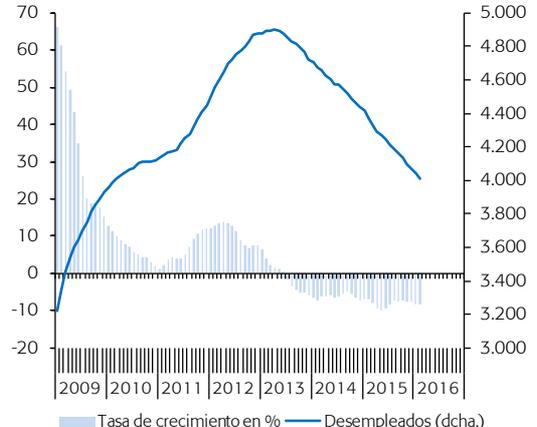
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y miles, series desestacionalizadas



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

4.4 - Desempleo registrado

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



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

El empleo total (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo) aumentó un 2,4% en el último trimestre de 2015, y un 3% en el conjunto del año, incremento que equivale a 487,7 miles de puestos. En términos de la *Encuesta de Población Activa*, el empleo aumentó en 522 mil, aunque la reducción del desempleo fue algo mayor, 554 mil, debido al descenso de la población activa, como consecuencia de la reducción de la población en edad de trabajar. La tasa de paro media anual se

redujo en 2,3 puntos porcentuales hasta el 22,1% (gráficos 4.1 y 4.2).

En la industria manufacturera tuvo lugar una ligera disminución del empleo en el cuarto trimestre, pero después de haber crecido con intensidad sobre todo en la primera mitad del año, de modo que en el conjunto del ejercicio se registró un ascenso del 2,9%, el mejor resultado desde el año 2000. En cualquier caso, en el conjunto anual,

el sector en el que más aumentó el empleo en términos relativos fue la construcción. En Administración Pública, sanidad y educación se registró un incremento del 2%. En enero y febrero de 2016 el crecimiento en el número total de afiliados a la Seguridad Social se ralentizó, pero esto fue debido a la caída del empleo agrícola –como consecuencia del adelanto del final de la cosecha de la aceituna– y de la mencionada paralización de la contratación por parte del sector público. Excluyendo estos dos sectores, la afiliación mantuvo un ritmo de crecimiento similar al registrado en los meses precedentes (gráficos 4.3 y 4.4).

En suma, los indicadores de actividad y de demanda relativos al inicio de 2016 ofrecen señales contradictorias, aunque tomados en su conjunto, según el indicador sintético de actividad elaborado por Funcas, apuntan a una desaceleración en el ritmo de crecimiento, que, en términos no anualizados, podría situarse entre el 0,6% y el 0,7% en el primer trimestre del año.

La productividad del conjunto de la economía presentó en el cuarto trimestre una tasa de crecimiento positiva, al igual que en los trimestres anteriores, dando lugar a un aumento anual de la misma del 0,2% en 2015. También aumentó la productividad en el sector manufacturero en el

---

*La balanza de pagos por cuenta corriente registró un superávit del 1,5% del PIB en 2015, según cifras provisionales, superior al 1% del año anterior, gracias a la reducción de la factura energética y de los pagos al exterior por intereses. El superávit comercial de bienes no energéticos, en cambio, se redujo por el mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones.*

---

conjunto del año, un 0,8% anual, si bien fue el menor ritmo de crecimiento desde el inicio de la crisis. La remuneración por asalariado creció un 0,5% en toda la economía en el conjunto de 2015 (aunque en este aumento ha influido mucho la

devolución de la paga extraordinaria a los funcionarios) y descendió un 0,1% en las manufacturas. Como consecuencia de todo ello, los costes laborales unitarios (CLU) de toda la economía aumentaron ligeramente en 2015 por primera vez desde 2009, mientras que en la industria manufacturera los CLU siguieron reduciéndose. Con respecto a este año, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva hasta febrero fueron del 1,1%, lo que anuncia una aceleración de los salarios en 2016.

La tasa de inflación en los primeros meses de 2016 se ha situado en cifras negativas e inferiores a lo esperado, debido a las nuevas caídas en los precios de los productos energéticos. No obstante, la tasa subyacente ha continuado en niveles positivos y con una lenta tendencia ascendente, como consecuencia de la depreciación del euro y de la recuperación de la demanda interna. Salvo el grupo de productos energéticos, todos los demás componentes de la cesta de la compra han presentado tasas positivas de inflación, por lo que no cabe considerar la situación actual como deflacionista (gráficos 5.1 y 5.2).

La balanza de pagos por cuenta corriente registró un superávit del 1,5% del PIB en 2015, según cifras provisionales, superior al 1% obtenido el año anterior, gracias a la reducción de la factura energética y de los pagos al exterior por intereses. El superávit comercial de bienes no energéticos, por el contrario, se redujo como consecuencia del mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones (gráficos 3.1 y 3.3). La balanza financiera excluyendo el Banco de España registró un flujo neto de salidas de 70,2 mil millones de euros, como consecuencia de que las inversiones españolas en el extranjero –que aumentaron un 40%– superaron a las inversiones extranjeras en España –cuyo volumen se redujo a la mitad– (gráfico 3.4).

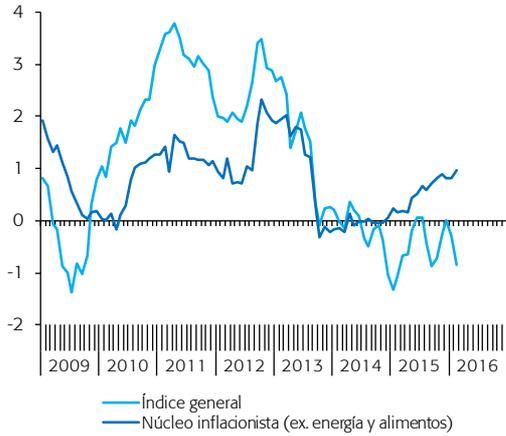
La capacidad de financiación frente al exterior ascendió al 2,2% del PIB –frente al 1,6% en 2014– como resultado de un incremento en la tasa de ahorro nacional superior al aumento de la tasa de inversión. La tasa de ahorro de los

Gráfico 5

**Indicadores de precios**

5.1 - Índice de precios de consumo

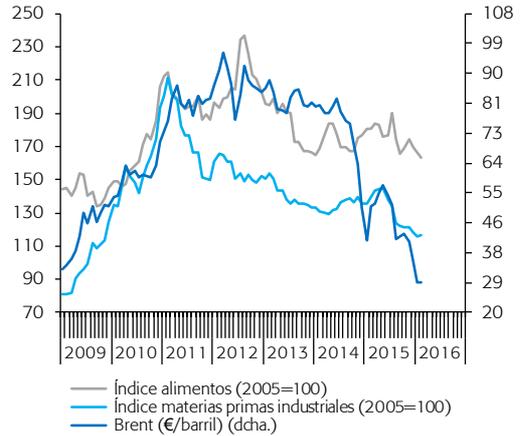
Variación interanual en %



Fuente: INE (IPC).

5.2 - Precios materias primas en euros

Euros e índice



Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

hogares hasta el tercer trimestre del año –último periodo para el que se dispone de datos por sectores– se redujo en comparación con el mismo periodo del año anterior, mientras que la de las empresas no financieras aumentó, y la de las AA.PP. fue menos negativa (gráficos 7.1 y 7.2).

El proceso de desapalancamiento de los agentes privados ha seguido avanzando a lo largo de

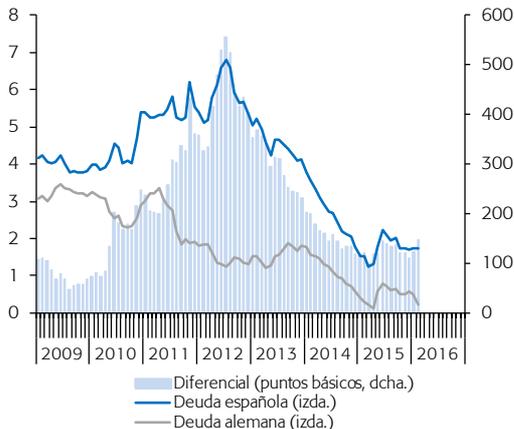
2015, tanto en términos absolutos como relativos. En el tercer trimestre de 2015 la deuda de los hogares representaba el 107,7% de su renta disponible bruta, frente a un 114,3% un año antes –en relación al PIB, suponía el 68,6% en el tercer trimestre de 2015, frente a un 73,6% en 2014–. En el caso de las sociedades no financieras, la ratio de endeudamiento descendió desde el 116,2% del PIB en el tercer trimestre de 2014

Gráfico 6

**Indicadores financieros**

6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años

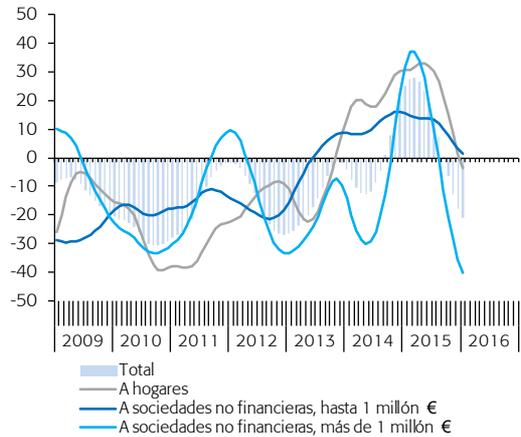
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Crédito nuevo

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



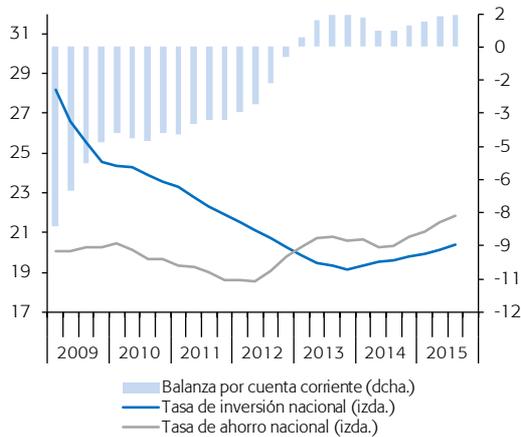
Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

### Desequilibrios financieros

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

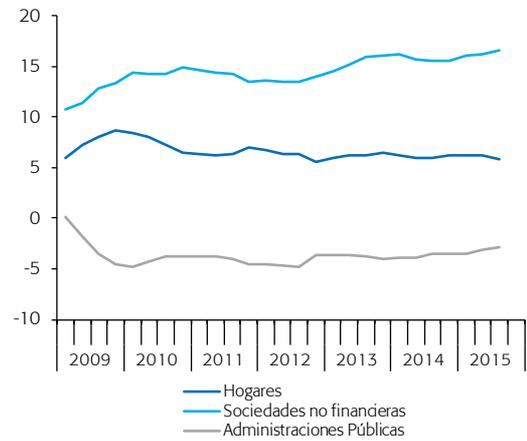
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.2 - Tasas de ahorro

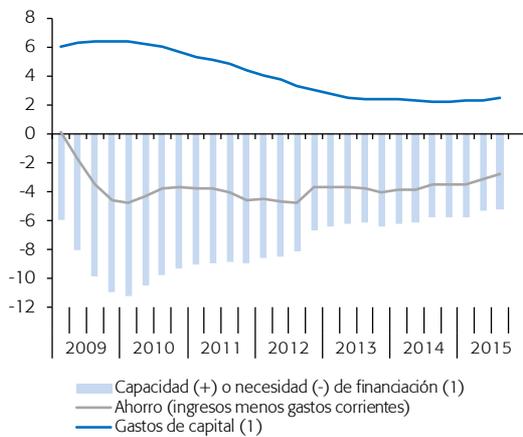
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

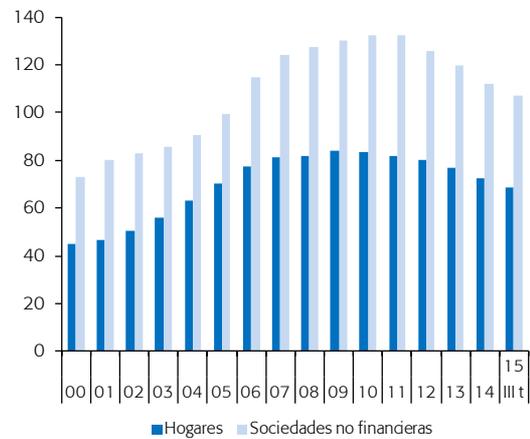


(1) Excluidas ayudas a instituciones financieras

Fuente: INE.

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

hasta el 107,2% en el mismo periodo de 2015 (gráfico 7.4).

Esta reducción del volumen de deuda no es incompatible con el crecimiento del crédito nuevo, que en 2015 registró una recuperación, tanto el concedido a empresas como a hogares. No obstante, en el último trimestre del año se produjo una brusca caída, que se acentuó en enero de 2016 (gráfico 6.2). Aún es pronto para saber si

estos descensos suponen un cambio de tendencia en la trayectoria de recuperación de esta variable, o una interrupción transitoria que podría estar relacionada con las incertidumbres internacionales e internas.

Hasta el mes de noviembre de 2015, el déficit conjunto de la Administración Central, los fondos de la Seguridad Social y las comunidades autónomas (CC.AA.) ascendió a 41,8 miles de millones

de euros, 5,4 miles de millones menos que en el mismo periodo del año anterior, cifra equivalente al 3,87% del PIB anual. Dicho resultado aún se encuentra por debajo del objetivo del 4,2%, pero dada la estacionalidad fuertemente negativa del mes de diciembre, sobre todo en el caso de las cuentas de la Seguridad Social, dicho límite será rebasado. Probablemente el resultado final se encontrará muy cerca del 5% del PIB.

La deuda de las AA.PP., en este caso con datos de diciembre de 2015, ascendió a 1.070,3 miles de millones de euros, 36,5 miles de millones más que en diciembre de 2014. No obstante, gracias al mayor crecimiento del PIB nominal –un 3,8%– la ratio en relación al PIB se redujo en tres décimas porcentuales, hasta el 99%. La mayor parte del incremento de dicha deuda procedió de las CC.AA.

## Previsiones 2016-2017

En los primeros meses de este año el precio del petróleo se ha reducido sensiblemente en comparación con el contemplado en el último escenario de previsiones, lo que conduciría por sí solo a una revisión al alza de las mismas. Pero hay otros elementos que van a actuar en sentido contrario. Concretamente, el menor crecimiento esperado de la economía mundial, tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes, y el aumento de la incertidumbre global derivada de esta y de otras circunstancias, que ha generado importantes tensiones en los mercados financieros internacionales en los dos primeros meses del año. El impacto de estos factores se reflejará en una intensificación de la ralentización del crecimiento hasta el tercer trimestre del año.

En consecuencia, la previsión de crecimiento del PIB español en 2016 se ha recortado en una décima porcentual hasta el 2,7%. No se consideran en este escenario de previsiones las posibles consecuencias de la incertidumbre política interna, ya que estas pueden ser muy diferentes en función de cómo evolucione la situación en los próximos meses. En cualquier caso, esto supone un importante factor de riesgo que podría traducirse

en un resultado económico inferior al esperado. En 2017 se retornará a tasas intertrimestrales de crecimiento del orden del 0,6%, una vez superada la situación de incertidumbre global actual, pese a lo cual la tasa anual será inferior a la de este año, un 2,3%. Se mantendrá el mismo patrón de aportaciones al crecimiento de los dos últimos años, es decir, una contribución positiva de la demanda nacional y negativa del sector exterior (gráficos 8.1 y 8.2).

---

*La previsión de crecimiento del PIB español en 2016 se ha recortado en una décima porcentual hasta el 2,7%. No se consideran en este escenario de previsiones las posibles consecuencias de la incertidumbre política interna, ya que estas pueden ser muy diferentes en función de cómo evolucione la situación en los próximos meses.*

---

El consumo privado acelerará su crecimiento en 2016 hasta el 3,3% como consecuencia del impulso procedente del descenso del precio del petróleo, la creación de empleo y la rebaja del IRPF. Dicho impulso se agotará en 2017 –año para el cual se contempla un moderado encarecimiento del crudo–, de modo que el crecimiento de esta variable en dicho año será del 2,6%. Con respecto al consumo público, dados los objetivos de reducción del déficit solo cabe prever una ralentización en ambos ejercicios con respecto al elevado ascenso registrado en 2015 (gráfico 8.3).

El crecimiento esperado para la inversión en maquinaria y bienes de equipo en 2016 se ha revisado a la baja, hasta el 5,1%, ya que este es, junto con las exportaciones, uno de los componentes de la demanda a través de los cuales se materializará el efecto sobre la economía española del menor crecimiento global y del aumento de las incertidumbres internacionales. En 2017 el crecimiento de este componente de la demanda también será más moderado, un 4%.

La previsión para la inversión en construcción en 2016 también se ha revisado a la baja,

debido al crecimiento menor de lo esperado del componente residencial en el último trimestre de 2015. No obstante, dicho componente seguirá acelerando su avance en 2016, mientras que la inversión en otras construcciones recortará significativamente su crecimiento por el final del efecto del ciclo electoral sobre la inversión pública, que es el factor que impulsó esta variable el pasado año. Para 2017 se espera que la construcción de vivienda siga ganado fuerza, mientras que el componente de otras construcciones continuará reduciendo su ritmo.

Las exportaciones se ralentizarán hasta un 3,8% en 2016, lo que supone un significativo recorte de la previsión, como resultado del mencionado deterioro de las condiciones económicas globales. Las importaciones también se han revisado a la baja hasta el 5,7%, debido al menor crecimiento esperado de la demanda final derivado del descenso de la inversión y de las exportaciones. En 2017 se incrementará algo el ritmo de crecimiento de ambas variables. En consecuencia, la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB será algo más negativa de lo previsto anteriormente en 2016.

---

*El crecimiento esperado de la inversión en maquinaria y bienes de equipo en 2016 se ha revisado a la baja, hasta el 5,1%, ya que este es, junto con las exportaciones, uno de los componentes de la demanda a través de los cuales se materializará el efecto sobre la economía española del menor crecimiento global y del aumento de las incertidumbres internacionales.*

---

El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, crecerá un 2,4% este año –sin cambios con respecto a la anterior previsión–, y un 2% el año próximo. En términos de ocupados según la EPA, la creación de empleo entre los dos ejercicios será de 794.000, y la tasa de paro se reducirá hasta el 19,9% de media anual en 2016 y hasta el 18,2% en 2017 (gráfico 8.4).

La productividad del conjunto de la economía crecerá los dos años a un ritmo semejante a los años anteriores, un 0,3%, lo que unido a un mayor crecimiento de las remuneraciones por asalariado, supondrá un ascenso de los costes laborales unitarios del 0,6% y del 1% en 2016 y 2017, respectivamente, en todo caso por debajo del aumento de los precios del PIB.

En cuanto a la inflación, incluso aunque el precio del petróleo se recupere hasta por encima de los 45 dólares el barril a lo largo del ejercicio, la tasa general será negativa durante, al menos, la primera mitad del presente año. La tasa subyacente va a ser positiva durante todo 2016, moviéndose en torno al 1%, y se acelerará ligeramente en 2017 (gráfico 8.5).

---

*La creación de empleo, medida en términos de ocupados según la EPA, será de 794.000 entre los dos ejercicios, 2015 y 2016, y la tasa de paro se reducirá hasta el 19,9% de media anual en 2016 y hasta el 18,2% en 2017.*

---

El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente aumentará en 2016 pese a la aportación negativa al crecimiento del sector exterior, gracias al menor precio del petróleo. Con respecto a 2017, se parte de la hipótesis de que esta circunstancia favorable no se repetirá, de modo que el superávit disminuirá como consecuencia del mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones (gráfico 8.6).

El déficit de las AA.PP. se reducirá hasta el 4% del PIB en 2016 como consecuencia exclusivamente del efecto favorable del ciclo. En 2017 el déficit será del 2,9% del PIB, debiéndose el descenso del mismo fundamentalmente a la reducción del déficit cíclico, y solo en una pequeña cuantía a una mejora del déficit estructural.

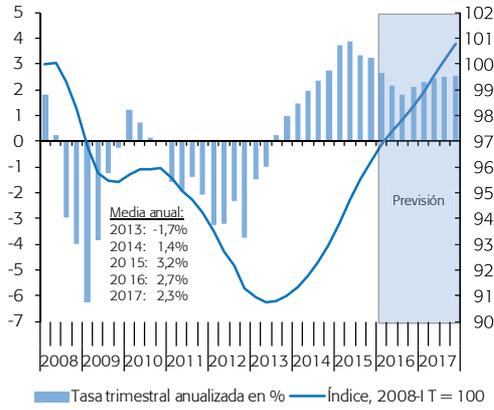
En conclusión, el agotamiento progresivo del impacto de los factores extraordinarios que impulsaron el crecimiento en 2015, unido, al menos en 2016, al deterioro de las condiciones económicas

Gráfico 8

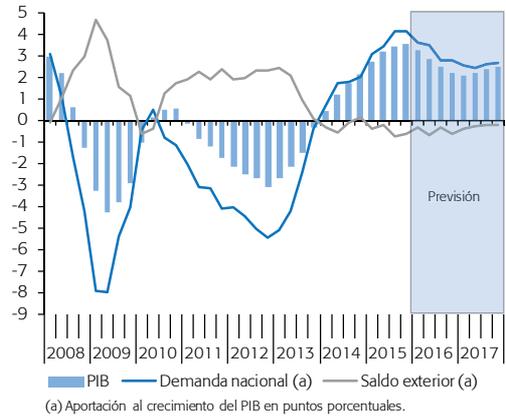
### Previsiones para la economía española 2016-2017

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

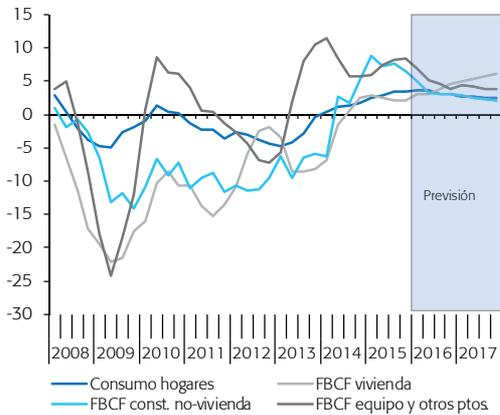
8.1 - PIB



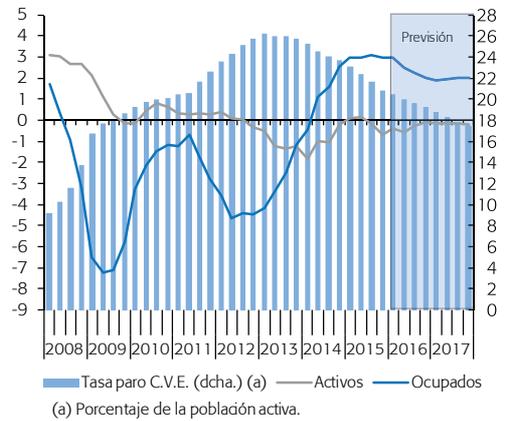
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



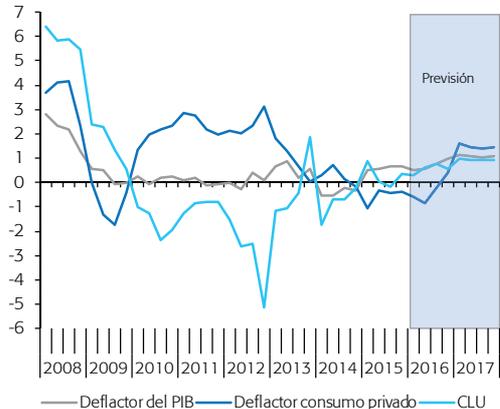
8.3 - Agregados de la demanda nacional



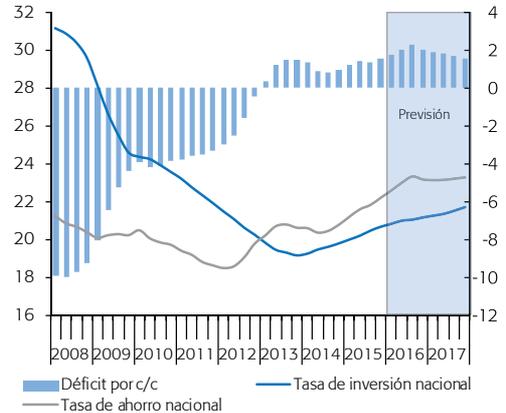
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



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



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

## Cuadro 1

**Previsiones económicas para España, 2016-2017**

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017	2016
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>							
<b>PIB, pm</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,1</b>
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	1,2	3,1	3,3	2,6	0,1
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	0,0	2,7	2,0	1,3	0,6
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,0	3,5	6,4	4,3	3,9	-1,0
Construcción	5,9	-9,8	-0,2	5,3	3,6	3,8	-0,9
Construcción residencial	7,8	-11,2	-1,4	2,4	3,6	5,5	-1,8
Construcción no residencial	4,2	-8,2	0,8	7,5	3,7	2,4	-0,2
Equipo y otros productos	7,5	-2,4	7,7	7,5	5,1	4,0	-1,0
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	5,1	5,4	3,8	4,8	-1,3
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	6,4	7,5	5,7	6,0	-1,2
<b>Demanda nacional (b)</b>	<b>4,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,1</b>
Saldo exterior (b)	-0,7	1,7	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	1.041,2	1.081,2	1.118,0	1.155,8	--
- % variación	7,4	-0,8	1,0	3,8	3,4	3,4	-0,4
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	3,5	0,5	-0,4	0,6	0,7	1,1	-0,2
<b>Deflactor del consumo de los hogares</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,2</b>
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	1,1	3,0	2,4	2,0	0,0
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,1	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,1
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	0,9	3,9	3,5	3,4	0,1
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,2	0,4	3,1	2,8	2,8	-0,8
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,4	-0,6	0,5	0,8	1,3	0,0
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	-0,8	0,3	0,6	1,0	0,2
<b>Tasa de paro (EPA)</b>	<b>12,5</b>	<b>20,2</b>	<b>24,4</b>	<b>22,1</b>	<b>19,9</b>	<b>18,2</b>	<b>-0,3</b>
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>							
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,9	20,8	22,2	23,1	23,2	0,4
- del cual, ahorro privado	18,6	23,1	24,3	25,0 (c)	24,9	24,0	0,5
Tasa de inversión nacional	26,9	23,2	19,8	20,7	21,2	21,7	-0,1
- de la cual, inversión privada	23,0	19,4	17,7	18,5 (c)	19,0	19,6	-0,2
<b>Saldo cta. cte. frente al resto del mundo</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5 (c)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,6	2,2 (c)	2,7	2,2	0,7
- Sector privado	-2,8	5,8	7,5	7,2 (c)	6,6	5,1	0,7
- <b>Sector público (déficit AA.PP.)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,0 (c)</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,1</b>
- <b>Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin.</b>	<b>--</b>	<b>-7,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0 (c)</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,1</b>
Deuda pública bruta	52,2	66,8	99,3	99,0	99,2	98,9	-0,8
<b>4. Otras variables</b>							
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,2	9,6	9,0 (c)	9,3	8,9	-0,6
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,1	127,2	112,1	106,2 (c)	100,7	97,7	1,6
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,0	127,9	112,2	104,3 (c)	97,5	91,5	-0,7
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,2	159,7	166,2	168,3 (c)	165,0	160,1	-0,7
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,5	0,2	0,0	0,3	-0,2
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	2,7	1,7	1,7	2,2	-0,1

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

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

Fuentes: 1996-2015 excepto (c): INE y BE; Previsiones 2016-2017 y (c): Funcas.

globales, conducirá a una ralentización del crecimiento del PIB español este año y el próximo. Los riesgos a la baja son muy elevados, derivados de la posibilidad de un resurgimiento de las tensiones

en los mercados financieros, así como del posible impacto negativo de la situación de incertidumbre política interna sobre las decisiones de inversión y de contratación de mano de obra.



# El sector bancario español ante las turbulencias financieras de 2016

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

**El comienzo de 2016 ha sido algo turbulento en los mercados, siendo el sector bancario europeo uno de los principales damnificados. Se han generado dudas sobre la calidad de los activos de algunas entidades sistémicas en Alemania y algunos países como Italia han tenido que adoptar medidas para afrontar una morosidad de magnitud considerable. En este contexto, el aumento en los beneficios de las entidades bancarias españolas debe destacarse como un elemento favorable. Aunque las pérdidas de valor a comienzos de 2016 han sido generalizadas en toda Europa, los bancos españoles han mejorado también su solvencia y pueden verse beneficiados a medio plazo por los ejercicios de transparencia aumentada que han realizado en comparación con sus homólogos de otros países. Más concretamente, los seis bancos españoles de mayor tamaño incrementaron en 2015 su beneficio conjunto un 8,1% y la ratio de solvencia CET1 pasó del 10,9% en 2014 al 12,2% en 2015. Los últimos datos sugieren también que, aunque la variación interanual de la financiación al sector privado seguía siendo negativa en enero, la expectativa es que se alcanzarán tasas positivas en 2016.**

## Un difícil comienzo de año: mercados y presión regulatoria

El comienzo del año fue bastante duro para los mercados financieros europeos, y los bancos estuvieron entre los principales damnificados. En medio de esta situación, se produjeron, además, circunstancias que no favorecieron una perspectiva favorable para este sector, como la amenaza de salida de Reino Unido de la Unión Europea o

las dudas sobre la situación y solvencia de algunas entidades financieras en Italia o Alemania. Tan solo en el mes de enero, el índice sectorial europeo señalaba pérdidas de valor para los bancos del continente de 350.000 millones de euros.

Las inusitadas circunstancias del mercado tampoco ayudan. Si bien es cierto que la política monetaria expansiva ha facilitado de forma más que considerable la obtención de liquidez, la

\* Bangor Business School y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

abrupta caída de los tipos de interés –incluso con referencias negativas en algunos plazos interbancarios– ha estrechado enormemente los márgenes de intereses y ha acentuado, de ese modo, los problemas de la banca europea –y, en parte, en todo el mundo– para generar rentabilidades atractivas para los inversores.

En todo caso, como ha señalado recientemente Benoît Cœuré, consejero del Banco Central Europeo, “los tipos de interés no son el único reto que afrontan los bancos. La morosidad y la falta de consolidación en el sector son factores principales de incertidumbre sobre los bancos<sup>1</sup>.” En este sentido, la volatilidad del mercado responde a un conjunto de factores que van más allá de la actividad bancaria, entre los que destaca la incertidumbre sobre China y los emergentes o el vuelco que se ha producido en los mercados energéticos, con la caída de los precios del crudo.

Asimismo, persisten también las dudas sobre la capacidad de la economía europea para “alzar el vuelo”, en un entorno en el que la política monetaria va agotando su margen de acción y se evidencia una considerable ausencia de voluntad para poner en marcha políticas fiscales expansivas coordinadas. En cuanto a los factores propios del mercado bancario, sigue en entredicho la calidad

---

*Tal vez no se haya calibrado suficientemente el impacto que la presión regulatoria y, en particular, las exigencias de solvencia pueden estar teniendo en la capacidad del sector bancario para aumentar los flujos de crédito e impulsar la inversión productiva.*

---

de los balances de algunas entidades bancarias europeas de carácter sistémico, al tiempo que en algunos países se ha llegado incluso a crear una nueva sociedad de gestión de activos (“banco malo”) dada la magnitud agregada de los créditos fallidos, como en Italia.

Por otro lado, durante la crisis se hizo evidente la existencia de un exceso de capacidad en la industria bancaria europea. La reestructuración se convierte en este caso en el principal mecanismo para reajustar demanda y oferta. Sin embargo, estos procesos han sido muy desiguales y aún queda una considerable tarea pendiente en algunos países. Es más, se ha evidenciado que los grandes rescates que se produjeron en 2008, al no estar acompañados de procesos de reestructuración importantes, han prolongado durante demasiado tiempo la carencia de rentabilidad de muchas entidades, que han vuelto a registrar pérdidas significativas en el cierre de 2015. Algunas de estas instituciones afrontan, ahora, ajustes muy considerables con cierre de oficinas y reducción de personal.

Esta situación del mercado y de la propia estructura bancaria europea se ve afectada por un factor adicional de considerable impacto: la presión regulatoria. Parece natural que ante los fallos detectados en la supervisión y en las exigencias de solvencia durante la crisis financiera aumente la intensidad regulatoria. Sin embargo, tal vez no se haya calibrado suficientemente el impacto que tales exigencias pueden estar teniendo en la capacidad del sector bancario para aumentar los flujos de crédito e impulsar la inversión productiva. Aunque esta cuestión merece un análisis mucho más ponderado más allá de este artículo, parece también indudable que la discusión sobre el grado necesario de exigencia regulatoria ha vuelto, de nuevo, al centro del debate.

Cabe preguntarse también, hasta qué punto está funcionando el actual diseño de la Unión Bancaria Europea. El 22 de febrero de 2016, la junta del Mecanismo Único de Resolución (MUR) comenzó –a través de las autoridades nacionales competentes– el proceso de recogida de datos para una adecuada determinación de los requisitos mínimos de fondos propios y de pasivos elegibles (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*, MREL). En este sentido, para que el MUR pueda elaborar planes de resolución para

<sup>1</sup> Discurso en el “Süddeutsche Zeitung Finance Day 2016”, Frankfurt am Main, 2 de marzo de 2016: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160302.en.html>

cada entidad, debe conocer aspectos específicos de su solvencia y apalancamiento, que son recopilados mediante exhaustivos cuestionarios. Esta tarea es, sin duda, muy importante, pero el grado de descentralización y multiplicación burocrática de la actual unión bancaria es tal que los esfuerzos de cumplimiento normativo están acaparando una parte fundamental de los recursos humanos del sector bancario. Con el reconocimiento de este esfuerzo por parte del MUR, el calendario para el cumplimiento de estos cuestionarios será progresivo durante 2016.

En ese escenario de descentralización y multiplicación de exigencias regulatorias, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) ha diseñado también para 2016 unas nuevas pruebas de esfuerzo (*EU-wide stress test exercise*), cuya metodología se publicó el pasado 24 de febrero de 2016. Cabe destacar que la ABE señaló que no se exigirá un mínimo de capital, decisión que resulta algo controvertida. Por un lado, parece lógica, puesto que lo que la ABE pretende es recopilar información para la ronda supervisora de evaluación y revisión de este año (SREP, por sus siglas en inglés), que es cuando se toman decisiones respecto a los niveles de capital. Por otro lado, sin embargo, esta evaluación “por pasos” hace que los test de estrés pierdan parte de su esencia y su carácter disciplinante tanto *ex ante* como *ex post*, sobre todo en comparación a otras pruebas similares, como las realizadas en Estados Unidos. En su conjunto, no parece que vayan a contribuir a reducir la incertidumbre actual en el mercado.

En cuanto a la regulación desde España, el Consejo de Gobierno del Banco de España aprobó el 9 de febrero de 2016 la circular sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación de las normas europeas derivadas del acuerdo de Basilea III. La circular regula el régimen de sucursales y la libre prestación de servicios en España de entidades de crédito con sede en Estados no miembros de la Unión Europea, al tiempo que desarrolla de forma exhaustiva los requerimientos de colchones de capital. Asimismo, recoge diversas disposiciones relacionadas con la organización interna y la política de remuneraciones de las entidades de crédito y con el proceso de autoevaluación del

capital que deben realizar, así como otros aspectos como las normas de transparencia de las entidades de crédito y sus obligaciones de información al Banco de España.

## Resultados en España y expectativas para el crédito

Con la situación descrita en el apartado anterior, cabe considerar los resultados obtenidos por los bancos españoles a cierre de 2015 (presentados durante febrero de 2016) como favorables. En particular, si se comparan con las multimillonarias pérdidas obtenidas por grandes entidades foráneas en países como Reino Unido, Alemania o Italia.

El gráfico 1 pretende mostrar en una única “foto” los dos mecanismos principales de escrutinio del mercado: la rentabilidad y la solvencia. En el primer caso, los seis bancos españoles de mayor tamaño aumentaron su beneficio conjunto de 10.778 millones de euros en 2014 a 11.652 millones en 2015, lo que supone un crecimiento del 8,1%. La variabilidad en la magnitud de los resultados se debe tanto a las diferencias obtenidas por operaciones extraordinarias como al diferente impacto de las provisiones para insolvencias. Cabe destacar, en todo caso, que estas últimas se redujeron de forma más que considerable en 2015.

---

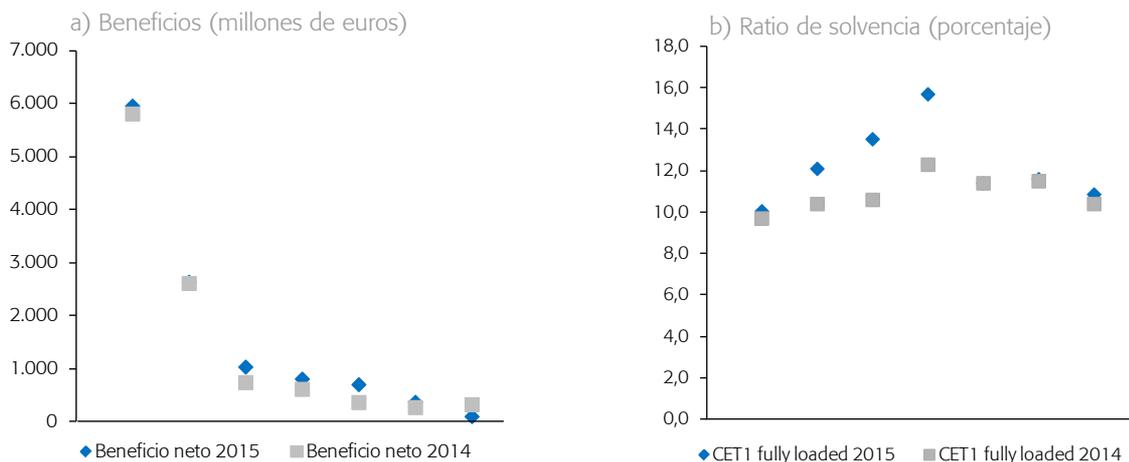
*Al comparar las ratios de solvencia de las entidades españolas con sus homólogas europeas debe tenerse en cuenta la transparencia de los activos que hay en el denominador. Si algún sector bancario europeo ha pasado realmente un ejercicio de transparencia aumentada ha sido el español, lo que reduce la incertidumbre sobre el valor del colchón existente entre solvencia mostrada y mínimo regulatorio.*

---

En la parte inferior del gráfico 1 se presenta la evolución de la solvencia, a partir de la ratio *fully-loaded core tier 1 capital* (CET1) que es la que

Gráfico 1

## Beneficios y solvencia de las seis mayores entidades financieras españolas en 2014 y 2015



Fuente: Cuentas consolidadas de las entidades financieras y elaboración propia.

muestra el capital de máxima calidad que la entidad tiene a la fecha si se exigieran ya hoy todos los extremos que la normativa de Basilea III señala para 2019. Para el promedio de estos seis grandes bancos, el CET1 ha pasado del 10,9% en 2014 al 12,2% en 2015. Se trata de un incremento bastante considerable. En general, se ha creado una cierta confusión sobre hasta qué punto conviene aumentar la ratio de fondos propios por encima de los mínimos regulatorios. Durante muchos años, la literatura académica se ha encargado de ilustrar diferentes aspectos de la, por otro lado, lógica existencia de un coste de oportunidad del capital: a más exigencia, menos inversión crediticia. Más recientemente se ha hablado de que las entidades financieras españolas partían de niveles de solvencia menores que sus homólogas europeas, entre otras cuestiones porque algunos componentes de ese capital en España, como los créditos fiscales, no serían reconocidos como fondos propios por Basilea III en 2019. Sin embargo, se ha demostrado su capacidad para aumentar otros componentes del CET1. Asimismo, el “valor” de las ratios de capital depende de la transparencia de los activos que hay en su denominador. Si algún sector bancario europeo ha pasado realmente por un ejercicio de transparencia aumentada ha sido el español, lo que reduce, asimismo, la incertidumbre sobre el valor del colchón entre solvencia mostrada y mínimo regulatorio.

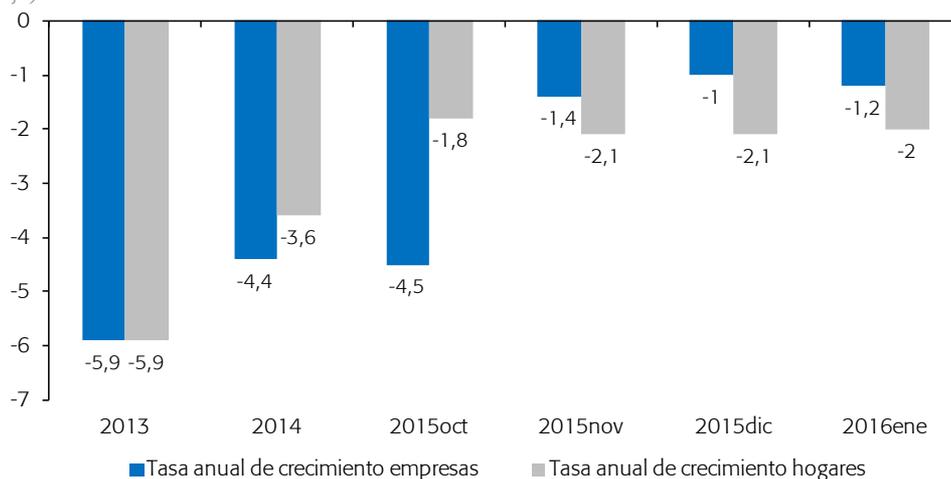
Un reconocimiento explícito de la solvencia de las entidades financieras españolas y del coste de oportunidad de una excesiva exigencia regulatoria, fue la decisión adoptada por el Banco de España el 11 de enero de 2016 de fijar en el 0% el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA) aplicable a las exposiciones crediticias en España a partir del 1 de enero de 2016, según la normativa de Basilea III. Como sugiere el supervisor “la decisión se basa en que toda la información analizada arroja señales consistentes y suficientemente homogéneas entre sí en contra de activar el CCA en este momento. En especial, la brecha de crédito-PIB presentaba, en junio de 2015, un valor de -58%, aún lejos del umbral de activación del 2 % establecido como referencia por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.”

Precisamente, en lo que se refiere a la evolución del crédito –y el seguimiento sobre el mismo que se viene haciendo desde *Cuadernos de Información Económica*– los últimos datos publicados sugieren que las tasas interanuales de financiación al sector privado en España siguieron en registros negativos en enero de 2016 (gráfico 2). En todo caso, se espera que en 2016 se registren tasas de variación positivas, del orden del 3%, aunque esa recuperación está siendo condicionada, también, por la incertidumbre derivada del *impasse* político en el país y su influencia potencial y real en los proyectos de inversión.

Gráfico 2

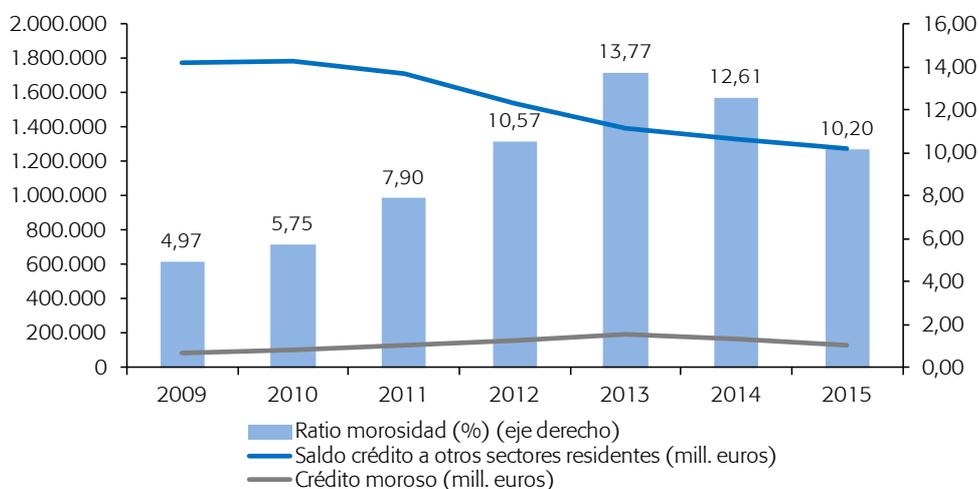
**Variación interanual de la financiación al sector privado en España**

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 3

**Morosidad del crédito en España**

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

La calidad del saldo de crédito continúa también mejorando, como refleja el gráfico 3. El último dato, de diciembre de 2015, muestra que el cociente entre crédito dudoso y crédito total al sector privado se ha reducido hasta el 10,20%, desde el máximo del 13,77% registrado en 2013. A medida que el crédito total aumenta (denominador de la ratio) y la caída del saldo moroso continúe (como se está observando en los últimos meses) el descenso de la ratio se acelerará.

**¿Otra vez dudas sobre la banca europea?**

En el objetivo de esta nota de analizar la situación y perspectivas de la banca española en el contexto europeo, no puede obviarse un repaso de los acontecimientos recientes que han hecho resucitar, aunque sea brevemente, el fantasma de las dudas sobre la estabilidad financiera en Europa.

Los problemas fueron especialmente agudos en el mes de febrero, cuando surgieron dudas sobre la capacidad de una entidad como Deutsche Bank para hacer frente a sus vencimientos de deuda. El carácter sistémico de esta entidad alemana no radica solo en su tamaño sino en que tiene productos derivados por valor de unos 50 billones de euros, unas 17 veces el PIB alemán. Esto no quiere decir que ese sea el riesgo al que se enfrenta este banco, sino que su apalancamiento financiero podría arrastrar potencialmente a un número considerable de bancos europeos. Para calmar a los inversores esta entidad compró parte de su deuda y adelantó pagos, pero las dudas podrían volver en otro momento porque lo que persiste, desde 2008, es un problema de transparencia sobre la exposición de parte de la banca europea a productos estructurados.

Precisamente, las dudas que ahora vuelven a surgir tienen que ver con el fallido esquema de resolución con el que se contaba en 2008 y que ha sido reformado en el contexto de la unión bancaria. La nueva supervisión y resolución bancaria europea ha planteado que no solo los accionistas, sino también los bonistas, deben afrontar pérdidas antes que los contribuyentes. Es más, los bonistas no pueden cobrar su remuneración si el banco no obtiene beneficios. El Deutsche Bank ha sido el primero que se ha enfrentado a este problema de la remuneración de bonos, en concreto de sus CoCos (bonos convertibles contingentes). No ha sido la única entidad europea que ha emitido estos bonos y, por lo tanto, el mercado ha castigado tanto la cotización de estos títulos como, en sentido último, las acciones en que pueden convertirse. De ahí surge parte de las importantes pérdidas de valor bursátil.

Esta incertidumbre coincidió con la evidencia incontestable de que los tipos de interés interbancarios caían hasta registros negativos, presionando aún más sobre los márgenes de los bancos. De hecho, el catalizador de estos temores fue la decisión del Banco de Japón de fijar tipos oficiales negativos, a pesar de ofrecer a los bancos facilidades de depósito con tipos positivos. Se trata de desajustes entre jurisdicciones que dan lugar

tanto a arbitraje regulatorio, como a desajustes en los valores bancarios en distintos emplazamientos.

---

*Las dudas que han vuelto a surgir sobre algunos bancos europeos tienen que ver con la reforma del esquema de resolución en el contexto de la unión bancaria. El hecho de que los bonistas tengan que afrontar pérdidas antes que los contribuyentes ha castigado la cotización de los bonos convertibles contingentes (CoCos) y de las acciones en que pueden convertirse, con las consiguientes pérdidas bursátiles.*

---

También se extienden las dudas sobre la banca italiana. Los últimos análisis sugieren que los créditos irrecuperables de los bancos italianos ascienden a 200.000 millones de euros; un 16,7% del crédito total, frente al 7% de España o al 4% de Francia. Otras estimaciones del Banco de Italia sugieren que podría haber otros 160.000 millones adicionales de dudoso cobro. Como respuesta, las autoridades italianas han creado una sociedad de gestión de activos ("banco malo"). Sin embargo, llama poderosamente la atención que esta sociedad se haya dejado de la mano de la supervisión italiana, sin intervención del MUR europeo. Es un tratamiento que contrasta significativamente con lo observado en otras jurisdicciones como España.

En lugar de mejorar la cohesión en torno a la transparencia, se percibe en Europa una cierta disputa regulatoria y lo que podríamos denominar "maniobras de distracción". Así, por ejemplo, se ha repetido insistentemente desde Alemania que es necesario penalizar las tenencias de deuda pública en el balance de los bancos. Tal es el poso que ha quedado de los episodios de riesgo soberano que los títulos de deuda pública han dejado de ser un instrumento de cobertura y diversificación en balance y ha quedado sobre ellos un cierto estigma. Lo cierto es que si hay algo transparente son estas exposiciones, y su viabilidad parece tanto o más garantizada en un momento en el que el propio Banco Central Europeo está realizando compras de estos títulos.

## La transformación en marcha

Como conclusión de las tendencias señaladas respecto a la banca española y europea, cabe preguntarse, ¿cuáles son los ejes de cambio a los que se enfrenta el sector bancario español en 2016? En el gráfico 4 se ofrece un resumen de los mismos.

En primer lugar, cabe destacar que persiste el reto de la rentabilidad, más aún en un contexto de tipos negativos. Ya hay quien sugiere, incluso, que estos tipos negativos pueden tener efectos indeseados por varias razones. En primer lugar, con tipos tan reducidos se agota el margen de las políticas monetarias y su impacto en el mercado. Pero por otro lado, con los elevados niveles de deuda pública y privada, es difícil pensar en un fácil camino de vuelta hacia tipos más elevados. Los beneficios bancarios tampoco permiten articular productos y servicios sobre la base de tipos negativos, ni en depósitos ni en créditos; al menos, no de forma generalizada.

Cuando los márgenes se estrechan, la respuesta parece estar en la consolidación (agrupación de competidores para una menor "tarta" de mercado). En España se ha avanzado sustancialmente en esa dirección, aunque puede quedar

recorrido. En Europa el terreno parece especialmente abonado para procesos corporativos durante los próximos años.

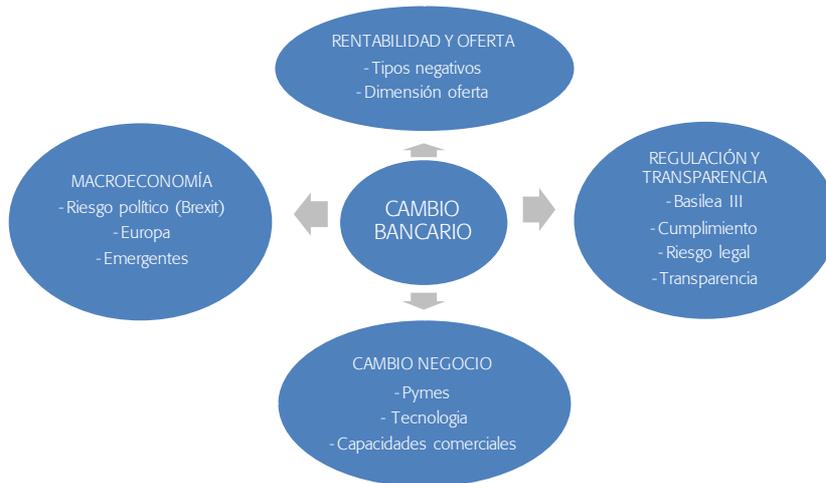
El reto de la regulación y la transparencia es, asimismo, fundamental. Aunque los principales aspectos han sido abordados en apartados anteriores de esta nota, conviene reforzar la idea de que existen diferencias significativas en la transparencia (calidad observable de los balances) de la banca europea que, de momento, ni el mecanismo único de resolución ni las pruebas de esfuerzo planificadas parece que puedan solventar en la medida en que sería deseable.

*Los beneficios bancarios no permiten articular productos y servicios sobre la base de tipos de interés negativos, ni en depósitos ni en créditos; al menos, no de forma generalizada.*

En el terreno macroeconómico destaca, en primer lugar, la debilidad de ciertos países emergentes. Esto puede impactar negativamente en algunas entidades españolas pero su efecto de largo plazo debe calificarse como positivo, porque los beneficios de la diversificación geográfica son

Gráfico 4

### Ejes de cambio para el sector bancario en 2016



Fuente: Elaboración propia.

evidentes en una perspectiva histórica reciente. La macroeconomía puede verse también afectada por riesgos políticos y, en particular, por el llamado Brexit. No es de extrañar que este proyecto cause un importante rechazo en los bancos de la *city* londinense. Siendo evidentes las ganancias de la integración e interacción financiera, cualquier escenario de desintegración tendría consecuencias muy negativas.

Finalmente, cabe señalar el cambio en el propio negocio de los bancos. La necesaria corrección

en la actividad inmobiliaria ha llevado a muchos bancos europeos a replantearse su orientación de negocio hacia las pymes. Es una estrategia compleja porque requiere un cambio en las capacidades del capital humano bancario –más proactivo y con servicios más “a medida”– y porque se trata de una financiación especialmente penalizada por la regulación de solvencia. La tecnología sigue siendo, también, parte de la respuesta, pero hay un cúmulo de iniciativas entre el que aún es difícil distinguir cuáles se impondrán y cuál será su verdadero impacto.

# Impacto de la crisis de las economías emergentes en las empresas cotizadas españolas

*Nereida González, Pablo Guijarro y Diego Mendoza\**

**El proceso de internacionalización de la empresa española ha cobrado un importante dinamismo a lo largo del último lustro. Esta tendencia ha operado de forma muy positiva en el comportamiento de los resultados empresariales durante la crisis económica padecida en España, sobre todo gracias al aumento de la exposición a países emergentes. Este posicionamiento podría, sin embargo, generar inestabilidad durante 2016 ante la expectativa de un crecimiento débil en Latinoamérica y, sobre todo, fruto de la incertidumbre procedente de China. Este artículo analiza las claves de la internacionalización de la empresa española, y el impacto que la dinámica de crecimiento de los principales bloques emergentes podría tener sobre los resultados empresariales y las cotizaciones bursátiles durante el ejercicio 2016.**

El proceso de internacionalización de la empresa española ha ganado protagonismo a lo largo de los últimos años como mecanismo para contrarrestar la debilidad de la demanda interna. Este proceso no es nuevo, pues el aumento de los flujos de inversión extranjera directa hacia otras economías había cobrado gran protagonismo al inicio de la década del 2000; sí es nuevo, en cambio, el aumento más que notable del número de empresas con base en España que exportan al exterior, y que, de acuerdo con los datos que facilita el INE, ascendieron en 2014 a más de 150.000, superando en un 50% el registro existente al inicio de la crisis en 2008 (gráfico 1).

Este aumento de la exposición internacional, que se ha tornado muy saludable en el último lus-

tro, reviste no obstante algunos factores de incertidumbre que vienen de la mano de las expectativas de desaceleración de algunas de las principales economías emergentes, en particular China y Brasil. A continuación desgranamos cuáles son las áreas geográficas en las que la empresa española tiene un grado de implantación superior y hasta qué punto la evolución en el mercado bursátil se puede ver negativamente afectada en los próximos trimestres por estas expectativas de desaceleración.

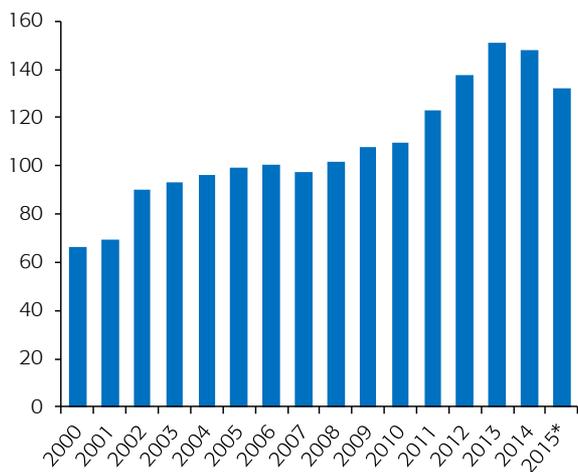
La estructura del artículo es como sigue: en primer lugar analizamos la exposición de la economía española a terceros países, desagregando los datos de inversión extranjera directa, de exportaciones y de crecimiento inorgánico; y en segundo

\* Afi, Analistas Financieros Internacionales S.A.

Gráfico 1

### Número de empresas exportadoras en España

(Miles)



Nota: \* 2015 incluye datos hasta octubre.

Fuente: Datacomex, Afi.

lugar, analizamos el comportamiento reciente del Ibex 35, a fin de realizar un balance de la potencial evolución futura del mercado bursátil sobre la base de la exposición geográfica de las empresas cotizadas.

## Exposición de España a terceros países

Para determinar a qué países tiene exposición España, hemos realizado un análisis de los flujos de inversión extranjera directa y de los flujos comerciales, así como de la dinámica de crecimiento inorgánico. A continuación exponemos los principales resultados.

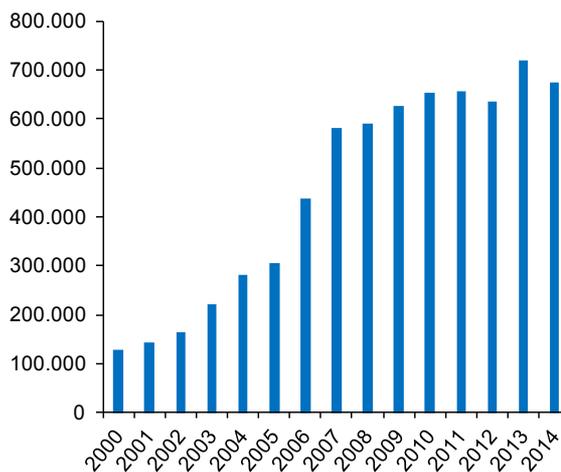
### Flujos y stock de inversión extranjera directa

Si se excluyen las economías desarrolladas, la exposición de España a terceros países vía inversión se concentra en América Latina, que aglutina más de un 25% (véanse los gráficos 2, 3 y 4). El 13% del stock de inversión de España en el extranjero en el año 2013 (últimos datos disponibles) se encontraba en Brasil, solo superado por Reino Unido (14%).

Gráfico 2

### Stock de inversión directa de España

(Millones de dólares)



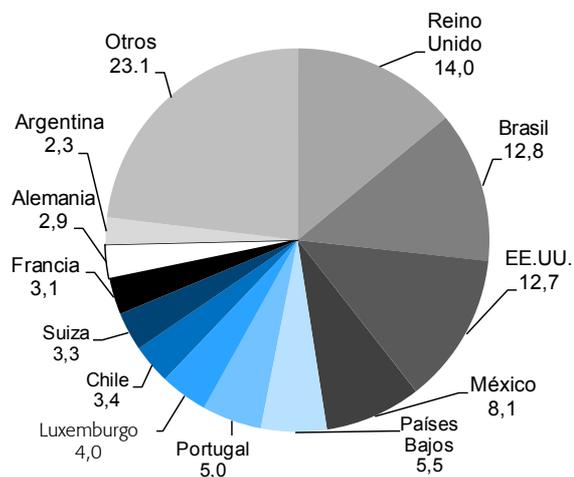
Fuente: UNCTAD.

Atendiendo a los flujos de inversión de España a Latinoamérica, se observa un cambio en el destino de la inversión en los últimos años. Hasta 2012, el principal país receptor de inversión española era Brasil. Sin embargo, a partir de 2013, España destina mayores flujos de inversión a

Gráfico 3

### Stock de inversión de España en el extranjero en 2013

(Porcentaje sobre el total)

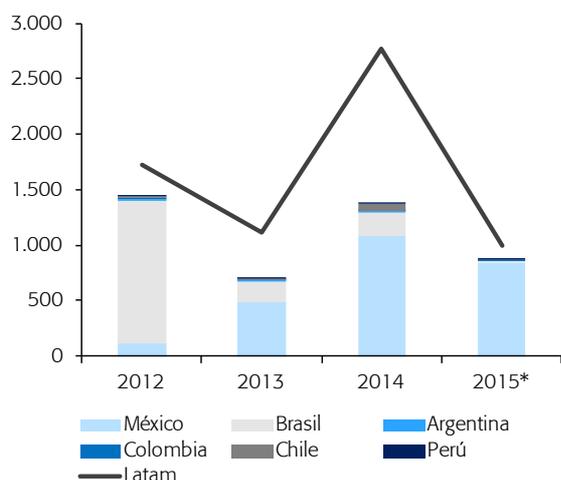


Fuente: Datainves, Afi.

Gráfico 4

### Flujos de inversión de España a Latinoamérica

(Millones de euros)



Nota: \* 2015 solo incluye los flujos hasta septiembre.

Fuente: Datainvox, Afi.

México, quedando Brasil relegado a una posición muy reducida en 2015.

### Flujos comerciales

El principal socio comercial de España sigue siendo la Unión Europea, región a la que se dirige el 70% de las exportaciones y que muestra además una tendencia creciente desde finales de 2009. A pesar de que el principal destino de las exportaciones de España es Francia, Alemania es el país hacia el que los flujos se han incrementado en mayor medida durante los últimos meses.

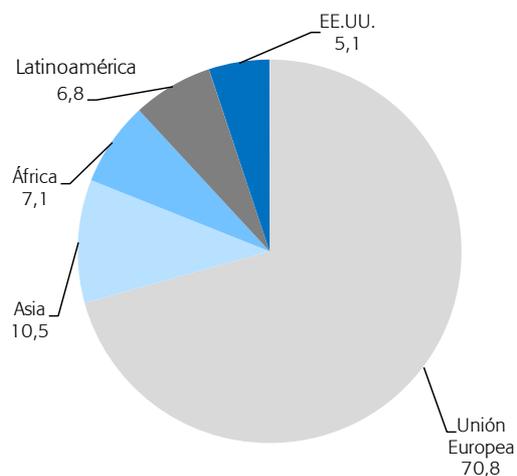
En cuanto a la exposición al bloque emergente, los principales países a los que España exporta se concentran en Asia, seguida de África, cuyas economías con un mayor peso en el comercio son Marruecos y Argelia. En último lugar se sitúa Latinoamérica, con un 7% del total de las exportaciones españolas (véase el gráfico 5).

Los flujos comerciales con Latinoamérica han permanecido estables en los últimos meses a pesar de la difícil situación económica de la región,

Gráfico 5

### Exportaciones de España por área geográfica en octubre 2015

(Porcentaje sobre el total)



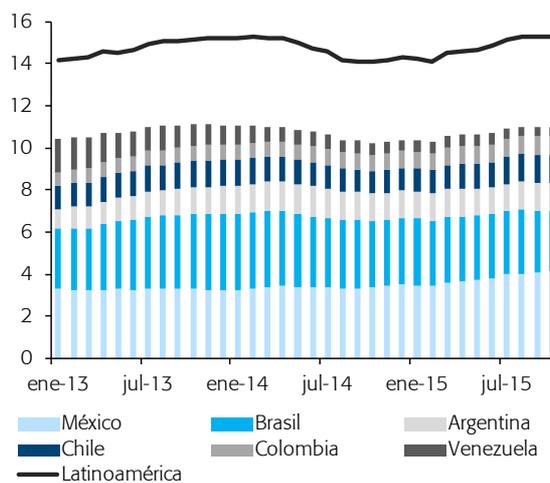
Fuente: Macrobond, Afi.

y más concretamente de Brasil. El fuerte retroceso de las exportaciones a Brasil se ha podido compensar por el incremento de las mismas hacia México y otros países que cuentan con unos fundamentales macroeconómicos más sólidos (gráfico 6).

Gráfico 6

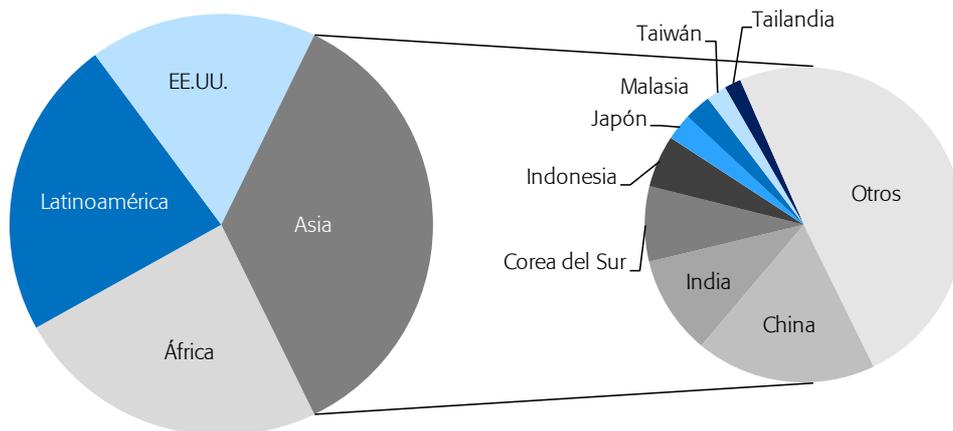
### Exportaciones de España a Latinoamérica

(Miles de millones de euros)



Fuente: Macrobond, Afi.

Gráfico 7

**Distribución geográfica de las exportaciones de España a países externos a la UE, con atención a Asia**

Fuente: Macrobond, Afi.

La estabilidad de la cuota de exportaciones que representa Latinoamérica en la balanza comercial española se contrapone al crecimiento progresivo

ha permitido el mantenimiento del crecimiento de las exportaciones españolas a China en los últimos trimestres.

*La mayor exposición de España a países emergentes vendría de la mano de los flujos de inversión y, especialmente, de los dirigidos a Latinoamérica. La presencia de empresas españolas en Brasil y México es mayoritaria y ha introducido, especialmente en el primer caso, una importante inestabilidad en las cuentas de resultados de 2015 que puede mantenerse en este ejercicio.*

En resumen, lo que se observa es una tendencia decreciente de las exportaciones de España a países emergentes con un trasvase hacia las economías desarrolladas y, principalmente, en la eurozona. Así, el mayor crecimiento de las exportaciones de España corresponde a aquellas cuyo destino es Alemania.

de las economías asiáticas (gráfico 7). Asia se sitúa ya en el 11% del total de las exportaciones españolas (36% de las exportaciones a países externos a la Unión Europea).

En este contexto, la mayor exposición de España a países emergentes vendría de la mano de los flujos de inversión y, especialmente, de los dirigidos a los países de Latinoamérica. La presencia en Brasil y México es mayoritaria por parte de empresas españolas, elemento que ha introducido, especialmente en el primer caso, una importante inestabilidad en las cuentas de resultados durante el ejercicio 2015.

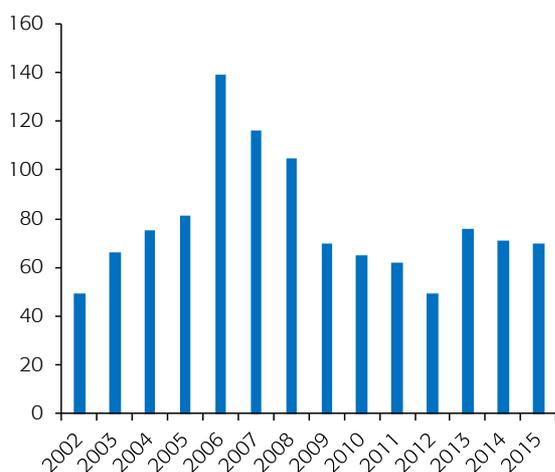
El principal socio comercial asiático sigue siendo China. A pesar de la desaceleración de su economía, las exportaciones hacia ese país mantienen una senda de crecimiento estable. El cambio del modelo chino hacia una economía de consumo

**Crecimiento inorgánico**

La evolución de los datos relativos a compras y fusiones realizadas por empresas españolas en otros países permite completar la fotografía

Gráfico 8

### Número de transacciones corporativas transfronterizas de empresas españolas



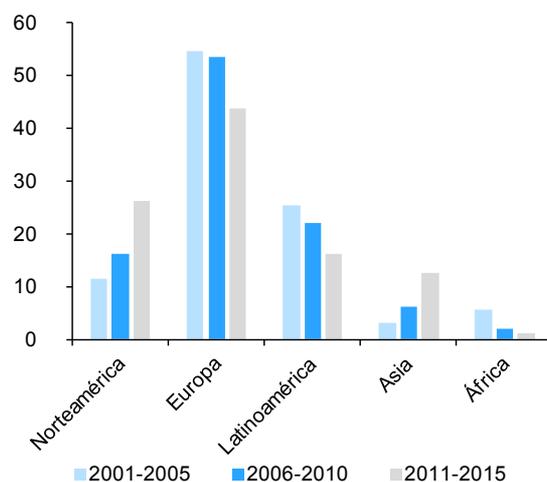
Fuente: Bloomberg, Afi.

ofrecida por los flujos comerciales y el *stock* de inversión extranjera directa. Los elementos más importantes del análisis son los siguientes:

- La crisis financiera ha supuesto un freno significativo para la expansión exterior a través de procesos inorgánicos, pues desde 2007 el número de transacciones ha caído prácticamente a la mitad (véase el gráfico 8), situándose, en 2015, en tan solo 70 (con datos a noviembre).
- En segundo lugar, la exposición geográfica, que ponían de manifiesto tanto las cifras de inversión extranjera como los flujos comerciales, presenta algunos puntos de confluencia con respecto a la estrategia de crecimiento inorgánico de la empresa española (gráfico 9). Así:
  - la concentración en Europa también es una característica de los procesos de adquisición de empresas no residentes por parte de empresas españolas;
  - la concentración del *stock* de inversión extranjera en economías anglosajonas se

Gráfico 9

### Distribución geográfica de las transacciones corporativas transfronterizas de empresas españolas



Fuente: Bloomberg, Afi.

refleja también en el hecho de que prácticamente el 25% de las transacciones que han tenido lugar entre 2002 y 2015 han tenido como objetivo empresas con residencia en EE.UU. y Reino Unido.

- Por último, Asia también representa un peso relativo creciente en el ámbito de las transacciones corporativas, al igual que sucede con la evolución de los flujos comerciales hacia la región.

## Impacto en la renta variable española

El carácter doméstico de las empresas del Ibx 35 sigue siendo predominante. Según los últimos datos detallados disponibles, correspondientes al cierre del ejercicio 2014, aún cerca del 40% del volumen de ventas de las compañías del índice provienen del mercado español. El proceso de internacionalización de los últimos años se ha llevado a cabo mayoritariamente hacia economías de nuestro entorno y desarrolladas en general, donde se generan aproximadamente un tercio de los ingresos.

No obstante, el peso del bloque emergente es muy significativo en las cuentas de las empresas del Ibex, especialmente en el caso de Latinoamérica, que representa ya el 23% de los ingresos de las empresas del índice español y es el segundo bloque en importancia relativa en este ámbito.

La desaceleración económica en China y las persistentes caídas de las cotizaciones de las materias primas están perjudicando al grueso de las economías emergentes, especialmente las de Latinoamérica, y más concretamente Brasil. Cabría pensar que, dada la exposición geográfica del Ibex 35, el impacto en las empresas españolas fuese superior al de sus homólogas europeas. Y ello a pesar de que la recuperación de la actividad está siendo de mayor intensidad en España que en el resto de las principales economías del entorno.

Si atendemos a la evolución reciente del Ibex, podemos observar un castigo diferencial a las cotizaciones de las empresas que integran el índice, en comparación con selectivos como el EuroStoxx 50 (eurozona), el S&P 500 (Estados Unidos) o el Nikkei 225 (Japón). La exposición geográfica constituye en este sentido un importante factor idiosin-

crático del Ibex 35 que justifica, en gran parte, su peor comportamiento relativo durante 2015.

En adelante, la esperada estabilización del crecimiento económico de China en tasas del orden del 6,0%-6,5% anual debería llevar aparejada una transición de la dinámica reciente de los precios de las materias primas y unas mejores perspectivas para las economías emergentes.

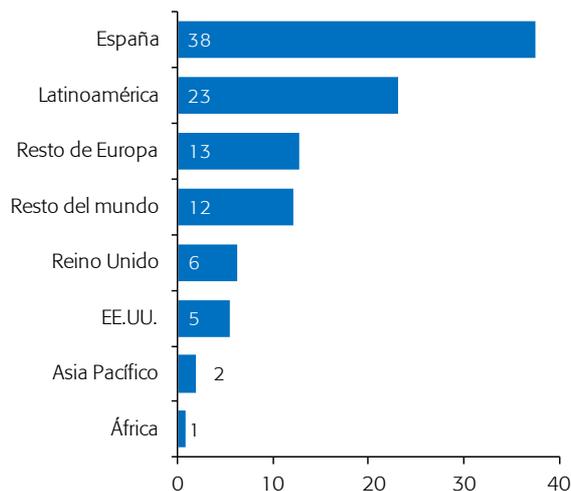
*La desaceleración económica en China y las persistentes caídas de las cotizaciones de las materias primas están perjudicando al grueso de las economías emergentes, especialmente las de Latinoamérica, y más concretamente Brasil.*

La visión sobre China se extiende al conjunto de economías emergentes como recogemos en nuestras previsiones de crecimiento, y que también refleja el Fondo Monetario Internacional (FMI). De acuerdo con el FMI, el conjunto de economías emergentes crecerá un 4,0% en 2015 y un 4,5% en 2016, para luego acelerar y estabilizarse en tasas de crecimiento del orden del 5,0% en el periodo 2017-2019 (véase el cuadro 1).

Gráfico 10

**Porcentaje de ventas de las empresas del Ibex 35 según área geográfica**

(Datos a cierre de 2014. En porcentaje)

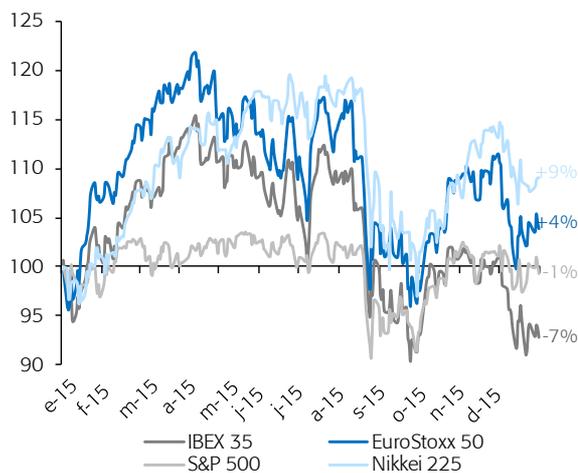


Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 11

**Evolución de índices de renta variable**

(Base 100 en enero 2015)



Fuente: Bloomberg, Afi.

Cuadro 1

**Previsiones de crecimiento del PIB mundial (Afi y FMI)**

(Porcentaje)

	Afi		FMI (octubre 2015)				
	2015	2016	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Economías desarrolladas</b>			<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
EE.UU.	2,6	2,8	2,6	2,8	2,7	2,4	2,0
Eurozona	1,6	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Alemania	1,7	2,3	1,5	1,6	1,5	1,3	1,3
España	3,2	2,7	3,1	2,5	1,8	1,8	1,7
Reino Unido	2,6	2,4	2,5	2,2	2,2	2,2	2,1
<b>Economías emergentes</b>			<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
Brasil	-3,0	-1,5	-3,0	-1,0	2,3	2,3	2,4
México	2,6	3,2	2,3	2,8	3,5	3,8	3,8
India	7,7	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,7
China	6,5	6,1	6,8	6,3	6,0	6,1	6,3

Fuente: FMI, Afi.

Es importante destacar, no obstante, que el bloque al que el Ibex 35 tiene una mayor exposición, Latinoamérica, se va a ver muy lastrado por el mal comportamiento previsto para Brasil y la debilidad que se anticipa para México o Chile. Este hecho puede mantener cierta volatilidad en las cuentas de resultados de las empresas más expuestas a estas economías.

Con todo, nuestra visión es que durante 2016, el mantenimiento de las actuaciones del Banco Central Europeo en los mercados financieros, así como la positiva dinámica de crecimiento que se anticipa para España, EE.UU., Reino Unido o Alemania, deben contribuir a paliar la incertidumbre que se deriva de una coyuntura económica de los países emergentes que, por primera vez en los últimos cinco años, genera importantes dudas. Sobre la base de esta consideración, podría concluirse que el comportamiento del Ibex 35 no debería verse afectado por la situación de los emergentes. Sin embargo, y en la medida en la que la exposición geográfica de los integrantes del selectivo no es homogénea, es importante concluir que aquellos con un mayor peso de Latinoamérica en su cuenta de resultados continuarán registrando

presión en su cotización bursátil, pudiendo condicionar de forma substancial el comportamiento del índice en su conjunto.

## Conclusiones

La dinámica de internacionalización de la empresa española ha sido un factor decisivo para contener la debilidad del crecimiento económico en el período reciente de crisis en España. Este proceso de internacionalización se ha caracterizado por una presencia cada vez más consolidada en Latinoamérica y un aumento de los flujos comerciales con Asia, que han ido suavizando –aunque de modo muy tenue– la tradicional dependencia del sector exterior español vinculado a la economía europea.

En el futuro inmediato, este posicionamiento internacional puede inducir cierta volatilidad en la cuenta de resultados de las empresas españolas, de la mano de la incertidumbre relativa al comportamiento de las principales economías emergentes, especialmente China o Brasil. Gran parte del mal comportamiento relativo del Ibex 35 durante 2015 viene explicado, sin duda, por una exposi-

ción geográfica que representa un factor diferencial frente a otros selectivos del entorno.

---

*Las dudas sobre la coyuntura económica de los emergentes se ven contrarrestadas por la presencia –mayoritaria– de la empresa española en mercados como EE.UU., Reino Unido o Alemania, países para los que las perspectivas de crecimiento son positivas para los próximos trimestres.*

---

Las dudas que emanan de la coyuntura económica de los emergentes, no obstante, no deben ocultar la presencia –todavía mayoritaria– de la empresa española en mercados como EE.UU.,

Reino Unido o Alemania, países para los cuales las perspectivas de crecimiento son positivas para los próximos trimestres. Esta circunstancia, unida a la previsión de mantenimiento de ritmos de crecimiento de la economía doméstica en el entorno del 3%, debe permitir aliviar la debilidad procedente de las economías emergentes.

De cara al posicionamiento de los próximos meses, y a pesar de las consideraciones expuestas, es importante señalar que la exposición geográfica de los integrantes del Ibex 35 no es homogénea, siendo las cotizaciones de aquellos más expuestos a Latinoamérica las que con toda seguridad se pueden ver más castigadas en 2016, y condicionando el comportamiento del índice en su conjunto.

# Análisis de los efectos a corto y medio-largo plazo de los cambios en el IRPF sobre la renta declarada en España

María Arrazola y José de Hevia\*

**En este artículo se presenta nueva evidencia sobre el valor de la elasticidad de la renta declarada ante variaciones en los tipos marginales del IRPF para la economía española y sobre su diferente magnitud en el corto y medio-largo plazo. Empleando datos del Panel de Declarantes del Instituto de Estudios Fiscales (IEF), correspondientes a los ejercicios de 2005-2008, y partir del análisis de los efectos de la reforma impositiva del IRPF de 2007, se estima una elasticidad de entre 1,319 y 1,541 para el corto plazo y de entre 1,24 y 1,52 para el medio-largo plazo. Se encuentra también evidencia sobre la posible existencia de un efecto anticipación consistente en que antes de que se ponga oficialmente en marcha la reforma impositiva, los agentes trasladan renta gravable de unos períodos fiscales a otros intentando mejorar su factura impositiva.**

Las reformas tributarias afectan al sistema de incentivos que guía el comportamiento de los agentes económicos. De este modo, cuando se modifica el sistema impositivo los agentes económicos reaccionan, modifican su comportamiento y se adaptan a las nuevas circunstancias lo antes posible y de acuerdo con sus intereses. Ese proceso adaptativo no siempre coincide con lo que sería óptimo y deseable desde una perspectiva social y económica. De hecho, frecuentemente las políticas impositivas producen notables distorsiones en la actividad económica, en la asignación de recursos, en el proceso de generación y de distribución de la renta y, por supuesto, en el compor-

tamiento de los individuos a la hora de declarar fiscalmente las mismas. Precisamente por eso, y para evitar al máximo esas distorsiones, el análisis riguroso de cómo reaccionan los agentes económicos y sociales ante cambios impositivos es fundamental para el adecuado diseño de las políticas fiscales. Sin una cuantificación de la sensibilidad de los agentes económicos ante las reformas tributarias no se puede realizar ningún análisis riguroso sobre su impacto.

En este contexto, y centrándonos en los efectos de los impuestos personales sobre la renta, en los últimos años, se han sucedido, especialmente

\* Universidad Rey Juan Carlos.

a nivel internacional, un amplio conjunto de estudios cuyo objetivo fundamental ha sido cuantificar la elasticidad de la respuesta de la renta declarada por los individuos ante los cambios en los tipos

---

*La evidencia a nivel internacional muestra que la sensibilidad de los individuos a los cambios tributarios es heterogénea y varía en función de las características personales; además, puede ser distinta en el corto y en el medio-largo plazo.*

---

impositivos marginales (ERD). Esta elasticidad es una medida global de la reacción de los agentes económicos ante las variaciones de los tipos impositivos. La ERD tiene en cuenta todos los efectos que las variaciones en los tipos marginales provocan sobre los agentes económicos: efectos sobre la oferta laboral, sobre las decisiones de ahorro e inversión, sobre la predisposición a defraudar y eludir impuestos, etc. Las estimaciones realizadas a nivel internacional de la ERD ponen de manifiesto que los individuos son bastante sensibles a los cambios tributarios, que dicha sensibilidad es heterogénea y varía en función de las características personales, y que además, puede ser distinta en el corto y medio-largo plazo.

La evidencia para el caso de España respecto a la magnitud de la ERD, es relativamente escasa aunque cada vez es más amplia. Entre los últimos estudios empíricos realizados al respecto, cabe citar Arrazola y Hevia (2014), Arrazola *et al.* (2014), Sanz-Sanz *et al.* (2015) y Díaz Caro y Onrubia (2015). A modo de resumen se puede señalar que la evidencia encontrada para el caso de España está en plena consonancia con la obtenida a nivel internacional, en el sentido de que los agentes económicos responden en España de manera significativa ante los cambios en la estructura de tipos impositivos del IRPF y de que existen diferencias en dicha respuesta en función de las características de los individuos. Sin embargo, la literatura española presenta una significativa limitación: no se ha analizado si existen diferencias entre los efectos de las reformas tributarias en el

corto y medio-largo plazo. Precisamente, en este contexto, hemos llevado a cabo una investigación cuyo principal objetivo ha sido aportar evidencia para la economía española sobre la posible existencia de diferencias entre el corto y medio-largo plazo, en la sensibilidad de los agentes económicos ante las variaciones en los tipos marginales del IRPF, medida dicha sensibilidad mediante la ERD. Los principales resultados obtenidos en dicha investigación se presentan en este artículo.

## La ERD de corto y medio-largo plazo

Existen diversos motivos por los que la ERD a corto plazo puede ser diferente de la ERD a medio-largo plazo. Así, como señalan Saez, Slemrod y Giertz (2009) y Giertz (2010), si los individuos anticipan que va a haber, por ejemplo, un aumento impositivo en breve, tendrán incentivos a acelerar la obtención de la renta gravable antes de que se produzca el aumento de impuestos (o a lo contrario si lo que se espera es una bajada de impuestos). Como resultado de este comportamiento, la renta declarada justo después de la reforma será temporalmente más baja (o mayor en caso de bajada de impuestos). Es decir, los agentes concedores del contenido de la reforma tiempo antes de su entrada en vigor pueden, en función de sus intereses fiscales, trasladar renta gravable de un año a otro. Se produce así, un efecto anticipación, de manera que los agentes económicos modifican su comportamiento antes incluso de que una reforma fiscal entre oficialmente en vigor. Estos efectos pueden llegar a tener una notable magnitud especialmente en el caso de las ganancias de capitales. Sin embargo, esa posibilidad de trasladar rentas gravables entre años próximos a los que tiene lugar la reforma tributaria, se agota en el medio-largo plazo, lo que provocaría que las ERD de corto y medio-largo plazo fueran diferentes. En el medio-largo plazo solo perdurarían los efectos que suponen realmente un cambio efectivo en el comportamiento de los individuos en el proceso de generación de rentas.

Por otro lado, y al margen de posibles efectos anticipación, es sensato pensar que las respuestas

a las variaciones impositivas a corto plazo y largo plazo sean distintas (Giertz, 2010), pues ajustarse a un cambio impositivo, puede requerir un tiempo más o menos prolongado. Piénsese, por ejemplo, en el tiempo que puede llevar que los individuos modifiquen debido a cambios fiscales, sus elecciones educativas o laborales, o que las empresas modifiquen sus decisiones de inversión a largo plazo. En este caso, la elasticidad a corto plazo no tendría en cuenta todo el efecto de la reforma impositiva y sería interesante poder medir la elasticidad tanto a corto como a largo plazo. No obstante, hay que decir que, lógicamente, es mucho más difícil identificar respuestas a muy largo plazo que a corto plazo, por ser dichas respuestas a largo plazo más graduales, difusas y más difíciles de distinguir de respuestas a otros cambios en el entorno económico de los agentes.

En cualquier caso, y como señala Giertz (2010), no está claro si la sensibilidad de la renta ante las variaciones de los tipos impositivos debe ser mayor o menor a corto que a medio-largo plazo. Así se podría pensar que, si existe un efecto anticipación de notable magnitud, las respuestas a las variaciones impositivas a corto plazo podrían ser mayores que a medio-largo plazo, debido a que, como se ha indicado anteriormente, los individuos pueden trasladar más fácilmente renta entre años cercanos temporalmente a la reforma que entre años alejados. Ese efecto anticipación no supondrá realmente un cambio efectivo de comportamiento a largo plazo, por lo que la sensibilidad a medio-largo plazo podría ser menor que a corto. Sin embargo, también cuando se produce un cambio impositivo, cabe esperar que muchos ajustes relevantes de los agentes (decisiones laborales, educativas, de inversión, etc.) requieran varios años. En este caso, el cambio impositivo podría tener un efecto más intenso sobre la renta en años alejados de la reforma que en los años próximos a la misma y, por tanto, ocurrir que dicha sensibilidad sea mayor en el medio-largo que en el corto plazo. Obviamente pueden ocurrir ambas cosas simultáneamente y, dependiendo de qué efecto predomine, observar que la sensibilidad a corto es igual, mayor o menor que la de medio-largo plazo.

Distinguir entre los efectos que tienen a corto y medio-largo plazo las modificaciones de los tipos marginales de la imposición sobre la renta tiene interés en sí mismo. Pero además, esa distinción es muy relevante para el diseño de las políticas fiscales. Efectivamente, el conocimiento de que los agentes reaccionan de manera diferente en el corto que en el medio-largo plazo y que puede existir un efecto anticipación, debe ser considerado por el diseñador de las políticas económicas que, en su evaluación de los efectos de la política fiscal, debe considerar una u otra elasticidad en función de las circunstancias. Así, por ejemplo, si se desea evaluar, los efectos recaudatorios inmediatos de una determinada reforma fiscal que ha sido anunciada y conocida de antemano por los agentes económicos, debería emplearse la ERD de corto plazo considerando el posible efecto anticipación porque este puede afectar notablemente a la recaudación. Sin embargo si esa reforma es realizada de manera sorpresiva y sin posibilidad de efecto anticipación por parte de los agentes (como, por ejemplo, la elevación de tipos impositivos del IRPF puesta en marcha en diciembre de 2011 por sorpresa) debería emplearse la ERD a corto plazo estimada sin ese efecto. No obstante, cuando lo que se desea es evaluar el impacto a medio-largo plazo de las políticas fiscales, por ejemplo, en cuanto a su eficiencia, parece más oportuno considerar estimaciones de la ERD a largo plazo, libre además de cualquier tipo de efecto anticipación.

## Estimación de la ERD

El modelo empírico empleado para realizar las diferentes estimaciones de la ERD es el propuesto por Gruber y Sáez (2002), ampliamente utilizado en la literatura nacional e internacional, en el que se relacionan las tasas de variación de la renta bruta declarada tras una reforma impositiva, con los cambios en los tipos marginales que provoca dicha reforma, controlando, eso sí, por un amplio conjunto de factores socioeconómicos y por el propio proceso dinámico de evolución natural de la renta. El carácter endógeno de los tipos marginales que soportan los individuos, exige el empleo de técnicas de estimación de variable instrumen-

tal. Como es muy habitual en la literatura, se han empleado como instrumento los denominados tipos marginales virtuales, es decir, los tipos marginales que soportaría un individuo tras la reforma tributaria si su renta en términos reales fuese la misma que antes de dicha reforma.

Para poder estimar dicho modelo se precisa disponer de información de los individuos antes y después de una modificación de los tipos impositivos marginales sobre la renta. En nuestro caso, se ha empleado la reforma del IRPF que entró en vigor en el año 2007 (Ley 35/2006<sup>1</sup>) para estimar la ERD española de corto y medio-largo, con y sin posibles efectos anticipación. Los datos empleados son los del Panel de Declarantes por IRPF de la Agencia Tributaria y del Instituto de Estudios Fiscales correspondientes a los ejercicios 2005 a 2008<sup>2</sup>. Se maneja un panel con un tamaño máximo de 289.066 individuos<sup>3</sup>.

Para medir los impactos en el corto plazo se consideran, como es habitual en la literatura, las variaciones en renta y tipos impositivos entre los años de la reforma y el inmediatamente anterior a su entrada en vigor, en nuestro caso, entre los años 2007 y 2006. Sin embargo, las variaciones de renta 2007-2006 podrían estar afectadas por el efecto anticipación mencionado anteriormente.

Es decir, los agentes económicos, conocedores del alcance de la reforma tiempo antes de su entrada en vigor, pudieron trasladar renta gravable de un año a otro, sin que ese efecto supusiera realmente un cambio efectivo en su comportamiento en la generación de rentas. Para obtener una medida de la ERD de corto plazo que esté menos afectada por dicho efecto, se ha estimado el modelo tomando como año base el 2005 en vez del 2006. La ventaja de considerar como año base 2005 en vez de 2006 es que resulta imposible que los agentes pudieran trasladar rentas gravables de ese año a 2007 o viceversa por motivo de la reforma tributaria que entró en vigor en 2007, porque el contenido exacto de dicha reforma no era conocido en esos momentos. De manera que la ERD estimada así, estará libre del posible efecto anticipación<sup>4</sup>.

Con la misma filosofía, y para medir impactos en el medio-largo plazo, con y sin posible efecto anticipación, se consideraron las variaciones en la renta y tipos impositivos entre los años 2008 y 2006 y 2008 y 2005<sup>5</sup>.

Los resultados obtenidos en las estimaciones de la ERD se presentan en el cuadro 1. Para cada caso se han estimado tres diferentes modelos que se corresponden con tres especificaciones alternativas de la dinámica temporal de la renta<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Para detalles sobre el alcance y contenidos exactos de la reforma del IRPF de 2007 puede verse Arrazola y Hevia (2014).

<sup>2</sup> Como es habitual en la literatura, se han considerado solo los individuos cuya base liquidable es distinta de cero y no se ha considerado a individuos con rentas declaradas muy bajas. En concreto, se han eliminado del estudio aquellos individuos cuya renta bruta estaba en 2006 (último año previo a la reforma de 2007) por debajo del Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples (IPREM), los 5.749,20 euros.

<sup>3</sup> No obstante, no siempre se dispone de toda la información para todos los individuos y para todas las variables de control utilizadas en los diferentes modelos estimados, por ello, en ocasiones ha sido preciso emplear un número ligeramente inferior de observaciones.

<sup>4</sup> En cualquier caso, hay que señalar que el considerar años base más alejados del momento en que entró en vigor la reforma puede tener inconvenientes. Puede resultar más difícil medir la ERD de manera eficiente debido a que la evolución de la renta es más probable que esté condicionada por *shocks* inobservables acaecidos en los años anteriores a la reforma impositiva y no considerados en el análisis.

<sup>5</sup> No se ha contemplado un mayor intervalo temporal (años 2009 hacia adelante) porque el agravamiento de la crisis económica que ocurrió a finales de 2008 supuso un fortísimo *shock* en la renta de los individuos claramente ajeno a la reforma tributaria de 2007, de manera que tomar los años muy centrales de la crisis (2009, 2010) podría impedir una adecuada identificación de los efectos reales de la reforma tributaria implementada en 2007.

<sup>6</sup> Las diferentes especificaciones se corresponden con tres formas alternativas de modelizar, lo que en la literatura es conocido como el problema de modelización del proceso de reversión hacia su media por parte de la renta. En la primera especificación se incluye un desfase de la renta, en la segunda una modelización para la reversión a la media mediante decilas de renta y en la tercera mediante *splines*.

Cuadro 1

**Estimaciones de la ERD**

<i>Corto plazo</i>	<i>Corto plazo sin efecto anticipación</i>	<i>Medio-largo plazo</i>	<i>Medio-largo plazo sin efecto anticipación</i>
1,541 - 1,393 - 1,319	1,163 - 1,233 - 1,176	1,520 - 1,325 - 1,240	1,167 - 1,180 - 1,107

Como se puede observar en el cuadro 1, las estimaciones de la ERD tanto a corto (1,541, 1,393 y 1,319) como a medio-largo plazo (1,520, 1,325 y 1,240) son de una magnitud considerable y constituyen evidencia adicional a la ya existente (Arrazola y Hevia, 2014; Arrazola *et al.*, 2014, y Sanz-Sanz *et al.*, 2015) sobre la notable sensibilidad de los agentes económicos españoles ante las modificaciones del IRPF. Es decir, se ha encontrado clara evidencia de que ante las modificaciones impositivas, los agentes económicos reaccionan de manera significativa y modifican sus decisiones de participación laboral, de número de horas trabajadas, de ahorro, de elusión y evasión fiscal, etcétera.

*Las estimaciones realizadas ofrecen evidencia clara de que, ante las modificaciones del IRPF, los agentes económicos españoles reaccionan de manera significativa y cambian sus decisiones de participación laboral, de número de horas trabajadas, de ahorro, y de elusión y evasión fiscal.*

Por otro lado, el que para cada una de las tres especificaciones, los valores estimados para la ERD a corto plazo sean superiores a los obtenidos a medio-largo plazo (1,541 frente a 1,520; 1,393 frente a 1,325 y 1,319 frente a 1,240), sugiere la posible existencia de un efecto anticipación. De hecho, y como se observa en el cuadro 1, cuando se realizan estimaciones intentando controlar dicho efecto anticipación, se obtienen unas estimaciones para la ERD menores tanto para el corto como para el medio-largo plazo, lo cual constituye evidencia de existencia de dicho efecto. Por otro lado, hay que indicar que la existencia de ese efecto anticipación es plena-

mente coherente con como tuvo lugar el proceso de implementación de la reforma del IRPF del año 2007, pues es muy posible que los agentes iniciaran ya en 2006 el proceso de ajuste ante los cambios tributarios que iban a tener lugar en 2007, dado que las líneas maestras de la reforma fueron discutidas con meses de antelación a su entrada en vigor tanto en los medios de comunicación como en las Cortes.

*La elasticidad de la renta declarada ante cambios en los tipos marginales del IRPF es de una magnitud considerable: se produce un efecto anticipación y un proceso de ajuste que es más intenso a corto que a medio-largo plazo, lo que sugiere que la reacción de los agentes económicos parece ser bastante rápida, no prolongándose muchos periodos.*

En cualquier caso, una vez controlado el posible efecto anticipación, tanto las ERD a corto como a medio-largo plazo siguen teniendo una magnitud considerable (véase el cuadro 1) lo cual supone que, al margen del mero traslado de renta gravable entre 2006 y 2007 que pudieron realizar los agentes económicos españoles, estos reaccionaron de manera notable ante la reforma tributaria del IRPF de 2007, siendo los efectos a medio-largo plazo estimados, de una magnitud parecida a los de corto plazo (1,163 frente a 1,167; 1,233 frente a 1,180 y 1,176 frente a 1,107), lo cual sugiere un ajuste rápido por parte de los agentes económicos españoles ante la reforma fiscal de 2007.

A modo de resumen, podemos decir que las conclusiones fundamentales de esta investigación son tres. La primera es que se constata que los

agentes económicos españoles reaccionan de manera notable ante los cambios impositivos en el IRPF. La segunda es que se encuentra evidencia de la existencia de un posible efecto anticipación. De manera que antes de que se ponga oficialmente en marcha una reforma, los agentes trasladan renta gravable de unos períodos fiscales a otros intentando mejorar su factura impositiva. Y la tercera es que los resultados sugieren que los procesos de ajuste por parte de los agentes económicos españoles ante los cambios tributarios parecen ser rápidos, no prolongándose muchos períodos.

## Referencias

- ARRAZOLA, M., y J. DE HEVIA (2014), "Análisis de los efectos de los cambios en el IRPF sobre la renta declarada en España", *Cuadernos de Información Económica*, 239: 57-64.
- ARRAZOLA, M.; HEVIA, J. DE; ROMERO, D., y J.F. SANZ (2014), "Efecto de los tipos marginales del IRPF sobre los ingresos fiscales y la actividad económica en España: un análisis empírico", *Documento de Trabajo*, 740, Funcas.
- DÍAZ CARO, C., y J. ONRUBIA (2015), "Elasticidades de la renta gravable y costes de eficiencia en el IRPF dual", *Estudios sobre la economía española*, 2015/02, Fedea.
- GIERTZ, S. (2010), "The Elasticity of Taxable Income during the 1990s: New Estimates and Sensitivity Analyses", *Southern Economic Journal*, 77 (2): 406-443.
- GRUBER, J., y E. SAEZ (2002), "The Elasticity of Taxable Income: Evidence and Implications", *Journal of Public Economics*, 84: 1-32.
- SAEZ, E.; SLEMROD, J.B., y S.H. GIERTZ (2009), "The Elasticity of Taxable Income with Respect to Marginal Tax Rates: A Critical Review", *NBER Working Papers*, 15012.
- SANZ-SANZ, J.F.; ARRAZOLA-VACAS, M.; RUEDA-LÓPEZ, N., y D. ROMERO-JORDÁN (2015), "Reported gross income and marginal tax rates: estimation of the behavioural reactions of Spanish taxpayers," *Applied Economics*, 47(5): 466-484.

# El impacto del envejecimiento de la población en España\*

José A. Herce\*\*

**¿Cómo reaccionaríamos si nos dijese que el envejecimiento es una ilusión de los sentidos que surge de una equivocada mirada a los datos y una gran resistencia social a asumir las adaptaciones que la creciente longevidad implica? Seguramente, perseverando en lo primero, haciendo honor a lo segundo y quizá curándonos en salud por si acaso, nos negaríamos a renunciar a la visión convencional de que el envejecimiento es un gran problema del que alguien que no seamos nosotros nos tiene que sacar. Pero, bastaría con renunciar a la tiránica barrera psicológica de los 65 años, (y otras numerosas barreras etarias asociadas) que discrimina ferozmente a todos en todos los órdenes, para dinamizar profundamente la sociedad y la economía. En este breve artículo se argumenta sobre las implicaciones generales de la longevidad tanto en ausencia como en el caso de que sí se de dicha adaptación activa. Se enfatiza una visión de la creciente longevidad como un fenómeno que no tiene por qué tener algunas de las consecuencias problemáticas que se le suele atribuir. Para España, se ilustran las enormes ganancias de esperanza de vida que se han producido en el último siglo analizando posteriormente las implicaciones que cabría esperar en los planos laboral, sanitario y para las pensiones.**

Existe una percepción distorsionada acerca del envejecimiento de la población en España y en muchos otros países. La ansiedad que causa la baja natalidad lleva a muchos a pensar que la “ausencia de brazos” hará insostenibles a numerosos sistemas sociales y económicos, debido a

un insuficiente reemplazo de las generaciones de mayor edad que vayan pasando a la jubilación.

Puede que dicha percepción no solo sea errónea sino también profundamente dañina para el necesario dinamismo de unas sociedades

\* El presente artículo se basa en parte en Fernández y Herce (2009).

\*\* Profesor de economía en la UCM y director asociado de Afi. Vocal del Foro de Expertos del Instituto AVIVA de Ahorro y Pensiones y presidente del Consejo de Expertos del Instituto BBVA de Pensiones.

avanzadas en las que los estilos de vida y otras consideraciones de “coste-beneficio” vital están determinando una baja natalidad. La fuente de dicho dinamismo radica justamente en la adaptación inteligente al fenómeno biodemográfico complementario de la natalidad, que es la longevidad. Adaptación intensa en todos los planos productivos, sociales y previsionales. Ya que en ausencia de la misma se cumplirán los temores de quienes ven en la creciente longevidad una amenaza.

## Envejecer en el siglo XXI

El “envejecimiento” de la población preocupa en España y en el conjunto de los países avanzados. Se le ve como un “problema”. De hecho, ya se atribuye a este fenómeno la decadencia de economías tan relevantes como la de Japón (Adachi y Oki, 2015). Existe un amplio consenso acerca de que los esquemas de pensiones, empezando por los de pensiones públicas basadas en el método financiero del “reparto”, son los principales afectados, pero también se alude a los sistemas sanitarios, al mercado de trabajo y a los sistemas de otros servicios y prestaciones sociales. Desde una perspectiva sociológica, tampoco existen dudas de que el envejecimiento es problemático para el dinamismo general de la sociedad. Tan solo en el ámbito de la mercadotecnia parece encontrarse una opinión generalizada de que los “nuevos consumidores” (las personas mayores) representan una potencial ganancia para las empresas de bienes y servicios destinados a este segmento de la población.

¿Cómo cambiarían todas estas perspectivas si alguien dijese que el envejecimiento no existe? ¿Es posible manifestarse de esta manera ante la aparentemente abrumadora evidencia de que las sociedades “envejecen”, incluso aceleradamente?

Sí, es perfectamente posible. No se puede negar que la esperanza de vida aumenta linealmente desde hace décadas sin límite aparente. Pero sí se puede cuestionar abiertamente que el envejecimiento de los individuos deba medirse exclusivamente mediante este indicador y con esta interpretación.

En esta primera sección, argumentaré que puede interpretarse la evidencia disponible de forma que no necesariamente la conclusión sea que envejecemos, o que la sociedad envejece. Desde luego, la perspectiva individual no aporta la misma imagen que la perspectiva agregada (el conjunto de los individuos), ni la perspectiva longitudinal (un individuo, el conjunto de la sociedad) que la perspectiva instantánea (el conjunto en un instante dado). Hay muchas maneras, pues, de abordar, desde la ciencia demográfica, el fenómeno del envejecimiento.

Una confusión frecuente en este análisis tiene que ver con los factores biodemográficos que desembocan en el envejecimiento de la sociedad: la natalidad y la mortalidad. Las tasas de natalidad son muy bajas en la mayoría de las sociedades avanzadas y ya no aseguran el reemplazamiento generacional. Por otra parte, los individuos son crecientemente longevos. La longevidad es, de hecho, lo que normalmente se confunde con el envejecimiento.

---

*Tiende a confundirse la longevidad con el envejecimiento. La caída de la natalidad no ayuda a despejar esta confusión, ya que un menor aporte de brazos hace mecánicamente subir la edad media de una población cuyos miembros viven cada vez más. Pero más longevo no significa necesariamente más viejo.*

---

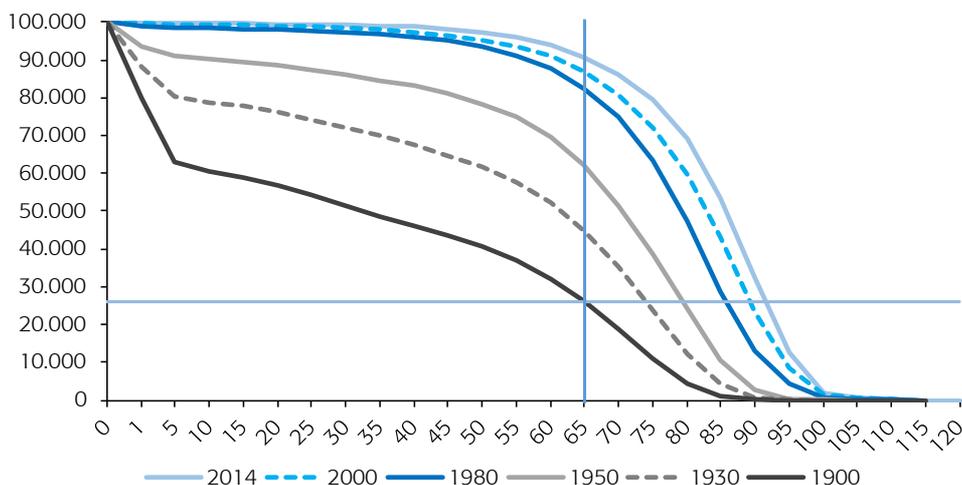
En general, puede aceptarse que una sociedad en la que la longevidad no aumenta pero la natalidad disminuye está abocada a un proceso de envejecimiento mucho más marcado que una sociedad en la que, además, la longevidad aumenta. Ello es así porque la creciente longevidad es el resultado de una mejora en las condiciones de salud y vida de los individuos a lo largo de su ciclo vital.

Los avances en materia de longevidad y de supervivencia a las diferentes edades fueron espectaculares entre finales del siglo XIX y prin-

Gráfico 1

**Curvas de supervivencia en España 1900-2014**

(Ambos sexos, efectivos por edad, generaciones de 100.000 individuos)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

cipios del siglo XX, pero desde entonces no han dejado de darse, lo cual es todavía más espectacular ya que manifiestan una portentosa capacidad de los sistemas humanos para “comprimir” la mortalidad en edades extremas para todos los individuos, al tiempo que para reducir el periodo senescente de la vida en el cual la acumulación de deterioros funcionales y cognitivos llevan a la muerte (Vaupel, 2010).

En el gráfico 1 se muestran las “Curvas de supervivencia en España entre 1900 y 2014” extraídas de las tablas de mortalidad elaboradas por el INE<sup>1</sup>. Cada curva muestra los efectivos restantes de una generación de 100.000 individuos a cada edad hasta los 120 años.

Esta perspectiva no puede ser más interesante. La mortandad infantil, que se cobraba casi el 40% de una generación en 1900 en España, es hoy insignificante. Pero el desarrollo de la superviven-

cia a todas las edades ha sido igualmente espectacular. En el gráfico se ha elegido la histórica barrera de los 65 años utilizada desde hace más de un siglo para representar el paso a la “tercera edad”, la

*El formidable desarrollo de la longevidad en el último siglo ha permitido “comprimir” la mortalidad en edades cada vez más avanzadas a un ritmo que no va a desfallecer. Al mismo tiempo, se prevé que el periodo de senectud que precede a la muerte será cada vez más corto en el futuro.*

jubilación, etc. A esa edad se ha hecho pasar una línea horizontal que corta a la curva de supervivencia de 1900 y también se ha dibujado una línea vertical que corta a todas las curvas de supervivencia justamente a los 65 años.

<sup>1</sup> Las curvas de supervivencia se refieren a una generación sintética ficticia de 100.000 individuos cuyas características biodemográficas representan las de las generaciones reales y se estiman a partir de las observaciones de la distribución de habitantes y fallecimientos por edades puntuales en cada año. Por este método se consigue disponer de tablas de mortalidad anuales sin necesidad de recabar las observaciones de supervivencia de una generación real desde que nace el primero de sus efectivos hasta que fallece el último de ellos. Véase <http://www.ine.es/metodologia/t20/t2020319a.pdf> sobre la metodología empleada por el INE para la elaboración de las tablas de mortalidad.

Con estos simples trazos, la lectura de lo que presenta el gráfico 1 es muy reveladora de cuán desorientadora es, hoy, la convención de los 65 años, tan pesante en todos los sistemas sociales y laborales en todos los países. En efecto, en 1900 menos del 30% de una generación llegaba a los 65 años. Sin embargo, a lo largo de la línea vertical, puede observarse que hoy ese porcentaje asciende al 90%. Por otra parte, a lo largo de la línea horizontal, se observa que la edad a la que sobrevive el mismo porcentaje de una generación dada que en 1900 es hoy superior a los 90 años.

Acudiendo a las tablas de mortalidad en las que se basa el gráfico 1 pueden precisarse absolutamente las afirmaciones anteriores y obtener información adicional muy valiosa sobre el proceso de "envejecimiento" que ha seguido la sociedad española.

La pregunta relevante de la información contenida en el cuadro 1 es: ¿cuál es hoy la "edad equivalente" a los 65 años en 1900? Este concepto de edad equivalente demanda precisiones adicionales ya que hay numerosos planos en el que declinar dicha equivalencia. Sin necesidad de entrar en detalles adicionales, la lectura de los datos del cuadro es muy elocuente.

En primer lugar, la edad a la que hoy sobrevive el mismo porcentaje de una generación que en 1900 a los 65 años (el 26,18% para ambos sexos) son los 91 años. Además, la edad a la que hoy se da la misma esperanza de vida que en 1900 a los 65 años (9,1 años para ambos sexos) son los 81 años. Cuesta pensar que la edad equi-

valente a los 65 años en 1900 esté comprendida hoy entre los 81 y los 91 años, pero no se puede negar que un individuo de 65 años en la actualidad es bastante más joven que otro de su misma edad hace cincuenta años, y no digamos que hace un siglo. Esta afirmación, seguramente, chocará a quienes no hayan reparado en que la barrera psicológica de los 65 años, como se decía establecida hace más de un siglo para la jubilación en los incipientes sistemas de pensiones, sigue aplicándose décadas después para referirse a la vejez o la tercera edad, pero también sigue siendo la referencia media para la jubilación de los trabajadores o para numerosos otros tratamientos de los individuos en la sociedad (descuentos en transportes y otros servicios públicos y privados).

*Cuesta pensar que la edad equivalente a los 65 años de 1900 esté comprendida hoy entre los 81 y los 91 años, pero no se puede negar que un individuo de 65 años en la actualidad es bastante más "joven" que otro de su misma edad hace cincuenta años, y no digamos que hace un siglo.*

Así pues, los desarrollos de la longevidad que se han analizado en los párrafos anteriores determinan que la mortalidad se ha comprimido considerablemente en el curso del último siglo, algo que seguirá sucediendo en las próximas décadas, como se decía, provocando dos fenómenos cargados de implicaciones: (i) que la mayor parte de los individuos sobrevivan hasta edades centenarias en

Cuadro 1

**¿Qué edad representa hoy en España los 65 años de 1900?**

	Edad a la que sobrevive el 26,18% de una generación		Edad a la que la esperanza de vida es de 9,1 años**	
	1900*	2014	1900	2014
Hombres	65 años	89 años	65 años	79 años
Mujeres	65 años	93 años	65 años	82 años
Total	65 años	91 años	65 años	81 años

Notas: \* No se dispone detalle por género para este año y este indicador. \*\* 9 años para los hombres y 9,2 para las mujeres.

Fuente: INE y elaboración propia.

el presente siglo y que la mayoría de individuos sufran períodos de senectud considerablemente más breves que los actuales.

Todo tiene enormes implicaciones de las que apenas las sociedades y sus representantes políticos son plenamente conscientes. Sería incluso bueno que, colectivamente, se admitiese que el llamado “envejecimiento” de la población, al menos en el plano biodemográfico, es bastante menos evidente de lo que se suele afirmar. Así, muchas de las implicaciones del envejecimiento deben analizarse con más cuidado del que vienen siendo tratadas en la literatura profesional, los medios de comunicación y desde luego en el plano institucional.

Muchas de estas implicaciones son lisa y llanamente buenas, sin paliativos; otras son problemáticas, aunque algunas de ellas lo son menos de lo que parecería a simple vista. En realidad, las implicaciones problemáticas del llamado envejecimiento de la población lo son en la medida en que nos negamos a adaptar nuestros sistemas económicos, sociales y previsionales a la realidad de una creciente longevidad que, en el fondo, es una excelente noticia.

## Implicaciones para el mercado de trabajo

El envejecimiento de la población se manifiesta especialmente en el avance de la edad media de la población impulsado por dos factores: la mayor duración de la vida y la caída de la natalidad por

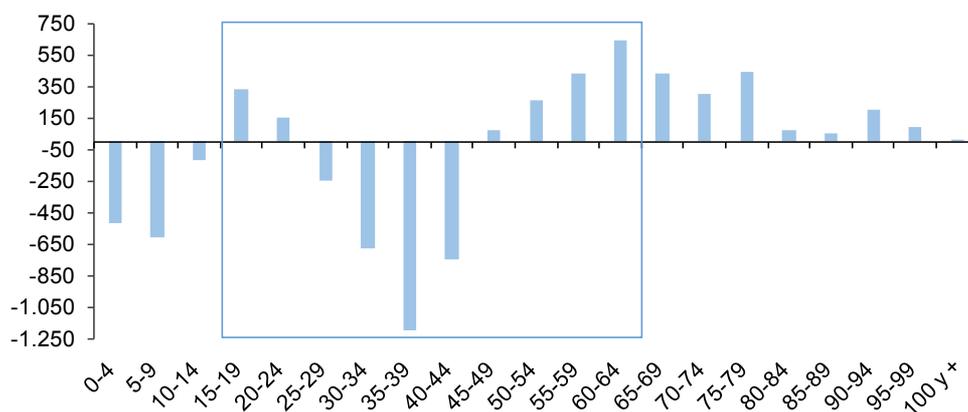
*La población en edad de trabajar tiene una dinámica únicamente dictada por el saldo entre los que se jubilan y los que nacen a la vida laboral, además de por la participación laboral en las edades más cercanas a ambos hitos vitales. España afronta importantes desequilibrios en la estructura etaria de su población laboral al tiempo que mantiene tasas de participación laboral muy reducidas a edades por debajo de la de jubilación.*

debajo de la mortalidad (o los saldos migratorios negativos). En el mercado de trabajo, sin embargo, el movimiento demográfico viene ceñido por la entrada de efectivos a una edad mínima (la edad legal para trabajar) y su salida a una edad que se

Gráfico 2

### Variación de la población española 2016-2025

(Miles)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE.

sitúa por lo general claramente por debajo de la edad legal de jubilación.

En este sentido, cobra especial relevancia el impacto de la natalidad varios lustros después de manifestarse los cambios de entidad en la misma y el correspondiente avance de la edad media del colectivo laboral, ya que el descenso de la mortalidad y el aumento de la esperanza de vida carecen de impacto en todo el tramo de edades laborales desde hace décadas.

La dinámica de la población en edad de trabajar, por lo tanto, en ausencia de cambios en la edad legal de jubilación, viene dictada enteramente por el saldo entre los que se jubilan y los que nacen a la vida laboral y por las tasas de participación laboral a las edades cercanas a la de jubilación.

En el gráfico 2 se muestra el curso esperado de la población en edad de trabajar en el próximo medio plazo, según las últimas proyecciones del INE. Puede observarse que las cohortes en edad laboral (recuadro) van a sufrir un cambio considerable en sus efectivos básicamente consistente en una disminución de casi 2,5 millones de personas de entre 16 y 44 años y un aumento de casi

1,8 millones de personas de entre 45 y 66 años, con un balance total de -890 mil personas en edad de trabajar.

Solo en parte, el aumento de la participación activa (a edades posteriores a los 55) años podría compensar este considerable cambio a la baja en los efectivos de edades inferiores a los 45 años. La tasa de actividad de la población entre 55 y 64 años en la actualidad se sitúa en el 57,64%. Pero aun así, la población activa española sufrirá un apreciable envejecimiento, además de una severa contracción. Ello no facilitará la renovación generacional de la fuerza de trabajo en las empresas, ni su necesaria adaptación a la digitalización de la economía. Aunque pueda representar un alivio considerable a la calamitosa situación de los parados, seguramente antes de que acabe la presente década.

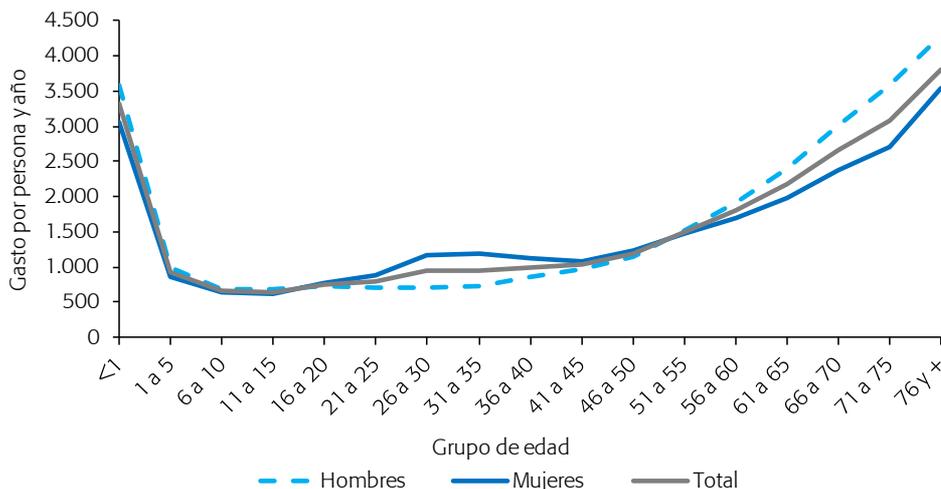
### Implicaciones para el sistema sanitario

En lo que se refiere al plano sanitario, la preponderancia del Sistema Nacional de Salud (público) en el perímetro global de la sanidad española

Gráfico 3

### Gasto sanitario por edad y género - España 2012

(Euros)



Fuente: Herce et al. (2014).

determina que el debate sobre su sostenibilidad sea intenso y, en numerosas ocasiones, se centre en las perspectivas del gasto sanitario frente al envejecimiento de la población. Este enfoque se basa en la idea de que el envejecimiento conlleva mayores necesidades de tipo sanitario, cuidados de dependencia, etc. y que la sociedad debe prepararse para un mayor gasto sanitario inevitablemente.

Es verdad que el gasto sanitario por edad y género presenta un perfil en forma de “J” como el que se muestra en el gráfico 3, pero ello no implica que más personas mayores disparen el gasto sanitario necesaria y/o linealmente.

Tanto el total de población (que tiende a disminuir cuando la edad media de la población aumenta) como el “paquete” de servicios efectivos (sanitarios, hospitalarios y hosteleros) que recibe cada usuario del sistema sanitario son muy relevantes en la determinación del gasto sanitario total y se tienen poco en cuenta en la prospectiva de la sostenibilidad del gasto.

---

*La percepción generalizada de que el envejecimiento implica inevitablemente un mayor gasto sanitario ni se justifica por los datos ni dicho aumento, de darse, es inevitable. La población llega a un periodo de senectud cada vez más reducido a edades cada vez más altas. Además, los individuos pueden hacer mucho por sí mismos para favorecer este proceso.*

---

Este patrón, por sí solo, no determina el volumen del gasto sanitario, aunque no cabe duda de que un aumento *ceteris paribus* del número de personas de edades superiores a, digamos, los 55 años, provocará un aumento del gasto agregado.

Pero debe tenerse en cuenta que el alargamiento de la vida no implica, como se comentaba antes (Vaupel, 2010), un aumento de la fase de senectud en la que se intensifican los problemas sanitarios y de cuidados de larga duración. De

hecho, este periodo de senectud está también llamado a reducirse para todas las personas incluso a ritmo acelerado.

Igualmente, el alargamiento de la vida viene acompañado (aunque no es un resultado que se derive necesariamente del alargamiento de la vida) de una reducción del tamaño de la población, lo que implica menor gasto agregado especialmente a edades reducidas cuando también el gasto por persona es mayor.

Además, a diferencia de otros programas del Estado de bienestar, como por ejemplo el de pensiones y todos aquellos esquemas que dan prestaciones monetarias, el sistema sanitario otorga prestaciones en especie (incluso si se implementa mediante cheques) y la expansión de las mismas o su coste pueden controlarse de muy diversas maneras para evitar una inflación tanto material como del gasto de dicha “mochila” de servicios por cada usuario. En este proceso, el buen entendimiento entre los gestores del sistema y los profesionales a cuyo cargo está la prescripción y prestación de los servicios a la población es determinante de la contención de los gastos y la funcionalidad de los servicios.

Por último, la demanda de servicios sanitarios por parte de cada individuo puede reducirse considerablemente si estos limitan su apelación al sistema sanitario a lo estrictamente necesario y conducen vidas saludables evitando el recurso excesivo al sistema.

Estas y otras consideraciones hacen del sistema sanitario bastante menos sensible al envejecimiento de lo que se cree y su sostenibilidad no debería ser un problema irresoluble. Las proyecciones realizadas sobre la expansión del gasto sanitario en un contexto de creciente longevidad indican que, en efecto, este factor no es muy intenso y que, además, se ve considerablemente mitigado por el descenso del número de habitantes, incluso en proporción al PIB que es la métrica relevante a seguir para el análisis de la sostenibilidad del gasto sanitario (Herce *et al.*, 2014). Recientes estudios realizados por los titulados de la OCDE

concluyen igualmente que los factores demográficos (aumento de la longevidad y evolución del tamaño de la población) no son precisamente los principales determinantes del gasto sanitario total (De la Maisonneuve y Oliveira-Martins, 2013).

## Implicaciones para las pensiones

Las pensiones son, sin lugar a dudas, el gran programa del Estado de bienestar en España y el que se ve como el más afectado por el envejecimiento por todos los analistas y expertos, académicos, medios y el público. No en vano, los 65 años, esa barrera material y psicológica a la que me refería al principio, ha sido adoptada por la sociedad desde hace décadas como la frontera que marca el paso a la inactividad laboral, en la que cesa la acumulación de derechos o capitales de jubilación y comienza el disfrute de los mismos.

---

*Es impensable que si la “edad equivalente” a los 65 años de 1900 se encuentra hoy entre los 80 y los 90 años, la edad de jubilación deba sufrir un ajuste de esta ni parecida entidad. Habrá que hacer otras cosas más inteligentes para asegurar la sostenibilidad y la suficiencia de las pensiones futuras, sean estas públicas o privadas, de reparto o de capitalización. Todos estamos implicados.*

---

Y es verdad. Sea en el seno de un esquema de pensiones públicas o privadas, de reparto o de capitalización, de prestación definida o de contribución definida, pueden verse severamente afectados por la creciente longevidad en ausencia de ajustes significativos en la edad de jubilación, el esfuerzo contributivo o ahorrador durante la vida laboral, una rebaja de las expectativas de pensión o una mezcla de todas estas medidas.

No obstante, lo anteriormente dicho debe matizarse de muy diversas maneras. En primer lugar, es de obligada constatación que el retraso del inicio de la vida laboral y el aumento de la esperanza de vida, en un marco de ajuste insuficiente de la edad de jubilación es el peor de los mundos posibles. Ello es así porque, por una parte, el periodo durante el que se cotiza o se ahorra es más corto. El aumento del periodo de escolarización está totalmente indicado cuando se vive más, pero además el acceso al primer trabajo también está sufriendo retrasos respecto a la más retrasada edad de finalización de los estudios. Por otra parte, la prolongación de la vida después de los 65 años implica más años de disfrute de la pensión.

Se argumentará que el retraso de la edad de jubilación a los 67 años (efectivo en España a partir de 2027, y no para todos los trabajadores) contribuye a la vez a aumentar la vida laboral y disminuir el periodo de jubilación. Sí, pero solo en parte dado el increíble aumento de la esperanza de vida en las últimas décadas y el elocuente cálculo de la “edad equivalente” antes realizado.

Obviamente, nadie está sugiriendo que la edad de jubilación se ajuste plenamente a este cálculo. O sí... El Parlamento sueco comenzó a debatir la posibilidad de retrasar la edad de jubilación hasta los 75 años a principios de 2013 y en la prensa norteamericana, generalista o financiera, y en los medios audiovisuales de ese país es común el debate sobre la edad que hoy correspondería a los 60 o 65 años de hace un siglo; pocos son los debates de este tipo en los que no se habla de 80 años o más<sup>2</sup>.

Para hacer frente a las consecuencias de la creciente longevidad en el sistema público de pensiones en España se adoptaron en 2011 y 2013, como es sabido, sendas reformas a cual más intensa. La primera contemplaba, como medidas principales, el retraso progresivo de la edad legal

<sup>2</sup> Véanse, como muestra, los siguientes recortes de prensa: [www.euractiv.com/health/sweden-prime-minister-considers-news-518068](http://www.euractiv.com/health/sweden-prime-minister-considers-news-518068), [www.cnn.com/2015/06/03/new-retirement-age-is-not-65-not-80-not-95-its-higher.html](http://www.cnn.com/2015/06/03/new-retirement-age-is-not-65-not-80-not-95-its-higher.html), [www.forbes.com/sites/halahtouryalai/2012/10/23/more-americans-say-80-is-the-new-retirement-age/#2715e4857a0b26caa8779eb](http://www.forbes.com/sites/halahtouryalai/2012/10/23/more-americans-say-80-is-the-new-retirement-age/#2715e4857a0b26caa8779eb), [nypost.com/2013/11/16/80-is-the-new-60-when-it-comes-to-retirement/](http://nypost.com/2013/11/16/80-is-the-new-60-when-it-comes-to-retirement/) y [money.cnn.com/2012/10/23/retirement/delaying-retirement/](http://money.cnn.com/2012/10/23/retirement/delaying-retirement/)

de jubilación desde los 65 años a los 67 en 2027 y el aumento progresivo del periodo de cómputo de la pensión de los 15 actuales hasta los 25 años en 2023. La segunda reforma tenía por objetivo principal la introducción del Índice de Revalorización (anual) de las Pensiones (IRP) en 2014 y del Factor de Sostenibilidad (FS) en 2019. Ambas han sido ampliamente debatidas y evaluadas (Conde Ruiz y González, 2013 y Conde Ruiz, 2013).

---

*España se encuentra entre los países avanzados que han reformado con más intensidad, si bien solo muy recientemente, su sistema de pensiones públicas, con el objeto de hacerlo más sostenible. El reto ahora es el de la suficiencia de las pensiones en un marco de creciente longevidad.*

---

*Grosso modo*, las evaluaciones estiman que la creciente insuficiencia financiera del sistema público de pensiones se verá mitigada en al menos una tercera parte de lo previsto antes de ambas reformas y, dado cómo se ha introducido el IRP (con un suelo de revalorización del 0,25% al año), sensiblemente más si la inflación a medio y largo plazo se sitúa alrededor del 2% al año. Antes de las reformas se estimaba que a mediados del presente siglo el déficit del sistema público podría superar en 6 puntos porcentuales del PIB, habiendo dado lugar a una deuda de Seguridad Social equivalente al PIB. En la actualidad, el déficit estructural de las pensiones se sitúa en el 1,5% del PIB y el Fondo de Reserva de la Seguridad Social se agotará muy probablemente hacia 2020.

En el caso de las pensiones públicas, que en España se financian mediante el método de reparto, el envejecimiento de la población tiene un doble efecto, como si se tratara de las dos hojas de una tijera. El gasto presente y futuro en pensiones aumenta como consecuencia de la creciente esperanza de vida mientras que los ingresos disminuyen como consecuencia de la entrada de

cohortes de cotizantes cada vez menos numerosas, dada la disminución de nacimientos y los saldos migratorios negativos, como se comentó en secciones anteriores. Estos impactos se traducen en pensiones menos sostenibles y/o insuficientes a menos que se tomen soluciones drásticas, del estilo de las adoptadas ya en España y más allá.

La creciente longevidad afecta también, como no podría ser de otra manera, a los esquemas privados de pensiones, más comúnmente financiados mediante el método de capitalización. En este caso, el problema no es de sostenibilidad, en la medida en que la mayor parte de estos esquemas son de contribución definida y se encuentran fondeados al 100% por ley.

El problema es de suficiencia, ya que los capitales acumulados hasta la jubilación por los trabajadores pueden sufrir riesgos financieros (que se pueden mitigar) y, sobre todo, porque vidas más largas, dado el capital y su rentabilidad, suponen rentas vitalicias (mensuales) menores. Este problema no es menor y es penosamente resoluble, ya que, al margen de los rendimientos inciertos y las comisiones de gestión de los capitales y rentas de jubilación, el principal riesgo radica en que la longevidad es muy difícilmente asegurable, salvo a un coste excesivo (Barr, 1989).

Nadie está preparado hoy para un escenario en el que todos los individuos vivan 120 años, edad que, según algunos demógrafos, es hoy el límite de la vida humana (Vaupel, 2010). Pero, si hemos de fiarnos de anuncios más o menos sensacionalistas, al parecer, la primera persona de la era histórica en vivir 150 años ha nacido ya, según anuncia el Dr. De Grey, responsable científico de la Fundación californiana SENS (Strategies for Engineered Negligible Senescence) que ayudó a fundar en 2009<sup>3</sup>.

Cualquiera que sea la perspectiva de la longevidad futura, los mercados financieros y la industria de las pensiones no van a quedarse indiferentes, aunque al igual que sucede con los sistemas de

<sup>3</sup> Véase una entrevista de 2011 al Dr. De Grey en [www.dailymail.co.uk/sciencetech/article-2011425/The-person-reach-150-alive-soon-live-THOUSAND-claims-scientist.html](http://www.dailymail.co.uk/sciencetech/article-2011425/The-person-reach-150-alive-soon-live-THOUSAND-claims-scientist.html)

Seguridad Social, podría pensarse que acumulan ya un cierto retraso.

## Resumen y conclusiones

Al tiempo que debe reconocerse que el envejecimiento es un fenómeno mal percibido por la sociedad, los analistas y los decisores políticos, lo que limita el campo de acción frente al mismo, hay que admitir que el considerable aumento de la esperanza de vida y la caída de la natalidad que se han registrado en los países avanzados implica retos formidables en muchos de los programas del Estado de bienestar, el mercado de trabajo y el dinamismo general de la sociedad.

En el caso de España, estas dinámicas van a provocar incluso escasez de mano de obra en el medio plazo demográfico (horizonte 2025), especialmente entre las cohortes de edades inferiores a los 44 años. Por el contrario, si solo fuera por el aumento de la esperanza de vida, que vendrá acompañado de un apreciable descenso del volumen de población, la sostenibilidad del gasto sanitario no debería verse especialmente comprometida en España, sino, más bien, por la inflación de la cartera de servicios prestados a los ciudadanos, la intensificación tecnológica y el coste de los mismos. Por último, las pensiones, públicas o privadas, de capitalización o reparto, sí que tendrán en la creciente esperanza de vida un reto de sostenibilidad y suficiencia que obligará a ir más allá de las importantes reformas adoptadas en los últimos años.

## Referencias

ADACHI, M., y G. OKA (2015), "Japan: Lessons from a hyperaging society", *McKinsey Quarterly*, marzo.

Disponble en: [www.mckinsey.com/insights/asia-pacific/japan\\_lessons\\_from\\_a\\_hyperaging\\_society?cid=mckgrowth-eml-alt-mkq-mck-oth-1503](http://www.mckinsey.com/insights/asia-pacific/japan_lessons_from_a_hyperaging_society?cid=mckgrowth-eml-alt-mkq-mck-oth-1503)

BARR, N. (1989), "Social Insurance as an efficiency device", *Journal of Public Policy*, Vol. 9, nº 01, enero: 59-82.

CONDE RUIZ, J.I. (2013), "Los Retos del Factor de Sostenibilidad de las Pensiones: Presente y Futuro". Fedea, diciembre. Disponible en: [www.fedea.net/wp-content/uploads/2013/conde-ruiz.pdf](http://www.fedea.net/wp-content/uploads/2013/conde-ruiz.pdf)

CONDE RUIZ, J.I., y C.I. GONZÁLEZ (2013), "Reforma de pensiones 2011 en España", *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, 204: 9-44. Disponible en: [www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/hac\\_pub/204\\_Art01.pdf](http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/hac_pub/204_Art01.pdf)

DE LA MAISONNEUVE, C., y J. OLIVEIRA-MARTINS (2013), "Public spending on health and long-term care: a new set of projections", *OECD Economic Policy Papers*, nº 6, junio. Disponible en: <http://www.oecd.org/eco/growth/Health%20FINAL.pdf>

FERNÁNDEZ, J.L., y J.A. HERCE (dirs.) (2009), "Los retos socio-económicos del envejecimiento en España". UNESPA, julio. Disponible en: [www.unespa.es/adjuntos/fichero\\_3009\\_20100125.pdf](http://www.unespa.es/adjuntos/fichero_3009_20100125.pdf)

HERCE, J.A.; AZPEITIA, F.; MARTÍN, E., y A. RAMOS (2014), *Rol de las aseguradoras privadas en la sostenibilidad del sistema sanitario público*, Fundación Edad & Vida y Segurcaixa-ADESLAS, julio. Disponible en: [www.edad-vida.org/fitxers/premio/621Rol%20de%20las%20Aseguradoras\\_FINAL.pdf](http://www.edad-vida.org/fitxers/premio/621Rol%20de%20las%20Aseguradoras_FINAL.pdf)

VAUPEL, J. (2010), "Biodemography of human ageing", *Nature*, vol. 464/25, marzo. Disponible en PDF en: [www.nature.com/nature/journal/v464/n7288/pdf/nature08984.pdf](http://www.nature.com/nature/journal/v464/n7288/pdf/nature08984.pdf)

# La concentración regional del mercado bancario español\*

Joaquín Maudos\*\*

**La intensidad de la reestructuración bancaria en España ha cambiado por completo la posición relativa de la concentración del mercado bancario en el contexto europeo. Así, partiendo en 2008 de un nivel por debajo de la media de la eurozona, a finales de 2014 los índices de concentración superan los valores promedio de la banca europea, lo que puede tener implicaciones en términos de la intensidad de la competencia. Sin embargo, los indicadores nacionales pueden no ser los relevantes para juzgar la intensidad de la competencia, al menos para aquellos bancos en los que la dimensión geográfica relevante para competir no es el mercado nacional, sino el regional. Y este puede ser el caso de muchas entidades cuyo negocio no alcanza toda la geografía española sino que se concentra en mercados regionales. En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la dimensión regional del mercado bancario español, construyendo índices de concentración a escala provincial según la distribución de la red de oficinas de cada entidad de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito). En concreto, se construyen índices en 2008 y 2014, de forma que es posible analizar el impacto de la reestructuración sobre la concentración del mercado bancario.**

La intensa reestructuración del sector bancario español se ha traducido en una reducción en el número de competidores y en un aumento en el grado de concentración del mercado. En concreto, desde el comienzo de la crisis en 2008 a

septiembre de 2015, el número de entidades de depósito ha caído un 24% (de 286 a 198). En paralelo, la cuota de mercado de las cinco entidades más grandes ha crecido un 37% (del 42,4% al 58,3%) de 2008 a 2014, habiendo aumentado

\* Este artículo forma parte de sendos proyectos de investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación (ECO2013-43959-R) y de la Generalitat Valenciana (PROMETEOII/2014/046).

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

con mucha más intensidad (un 69%) el índice de Herfindahl-Hirschman<sup>1</sup> de concentración (de 497 a 839). Esta caída en el número de competidores y el aumento de la concentración es muy superior a la media europea, lo que muestra la mayor reestructuración que ha experimentado la banca española en los años de crisis.

Además, hay que tener en cuenta que la reestructuración bancaria ha tenido un impacto desigual a lo largo de la geografía española, al menos en términos de ajuste en la capacidad instalada. Como se analiza en este artículo, la reducción de la red de oficinas tiene distintos grados de intensidad en las provincias españolas y es más acusada en aquellas donde mayor presencia tenían las entidades que han recibido ayudas públicas y a los que el Memorando de Entendimiento (MoU) ha impuesto severas restricciones en el ajuste de su capacidad instalada. Esta distinta intensidad en el ajuste conlleva en paralelo una distinta intensidad en el aumento de la concentración del mercado, habiendo crecido más en aquellas provincias donde más oficinas se han cerrado.

Del análisis se derivan importantes implicaciones de política económica. Así, en algunas provincias, el aumento de la concentración sobrepasa umbrales que en otros países se consideran preocupantes, alcanzándose en la actualidad niveles elevados que podrían afectar a la intensidad de la competencia y que por tanto conviene vigilar.

Además de esta introducción, el artículo se estructura en cuatro apartados. El siguiente analiza la evolución de la concentración bancaria en España en el contexto europeo. A continuación se realiza un análisis provincial de la concentración bancaria en España, examinando previamente las diferencias en la intensidad del ajuste que ha tenido lugar en la red de oficinas. Con base en los índices de concentración construidos, el siguiente apartado analiza la posible repercusión de los niveles actuales de concentración en tér-

minos de competencia, tomando como referencia los umbrales utilizados en EE.UU. Finalmente, el último apartado contiene las conclusiones.

## La evolución de la concentración bancaria en España: comparativa europea

En los años transcurridos desde el inicio de la crisis en 2008, el número de entidades de crédito se ha reducido en España un 40%, frente a un 17% en la eurozona. Ha sido de tal intensidad la caída en el número de entidades que España es el segundo país de la eurozona donde más ha caído la cifra, solo por detrás de Chipre y casi similar a Grecia. En las grandes economías europeas también ha descendido el número de bancos, pero con intensidades bien distintas: 36% en Francia, 20% en Italia y 11% en Alemania.

La caída en el número de entidades de crédito ha transcurrido en paralelo al ajuste en la capacidad instalada, lo que conlleva un aumento de la ratio población por oficina. En concreto, de 2008 a 2014, la ratio ha aumentado en España un 47%,

---

*La concentración bancaria en España ha aumentado desde 2008 con mucha más intensidad que en el mercado bancario europeo. De este modo, dicha concentración se sitúa en 2014 claramente por encima de la media europea: un 22% superior en términos de cuota de mercado de las cinco mayores entidades de crédito y un 18% en términos del índice de Herfindahl-Hirschman.*

---

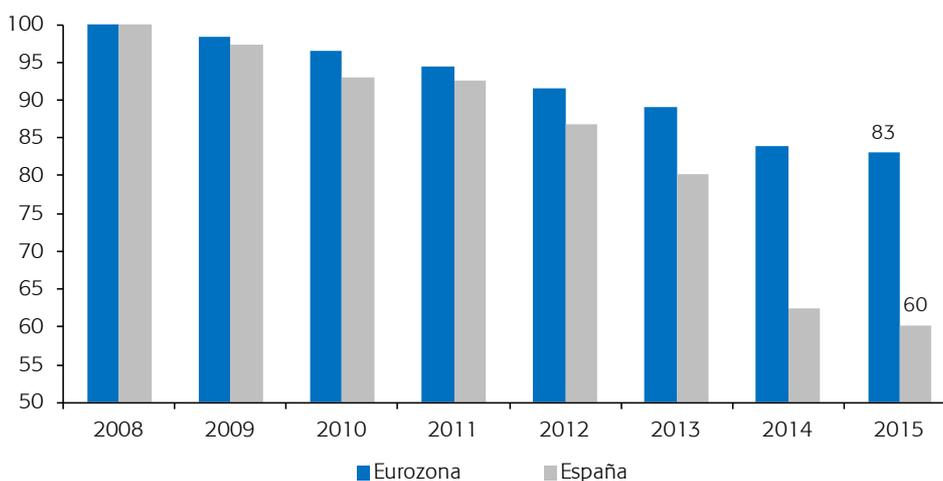
pasando de 991 a 1.454. Aunque este crecimiento más que duplica al de la media de la UE-15 por la intensa reducción en la red de oficinas, España sigue siendo el segundo país de la Unión Europea

<sup>1</sup> El índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) se define con la suma de las cuotas de mercado al cuadrado de todos los bancos que operen en el mercado analizado. Frente a los índices absolutos como los CRi (cuota de mercado de los "i" bancos más grandes), el HHI presenta ventajas: tiene en cuenta el número total de competidores y no ofrece resultados sensibles al número de bancos a utilizar (1, 3, 5, 10, etc.).

Gráfico 1

## Número de entidades de crédito

(Base 100 en 2008)



Fuente: Banco Central Europeo.

con más densidad de red. Frente a la eurozona, la brecha es enorme: 1.454 vs. 2.111.

La reducción en el número de competidores ha dado lugar a un aumento de la concentración

del mercado bancario europeo. Así, para la media (ponderada) de la UE-27, la cuota de mercado de las cinco entidades de crédito más grandes (CR5) ha aumentado un 7,5%, ya que ha pasado del 44% en 2008 al 48% en 2014 (cuadro 1). En

Cuadro 1

## Concentración del mercado bancario de la UE-27

	HHI		CR5				
	2008	2014	2008	2014	2008	2014	
Alemania	191	Alemania	301	Alemania	23	Luxemburgo	32
Italia	307	Luxemburgo	329	Luxemburgo	30	Alemania	32
Luxemburgo	309	Austria	412	Italia	31	Austria	37
Reino Unido	431	Italia	424	Reino Unido	38	Reino Unido	39
Austria	454	Reino Unido	462	Austria	39	Italia	41
<b>ESPAÑA</b>	497	Francia	584	<b>ESPAÑA</b>	42	Irlanda	48
Polonia	562	Polonia	656	<b>UE-15</b>	44	<b>UE-15</b>	48
<b>UE-15</b>	642	Irlanda	677	<b>UE-27</b>	44	Francia	48
<b>UE-27</b>	650	<b>UE-15</b>	703	Polonia	44	<b>UE-27</b>	48
Irlanda	661	<b>UE-27</b>	710	Irlanda	50	Polonia	48
Francia	681	Rumanía	797	Francia	51	Hungría	53
Hungría	819	Bulgaria	836	Rumanía	54	Rumanía	54
Bulgaria	834	<b>ESPAÑA</b>	839	Hungría	54	Bulgaria	55
Rumanía	922	Suecia	880	Bulgaria	57	Eslovenia	56

Cuadro 1 (continuación)

**Concentración del mercado bancario de la UE-27**

	HHI		CR5	
	2008	2014	2008	2014
Suecia	953	Hungría 905	Eslovenia 59	<b>ESPAÑA</b> 58
República Checa	1.014	República Checa 949	Suecia 62	Suecia 59
Chipre	1.019	Bélgica 982	República Checa 62	República Checa 61
Portugal	1.114	Letonia 1.001	Chipre 64	Chipre 63
Grecia	1.172	Eslovenia 1.026	Dinamarca 66	Letonia 64
Eslovaquia	1.197	Portugal 1.164	Portugal 69	Bélgica 66
Letonia	1.205	Dinamarca 1.190	Grecia 70	Dinamarca 68
Dinamarca	1.229	Eslovaquia 1.221	Letonia 70	Portugal 69
Malta	1.236	Chipre 1.303	Eslovaquia 72	Eslovaquia 71
Eslovenia	1.268	Malta 1.648	Malta 73	Finlandia 80
Lituania	1.714	Lituania 1.818	Bélgica 81	Malta 82
Bélgica	1.881	Países Bajos 2.131	Lituania 81	Países Bajos 85
Países Bajos	2.167	Grecia 2.195	Finlandia 83	Lituania 86
Estonia	3.120	Estonia 2.445	Países Bajos 87	Estonia 90
Finlandia	3.160	Finlandia 3.310	Estonia 95	Grecia 94

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

el caso del índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), la concentración ha aumentado un 9%: de 650 a 710.

En España, la concentración bancaria ha aumentado con mucha más intensidad: un 38% la CR5 y un 69% el HHI. Esta mayor intensidad explica que de situarse la concentración del mercado bancario español por debajo de la media europea en 2008, a finales de 2014 se sitúe por encima: un 22% superior en términos de CR5 y un 18% en el HHI. En el *ranking* de la UE-27, España ha pasado del puesto 6 con menor CR5 en 2008 al 11 en 2014, y del 6 al 13 en términos de HHI.

## La concentración de los mercados bancarios provinciales

Como se ha comentado en la introducción, el análisis de la concentración del mercado bancario solo a nivel nacional puede ofrecer una ima-

gen parcial dada la existencia de importantes diferencias a nivel regional. En consecuencia, es importante complementar la visión que ofrece el análisis nacional con otra de un ámbito más reducido, máxime teniendo en cuenta que muchas entidades españolas operan no en todo el territorio nacional, sino en algunas regiones o en algún caso en muy pocas provincias. Además, como se demuestra a continuación, el valor promedio de la concentración del mercado nacional enmascara enormes diferencias entre provincias.

La limitación que ofrece el análisis de la concentración del mercado bancario español a escala regional es que solo hay información pública de la distribución provincial de la red de oficinas de cada entidad de depósito, información que ofrecen los anuarios de los bancos (AEB), cajas de ahorros (CECA) y cooperativas de crédito (UNNAC), los últimos publicados referidos a 2014<sup>2</sup>. Para el resto de variables de negocio relevantes (como el activo total, los créditos, los depósitos, etc.) no hay información.

<sup>2</sup> Si bien el Banco de España ofrece en su *Boletín Estadístico* datos de la distribución provincial del crédito y depósitos, la información es agregada y no a nivel de entidad.

En cualquier caso, la distribución provincial de la red de oficinas es una información muy valiosa para aproximar y cuantificar la concentración bancaria regional en España, lo que explica que se haya utilizado en diversos trabajos. Basándonos en esa información, es posible construir índices de concentración provinciales, tanto la cuota de mercado de las entidades más grandes (CRi) como el HHI.

Como análisis previo a la evolución de la concentración de los mercados bancarios provinciales, es de interés analizar la variación que se ha producido en la distribución provincial de la red de oficinas en España, ya que como se constatará a continuación, hay importantes diferencias entre provincias que afectan a la variación de la concentración.

Con esta finalidad, el cuadro 2 muestra la variación que ha tenido lugar en el número de oficinas en cada provincia de 2000 a 2008 (etapa de expansión) y de 2008 hasta septiembre de 2015 (etapa de crisis). El primer rasgo a destacar es que mientras en el periodo 2000-2008 la red de oficinas aumentó un 17% (6.776), de 2008 a septiembre de 2015 la red se redujo un 32% (14.738), regresando al número de oficinas existente 31 años antes, en 1984. En todas las

provincias españolas, sin excepción, la red se ha reducido desde el inicio de la crisis.

Pero el análisis a nivel provincial muestra importantes diferencias en la intensidad del ajuste en los años de crisis, con un rango de variación que va de un valor mínimo del -9% (es el caso de Cuenca) a uno máximo del -42% (Castellón). En cuatro provincias españolas la red de oficinas se ha reducido más de un 40% (Castellón, Barcelona, Girona y Ourense).

*Existen importantes diferencias entre provincias en cuanto a densidad de red se refiere, con un rango de variación que va de un valor mínimo de 690 habitantes por oficina en Teruel a uno máximo de 2.386 en Cádiz.*

Los datos muestran que en general el mayor cierre de oficinas ha tenido lugar en aquellas regiones donde más aumentó la red en los años de expansión, proceso lógico para corregir los desequilibrios acumulados en el pasado. En concreto, la correlación entre la variación de la red de 2000 a 2008 y la variación de 2008 a 2014 es del 90%.

Cuadro 2

### Número de oficinas bancarias en las provincias españolas

	2000	2008	2015 (septiembre)	Variación		Porcentaje	
				2000-2008	2008-2015 (septiembre)	Variación 2000-2008	Variación 2008-2015 (septiembre)
Álava	281	350	250	69	-100	25	-29
Albacete	317	350	299	33	-51	10	-15
Alicante	1358	1.748	1.126	390	-622	29	-36
Almería	538	709	486	171	-223	32	-31
Asturias	893	978	805	85	-173	10	-18
Ávila	199	217	138	18	-79	9	-36
Badajoz	660	753	645	93	-108	14	-14
Baleares, Illes	1.060	1.261	918	201	-343	19	-27
Barcelona	5.204	5.866	3.439	662	-2.427	13	-4
Burgos	524	550	384	26	-166	5	-30

Cuadro 2 (continuación)

## Número de oficinas bancarias en las provincias españolas

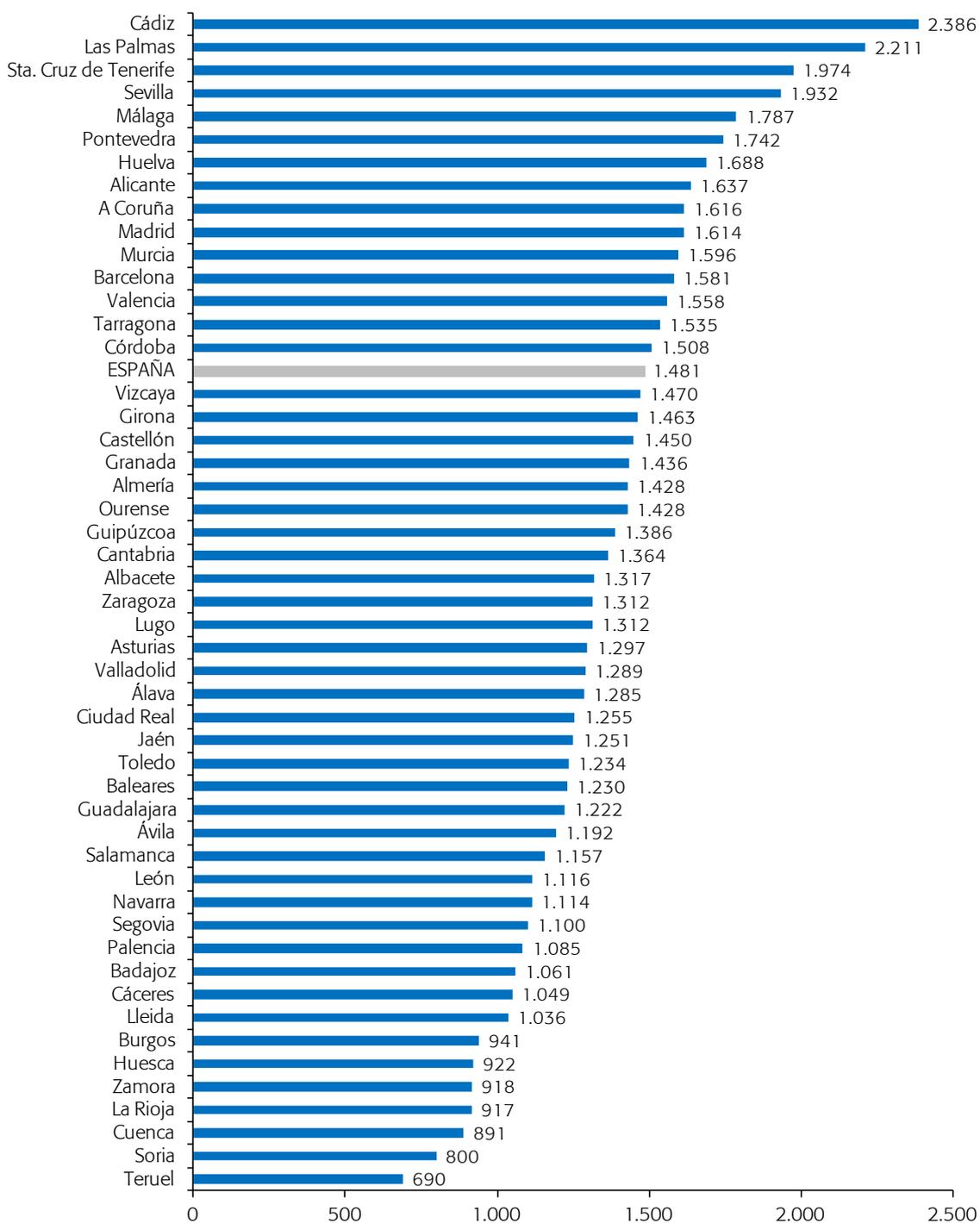
	2000	2008	2015 (septiembre)	Variación		Porcentaje	
				2000-2008	2008-2015 (septiembre)	Variación 2000-2008	Variación 2008-2015 (septiembre)
Cáceres	483	452	385	-31	-67	-6	-15
Cádiz	635	807	523	172	-284	27	-35
Cantabria	485	509	428	24	-81	5	-16
Castellón	574	683	395	109	-288	19	-42
Ciudad Real	445	477	407	32	-70	7	-15
Córdoba	608	696	526	88	-170	14	-24
La Coruña	924	994	697	70	-297	8	-30
Cuenca	248	254	230	6	-24	2	-9
Girona	769	863	506	94	-357	12	-41
Granada	713	852	639	139	-213	19	-25
Guadalajara	211	274	208	63	-66	30	-24
Guipúzcoa	538	597	510	59	-87	11	-15
Huelva	367	450	309	83	-141	23	-31
Huesca	383	359	240	-24	-119	-6	-33
Jaén	600	635	519	35	-116	6	-18
León	488	551	428	63	-123	13	-22
Lleida	550	590	415	40	-175	7	-30
Lugo	373	336	257	-37	-79	-10	-24
Madrid	4.829	6.104	3.965	1.275	-2.139	26	-35
Málaga	918	1.406	915	488	-491	53	-35
Murcia	1.064	1.364	918	300	-446	28	-33
Navarra	707	719	571	12	-148	2	-21
Ourense	420	375	222	-45	-153	-11	-41
Palencia	228	225	152	-3	-73	-1	-32
Las Palmas	510	776	501	266	-275	52	-35
Pontevedra	775	829	543	54	-286	7	-34
Rioja, La	426	497	341	71	-156	17	-31
Salamanca	369	408	294	39	-114	11	-28
Sta.Cruz de Tenerife	556	716	516	160	-200	29	-28
Segovia	192	210	143	18	-67	9	-32
Sevilla	1.237	1.530	1.004	293	-526	24	-34
Soria	165	150	114	-15	-36	-9	-24
Tarragona	712	836	516	124	-320	17	-38
Teruel	239	236	198	-3	-38	-1	-16
Toledo	590	674	560	84	-114	14	-17
Valencia	2.176	2.663	1.617	487	-1.046	22	-39
Valladolid	529	613	408	84	-205	16	-33
Vizcaya	899	1.059	773	160	-286	18	-27
Zamora	247	256	199	9	-57	4	-22
Zaragoza	1.047	1.212	735	165	-477	16	-39
Ceuta y Melilla	37	46	39	9	-7	24	-15
Total	39.300	46.065	31.356	6.765	-14.709	17	-32
Extranjero	91	102	73	11	-29	12	-28
<b>Total</b>	<b>39.391</b>	<b>46.167</b>	<b>31.429</b>	<b>6.776</b>	<b>-14.738</b>	<b>17</b>	<b>-32</b>
Máximo	5.204	6.104	3.965	1.275	-7	53	-9
Mínimo	37	46	39	-45	-2.427	-11	-42

Fuente: Banco de España.

Gráfico 2

**Red de oficinas por habitante en las provincias españolas**

(Septiembre 2015)



Fuentes: Banco de España, INE y elaboración propia.

Si tenemos en cuenta la población que atiende una oficina bancaria, la densidad de red ha caído en los años de crisis, ya que la ratio habitantes/oficina ha pasado de 998 en 2008 a 1.481 en septiembre de 2015, habiendo aumentado un 48%.

No obstante, existen importantes diferencias entre provincias en cuanto a densidad de red se refiere, con un rango de variación que va de un valor mínimo de 690 habitantes por oficina en Teruel a uno máximo de 2.386 en Cádiz (véase el gráfico 2). En general, las provincias con mayor densidad de red son las que tienen una menor densidad de población (la correlación con datos de 2015 es del 90%), lo que muestra la importancia de la densidad de población a la hora de explicar las diferencias de densidad de red entre provincias.

En el caso de la concentración, el cuadro 3 contiene los valores de la cuota de mercado de las 1, 3 y 5 entidades de depósitos más grandes de cada provincia en 2008 y 2014, así como la variación que ha tenido lugar entre estos dos años. En el caso de CR1, salvo muy pocas excepciones, el valor del índice ha aumentado de 2008 a 2014, oscilando en este último año entre un valor mínimo del 19% (Badajoz) a uno máximo del 46% (Teruel). Es de destacar que en siete provincias españolas, una sola entidad de depósitos tiene más del 35% de las oficinas de la provincia, e incluso hay dos con una cuota igual o superior al 40% (Teruel y Cáceres). En cambio, en 2008, solo en cuatro provincias una entidad tenía más del 35% de la red de oficinas y en ninguna más del 40%.

En estas provincias con reducida densidad de población y elevada concentración, el número de competidores es reducido. En concreto, en 2014, en seis de estas provincias (Huesca, Teruel, Segovia, Soria, Ceuta y Melilla) menos de 10 entidades de depósito tienen oficinas. En cambio en provincias como Madrid, Barcelona o Valencia, el número de competidores supera los 40 (y los 80 en Madrid).

Si tomamos como referencia CR5 como suele hacerse a nivel nacional, en todas las provincias ha crecido la concentración en los años de crisis, con un aumento máximo del 31,6% (Barcelona)

y uno mínimo del 0,6% (Ciudad Real). En ocho provincias el aumento de CR5 supera el 20%. En 2014, la mayor concentración en términos de este indicador tiene lugar nuevamente en Teruel (sin tener en cuenta las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla) y la menor en Badajoz.

---

*En siete provincias españolas una sola entidad tiene más del 35% de las oficinas, e incluso hay dos con una cuota igual o superior al 40%: Teruel y Cáceres. En cambio, en 2008, solo en cuatro provincias una entidad tenía más del 35% de la red de oficinas y en ninguna se superaba el 40%.*

---

Más interés tiene el análisis del HHI dadas las ventajas que presenta frente a los indicadores absolutos de concentración CRi. En este caso, nuevamente existen importantes diferencias entre provincias, con un rango de variación en 2014 que va de un máximo de 3.421 (Teruel) a uno mínimo de 1.122 (Badajoz).

De 2008 a 2014 el HHI ha aumentado, salvo en un caso (Ávila) en todas las provincias, llegando a más que duplicarse en Zaragoza. En 16 provincias de las 52 existentes, la concentración ha aumentado más del 50%.

Si bien por problemas de espacio no se ofrecen los resultados a nivel de comunidades autónomas, el mayor aumento de la concentración ha tenido lugar en Aragón, con un aumento del HHI del 109%, seguido del País Vasco (103%) y Cataluña (98%). Las fusiones que han tenido lugar entre las antiguas cajas de ahorros, así como la adquisición de algún banco o caja por parte de otras entidades, está detrás del intenso cierre de oficinas que ha tenido lugar y del aumento de la concentración bancaria. En 2014, Aragón es la Comunidad Autónoma con mayor concentración del mercado bancario en términos de HHI (2.162), seguida de Cantabria (2.016). Andalucía, Extremadura y la Comunidad Valenciana son las Comunidades con menor concentración, con índices menores a 1.100.

Cuadro 3

## Cuota de mercado de las 1, 3 y 5 entidades de depósito más grandes en cada provincia

(Porcentajes)

	CR1			CR3			CR5		
	2008	2014	Variación (pp)	2008	2014	Variación (pp)	2008	2014	Variación (pp)
Álava	28	31	3,3	47	68	20,9	65	76	10,7
Albacete	26	25	-1,1	60	61	0,9	66	80	14,7
Alicante	19	25	6,4	37	53	16,8	50	76	26,1
Almería	26	34	8,5	52	59	6,5	62	77	15,2
Asturias	22	24	2,0	49	56	6,9	67	77	10,2
Ávila	40	33	-6,5	61	58	-3,2	74	76	2,6
Badajoz	19	19	-0,6	41	46	5,6	56	66	9,8
Balears, Illes	20	23	3,3	50	56	6,4	65	73	7,8
Barcelona	22	28	6,6	40	59	19,4	52	83	31,6
Burgos	28	33	4,2	61	68	7,6	71	82	11,0
Cáceres	37	40	3,3	58	63	4,9	71	76	5,3
Cádiz	19	30	10,4	44	56	12,6	59	76	16,9
Cantabria	29	32	3,1	60	70	10,1	74	84	10,2
Castellón	18	21	3,6	41	52	10,5	57	72	14,3
Ciudad Real	23	23	0,0	54	51	-3,0	73	73	0,6
Córdoba	28	29	1,1	53	59	6,5	66	77	11,6
Coruña, A	23	30	6,8	44	58	13,7	61	83	22,0
Cuenca	31	31	0,1	68	73	4,8	78	87	9,7
Girona	21	34	13,3	47	62	15,4	60	84	23,9
Granada	31	29	-2,1	62	68	6,3	71	81	9,5
Guadalajara	24	30	5,4	58	68	10,6	67	82	15,1
Guipúzcoa	22	25	2,9	46	52	5,3	63	70	7,4
Huelva	33	34	0,7	55	68	13,1	68	83	15,0
Huesca	28	39	10,9	65	80	14,9	77	91	14,2
Jaén	22	27	5,1	48	69	21,1	68	80	11,7
León	23	26	3,5	45	49	4,3	62	71	9,2
Lleida	27	32	4,2	48	60	12,3	63	79	16,8
Lugo	24	30	6,4	45	56	10,9	63	80	17,0
Madrid	18	20	1,4	41	53	12,0	55	70	16,0
Málaga	22	27	5,4	39	50	10,6	50	68	17,4
Murcia	18	25	6,2	48	61	13,4	63	80	17,0
Navarra	26	31	4,9	54	64	10,0	69	89	19,7
Ourense	30	39	8,7	58	65	6,8	70	86	16,2
Palencia	21	35	13,7	47	67	20,0	67	86	18,1
Palmas de Gran Canaria, Las	21	22	0,8	43	59	16,1	60	81	21,7
Pontevedra	26	31	5,2	45	58	13,4	63	80	17,6
Rioja	23	30	7,1	51	58	6,9	62	78	16,8
Salamanca	25	31	6,5	53	70	16,5	77	79	2,0
Santa Cruz de Tenerife	28	37	8,7	50	82	32,2	71	90	19,0
Segovia	39	39	-0,1	61	70	8,6	76	89	13,5
Sevilla	25	31	6,3	46	58	11,9	60	77	16,5
Soria	32	33	0,6	73	72	-0,9	79	85	5,7
Tarragona	23	32	9,2	51	68	17,7	66	87	21,2
Teruel	37	46	9,1	76	89	13,2	90	95	4,7
Toledo	26	29	2,2	58	56	-2,0	72	79	6,3
Valencia	16	21	5,2	37	52	15,0	50	71	21,4
Valladolid	18	28	10,3	41	54	12,7	57	76	19,0
Vizcaya	23	27	4,1	46	55	9,6	62	78	16,4

Cuadro 3 (continuación)

**Cuota de mercado de las 1, 3 y 5 entidades de depósito más grandes en cada provincia**

(Porcentajes)

	CR1			CR3			CR5		
	2008	2014	Variación (pp)	2008	2014	Variación (pp)	2008	2014	Variación (pp)
Zamora	26	33	6,7	62	74	12,0	87	92	5,6
Zaragoza	19	37	18,1	46	68	22,3	61	83	22,8
Ceuta	23	27	4,2	58	68	10,5	81	100	19,2
Melilla	24	32	7,8	57	74	16,5	86	100	14,3
Máximo	40	46	18,1	76	89	32,2	90	100	31,6
Mínimo	16	19	-6,5	37	46	-3,2	50	66	0,6

Fuentes: AEB, CECA, UNNAC y elaboración propia.

## ¿Es preocupante el aumento y el nivel de la concentración bancaria en algunas provincias?

El potencial aumento de la competencia a escala internacional que se anticipa en el contexto de la unión bancaria es compatible con la existencia de ciertos nichos de poder de mercado a escala regional. Como se ha comprobado, la concentración ha aumentado de forma considerable en algunos mercados provinciales y a ello ha contribuido sin duda la caída en el número de bancos competidores tras las fusiones que han tenido lugar<sup>3</sup>. Si bien un aumento de la concentración no implica necesariamente menor competencia, los niveles alcanzados en algunos casos aconsejan estar vigilantes.

Un referente de utilidad que se puede utilizar para saber dónde poner la atención a la hora de vigilar si la concentración o su aumento son excesivos, es utilizar la llamada regla de los 1.800/200 que utiliza el Departamento de Justicia (2000) de EE.UU. cuando evalúa los procesos de fusión. Según esta regla, si el HHI del mercado relevante supera los 1.800 puntos tras la fusión y si el aumento es superior a los 200, la fusión exige un examen más profundo, dados sus potenciales efectos sobre la competencia. También para el BCE (2015), un valor del HHI por encima de 1.800 implica una elevada concentración, mien-

tras que valores entre 1.000 y 1.800 suponen una concentración moderada.

El mapa 1 ilustra precisamente de forma gráfica la aplicación de la regla de los 1.800/200. En los mapas se señalan las provincias donde el aumento de la concentración ha superado los 200 puntos de 2008 a 2010, las que en ambos años superan el valor 1.800 y en las que en 2014 se cumplen las dos condiciones simultáneamente. Con esta regla, de 2008 a 2014 el HHI ha aumentado más de 200 puntos en 48 de las 52 provincias españolas, y el valor del HHI en 2014 supera los 1.800 puntos en 22 provincias. Si consideramos conjuntamente los dos umbrales, en 21 provincias se superan los valores de la regla.

*En la práctica totalidad de las provincias españolas la concentración ha aumentado, y en algunas el aumento es de tal intensidad que supera los umbrales que en otros países exigen un examen detallado de sus posibles consecuencias sobre la competencia.*

Es el caso de Burgos, Cáceres, Cantabria, Gerona, Granada, Guadalajara, Huelva, Huesca, Navarra, Ourense, Palencia, Santa Cruz de Tenerife, Segovia, Soria, Tarragona, Teruel, Toledo, Zamora, Zaragoza, Ceuta y Melilla.

<sup>3</sup> El número de bancos y cajas nacionales ha caído de 94 en 2008 a 48 en 2014, y el de cooperativas de crédito de 81 a 63.



Cuadro 4 (continuación)

**Concentración bancaria en las provincias españolas: índice de Herfindahl-Hirschman (HHI)**

	2008	2014	Variación absoluta	Variación (porcentaje)
Barcelona	836	1.621	785	94
Burgos	1.622	1.865	243	15
Cáceres	1.764	2.032	269	15
Cádiz	906	1.526	619	68
Cantabria	1.535	2.016	480	31
Castellón	799	1.186	387	48
Ciudad Real	1.298	1.332	34	3
Córdoba	1.286	1.553	266	21
Coruña, A	1.082	1.692	610	56
Cuenca	2.020	2.098	78	4
Girona	1.011	1.862	851	84
Granada	1.577	1.830	253	16
Guadalajara	1.209	1.944	735	61
Guipúzcoa	1.068	1.326	259	24
Huelva	1.538	2.033	495	32
Huesca	1.759	2.633	874	50
Jaén	1.154	1.572	419	36
León	1.055	1.365	310	29
Lleida	1.182	1.710	527	45
Lugo	1.119	1.627	508	45
Madrid	772	1.181	409	53
Málaga	814	1.277	463	57
Murcia	991	1.516	525	53
Navarra	1.328	1.840	512	39
Ourense	1.538	2.016	477	31
Palencia	1.125	1.945	820	73
Palmas de Gran Canaria, Las	956	1.516	559	58
Pontevedra	1.169	1.643	474	41
Rioja	1.192	1.567	375	31
Salamanca	1.275	1.681	405	32
Santa Cruz de Tenerife	1.304	2.089	785	60
Segovia	1.933	2.234	301	16
Sevilla	1.063	1.584	521	49
Soria	1.873	2.230	357	19
Tarragona	1.154	1.961	807	70
Teruel	2.485	3.421	936	38
Toledo	1.508	1.918	410	27
Valencia	694	1.209	515	74
Valladolid	881	1.436	555	63
Vizcaya	1.029	1.465	436	42
Zamora	1.654	2.285	631	38
Zaragoza	938	2.107	1.169	125
Ceuta	1.391	1.860	469	34
Melilla	1.474	2.078	604	41
Máximo	2.485	3.421	1.169	125
Mínimo	694	1.122	-263	-13

Fuentes: AEB, CECA, UNNAC y elaboración propia.

Como muestra la información detallada del cuadro 4, en una provincia (Zaragoza) el aumento del HHI supera los 1.000 puntos, en seis el incremento está comprendido entre 800 y 1.000 puntos (Girona, Huesca, Palencia, Tarragona y Teruel) y en seis entre 600 y 800 (Barcelona, Cádiz, Coruña, Guadalajara, Santa Cruz de Tenerife, Zamora y Melilla). Solo en tres provincias el aumento es inferior a los 200 puntos (Albacete, Ciudad Real y Cuenca). Es de destacar que si bien en 2008 solo en cinco provincias el HHI superaba el umbral de los 1.800 puntos, en 2014 el número ha aumentado hasta 22.

## Conclusiones

La profunda reestructuración que ha experimentado el sector bancario español para corregir los desequilibrios acumulados en la anterior etapa de expansión ha exigido recurrir a las fusiones como estrategia de reducir costes. En esta estrategia ha adquirido especial relevancia el ajuste de la red de oficinas, cuya dimensión en el momento del estallido de la crisis era incompatible con el desapalancamiento que tenía que realizar necesariamente la economía española. Fruto de esa corrección en la capacidad instalada, la densidad de red se ha reducido, si bien todavía es de las más elevadas de la Unión Europea.

Como consecuencia de las fusiones que han tenido lugar, el grado de concentración del mercado bancario español ha aumentado con intensidad, de forma que si bien partía en 2008 de un nivel por debajo de la media europea, en la actualidad se sitúa por encima.

El aumento de la concentración no implica necesariamente una reducción de la competencia, sobre todo teniendo en cuenta el avance hacia la unión bancaria europea. No obstante, en muchos casos, la dimensión geográfica relevante para juzgar la competencia no es la nacional, ya que en muchas entidades su ámbito de negocio no abarca toda la geografía española sino que se concentran en una o varias regiones e incluso a veces provincias. Además, hay que tener en cuenta que

el ajuste en la red de oficinas ha sido muy desigual por provincias, por lo que la variación y el nivel actual de la concentración de los mercados provinciales también es muy desigual.

En este contexto, la aportación de este artículo ha sido construir índices de concentración bancaria a nivel provincial utilizando la información disponible sobre la distribución de la red de oficinas de las entidades de depósito españolas a nivel individual en 2008 y 2014, analizando así el impacto de la reestructuración en este periodo de ajuste.

Los resultados obtenidos permiten concluir que:

- La reestructuración que ha experimentado el sector bancario español para corregir los desequilibrios acumulados en la anterior etapa de expansión ha dado lugar a un importante aumento de la concentración del mercado, situándose en la actualidad por encima de la media europea. En relación a los principales países europeos, la concentración en España es muy superior.
- El nivel de concentración a escala nacional enmascara importantes diferencias en el ámbito regional. Utilizando información individual de la distribución provincial de oficinas de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, en la actualidad hay provincias cuya concentración triplica la de otras. Las diferencias son aún mayores en términos del aumento de la concentración que ha tenido lugar en el periodo de crisis (2008-2014).
- En la práctica totalidad de las provincias españolas la concentración ha aumentado, y en algunas el aumento es de tal intensidad que supera los umbrales que en otros países exigen un examen detallado de sus posibles consecuencias sobre la competencia. En concreto, en 2014 el valor del HHI supera los 1.800 puntos en 22 provincias españolas, umbral a partir del cual se considera que la concentración es elevada. Este elevado número de provincias contrasta con las solo

cinco que en 2008 superaba ese umbral. Además, en 21 provincias la concentración ha aumentado más de 200 puntos y se sitúa en la actualidad por encima de 1.800, valores que en EE.UU. exigen un análisis detallado de cara a sus implicaciones potenciales sobre el nivel de competencia.

## Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO (2015), *Report on financial structures*, octubre.

U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE (2000), *Bank Merger Competitive Review*.

## Problemas informativos y transparencia financiera: análisis del caso de las cláusulas suelo

*Carlos Monasterio Escudero\**

**Uno de los mercados donde los problemas informativos se plantean con más intensidad es el mercado financiero. Por un lado, porque los problemas informativos afectan a una gran parte de la población, cuando afronta la tarea de cómo invertir su ahorro de forma rentable y segura o trata de minimizar el coste de los préstamos solicitados. Por otro, porque la constante innovación financiera y el hecho de que los mercados financieros sean cada vez más complejos y estén más globalizados, supone mayores obstáculos para disponer en todo momento de la información relevante. El objetivo del artículo es repasar, en primer lugar, cuáles son los problemas informativos generales, para estudiar a continuación su incidencia en los productos financieros. Aplicaremos este marco de análisis a un caso concreto, de gran relevancia en España, como es el asunto de las cláusulas suelo, para examinar qué tipo de problemas informativos aparecen con más intensidad en este mercado y de qué modo el marco legal (Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013) ha considerado el argumento de la falta de transparencia informativa para declarar nulas este tipo de cláusulas.**

Como es sabido, los mercados surgieron como lugares físicos en los que compradores y vendedores se reunían presencialmente, para intercambiar mercancías de características simples, como eran los productos agrícolas o ciertas manufacturas artesanas, cuyas cualidades podían comprobarse mediante una inspección simple.

De la situación anterior, que es la propia de las grandes ferias medievales, punto de encuentro de numerosos mercaderes y compradores y vendedores de todo tipo, hemos pasado a un mundo

en que, si bien seguimos designando como “mercado” al lugar de referencia de los intercambios, este ha experimentado profundos cambios, en el sentido de que:

- Los vendedores y compradores no están físicamente presentes y en muchas ocasiones, están ubicados incluso en países y continentes distintos.
- Las mercancías y servicios son complejos y tienen multitud de características, de modo

\* Catedrático de Hacienda Pública, Universidad de Oviedo.

que conocer la calidad global del producto requiere un costoso aprendizaje, por parte del comprador, ya sean bienes de consumo duradero, productos financieros complejos u otros productos bancarios.

- En muchas ocasiones, los mercados son virtuales y en ellos se negocian derechos sobre activos financieros (anotaciones en cuenta sobre deuda pública u otros valores) o se refieren a las características del mercado en alguna fecha futura (derivados, mercados de futuros), de modo que es muy difícil conocer las características exactas del producto, incluso para los agentes especializados y los reguladores.

Por todo lo anterior, fuera de la situación en la que se intercambian bienes simples, cuyas características son bien conocidas, el problema surge porque obtener información es costoso y quienes invierten en adquirir mayor información sobre un mercado, pretenderán obtener un rendimiento de sus inversiones en adquirir información, es decir, esperarán mayores rendimientos que los no informados, lo cual es un obstáculo al funcionamiento de los mercados con eficiencia informativa (Grossman y Stiglitz, 1980).

Según el análisis microeconómico, las propiedades asignativas de los mercados de competencia se basan en el cumplimiento de una serie de hipótesis, que en el mundo real no es fácil que se cumplan de modo sencillo. Una de esas hipótesis necesarias para el correcto funcionamiento de los mercados de competencia es la de que tanto compradores como vendedores están perfectamente informados de las características de las mercancías o servicios que van a ser objeto de intercambio. Que exista información suficiente y que dicha información está distribuida de modo simétrico entre compradores y vendedores no es un objetivo sencillo de conseguir.

Ante esta situación, el problema que se plantea es el de asegurar un funcionamiento eficiente de los mercados, como mecanismos de asignación, lo cual convierte a la información en sí misma en

un nuevo bien, que ha de ser “producido” (el proceso costoso de obtener información) y que posteriormente puede ser vendido o diseminado de manera gratuita. Otra dimensión de los mercados informativos sería la de validar la relevancia de la información existente y de sus distintas dimensiones (Hirshleifer, 1973).

Otro asunto importante es generar incentivos para el uso de la información existente por parte de los participantes en el mercado. A pesar de la amplia información al consumidor sobre productos y servicios financieros que existe en la mayoría de países de la OCDE, muchos consumidores tienen problemas para utilizarla de modo adecuado y tomar decisiones responsables (CFPB, 2013: 19-22).

Los programas de educación financiera auspiciados por la OCDE/INFE (2012) y las diversas estrategias nacionales de educación financiera, desarrolladas por la mayoría de países de la OCDE (Griffoni y Messy, 2012) tratan de avanzar en este sentido, pese a lo cual las mediciones de las competencias de educación financiera ofrecen un bajo nivel de conocimiento, al menos en el caso de España (Adicae, 2013).

Una manera de paliar los problemas informativos es considerar la información como un bien público, de modo que sea el sector público quien invierta en información, para poner el conocimiento al alcance de todos los participantes en el mercado. Alternativamente, el sector público puede intervenir mediante regulación, obligando a que al menos ciertas características esenciales de los bienes o servicios intercambiados sean reveladas por aquella parte que goza de asimetrías informativas en su favor.

## Problemas informativos y su incidencia en el sector financiero

Uno de los mercados donde los problemas informativos se plantean con más intensidad es el mercado financiero. Por un lado, porque los problemas informativos afectan a una gran parte de la

población, cuando afronta la tarea de cómo invertir su ahorro de forma rentable y segura o trata de minimizar el coste de los préstamos solicitados. Por otro, porque la constante innovación financiera y el hecho de que los mercados financieros sean cada vez más complejos y estén más globalizados, supone mayores obstáculos para disponer en todo momento de la información relevante. En este contexto, el objetivo de este apartado es repasar, en primer lugar, cuáles son los problemas informativos generales, para estudiar su incidencia en los productos financieros.

### Selección adversa

Estamos en presencia de *selección adversa* cuando existen grupos distintos de personas, atendiendo al riesgo que presentan ante la ocurrencia de cierta contingencia, como el riesgo de sufrir cierta enfermedad o el riesgo de impago de un préstamo. En este caso, si el asegurador aplica una prima o un interés basados en la pérdida media esperada, se encontrará con que los que tienen bajo riesgo probablemente no adquieran el seguro o el préstamo, mientras que los grupos de riesgo alto adquirirán mayores coberturas, originando así una pérdida al asegurador/prestamista, que al elevar las primas/intereses en el siguiente período volverá a perder los buenos riesgos.

Ante los problemas de selección adversa, la asimetría informativa que se produce puede ser corregida mediante la aplicación de mecanismos de información que reduzcan dicha asimetría, como chequeos médicos, bases de datos de impagados<sup>1</sup>, etc., todo lo cual aumenta el coste para los aseguradores privados.

### Riesgo moral

Existe *riesgo moral* cuando el asegurado potencial o el usuario de un servicio puede influir sobre

la probabilidad de que ocurra cierta contingencia, mediante acciones no observables por parte del asegurador<sup>2</sup>. En los seguros de automóviles o de incendios, en el desempleo o en la cobertura privada de ciertas enfermedades, pueden producirse fenómenos de este tipo.

En los mercados financieros puede darse un problema de riesgo moral en el caso de los fondos de inversión en los que el vendedor tiene conexión con los gestores y estos últimos podrían multiplicar las operaciones que maximizan las comisiones obtenidas, sin proporcionar mayor rentabilidad a los partícipes.

### Información imperfecta y costosa

En este caso, el problema viene dado porque el conocimiento completo del producto obliga a incurrir en gastos cuantiosos (p. ej.: información meteorológica, que exige para las predicciones un costoso sistema de satélites, puntos de observación y medición, además de modelos interpretativos y analistas; información sobre el tráfico, que requiere cámaras y puntos de observación diseminados por toda la red de carreteras).

Puede apreciarse que la característica de *información imperfecta* aparecerá en muchos bienes de características complejas. En ciertos casos, como el mencionado de la información meteorológica, estamos ante una especie de "bien público" que el Estado puede proporcionar a todos los ciudadanos, que colectivamente pagan las agencias meteorológicas a través de sus impuestos.

En el sector financiero, el verdadero precio de las operaciones de endeudamiento puede ser difícil de percibir, cuando a los intereses a pagar se unen comisiones de estudio, apertura, contratación de productos asociados, etc. La regulación para informar a los clientes del tipo de interés efectivo trata de resolver un problema de este tipo.

<sup>1</sup> Las bases de datos puede ser negativas, informando de quienes han incumplido compromisos crediticios o positivas, reflejando todo el historial de préstamos pagados puntualmente.

<sup>2</sup> También existe un problema de riesgo moral si el coste de obtener dicha información es muy elevado o prohibitivo para el asegurador.

## Información asimétrica

Hay ocasiones en las que el problema no es tanto la carencia de información completa sobre el producto (que también), sino el hecho de que dicha información está *asimétricamente distribuida* entre los participantes en el mercado<sup>3</sup>. Ejemplo típico es el caso de los cuidados de salud, donde los enfermos tienen información acerca de sus síntomas, que pueden describir con mayor o menor precisión, pero ignoran el valor de los distintos tratamientos y/o medicamentos existentes en el mercado, para tratar de modo efectivo sus dolencias.

En este caso, decimos que se trata también de un supuesto de *demanda derivada*, donde el paciente describe al médico su problema de salud y es este último, el profesional sanitario, quien realmente demanda los cuidados médicos concretos que utilizará el paciente.

Surge así un potencial *conflicto de intereses*, puesto que los médicos podrían actuar recomendando aquellos tratamientos más prolongados, que maximicen su renta, en vez de los más eficaces. Para tratar este problema, se supone que tanto la propia ética personal de los profesionales médicos como la existencia de códigos deontológicos profesionales son instrumentos para minimizar los posibles problemas derivados del conflicto de objetivos.

Un caso semejante al anterior se plantea en los mercados financieros, cuando los inversores particulares desean materializar una determinada estrategia inversora, pero no conocen todos los detalles de los mercados de renta fija y variable, tanto nacionales como internacionales, mercados de materias primas, divisas, derivados, etc. y recurren para ello a entidades especializadas en la prestación de servicios de inversión. El conflicto de intereses puede surgir aquí porque la rentabilidad y comisiones percibidos por la entidad financiera pueden ser mayores en activos o fondos de inversión que no son los más adecuados para los objetivos de inversión y nivel de riesgo del cliente.

En este caso, el llamado “Test de Idoneidad MiFID” permite conocer los objetivos generales de inversión, según la edad, nivel de renta y patrimonio, plazo de la inversión y nivel de riesgo que está dispuesto asumir el cliente, recomendándole, a partir de estas variables, una determinada estrategia de gestión de su cartera.

## Información sobre mercados de futuros

La información que suministra el mercado es también imperfecta en el sentido de que, en muchas ocasiones, no permite conocer los *datos básicos de los productos y servicios* (calidad del producto, precio del activo, rentabilidad) *para cualquier fecha relevante del futuro*. Cuando realizamos contratos a largo plazo o adquirimos bienes de inversión o de consumo duradero, la información sobre futuros se convierte en uno de los aspectos más relevantes. Los mercados de seguros cubren, hasta cierto punto, ante esta eventualidad, pero en otras ocasiones resulta muy difícil protegerse frente a ciertas eventualidades futuras.

En el mercado financiero, cuando nos endeudamos a largo plazo a un tipo de interés variable, la información sobre el mercado futuro se convierte en una información relevante durante el plazo de vigencia del préstamo.

## Señalización

Mediante la *señalización*, uno de los agentes del mercado emite o hace pública una información (“envía una señal”), poniendo de manifiesto una característica que quiere hacer pública al mercado, para que el resto de agentes, antes de tomar sus decisiones, la conozcan y pueda tenerla en cuenta. Al enviar la señal y hacer pública esa información, el agente que la emite quiere poner de relieve esa característica, normalmente para que sea tenida en cuenta por la otra parte, que así le verá de modo más favorable.

<sup>3</sup> La mayor parte de los problemas informativos tiene asociados algunos rasgos de información asimétrica, como sucede por ejemplo con la selección adversa o el riesgo moral.

Por ejemplo, el aspirante a un trabajo que envía un *curriculum vitae* con más información que la solicitada por el posible empleador, lo que pretende es poner de manifiesto su esfuerzo y sus logros, incluso en campos no relacionados con el puesto de trabajo al que aspira, para hacer ver que es un trabajador esforzado y que se interesa por actualizar su formación.

---

*Existe un conflicto de objetivos entre suministrar información sintética, que refleje solamente las características y riesgos esenciales del producto o pretender ofrecer información exhaustiva, que describa todas sus características, aun a riesgo de dificultar su manejo real.*

---

En el mismo sentido, una entidad financiera que comercializa y asesora sobre productos de inversión y hace público su compromiso previo de que, en caso de disconformidad de un cliente, está dispuesta a devolver el importe invertido o admitir un arbitraje sobre las discrepancias, está enviando un mensaje de compromiso fuerte de respetar las reglas de transparencia en la comercialización de dicho producto y su interés para que sus clientes sepan sus esfuerzos en pro de un asesoramiento completo y objetivo. También puede mencionarse aquí el caso de las entidades financieras adheridas al Código de Buenas Prácticas hipotecarias, que voluntariamente se comprometen a ofrecer diversas soluciones, incluida la dación en pago, a los deudores hipotecarios sin recursos.

Expresado en otros términos, las entidades financieras que emitan señales de este tipo, están buscando construir un "capital reputacional", haciendo público un compromiso que va más allá del respeto a las normas de transparencia y protección a la clientela que establece la regulación vigente.

Es importante subrayar que cualquier aproximación realista a los problemas informativos en

los mercados debe partir de la consideración de que *la información perfecta es una característica ideal*, que en la práctica se da solamente en unos pocos bienes de características simples.

Lo más frecuente es que estemos frente a casos en los que existe un cierto nivel de imperfección informativa, en cuyo caso la cuestión esencial a plantearnos no es el intentar llegar a una situación de información absolutamente completa, sino a una en la que los agentes de mercado y en especial los compradores, conozcan las características esenciales del producto, es decir, aquellas que permitan disfrutarlo en condiciones normales de calidad y prestaciones.

Existe también un conflicto de objetivos entre suministrar *información sintética*, que refleje solamente las características y riesgos esenciales del producto o pretender ofrecer *información exhaustiva*, que describa todas sus características, aun a riesgo de dificultar su manejo real.

En tercer lugar, debemos tener presente que, por la misma naturaleza del problema, podemos intentar que los oferentes (sean estas compañías de seguros o empresas que ofrecen servicios y productos de inversión) ofrezcan la información suficiente para paliar las asimetrías informativas sobre las *características actuales del producto*, pero no parece razonable que, más allá de información proporcionada a título ilustrativo, se les exija que ofrezcan *información completa y cierta sobre mercados de futuros*<sup>4</sup>, por la sencilla razón que lo máximo que pueden hacer es asignar ciertas probabilidades subjetivas al valor de las variables relevantes en el futuro (del mismo modo que los Estados, con todo el aparato administrativo a su disposición, no pueden informarnos sobre el nivel de empleo, los precios o el nivel de déficit de ejercicios futuros).

Finalmente, debe distinguirse claramente que no hay que confundir la calidad de la información

<sup>4</sup> En este sentido, en la información precontractual proporcionada a los particulares que van a contratar un préstamo hipotecario, hay que distinguir claramente la relativa a los gastos y comisiones aplicables, plazo de la operación y aquella otra información relativa al posible pago de intereses durante toda la vida del préstamo, en el caso de los créditos concertados a tipo de interés variable.

suministrada *ex ante* con los resultados financieros *ex post* y que la bondad de la primera no puede juzgarse según la rentabilidad obtenida *a posteriori*, aunque en muchas ocasiones la conducta de algunos inversores da por buena la información, si la rentabilidad es elevada y lo contrario, si es reducida. Piénsese, a título de ejemplo, la práctica ausencia de reclamaciones sobre productos híbridos mientras la rentabilidad de estos era superior a la de los depósitos a plazo y las entidades emisoras no tenían problemas de solvencia.

## Un caso de estudio: los problemas informativos en cláusulas suelo y la Sentencia de Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013

Debido al hecho de que los créditos hipotecarios son una de las modalidades más importantes de productos de activo para las entidades financieras y que, para los particulares, frecuentemente constituyen la modalidad de endeudamiento más relevante a lo largo de su vida, la normativa de transparencia, que trata de resolver las asimetrías informativas en materia de créditos hipotecarios, es de las más antiguas y de mayor alcance.

Concretamente, hace ya más de veinte años la Orden Ministerial (OM) de 5 de mayo de 1994, establecía las condiciones de información y los plazos que debían respetarse, como normas de transparencia de obligado cumplimiento, en materia de préstamos hipotecarios. En dicha norma se

---

*En el caso de los préstamos hipotecarios confluyen varios posibles problemas informativos: información imperfecta, riesgo moral, mercados de futuros y acciones de señalización.*

---

establecía, por primera vez, la obligación de información previa, mediante la entrega de una oferta vinculante, en la que se detallaban las condiciones de la operación hipotecaria a formalizar. Dicha normativa de transparencia se aplicaba en el caso

de financiación para vivienda y siempre que el importe no excediera de 150.253 euros.

La normativa posterior (Real Decreto Ley 6/2012 de protección de deudores hipotecarios, Ley 1/2013, de medidas para reforzar la protección de deudores hipotecarios, Orden EAH 2899/2011 –capítulo II– de transparencia de las operaciones hipotecarias y Circular del Banco de España, 5/2012) suprime el límite cuantitativo de los 150.253 euros y extiende la protección a todas las operaciones de préstamos para financiar la vivienda habitual, además de ampliar la información a suministrar y convertir en normativa cuestiones antes contempladas como buenas prácticas financieras.

Es importante mencionar también que el artículo 20 de la Orden EAH 2889/2011 dispone que, para que quienes demanden préstamos hipotecarios puedan disponer de la información adecuada, el Banco de España (BdE) elaborará una guía de acceso al préstamo hipotecario donde se explica el sentido de toda la información relevante (BdE, 2013). Por tanto, dicha guía hipotecaria es un nexo de unión entre la educación financiera y la normativa de transparencia, ya que proporciona el conocimiento necesario para comprender el sentido de la información suministrada en cumplimiento de la normativa de transparencia. Confluyen, en el caso de los préstamos hipotecarios, varios posibles fallos informativos que deben ser tenidos en cuenta: problemas de información imperfecta, como es el tener en cuenta todas las comisiones y gastos de la operación, para el cálculo de la TAE efectiva; problemas de riesgo moral, que pueden derivarse de la conducta de prestatarios negligentes que solicitan cantidades elevadas, sin medir su capacidad de devolución; problemas de mercados de futuros, que llevarían a inclinarse por tipos fijos o variables y con o sin cláusulas suelo, según el entorno de tipos de interés que se prevea para el futuro relevante; y finalmente, acciones de señalización, en el caso de las entidades adheridas al Código de Buenas Prácticas, que ofrecen soluciones a los deudores hipotecarios sin recursos, como la reestructuración de la deuda, alquileres sociales o dación en pago.

Como es sabido, la regulación sobre comisiones y gastos y la O.M. de mayo de 1994 y sus desarrollos posteriores contemplan el primero de los asuntos mencionados; las normas de consulta a la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permiten paliar el segundo y la información precontractual, en forma de oferta vinculante, con información específica sobre la existencia de cláusulas suelo, tiene que ver con la información sobre futuros.

---

*Desde el punto de vista jurídico, la STS sobre cláusulas suelo ha sido criticada por convertir los posibles defectos de transparencia en un criterio más de validez de las condiciones del contrato, llegando a un pronunciamiento igual para todos los sujetos, independientemente de la información suministrada al cliente concreto, que en ocasiones podrá beneficiarse de la nulidad por falta de transparencia incluso si contrató a sabiendas de lo que adquiriría (Muñoz, 2014).*

---

Sobre este asunto, la Sentencia del Tribunal Supremo (STS) del 9 de mayo de 2013, declarando la nulidad de las cláusulas suelo, ha tenido un impacto fundamental, ya que ha dado lugar posteriormente a un proceso de fuerte homogeneización de las sentencias judiciales, adoptando los tribunales una posición de extremo rigor, considerando que, en términos generales, la entidad no había desplegado nunca suficientes medios para que el cliente tuviera el suficiente “conocimiento efectivo” de lo que estaba contratando (Pérez Hereza, 2015).

Por el gran número de potenciales afectados y por la enorme repercusión social que ha tenido la STS sobre cláusulas suelo, esta ha originado un espectacular incremento de las reclamaciones presentadas por clientes bancarios ante el Servicio de Reclamaciones del Banco de España<sup>5</sup>. A dichas reclamaciones habría que añadir las presentadas

en primera instancia ante los servicios de atención al cliente de las entidades y las reclamaciones judiciales

Desde el punto de vista jurídico, la STS ha sido criticada por convertir los posibles defectos de transparencia en un criterio más de validez de las condiciones generales del contrato, llegando a un pronunciamiento igual para todos los sujetos vinculados al contrato, independientemente de la información suministrada al cliente concreto, que en ocasiones podrá beneficiarse de la nulidad por falta de transparencia, incluso cuando contrató a sabiendas de lo que adquiriría (Muñoz, 2014: 413-415).

Dicho en otros términos: la falta de verificación de la comprensión real “puede constituir un manifiesto abuso de derecho por quienes comprendiendo y consintiendo lo que contrataron, pueden beneficiarse de una declaración de abusividad en abstracto, y por ende, de la nulidad de la cláusula por “falta de transparencia”, y lo que es peor, que este “abuso de derecho” se sustente en una protección por los tribunales que nunca debió alcanzarles” (Muñoz, 2014: 414).

Otra crítica jurídica abunda en este mismo argumento al indicar que “hay un error lógico que comete el TS cuando se plantea que una cláusula

---

*Queda clara la paradoja que supone que las entidades financieras, cumpliendo con lo que el BdE exigía en la normativa sobre transparencia y protección a la clientela, proporcionaron una información que el TS estima no suficientemente transparente, por exigir, entre otras condiciones, datos que el regulador propone como posibles medidas de futuro, no estando por tanto vigentes en el momento de suscitarse la controversia.*

---

considerada abstractamente (que es lo que se contempla en una acción de casación como la

<sup>5</sup> Las reclamaciones ante BdE oscilaron entre 13.000-14.000, durante el período posterior a la crisis (2009 a 2012), para elevarse espectacularmente hasta las 34.645 en 2013 –de ellas, 18.387 de cláusulas suelo–, para luego descender levemente a 29.528 en 2014, de las cuales 15.595 corresponden a cláusulas suelo. Véanse los datos de BdE (2014 y 2015).

ejercitada) puede ser declarada nula por falta de comprensibilidad real sin atender a las circunstancias del caso concreto” (Gomá, 2015); pero añadiendo que además, al aplicar luego una lógica de compensación, el TS se inventa una nueva categoría jurídica, la de la retroactividad limitada a la fecha de la publicación de la sentencia, que se estima poco convincente, jurídica y lógicamente.

Al ser un caso de enorme relevancia y en el que confluyen diversos potenciales problemas informativos, en este apartado vamos a analizar la STS desde una perspectiva distinta, empleando el análisis económico para ver en qué medida los postulados de la Economía de la Información han sido tenidos en cuenta en dicha sentencia.

Analizada desde un punto de vista económico, la STS parece declarar la nulidad de las cláusulas suelo a partir de un doble argumento:

- En primer lugar, estarían los problemas informativos que, en ciertos supuestos, impiden a los clientes conocer las verdaderas características del préstamo hipotecario contratado, por falta de transparencia.
- En segundo lugar, estaría su carácter abusivo, relacionado con un desequilibrado reparto de riesgos, puesto que este tipo de cláusulas, según la STS “dan cobertura exclusivamente a los riesgos que para la entidad pudieran tener las oscilaciones a la baja y frustran las expectativas del consumidor de abarataamiento del crédito como consecuencia de la minoración del tipo de interés” (apartado 264 STS).

Sobre el primer asunto, las exigencias de transparencia deberían incluir tanto la claridad y sencillez en su redacción como la posibilidad de conocer su existencia y contenido, previamente a la celebración del contrato. Sin embargo, a la hora de analizar las causas de su uso y su falta de transparencia, la STS utiliza argumentos poco sostenibles desde un punto de vista económico. Por un lado, prescinde absolutamente de las razones

para su uso (citando de forma parcial y un tanto sesgada un informe del Banco de España, 2010) y, por otro, utiliza implícitamente un argumento que supone que los problemas informativos sobre mercados futuros solo afectan a los consumidores, pero no a las entidades financieras.

Respecto a las razones para el uso de cláusulas suelo, hay una llamativa falta de coincidencia entre lo que recoge la STS en su apartado 220:

“220. Además, el referido IBE, en su apartado 3.2 –Causas del uso de las acotaciones a la variación”– expone las dos razones alegadas por las entidades entrevistadas para justificar la aplicación de las cláusulas con acotaciones, sus umbrales o su activación de tipos. Indica que “[l]as entidades entrevistadas han sugerido, como motivos que justifican el papel secundario de estas acotaciones en la competencia dentro de esta área de negocio: [1] el principal interés de los prestatarios en el momento de contratar un préstamo hipotecario se centra en la cuota inicial a pagar, y por ello, como estas cláusulas se calculaban para que no implicasen cambios significativos en dichas cuotas, no llegaban a afectar de manera directa a las preocupaciones inmediatas de los prestatarios [...]”.

Y lo que dice realmente el informe citado, que empieza textualmente su apartado 3.2 afirmando “en las entrevistas con las entidades, se puso de manifiesto que la causa básica del establecimiento de las cláusulas que establecen limitaciones al descenso de tipos de interés... es mantener un rendimiento mínimo de esos activos<sup>6</sup> (de los préstamos hipotecarios) que permita a las entidades resarcirse de los costes de producción y mantenimiento de estas financiaciones” (BdE, 2010: 19).

A continuación, el informe BdE especifica que los costes a cubrir son el coste variable del dinero captado (fundamentalmente, recursos minoristas de depósitos a la vista y a plazo) y los costes fijos de los gastos de estructura de mantener su

<sup>6</sup> El subrayado es nuestro.

política crediticia (costes de estudio, concesión, seguimiento y recuperación del crédito). Según la lógica económica, el suelo del crédito debería cubrir los costes fijos de estructura y el diferencial sobre euríbor, los costes variables. También cita el informe BdE que esta estrategia no es la única para recuperar los costes mínimos, sino que está también la práctica generalizada de la venta cruzada de productos (que se utilizan normalmente para reducir el diferencial de quienes lo contratan).

Solo al final de este apartado del informe BdE y refiriéndose precisamente a las razones que justifican que las cláusulas suelo no hayan sido un elemento esencial en las condiciones de competencia del mercado hipotecario, (BdE, 2010: 20) –conviene recordar que, según los datos del BdE, la parte mayoritaria de la cartera de préstamos hipotecarios, el 70% no tenía cláusulas suelo, que solo afectaban al 30% restante–, cita el informe BdE dos argumentos, siendo el primero de ellos el reproducido en el apartado 220 de la STS.

Aunque dicha STS menciona dos razones, omite curiosamente la segunda, que en opinión del BdE, radica en que “la regulación española no destaca el riesgo de tipo de interés, o mejor, la incertidumbre sobre la variabilidad de los tipos, como un elemento esencial de la información precontractual”.

Los argumentos de la STS para declarar que las cláusulas suelo no son transparentes, están contenidos en el apartado 225 de la STS;

“225. En definitiva, las cláusulas analizadas, no son transparentes ya que:

- a) Falta información suficientemente clara de que se trata de un elemento definitorio del objeto principal del contrato.
- b) Se insertan de forma conjunta con las cláusulas techo y como aparente contraprestación de las mismas.
- c) No existen simulaciones de escenarios diversos relacionados con el comporta-

miento razonablemente previsible del tipo de interés en el momento de contratar.

- d) No hay información previa clara y comprensible sobre el coste comparativo con otras modalidades de préstamo de la propia entidad –caso de existir– o advertencia de que al concreto perfil de cliente no se le ofertan las mismas.
- e) En el caso de las utilizadas por el BBVA, se ubican entre una abrumadora cantidad de datos entre los que quedan enmascaradas y que diluyen la atención del consumidor”.

Puede apreciarse que dos de dichos argumentos (letras c y d) supone exigir, con carácter retroactivo, medidas que el informe BdE propone para ampliar los contenidos que deban ser objeto de información previa a la clientela (Banco de España, 2013: 24).

Queda clara la paradoja que supone que las entidades financieras, cumpliendo con lo que el regulador específico (BdE) exigía en la normativa vigente sobre transparencia y protección a la clientela, proporcionaron una información que el STS estima como no suficientemente transparente, por exigir, entre otras condiciones, datos que el regulador propone como posibles medidas de futuro, no estando por tanto vigentes en el momento de suscitarse la controversia. También es llamativo que la STS incorpore como argumentos de su fallo una parte de las conclusiones del informe BdE, precisamente las propuestas sobre mejoras futuras en la información, pero no comente siquiera una parte anterior de dichas conclusiones, en las que el regulador financiero concluye que “las obligaciones de información al cliente que la normativa vigente impone a las entidades de crédito que incorporan estas cláusulas a sus contratos de normalización y, en particular, la advertencia notarial sobre su contenido, pueden considerarse garantía adecuada para que el cliente pueda conocer con suficiente precisión el alcance de este elemento del coste financiero que asume” (Banco de España, 2010: 23).

No comparte esta opinión la STS, que si bien, con carácter general, admite que:

“202. Coincidimos con la sentencia recurrida en que la detallada regulación del proceso de concesión de préstamos hipotecarios a los consumidores contenida en la OM de 5 de mayo de 1994, garantiza razonablemente la observancia de los requisitos exigidos por la LCGC para la incorporación de las cláusulas de determinación de los intereses y sus oscilaciones en función de las variaciones del Euribor.”

Añade posteriormente que:

“223. Lo expuesto lleva a concluir que las cláusulas analizadas superan el control de transparencia a efectos de su inclusión como condición general en los contratos, pero no el de claridad exigible en las cláusulas –generales o particulares– de los suscritos con consumidores”.

En definitiva, tras la STS nos encontramos con que las entidades financieras deberán proporcionar no solo toda la información que exige la normativa de transparencia y protección a la clientela (lo contrario sería sancionable, aplicando la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito), sino también todos aquellos otros datos o informaciones que aseguren que la información sea suficientemente clara para un consumidor. ¿Cuáles son o deben ser dichos datos complementarios? La STS nada dice en este sentido y el problema que se plantea es el de que la normativa de transparencia del regulador especializado no es bastante, para dar información suficientemente clara a los clientes. Añadir más información, para precaverse en este caso, puede conducir a que los tribunales entiendan de nuevo que se está proporcionando “una abrumadora cantidad de datos entre los que quedan enmascaradas” las informaciones esenciales (que no se sabe con certeza cuáles son).

Precisar lo que se entiende por “el control de comprensibilidad real de su importancia en el desarrollo razonable del contrato” (STS, apartado 215)

supone tanto conocer su funcionamiento, en el momento del contrato, como poder asignar una probabilidad de ocurrencia a las distintas situaciones de los mercados de futuros

Sobre el segundo argumento de la STS, el posible carácter abusivo de las cláusulas suelo y el reparto desequilibrado de riesgos, se trata, en esencia de conocer si en el momento en que se suscribió el contrato existía un desequilibrio de derechos y obligaciones entre las dos partes contratantes. De acuerdo con la Economía de la Información, el problema aquí es si existe una asimetría informativa que hace que una de las partes conozca el estado futuro de los mercados, por tener mejor información que la otra. Para el TS, dicha asimetría informativa sobre mercados futuros existe y de ahí su conclusión de que las cláusulas suelo “dan cobertura exclusivamente a los riesgos que para la entidad crediticia pudieran tener las oscilaciones a la baja y frustran las expectativas del consumidor de abaratamiento del crédito, como consecuencia de la minoración del tipo de interés pactado como “variable”. Al entrar en juego una cláusula suelo previsible para el empresario<sup>7</sup>, convierte el tipo nominalmente variable al alza y a la baja, en fijo variable exclusivamente al alza” (apartado 235 de la STS).

Sin negar que puede existir cierta asimetría informativa, compartir este razonamiento sobre un reparto desigual de riesgos supone admitir, por un lado, que las entidades financieras eran capaces de prever, en el año de firma de los créditos hipotecarios con cláusulas suelo objeto del litigio, procedentes de los años 2005 a 2008, que en 2009 iba a iniciarse una profunda crisis económica y que, como consecuencia de ella, el Banco Central Europeo (BCE) iba adoptar medidas expansivas, consistentes en inyectar liquidez y disminuir los tipos de referencia, lo cual parece exigir un muy alto grado de predicción. Entre otras cosas, es difícil suponer este conocimiento para las entidades cuando los bancos centrales, en su función de reguladores y supervisores financieros, no pudieron prever la amplitud de la crisis ni evitar

<sup>7</sup> El subrayado es nuestro.

sus tremendos efectos sobre la solvencia del sistema financiero en su conjunto.

Siguiendo con el razonamiento del TS, “para decidir sobre el carácter abusivo de una determi-

*Argumentar que existía un reparto desigual de riesgos supone admitir que las entidades financieras eran capaces de prever, en el año de firma de los créditos hipotecarios con cláusulas suelo, que años después, en 2009, iba a iniciarse una crisis económica y que el BCE iba a adoptar medidas expansivas de liquidez hasta reducir al mínimo los tipos de interés, todo lo cual parece exigir un muy alto grado de predicción.*

nada cláusula impuesta en un concreto contrato, el juez debe *tener en cuenta todas las circuns-*

*tancias concurrentes en la fecha en la que el contrato se suscribió, incluyendo, claro está, la evolución previsible de las circunstancias” (STS, apartado 237).*

Pues bien, si tomamos los datos del pasado, como guía para la evolución previsible en el futuro, los datos del cuadro 1 nos dicen que una serie larga de tipos de interés de préstamos hipotecarios que mirara hacia el pasado, desde 2008, concluiría que era más probable que se activaran las cláusulas techo pactadas en los préstamos hipotecarios (fijadas en el 12%, mayoritariamente, aunque también las hay del 10% y 15%) que las cláusulas suelo (que oscilaban entre el 2,50%-2,75%).

Por otro lado, supone admitir erróneamente que los únicos costes de la política crediticia son los costes variables de remuneración de los pasivos, por parte de las entidades, además de igno-

Cuadro 1

**Tipos de referencia del mercado hipotecario, 1993-2013**

(En porcentaje)

Año	Tipo medio préstamos hipotecarios vivienda libre (conjunto de entidades)	Euríbor 1 año
1993	15,440	
1994	11,351	
1995	10,428	
1996	10,810	
1997	7,867	
1998	6,115	
1999	5,131	3,213
2000	5,040	3,885
2001	6,390	4,692
2002	4,737	3,312
2003	4,252	2,734
2004	3,475	2,275
2005	3,334	2,343
2006	3,591	2,855
2007	4,811	4,030
2008	5,611	4,733
2009	4,983	3,025
2010	2,810	1,251
2011	2,918	1,504
2012	3,716	1,937
2013	3,216	0,543

Fuente: Banco de España.

rar también el tratamiento de este punto en el informe del BdE de 2010, tan citado por otra parte a lo largo de la STS.

Aun admitiendo un muy improbable perfecto conocimiento del futuro por parte de las entidades financieras, no existiría un desequilibrio importante de los riesgos si consideramos que los costes fijos de la política crediticia deben ser cubiertos en todo caso y que esta es la función principal de los suelos hipotecarios. Que la cobertura de dichos costes fijos es un problema lo señala el informe BdE, al mencionar que la fijación de suelos se refuerza en 2009 "por la reducción del negocio, con lo que ello implica de mayores costes unitarios por unidad de producto, por el mayor peso relativo de los costes fijos de mantener la misma estructura" (Banco de España, 2010: 19).

En definitiva, en el terreno de la argumentación económica, la STS parece compartir, en buena medida, la popular y extendida opinión de que "lo justo" en materia de créditos hipotecarios sería que los bancos cobraran un interés que vendría dado por el euríbor, más un pequeño diferencial<sup>8</sup>. Esta opinión incluye un juicio negativo sobre las cláusulas suelo, dado que impiden, injustamente, beneficiarse de las bajadas del euríbor, a partir de cierto límite. Implícitamente, esta opinión supone que el único coste de la política crediticia es el coste variable de remuneración del pasivo y que el euríbor es la media adecuada de dicho coste.

Sin embargo, esta idea es errónea al menos por tres motivos; no tiene en consideración, como hemos señalado ya, el coste fijo de la política crediticia; no tiene en cuenta el riesgo de liquidez; y no considera las alternativas de inversión a plazo similar para la banca y, en consecuencia, su coste de oportunidad. Veamos sucesivamente cada uno de estos aspectos.

Como hemos comentado anteriormente, respecto a los costes fijos, previamente a la conce-

sión de los préstamos hipotecarios, una entidad financiera debe disponer de unos servicios de admisión y seguimiento del riesgo de crédito, para estudiar las peticiones, decidir de modo informado y seguir la marcha de la cartera de créditos pendiente de devolución. Todo ello significa unos costes fijos, por el importe del coste del personal, equipos informáticos y bases de datos necesarias para gestionar las solicitudes de nuevos préstamos hipotecarios y el estado de pago de los vigentes.

---

*Suponer que el único coste del crédito es el coste variable del pasivo es erróneo al menos por tres motivos: no tiene en consideración los costes fijos de la política crediticia, no tiene en cuenta el riesgo de liquidez y no considera las alternativas de inversión a plazo similar para la banca y, en consecuencia, su coste de oportunidad.*

---

Por lo que atañe al riesgo de liquidez, el plazo de concesión de los préstamos hipotecarios es elevado (podemos tomar 20-30 años, como supuesto más representativo en nuestro país) y presenta importantes asimetrías temporales respecto a los fondos que pueden tomarse prestados en el mercado interbancario, al euríbor, que normalmente se contratan a plazos mucho más cortos. Aparece, por tanto, un importante riesgo de liquidez, derivado, por un lado de que los vencimientos de los préstamos no sirven para hacer frente a los vencimientos del interbancario y no puede asegurarse en modo alguno que, para plazos tan prolongados, no aparezcan crisis de liquidez, en las que puede "secarse" el mercado interbancario o reducirse de modo significativo la oferta de fondos prestables, con el consiguiente aumento del euríbor. Cubrir el coste del correspondiente riesgo de liquidez supone un cierto encarecimiento de los préstamos hipotecarios.

Finalmente, el principal argumento que se olvida es que los préstamos hipotecarios tienen

<sup>8</sup> Decimos pequeño diferencial porque, al no declarar nulo el contrato, sino solamente una parte del mismo, como es la cláusula suelo, se prescinde del hecho de que, en este tipo de contratos, el menor diferencial sobre euríbor está relacionado con la existencia de cláusula suelo, que actúa como elemento que protege los costes fijos de la política crediticia, como luego veremos.

un coste de oportunidad, que debemos evaluar, comparándolos con la rentabilidad de la alternativa más segura y sin riesgo, para inversiones de plazo similar. A nuestro juicio, este argumento del coste de oportunidad sería el principal motivo para apreciar si hay o no una desviación significativa, en términos de reparto equilibrado de riesgos

En este caso, los bonos del Estado a veinte años son la alternativa comparable. Por lo tanto, el punto de partida para fijar el interés de los préstamos hipotecarios debería ser el de los bonos del Estado de plazo equivalente, 20-30 años, en este caso. Pero como estos últimos tienen también otras ventajas regulatorias, el diferencial debe ser más amplio, para tenerlas en cuenta.

Entre dichas ventajas está, en primer lugar, el menor coste de uso de capital que supone prestar al Tesoro Público, por la ponderación del 0% que se aplica a la deuda soberana de países de la Unión Europea, a efectos de calcular los activos ponderados por riesgo (APR). Aplicando luego sobre los APR el coeficiente de solvencia, se obtiene el capital regulatorio exigido a las entidades financieras.

Frente a esto, las hipotecas tienen una ponderación que va desde un mínimo del 35% (hipotecas residenciales a particulares con un *loan to value* inferior al 80%), pasando por el 50%, hasta un máximo del 100% (hipotecas comerciales).

Designando por  $M$  al importe prestado,  $k$  al coste de los fondos prestables,  $r$  al rendimiento que pedimos a esa inversión (en nuestro caso, el préstamo hipotecario)  $p$ , a la ponderación de los préstamos hipotecarios, a efectos de calcular los APR y  $S$  al coeficiente de solvencia que debe mantener la entidad, entonces el rendimiento mínimo de la inversión en préstamos hipotecarios, para no dañar la solvencia, vendría dado por la expresión.

$$M (r-k) / M.p > S^{\circ} \quad [1]$$

$$r-k > p.S^{\circ} \quad [2]$$

En el numerador de la expresión [1] está el beneficio –margen neto de intereses– generado

por la inversión, puesto en relación con los activos ponderados por riesgo, que debe ser igual al menos al coeficiente de solvencia exigido, para no dañar la solvencia de la entidad.

Suponiendo  $k=0,02$ ,  $p=0,5$  y  $S=0,08$ , entonces el valor mínimo de  $r$  sería 0,06, lo cual significa unas hipotecas al 6%. En el caso más favorable de que  $k=0,01$ ,  $p=0,35$  y  $S=0,08$ , el valor mínimo de  $r$  pasaría a ser 0,038, es decir, unas hipotecas a casi el cuatro por ciento.

Además, hay que mencionar que los bonos se supone que son un activo completamente seguro, protegido frente al riesgo de impago, mientras que las hipotecas tienen un riesgo de crédito que viene dado por la morosidad esperada en este tipo de operaciones, lo cual hace que la rentabilidad en la práctica de esta inversión no viene dada por  $M (r-k)$ , sino por  $M (r.n-k)$ , que nos mide la contribución al margen de intereses de la cartera hipotecaria no dudosa. Denotando por  $\underline{m}$  a la tasa de mora (en tanto por uno)  $\underline{n} = (1-m)$ .

$$M (r.n - k) / M.p > S^{\circ} \quad [3]$$

Si la morosidad fuese solo del 3%, entonces  $n=0,97$ .

Finalmente, hay que comentar que  $M (r-k) - M (r.n - k)$  representa el margen neto de intereses bruto de impuestos, es decir, sin considerar que puede estar sujeto al pago del impuesto de sociedades, en cuyo caso, si designamos  $t$  al tipo de gravamen efectivo del impuesto de sociedades aplicable a la entidad financiera, la anterior expresión  $M (r.n - k)$  debe ser sustituida por  $[M (r.n - k)] (1-t)$

$$[M (r.n - k)] (1-t) / M.p > S^{\circ} \quad [4]$$

Con un tipo efectivo del impuesto de sociedades a las entidades financieras del 10% ( $t=0,1$ ),  $n=0,97$ ,  $k=0,01$ ,  $p=0,35$  y  $S^{\circ}=0,08$ , entonces el tipo mínimo de los préstamos hipotecarios, necesario para mantener el coeficiente de solvencia sería  $r=0,0423$ .

Finalmente, tanto en la STS como en las posteriores decisiones judiciales, se observa una cierta confusión entre la información que las entidades financieras deben proporcionar a sus clientes, para asegurar una adecuada transparencia informativa –que sería la condición necesaria para acercarnos al requisito de información perfecta– y el uso efectivo y responsable de la misma por parte de los consumidores, que asegura el cumplimiento de la condición suficiente. Como advierten las experiencias sobre Educación Financiera “en sí misma, la información no mejora necesariamente el proceso de toma de decisiones, es la capacidad de evaluar y usar dicha información lo que determina un proceso competente de toma de decisiones financieras” (Lewis y Messy, 2012: 25). Sin embargo, analizando el caso español, a raíz de la STS de mayo de 2013, se constata que “los tribunales se han visto abocados a elevar el control de transparencia hasta extremos, a mi juicio, insólitos, olvidando que, aun tratándose de contratos con consumidores todo error para que produzca consecuencias jurídicas debe ser excusable. Y es dudoso que merezca protección quien no ha llegado a un conocimiento efectivo de las consecuencias jurídicas de su contrato, pese a haber tenido a su disposición toda la información exigida por la normativa de transparencia y a un notario en el momento del otorgamiento, para que pueda aclararle todas las dudas sobre el alcance de lo que firma” (Pérez Hereza, 2015).

## Conclusiones

El requisito de información perfecta es una condición para el funcionamiento eficiente de los mercados. Sin embargo, más allá de bienes simples, de características sencillas, es difícil que este requisito se cumpla en los mercados reales. Considerado el caso de los mercados financieros, su complejidad y la continua aparición de nuevos productos y servicios financieros hacen difícil aceptar que el requisito de información perfecta se cumpla en ellos de modo natural. Son necesarias, por tanto, medidas correctoras de diverso tipo, para paliar este problema.

La Economía de la Información nos proporciona una clasificación útil de los problemas informativos

a los que nos enfrentamos y que deben ser objeto de corrección. En esencia, los problemas informativos son de dos tipos; unos se derivan de diversos tipos de asimetrías informativas y deberían ser objeto de corrección, para que oferentes y demandantes adopten sus decisiones disponiendo, en la medida de lo posible, del mismo nivel de información. Otros, en cambio, se originan por deficiencias en la información sobre mercados futuros y aquí la respuesta debe ser matizada, porque asignar probabilidades al estado de las variables en el futuro es una difícil tarea, especialmente en momentos en los que se produce un cambio en las condiciones generales del mercado, como ha ocurrido tras la crisis financiera iniciada en septiembre de 2008.

Aplicado al caso del mercado hipotecario, la normativa de transparencia e información al consumidor debe proporcionar a este información lo más completa posible sobre las características del producto contratado, evitando que las asimetrías informativas le induzcan a adquirir un préstamo cuyas características esenciales no comprende. Dentro de dichas características esenciales está, sin duda, tanto la modalidad de préstamo contratada (a tipo fijo o variable; TAE efectiva, teniendo en cuenta todas las comisiones y gastos aplicables) como si, en el caso de préstamos a tipo variable, hay establecidos techos y/o suelos a la evolución del tipo de interés. Cuestión distinta a la anterior es la probabilidad de que en un futuro que abarca varias décadas, pueda estimarse razonablemente la probabilidad de que sean operativos los techos o suelos establecidos.

Analizada la regulación sobre este tema en España, parece que esta es suficiente para asegurar que los consumidores puedan conocer las características esenciales del producto contratado y en concreto, la existencia de cláusulas suelo; la normativa de transparencia obliga a incluir esta información en la oferta vinculante, de la que el consumidor debe disponer al menos tres días antes de la fecha de firma de la escritura del préstamo, a lo que hay que añadir la advertencia expresa del notario sobre el particular y que dicha cláusula suelo debe figurar de modo destacado en la propia escritura. Con esta información, un

consumidor medianamente diligente debería estar informado de dicha cláusula

Un problema informativo de distinta naturaleza es conocer la probabilidad de que las cláusulas suelo o techo, pactadas en operaciones de préstamo a veinticinco, treinta o más años, puedan llegar a ser activadas. Cuando las circunstancias del mercado sufren alteraciones profundas, como las registradas a partir de 2008, el problema de conocimiento de los mercados futuros se hace mucho mayor.

En la STS de mayo de 2013, que declaró la nulidad de diversos contratos de préstamo hipotecario con cláusulas suelo, se utilizan en escasa medida las herramientas de la Economía de la Información y otra información económica relevante y cuando lo hace, –circunscribiéndose al informe del BdE al Senado sobre esta materia–, lo hace de forma notoriamente parcial e incurriendo en diversas inexactitudes.

El problema de fondo que plantea dicha Sentencia es que, en buena medida, deja sin valor la normativa sobre transparencia y protección al consumidor, de modo que nos encontramos que las entidades que cumplan dichos requisitos no tienen garantía de haber proporcionado información suficiente, a juicio de los tribunales.

Un importante elemento olvidado en la STS es el principio de responsabilidad personal del inversor, para analizar y utilizar de modo efectivo la información de transparencia recibida, antes de adoptar de modo responsable decisiones financieras relevantes. La información más completa posible no surte efecto, si no es utilizada y tenida en cuenta.

Finalmente, se olvida también el concepto de coste de oportunidad y el hecho de que, para mantener el nivel de solvencia de la entidad, hay una referencia que debería tenerse en cuenta, partiendo de inversiones equivalentes seguras y a largo plazo, para determinar el rendimiento mínimo a exigir en este tipo de préstamos

## Referencias

- ADICAE (2013), Nivel de Educación Financiera de la Población Española, Australia y New Zealand Banking Group (ANZ), *ANZ Survey of Adult Financial Literacy in Australia*, ANZ Social Research Centre, mayo.
- BANCO DE ESPAÑA (2010), *Informe del Banco de España sobre determinadas cláusulas presentes en los préstamos hipotecarios*, BOCC – Senado, 7 de mayo: 12-26.
- (2013), *Guía de acceso al préstamo hipotecario*.
- (2014), *Memoria de Reclamaciones 2013*.
- (2015), *Memoria de Reclamaciones 2014*.
- COLINO, J., y J. GONZÁLEZ (Dir.) (2014), *Las Cajas de ahorros y la prevención del tratamiento de la crisis de las entidades de crédito*, Ed. Comares, Granada.
- CONSUMER FINANCIAL PROTECTION BUREAU (CFPB) (2013), *Financial Literacy Annual Report*.
- GOMÁ, I. (2015), *Cláusulas suelo, o lo que mal empieza, mal acaba*, Blog ¿Hay Derecho? (entrada del 11 de noviembre de 2015).
- GRIFFONY, A., y F. MESSY (2012), "Current Status of National Strategies for Financial Education: A comparative Analysis and Relevant Practices", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, Nº 16, OECD Publishing, disponible en <http://dx.doi.org/10.1787/5k9bcwct7xmn-en>
- GROSSMAN, S., y J. STIGLITZ (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, LXX (3): 393-408.
- HIRSCHLEIFER, J. (1973), "Where Are We in the Theory of Information", *American Economic Review*, LXIII (2): 31-39.
- INTERNATIONAL NETWORK ON FINANCIAL EDUCATION – INFE (2009), *Financial Education and the Crisis. Policy Paper and Guidance*.
- LEWIS, S., y A. MESSY (2012), "Financial Education, Savings and Investments", *OECD Working*

*Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n.º 22.

MUÑOZ, C. (2014), "Responsabilidad por la incorrecta comercialización de instrumentos financieros. Afectación de la declaración de cláusula abusiva en la comercialización de operaciones bancarias", en COLINO y GONZÁLEZ (Dir.), op. cit: 405-418.

OECD/INFE (2012), *High – Level Principles on National Strategies for Financial Education*.

PÉREZ HEREZA, J. (2015), "Repaso a la jurisprudencia sobre cláusulas suelo: una visión crítica", *El Notario*, n.º 59, enero-febrero.

## La regulación de las tenencias de bonos soberanos de las entidades financieras: efectos deseados y daños colaterales

Víctor Echevarría Icaza y Francisco Valero\*

**La importante presencia de deuda pública en los balances bancarios de varios países europeos, entre ellos el nuestro, viene avivando de forma recurrente el debate sobre el tratamiento regulatorio a dichas tenencias de deuda pública de los bancos. Su inclusión en los activos ponderados por riesgo, en la ratio de apalancamiento o en el límite a grandes exposiciones que se barajan son, hoy, algunas de las alternativas a debate. La disminución de las tenencias de bonos soberanos podría reducir el nexo banco-soberano y liberar recursos para prestar al sector privado. Sin embargo, una penalización a estas tenencias reduciría la capacidad de las entidades financieras de estabilizar los mercados de deuda soberana y podría exacerbar la fragmentación financiera en caso de estrés en la UEM. Toda vez que la introducción de las *outright monetary transactions* (OMT) permite al Banco Central Europeo actuar como prestamista de última instancia a los soberanos de la eurozona, nuevas medidas que profundicen en la unión bancaria podrían ser más importantes para evitar que el estrés bancario sea trasladado al propio soberano.**

Desde el advenimiento de la crisis financiera global, la regulación financiera ha sufrido modificaciones importantes que afectan a buena parte de la actividad bancaria. En dicho contexto, un elemento que no ha sufrido modificaciones, pero que permanentemente aparece como objeto de debate es el trato regulatorio de las tenencias de bonos soberanos en la ratio de solvencia de las entidades financieras. El renovado interés en los efectos de la regulación de las tenencias de deuda soberana se deriva del fuerte aumento que se ha

producido en dichas tenencias de deuda pública, tanto en relación al saldo vivo de la deuda como en comparación con el total de activos de los bancos. Los efectos colaterales de este aumento, tanto en lo que se refiere a la asignación eficiente de recursos por parte de las entidades como a los derivados del aumento del nexo soberano-bancario han provocado este interés.

Hasta la fecha y en la práctica, el marco regulatorio permite que la deuda soberana en moneda

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

local emitida por países de la UE no compute en los activos ponderados por riesgo de las entidades financieras. Sin embargo, el estrés que padecieron algunos países durante la crisis del euro cambió la percepción de partida de que los soberanos de países avanzados podían considerarse activos libres de riesgo.

El artículo analiza las distintas propuestas de regulación de las tenencias de bonos soberanos hoy sobre la mesa y sus efectos potenciales. En particular, destaca que esta regulación podría tener efectos contraproducentes si no viene acompañada de otros elementos que doten a la unión monetaria de mejores instrumentos para gestionar crisis, ya sean de origen bancario o soberano.

En la primera sección se analiza el marco regulador actual y las propuestas recientes de reforma. En la siguiente se consideran los efectos que dicha regulación podrían tener sobre la actividad de los bancos y el funcionamiento de la unión monetaria. El artículo finaliza con un breve apartado de conclusiones.

## El marco regulador

La relación entre las carteras de deuda pública y el negocio de las entidades bancarias apunta hacia la regulación bancaria en general y, particularmente, a la contable, en la medida en que dicha deuda, al cotizar regularmente en un mercado organizado, estará sometida a los vaivenes de la oferta y la demanda, que pueden estar provocados o no por los tipos de interés.

Por otro lado, para que estos movimientos sean importantes, no necesariamente deben de estar asociados a una crisis económica o a una crisis bancaria. En España, y otros países europeos, puede tomarse como referencia histórica la crisis de los mercados de bonos de 1994, que provocó ventas masivas de bonos en los mercados euro-

peos, elevando significativamente sus tasas de rendimiento y causando minusvalías importantes a las entidades.

---

*Una de las medidas propuestas por la CE es la ponderación de los riesgos soberanos según su calificación crediticia. El mayor consumo de recursos propios que ello implicaría podría, sin embargo, verse limitado asignando una ponderación del 0% a las exposiciones frente a las administraciones y bancos centrales de los Estados miembros denominados en moneda nacional, tal como se deduce de la CRR.*

---

Entre las soluciones que se adoptaron en aquella época destaca la incorporación de un tipo de cartera inmune a estos vaivenes, la cartera de inversión a vencimiento, pero sujeta a importantes restricciones en relación con su financiación<sup>1</sup>.

Más recientemente, en el marco de la crisis iniciado en 2008, la relación comentada se enmarca en un nivel más amplio, afectando a los riesgos soberanos y bancarios de una forma global, que puede expresarse a través del círculo vicioso que aparece en el gráfico 1.

Precisamente, para romper este círculo es por lo que se puso en marcha la unión bancaria, proceso que no está, en estos momentos, completado, pero que ya ha avanzado lo suficiente para conocer sus posibilidades y limitaciones.

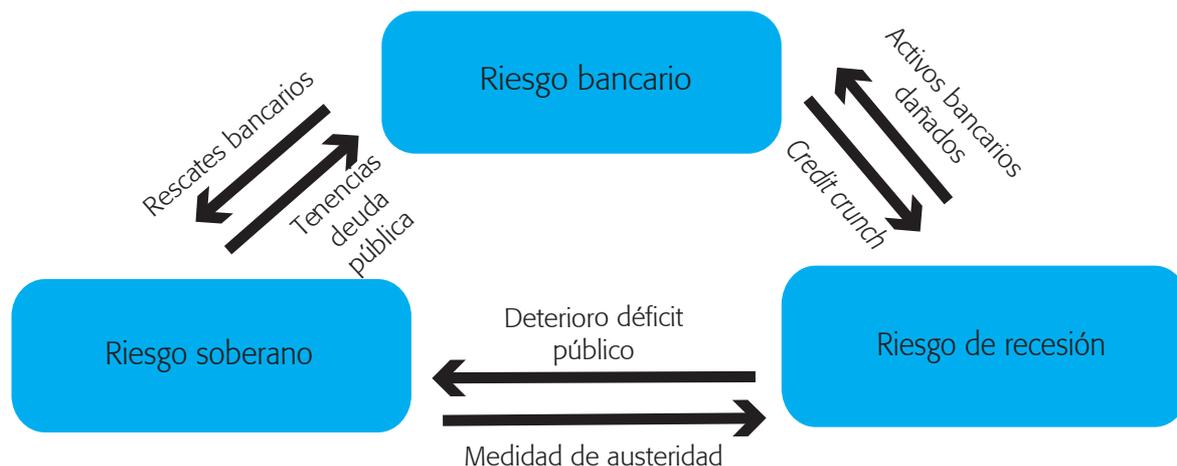
Lo que tienen en común ambos episodios señalados, 1994 y la crisis actual, es que han hecho emerger riesgos de las carteras de deuda para las entidades bancarias muy superiores a los previstos, que, además, pueden tener implicaciones importantes para la economía real, dificultando o encareciendo la financiación de empresas y hogares.

No puede extrañar, entonces, que se propongan soluciones que pasan por reducir esos ries-

<sup>1</sup> Véase la Circular 6/1994, de 26 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito, modificando la Circular 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros.

Gráfico 1

## Las tres piezas del círculo vicioso en la crisis actual



Fuente: Afi.

gos, a ser posible de una forma preventiva. Esto es lo que ha propuesto la Comisión Europea (CE) en su documento COM(2015) 587<sup>2</sup>, que acompañó a su propuesta de completar la unión bancaria mediante un fondo de garantía de depósitos europeo, COM(2015) 586, cuya ausencia ha sido señalada en diversos ámbitos, si lo que se pretende es desvincular lo más posible los riesgos bancarios de los soberanos.

Entre las medidas de reducción de riesgos que propuso la CE en el documento anterior, destacan las que afectan a la solvencia de las entidades al menos en una de estas dos dimensiones:

- Tratamiento (ponderación) de los riesgos soberanos.
- Límites a dichos riesgos.

Como la CE reconoce, las iniciativas que puedan emerger lo harán primero en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), desde el

cual pasarán seguidamente a la normativa europea. En todo caso, resulta relevante analizar la situación actual.

### La ponderación de la deuda

Dado que Basilea III no modificó, en lo sustancial, el tratamiento de los diferentes tipos de riesgo de crédito, tenemos que remontarnos a Basilea II para ver cómo estos riesgos ponderan, en principio, según su nivel de calificación crediticia o *rating*<sup>3</sup>, independientemente de que se haya puesto en marcha un proceso que puede reducir el peso de esas calificaciones en la normativa bancaria. Por simplicidad, nos limitamos al método estándar. Por ser más reciente, y también más general, recogemos aquí la versión del Reglamento 575/2013 (CRR o *Capital requirements regulation*).

Si esta forma de proceder se respetase, el deterioro suficiente de la calidad crediticia de un riesgo soberano implicaría un mayor consumo

<sup>2</sup> *Hacia la culminación de la unión bancaria.*

<sup>3</sup> La correspondencia, o mapeo, entre los niveles de calificación crediticia y las calificaciones concretas de cada agencia está pendiente de culminar su proceso de aprobación. El último documento disponible es <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1269185/Final+Draft+ITS+on+ECAIs%27%20Mapping.pdf>

Cuadro 1

**Calidad crediticia y ponderación**

Nivel de calidad crediticia	1	2	3	4	5	6
Ponderación (%)	0	20	50	100	100	150

Fuente: Reglamento 575/2013.

de recursos propios por parte de la entidad inversora, aunque no hay que olvidar que Basilea II ya contemplaba, como opción nacional, la aplicación de una ponderación más baja cuando se trata de riesgos denominados en la moneda nacional y financiados en esa moneda. Si se hace uso de esta discrecionalidad, otras autoridades nacionales podrían permitir a sus bancos aplicar la misma ponderación a sus posiciones en moneda nacional frente a dicho soberano financiadas en esa misma moneda. Ambos elementos siguen presentes actualmente en la CRR.

*El marco regulador actual permitiría incorporar algún tipo de penalización o límite a la inversión en deuda pública cuando dicha inversión alcance niveles considerados excesivos, no tanto en términos absolutos como en relación al tamaño de las entidades.*

Sin embargo, en la UE la situación se ve dominada por el principio de igualdad de trato de los diferentes Estados miembros, de forma que el art. 114.4 de la CRR asigna una ponderación del 0% a las exposiciones frente a las administraciones centrales y bancos centrales de dichos Estados denominados y financiados en la moneda nacional correspondiente.

Este tratamiento podría modificarse mediante los oportunos cambios normativos, que cabe esperar tengan la oposición de los Estados que se consideren más perjudicados, en la que puede influir el peso de la inversión nacional en su deuda, ya

que, cuanto mayor sea, menos dependiente será de la inversión extranjera. En todo caso, en estos momentos, no se ha formulado públicamente ningún proyecto concreto en esta dirección.

**Límites a la inversión en deuda**

Otra posible alternativa es imponer límites a la posesión de deuda por los bancos. Dejando de lado otras posibles formulaciones<sup>4</sup>, dentro del esquema de Basilea III, en estos momentos hay dos líneas de actuación.

La primera –una de las novedades de Basilea III– es el coeficiente de apalancamiento<sup>5</sup>, que, en síntesis, es similar al coeficiente de solvencia, pero sin aplicar los coeficientes de ponderación y cuyo numerador está previsto que sea el capital de nivel 1.

Resulta evidente que el coeficiente de apalancamiento afectaría más a los riesgos que ponderan al 0%, como la deuda señalada, tanto más cuanto más exigente sea su nivel, para el que en estos momentos se prevé un 3%, pero que está pendiente de un calibrado final.

La ratio de apalancamiento no se maneja mucho en el tema que nos ocupa, no solo porque su diseño no está completo, sino también porque, inicialmente, forma parte del Pilar II de Basilea, estando previsto que se incorpore al Pilar I el 1 de enero de 2018, lo que implica que todos sus detalles deberían decidirse en el año 2017, como muy tarde.

La segunda línea pasa por tratar de aplicar a la deuda los límites a las grandes exposiciones, que

<sup>4</sup> En la normativa bancaria de la UE tenemos el ejemplo de los límites a las participaciones industriales cualificadas, reguladas actualmente en CRR, arts. 89 y 91.

<sup>5</sup> Véase Basilea III: *Marco del coeficiente de apalancamiento y sus requisitos de divulgación*, enero de 2014.

no forman parte del Acuerdo de Capital de Basilea, pero cuyo origen también se sitúa en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y actualmente se encuentran incorporados en la CRR. La gran exposición se da cuando su valor respecto de un cliente o un grupo de clientes vinculados entre sí iguala o supera el 10% del capital computable de una entidad (art. 392 de la CRR). En principio, ninguna gran exposición puede exceder del 25% de dicho capital, aunque también es posible que la autoridad competente fije un límite absoluto de 150 millones de euros, o incluso un importe inferior (art. 395 de la CRR).

De estas limitaciones están exentas, entre otras exposiciones, los créditos frente a las administraciones públicas que reciban una ponderación del 0% a efectos del riesgo de crédito (art. 400.1a de la CRR).

La aplicación de límites a grandes riesgos a una Administración Pública, especialmente si se trata de un Estado, debe tener muy en cuenta que, a través de empresas u otros organismos públicos, puede vincular a muchos riesgos entre sí, sin que realmente tengan que seguir una unidad de decisión. Esta circunstancia está expresamente contemplada en la normativa, art. 4.1 39) de la CRR. En este sentido, la deuda pública podría considerarse un "cliente" diferenciado de otros riesgos frente al Estado en cuestión sobre la base de su vinculación a los avatares del mercado.

---

*Si la ponderación de los bonos soberanos se vincula a su calificación crediticia, el impacto del coste de capital se añadiría a la ya escasa rentabilidad que este tipo de activos presentan en la actualidad, de modo que su rentabilidad ajustada por riesgo sería menor que la que ofrecen los préstamos corporativos.*

---

En definitiva, creemos que es posible incorporar, dentro del marco de Basilea III/CRD (*Capital requirements directive*) IV-CRR, algún tipo de penalización o límite a la inversión en deuda

pública por parte de los bancos, al menos en los casos en que esta inversión alcance niveles que se consideren excesivos, no tanto en términos absolutos como en relación con el tamaño de las entidades.

## Efectos de una penalización a las tenencias de bonos soberanos

La introducción de algún tipo de penalización a las tenencias de deuda soberana de las entidades financieras tendría efectos sobre la asignación de recursos de las entidades y el nexo entre bancos y soberanos. En primer término, el efecto sería una reducción de la demanda de bonos soberanos por

---

*La introducción de las tenencias de bonos soberanos en el cómputo de los activos ponderados por riesgo –si se produce– debería acompañarse de la existencia de un verdadero prestamista de última instancia, algo a lo que el BCE se aproxima desde la introducción de las OMT. De este modo se limitaría el efecto negativo de la penalización de las tenencias de bonos soberanos.*

---

parte de las entidades. Como se observa en el gráfico 3, el límite a las tenencias tendría un impacto sustancial en los países de la periferia, donde la parte de la deuda en manos de bancos domésticos creció de forma sustancial durante la crisis (gráfico 2).

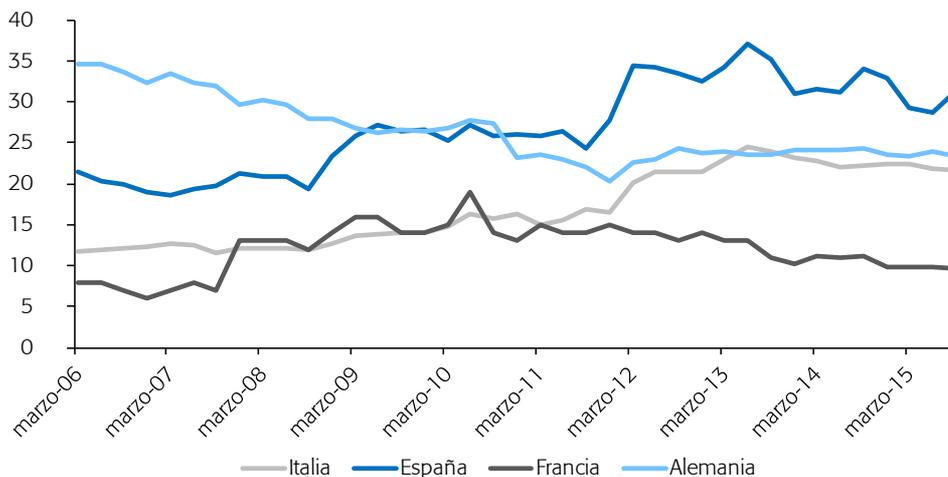
Por otro lado, el efecto de la inclusión de los bonos soberanos en el cómputo de los requisitos de capital dependerá de la ponderación de estos. Si la ponderación es acorde con la calificación crediticia del soberano, el impacto del coste de capital se añadiría a la escasa rentabilidad que presentan los bonos soberanos en la actualidad, haciendo que la rentabilidad ajustada por el riesgo fuera menor que la que ofrecen los préstamos corporativos.

El gráfico 4 muestra como incluso en un escenario de repunte de la TIR del bono español a

Gráfico 2

### Evolución de las tenencias de bonos soberanos de las entidades

(En porcentaje del total de la deuda)

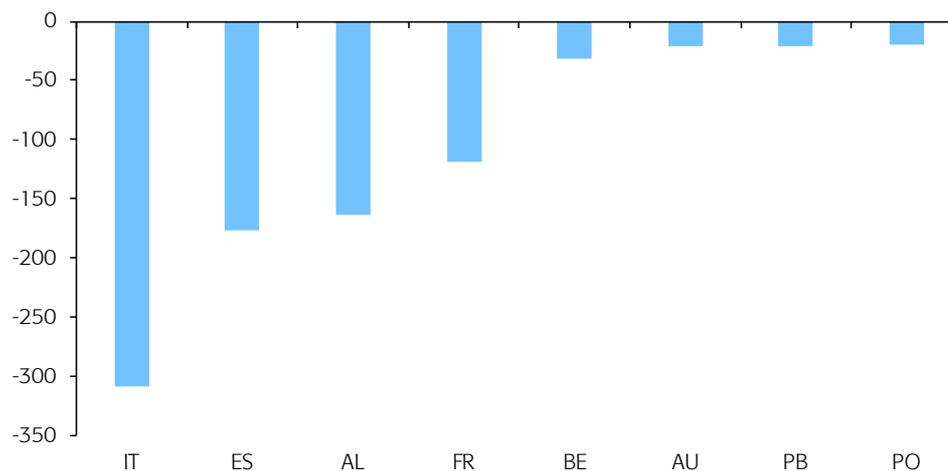


Fuentes: Merler y Pisani-Ferry (2012), Afi.

Gráfico 3

### Cambios en las tenencias tras la introducción de un límite del 25% de los activos ponderados por el riesgo

(Miles de millones de euros)



Fuente: Citi, Afi.

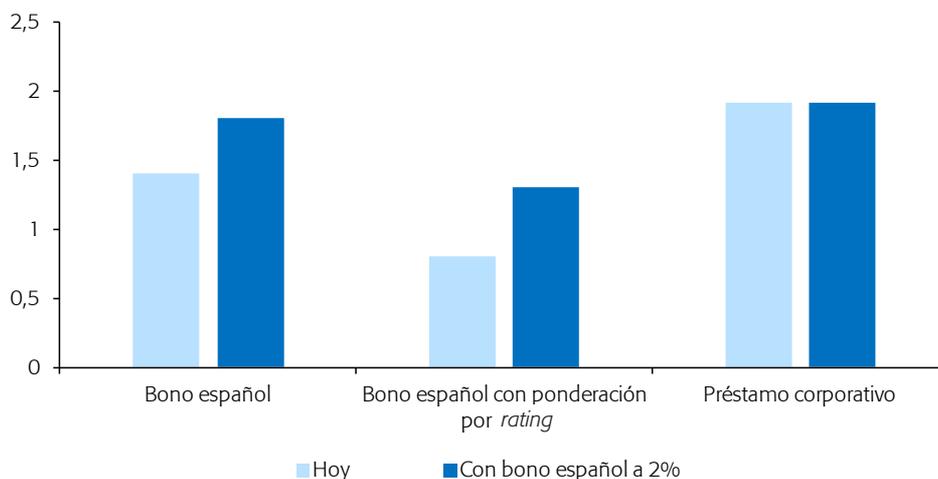
tipos de entorno el 2%, el coste del riesgo haría que este activo fuese menos atractivo que los préstamos corporativos con un perfil de riesgo

similar, incluso suponiendo que el tipo nuevo crédito se mantiene en el entorno del 3% que se observa actualmente.

Gráfico 4

**Rentabilidad ajustada por riesgo según distintas ponderaciones**

(En porcentaje sobre inversión)



Fuente: Afi.

**Efectos sobre el vínculo soberano-bancario**

Un efecto de la penalización de las tenencias de bonos sería la reducción del nexo entre las entidades de crédito y sus soberanos. En el periodo de crisis, la intensificación de estos vínculos provocó que las situaciones de estrés de entidades se trasladasen a su propio soberano y viceversa, actuando como mecanismo de amplificación de estrés financiero.

El sentido de esa transmisión ha sido objetivo de debate en la literatura académica. Como documentan Singh *et al.* (2016), la transmisión de riesgo desde entidades financieras al propio soberano aumentó después de que estos introdujeran garantías de cara a garantizar la solvencia de sus bancos nacionales en el periodo 2008-2009. Por otro lado, cuando crecieron las dudas sobre la solvencia de algunos países de la periferia de la UEM desde finales de 2011, se detectó un aumento de las transferencias de riesgo desde los soberanos a las entidades financieras.

El aumento de esta vinculación entre bancos y el propio soberano es especialmente nocivo cuando afecta a algunos países que pertenecen a

una unión monetaria que no dispone de mecanismos para hacer frente a *shocks* asimétricos. En particular, si el soberano no dispone de los recursos necesarios para recapitalizar una entidad, el banco central no garantiza esta función y no se dispone de mecanismos alternativos para la

*Antes de introducir una penalización a las tenencias de bonos soberanos, sería positivo profundizar en la unión bancaria, para evitar que la menor rentabilidad de las entidades genere dificultades para la estabilidad financiera.*

recapitalización, el deterioro de la solvencia de la entidad podrá trasladarse al soberano. Así, la percepción de este riesgo en una entidad financiera puede provocar la fragmentación financiera dentro de la unión monetaria. Esta fragmentación puede limitar la capacidad de empresas (e incluso del propio soberano) solventes de obtener financiación, endureciendo las condiciones monetarias y por tanto teniendo un efecto negativo sobre la actividad económica.

## Opciones alternativas de inversión

El aumento de las tenencias de bonos soberanos por parte de las entidades financieras en periodos de estrés puede reducir los recursos disponibles para el sector privado. Teóricamente, para que este efecto sea negativo para un país se tienen que dar una de las dos condiciones siguientes: en primer lugar, que el sector privado sea más eficiente en la asignación de recursos que el soberano y, en segundo lugar, que haya algún sesgo que provoque que las entidades financieras demanden bonos cuando lo eficiente desde un punto de vista de rentabilidad-riesgo sería prestar al sector privado.

Distintos trabajos han encontrado evidencia de la existencia de este sesgo, que vendría provocado por un deterioro de la solvencia de las entidades financieras, o por encontrar un atractivo particular a los bonos soberanos (véase Mody y Sandri, 2012 y Angeloni y Wolff, 2012). Sin embargo, Echevarria (2016) encuentra que este sesgo solo se observa en periodos cortos de estrés soberano especialmente elevado.

### Efectos cuando el origen del estrés es el soberano

Las entidades financieras tienden a jugar un papel estabilizador en los mercados de deuda soberana en periodos de crisis. En un entorno de estrés soberano o de un aumento de la volatilidad a nivel global, los inversores tienden a repatriar sus inversiones (incluso en el caso en el que el origen del estrés se encuentre en un tercer país) y refugiarse en activos libres de riesgo.

La consecuencia es que los precios de los activos de riesgo, incluida la deuda soberana de países que no forman parte del núcleo de la eurozona, desciende (la TIR aumenta) y, por tanto, aumenta el estrés financiero sobre ese país. Este efecto puede darse incluso en ocasiones en las que la aversión al riesgo no se justifica por la evolución de los fundamentales del país.

Al limitar la capacidad de las entidades de estabilizar el mercado de deuda soberana vía intro-

ducción de límites o ponderaciones de riesgo, se podría generar potencialmente una situación de estrés soberano que podría no venir precedida de un deterioro de los fundamentales del país. Este efecto sería especialmente importante si la ponderación de los bonos soberanos en el cómputo de la ratio de solvencia es función de su calidad crediticia, lo que provocaría que las tenencias serían especialmente costosas en términos de activos ponderados por riesgo en momentos de mayor debilidad (fenómeno conocido como pro-ciclicidad).

De esta forma, los bancos reducirán tenencias de bonos soberanos en periodos de estrés y esto provocará un aumento de TIR mayor que si las tenencias de bonos estuviesen exentas de penalización o límites. Por tanto, la introducción de estos puede amplificar el efecto negativo de un aumento de la aversión al riesgo, ya que los inversores pueden considerar que el tensionamiento de la TIR soberana puede dificultar la capacidad de este para apoyar a sus bancos, cuya consecuencia sería un aumento no buscado de la vinculación entre el riesgo soberano y bancario.

Para evitar esta circunstancia, el traslado del riesgo soberano al bancario puede reducirse si se crean instrumentos que puedan inmunizar al soberano frente a un movimiento de aversión al riesgo global. En una unión monetaria, estos mecanismos incluyen la existencia de un banco central que actúe como prestamista de última instancia. En este sentido, la evidencia que encuentran Singh *et al.* (2016) y Echevarria y Sosvilla (2016) de la reducción en la transmisión de riesgo entre soberanos y bancos tras el anuncio de la creación de las *Outright monetary transactions* (OMT) y las declaraciones de Mario Draghi en el verano de 2012 (el ya famoso “*whatever it takes*”) es coherente con la creación de un prestamista de última instancia.

Por tanto, para ser verdaderamente eficaz, la introducción de las tenencias de bonos soberanos en el cómputo de los activos ponderados por riesgo debería acompañarse de la existencia de un verdadero prestamista de última instancia, algo a lo

que el Banco Central Europeo se aproxima desde la introducción de las OMT. Este instrumento al menos limita el efecto negativo de la penalización de las tenencias de bonos soberanos.

### Efectos y soluciones cuando el origen del estrés es bancario

La valoración de los mecanismos que ha puesto en marcha la UE para gestionar crisis financieras provocadas por un aumento del estrés bancario no es tan positiva.

Cuando la fuente de estrés es una necesidad de recapitalización del sistema bancario, la penalización a las tenencias de deuda soberana puede provocar un empeoramiento de la situación, ya que a la perspectiva de que el sistema necesite recapitalizarse, con el consecuente coste para el soberano, se añadiría el efecto de una venta de bonos soberanos que la entidad llevaría a cabo para mejorar su ratio de solvencia. La consecuencia sería que el estrés bancario se trasladaría, aún con más intensidad, al estrés soberano.

Si el estrés se origina en una institución concreta que no sea de carácter sistémico, los colchones de capital de las entidades, las normas de absorción de pérdidas y los procedimientos de resolución establecidos limitarían el impacto sobre el soberano. Sin embargo, la dificultad puede surgir de un evento de riesgo sistémico de un país, que ponga en duda la capacidad del soberano para recapitalizar la entidad.

La introducción de normas que especifican la parte de la deuda susceptible de absorber pérdidas en caso de un deterioro de la solvencia busca reducir el nexo entre el soberano y las entidades: en caso de dificultades de solvencia, una parte del coste de recapitalización sería soportada no por el propio soberano, sino por los tenedores de esta deuda. De esta forma, se reduce la carga sobre las arcas del Estado.

Todo ello nos conduce a afirmar que la forma de evitar el traslado de las dificultades de solvencia al soberano tras un episodio de estrés bancario

sería mediante el fortalecimiento de la unión bancaria. Este fortalecimiento permitiría mutualizar el riesgo que surge de una entidad financiera entre los miembros de la eurozona y, por tanto, evitaría el contagio a un soberano determinado y el consiguiente aumento de la fragmentación financiera.

En este sentido, la UE ha dado algunos pasos sustanciales hacia la creación de la unión bancaria. Sin embargo, hasta que esta no sea completa, persistirá el riesgo de profundización del nexo soberano-bancario. La unificación de los fondos de garantía de depósito y la dotación del fondo común de resolución bancaria serían pasos fundamentales hacia esa unión bancaria.

## Conclusiones

Del análisis anterior se desprende que, si bien la introducción de un requisito de capital sobre las tenencias de bonos soberanos tiene algunos aspectos positivos, su efecto final dependerá de la existencia de otros mecanismos que permitan limitar sus efectos perniciosos.

La inclusión de la deuda soberana en el cómputo de los activos ponderados por riesgo provocaría un aumento de la prociclicidad de la regulación de capital, inherente tanto a la regulación vía requisitos de capital como mediante la limitación de la exposición a la deuda soberana.

Por otro lado, para conseguir el objetivo de reducir el nexo soberano-bancario en la eurozona, la introducción de la penalización de las tenencias de bonos soberanos podría ser contraproducente. Toda vez que las OMT parecen haber funcionado como mecanismo por el cual el BCE se convierte en prestamista de última instancia de los soberanos, la creación de una unión bancaria completa será un paso fundamental en la reducción del nexo soberano-bancario.

Por último, los plazos de introducción de las medidas son una variable fundamental en el entorno actual. Al deterioro de la rentabilidad de

las entidades, fruto del aumento de los requisitos regulatorios, se une el efecto negativo sobre la rentabilidad del aplanamiento de la curva de tipos y de la existencia de tipos negativos a corto plazo. Antes de introducir una penalización a las tenencias de bonos, quizá sería positivo profundizar en la unión bancaria para evitar que la menor rentabilidad de las entidades genere dificultades para la estabilidad financiera. Se trataría, por tanto, de incluir la penalización a las tenencias de bonos soberanos en un paquete de medidas más amplio, cuya valoración conjunta permitiría vislumbrar el efecto sobre la estabilidad financiera.

## Referencias

- ABASCAL, M.; ALONSO, T., y S. MAYORDOMO (2013), *Fragmentation in European Financial Markets: Measures, Determinants, and Policy Solutions*, No. 1322.
- ANGELONI, C., y G.B. WOLFF (2012), "Are banks affected by their holdings of government debt?", *Bruegel Working Paper*, No. 2012/07.
- CASTRO, C., y J. MENCÍA (2014), "Sovereign risk and financial stability", *Estabilidad financiera*, 26: 75-107.
- ECHEVARRIA, V. (2016), "Demand for Sovereign Bonds in the Periphery: A Regime-Switching Approach", *Documento de Trabajo de la AEEFI*, 16-02. Disponible en: SSRN 2728156.
- ECHEVARRIA, V., y S. SOSVILLA (2016), "Connectedness of Stress in EMU Bank and Sovereign CDS: The Role Policy Measures 2008-2014", *Documento de Trabajo de la AEEFI*, 16-01. Disponible en: SSRN 2726494.
- MERLER, S., y J. PISANI-FERRY (2012), "Who's afraid of sovereign bonds?", *Bruegel Policy Contribution*, No. 2012/02.
- MODY, A., y D. SANDRI (2012), "The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip", *Economic Policy*, 27(70): 199-230.
- SINGH, M.K.; GÓMEZ, M., y S. SOSVILLA. (2016), "Sovereign-bank linkages: quantifying directional intensity of risk transfers in EMU countries", *Journal of International Money and Finance*, 63: 137-164.

# Tendencias recientes en el análisis de la desigualdad\*

Ángel Estrada, Iván Kataryniuk y Jaime Martínez-Martín\*\*

**Este artículo presenta una síntesis de la literatura reciente sobre desigualdad, que ha pasado a ocupar un lugar preeminente en las discusiones académicas y de política económica. En efecto, tradicionalmente, la desigualdad venía siendo un área de actuación de la política económica en las economías emergentes y en desarrollo, que consideraban su reducción como un requisito para la convergencia real. Sin embargo, tras la crisis económica y financiera global, el debate se ha extendido también a las economías avanzadas, debido a la elevada destrucción de puestos de trabajo y el aumento del paro de larga duración, que ha incidido en un aumento de la desigualdad. Cabe destacar que no parece existir una teoría que determine el nivel óptimo de desigualdad o qué dimensión de la desigualdad es más relevante, por eso debe mantenerse un enfoque normativo. Además, la experiencia muestra que no existe una forma homogénea de reducir eficazmente la desigualdad en todos los países y que debe tenerse en cuenta que algunas de las medidas utilizadas pueden tener efectos adversos sobre el crecimiento.**

La desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza ha sido tradicionalmente un área de actuación de la política económica en las economías emergentes y en desarrollo. La mejora en los niveles de igualdad se ha considerado generalmente como parte de los requisitos para alcanzar la estabilidad económica y lograr la convergencia real con las economías desarrolladas. Esta inquietud se materializó, inicialmente, en políticas dirigidas

a eliminar la pobreza extrema, mediante las que se han logrado importantes avances en el desarrollo de una incipiente clase media. Más recientemente, la discusión se ha desplazado hacia cómo aumentar la eficacia de este tipo de políticas.

No obstante, tras la crisis económica y financiera global el debate se ha extendido también a las economías avanzadas. La Gran Recesión que

\* Las opiniones expresadas en este artículo pertenecen a los autores y no necesariamente reflejan las opiniones del Banco de España o del eurosistema.

\*\* Banco de España.

siguió a la crisis supuso en un principio una reducción de la desigualdad, medida en términos de riqueza, por el colapso en el precio de los activos financieros y reales en los que se materializa mayoritariamente la riqueza de los individuos con más recursos. Sin embargo, en términos de renta la desigualdad aumentó debido a la destrucción de una elevada cantidad de puestos de trabajo, especialmente de empleos que requieren menor cualificación, que es la principal fuente de ingreso de los individuos que se encuentran en las primeras decilas de la distribución de la renta. Posteriormente, los precios de los activos se han recuperado significativamente y también lo ha hecho el empleo, aunque las tasas de paro son todavía superiores a la que existían antes de la crisis. Estas circunstancias explican que la desigualdad haya pasado a ocupar un lugar preeminente, tanto en las discusiones académicas como entre las preocupaciones de los responsables de la política económica.

Este artículo presenta una síntesis de la literatura reciente sobre desigualdad. En la siguiente sección, se describe la evolución de la desigualdad, empezando por una perspectiva de largo plazo, para centrarse a continuación en las razones

que explican la evolución reciente de la desigualdad y sus posibles implicaciones, en las secciones posteriores. Las políticas utilizadas para reducir la desigualdad se detallan a continuación y el artículo termina con un breve apartado de conclusiones.

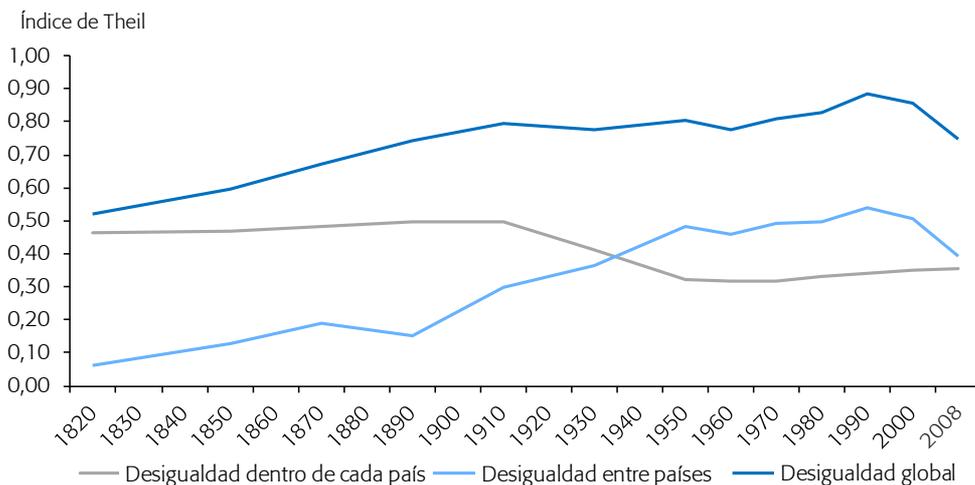
## Evolución histórica de la desigualdad

La desigualdad es un concepto multidimensional y, por ello, para su análisis deben valorarse distintos indicadores. Por un lado, hay que distinguir si el objeto de estudio son los individuos o colectivos de personas (países, por ejemplo). Por otra parte, es necesario diferenciar entre la desigualdad medida por el flujo de renta que se obtiene en un período de tiempo determinado y la que se mide por el *stock* de riqueza a final de período. Además, en una aproximación general también deberían tenerse en cuenta otras dimensiones del bienestar de los individuos, más allá de las consideraciones puramente monetarias. Como se verá en esta sección, las tendencias observadas en los últimos años, atendiendo a distintos criterios, no siempre han sido unánimes.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, desde comienzos del siglo XIX hasta principios del siglo

Gráfico 1

### Desigualdad económica entre 1820 y 2008



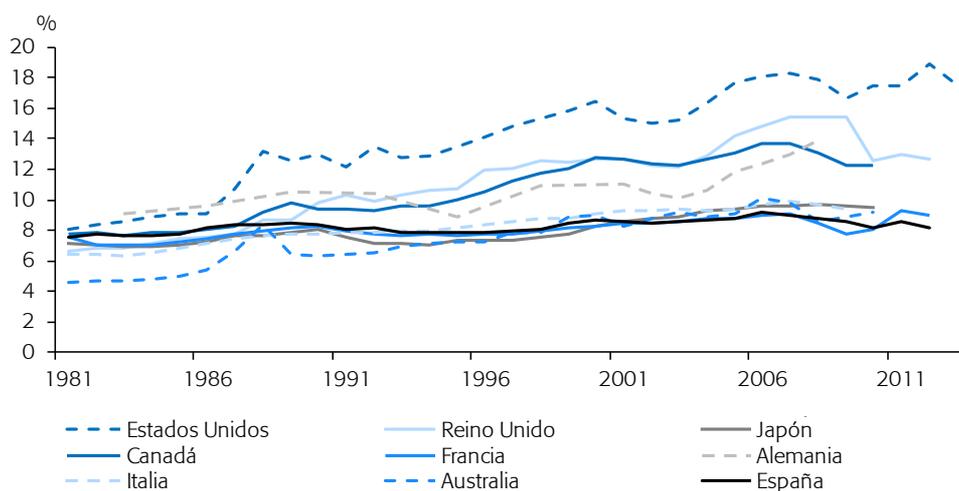
Nota: Desigualdad medida como un Índice de Theil, en el que valores más elevados corresponden a una distribución más desigual.  
Fuente: Morrison y Murtin (2011).

XX la desigualdad global en los ingresos aumentó fuertemente<sup>1</sup>. Con posterioridad, y tras permanecer relativamente estable hasta el año 1992, se ha observado una reducción significativa. La desigualdad calculada comparando las rentas de todos los individuos a nivel global se puede desagregar en dos componentes: la desigualdad en los niveles medios de renta per cápita entre los distintos países y la desigualdad entre los individuos de cada país. El gráfico 1 muestra que ambos componentes han seguido tendencias divergentes en el período más reciente. Por un lado, las diferencias en la renta media de los países se han empezado a reducir, tras varios siglos de aumento, reflejando el rápido proceso de convergencia económica experimentado por algunas de las principales economías emergentes en los últimos veinte años; este factor es el que ha dominado la evolución de la desigualdad global. En cambio, la desigualdad entre individuos dentro de cada país ha comenzado a aumentar en las últimas décadas, como muestra también el porcentaje de renta que corresponde al 1% de la población con mayores ingresos (véase el gráfico 2).

De acuerdo con la información disponible, el aumento de la desigualdad económica entre individuos se ha producido tanto en los indicadores que miden variables flujo –renta de mercado o disponible– como en los que miden la riqueza o el *stock* de capital. Este fenómeno se ha relacionado con la tendencia histórica a la reducción de la participación de las rentas del trabajo en el PIB frente a las de capital, que se observa de manera general (véase el gráfico 3). La caída de la participación de las rentas del trabajo en el PIB ha sido más acusada en los países más grandes, de forma que la reducción ponderada es de alrededor de 10 puntos porcentuales en los últimos treinta años, como se señala en Karabarbounis y Neiman (2014). Asimismo, se ha documentado que el aumento reciente del valor de la riqueza en porcentaje de la renta nacional, supone un retorno a los niveles cercanos a la época de preguerras. En cuanto a la distribución de los ingresos y la riqueza entre los perceptores de rentas del trabajo, algunos autores (Alvaredo *et al.*, 2013) destacan que las diferencias salariales se han elevado debido a causas tecnológicas (polarización del empleo en trabajos

Gráfico 2

### Proporción de la renta que corresponde al 1% con rentas más altas



Fuente: Piketty (2014).

<sup>1</sup> La medición de la desigualdad en este caso se hace mediante un índice de Theil, en el que valores más elevados corresponden a una distribución más desigual. Este índice permite hacer desagregaciones de forma más simple que el (más habitual) índice de Gini.

de alta y baja cualificación, y mecanización o deslocalización de los empleos más rutinarios) y al aumento de la remuneración de los altos ejecutivos (Bivens y Mishel, 2013). Por lo que respecta a los perceptores de rentas de capital, también se aprecia un aumento de la concentración de la riqueza en los tramos más altos.

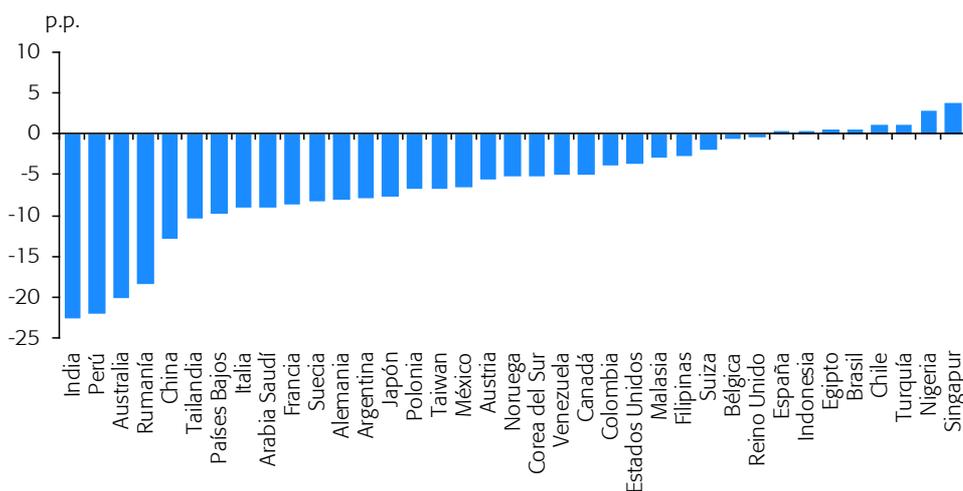
Por áreas geográficas, las tendencias han sido dispares. Aunque se ha observado un aumento de la desigualdad medida según el índice de Gini de la renta disponible<sup>2</sup> tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, en este último caso, la tendencia ha venido marcada por lo ocurrido en los países anglosajones (véase el gráfico 4). En países como Francia o Alemania la desigualdad en la distribución de la renta se ha mantenido relativamente estable, lo que sugiere la influencia de factores específicos, más allá de los globales normalmente citados. En este sentido, el mayor deterioro del mercado laboral durante la crisis en algunos países europeos resulta un indicador clave para entender la diferente evolución de la desigualdad. Entre los países emergentes también existen

marcadas diferencias. En Asia, el desarrollo económico ha venido acompañado por un aumento importante de la desigualdad, especialmente en China, que partía de niveles relativamente bajos; en contraste, la pobreza en términos absolutos ha seguido una marcada senda descendente. En América Latina, en cambio, la desigualdad, que se había mantenido históricamente en niveles muy altos, ha registrado un notable descenso en los últimos quince años en los principales países de la región, que se ha atribuido a la evolución del mercado laboral, la mejora de las condiciones macroeconómicas y las políticas públicas (Gasparini, 2015).

Merece la pena destacar, por último, cómo el aumento de la desigualdad económica a nivel global registrado en la mayor parte del siglo XX se produjo en un contexto en el que los indicadores que miden la desigualdad en las condiciones sociales, especialmente en lo referente a la salud y la educación, experimentaron un acusado descenso. Esta evolución es consecuencia de la generalización de los avances médicos y de la

Gráfico 3

**Cambio en la participación de las rentas del trabajo en el PIB por país (1980-2011)**

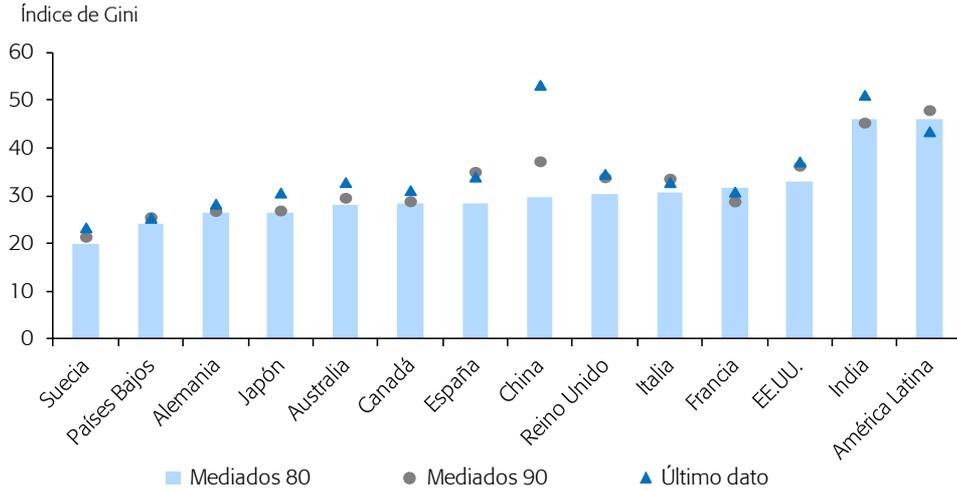


Fuente: Penn World Table 8.0.

<sup>2</sup> El índice de Gini es una de las medidas de la desigualdad más utilizadas. Varía entre 0 y 100, donde 0 corresponde a la máxima igualdad (todos los individuos poseen la misma proporción de renta) y 100 a máxima desigualdad (un individuo lo posee todo). Comparado con otros índices, el de Gini pondera más a los individuos medianos y, en menor medida, a los extremos.

Gráfico 4

## Evolución reciente de la desigualdad



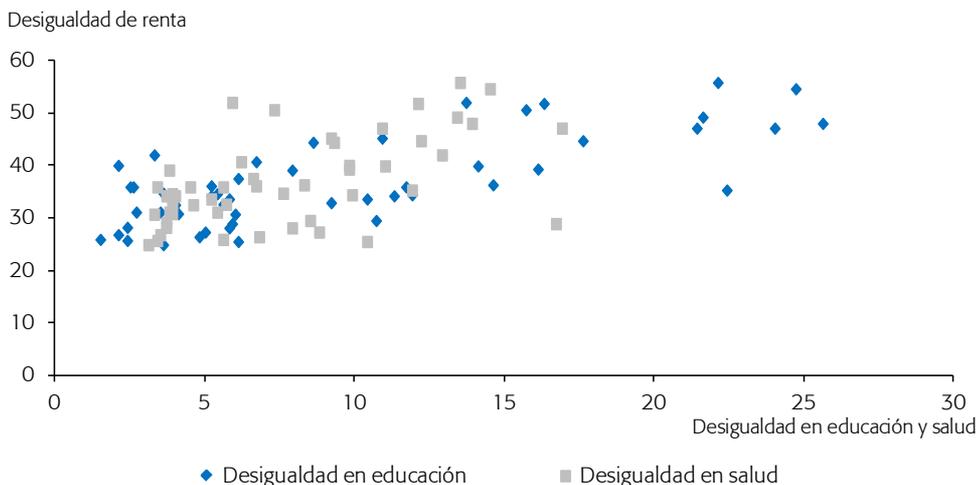
Fuente: The Standardized World Income Inequality Database (SWIID).

educación primaria y su difusión en países con menor renta (véase Prados de la Escosura, 2015). Tanto la salud como la educación forman parte de un concepto más amplio del bienestar de los individuos que el puramente monetario. Por eso, medir la desigualdad utilizando exclusivamente indicadores monetarios puede ocultar parte de la realidad. Téngase en cuenta que las transferencias no monetarias de los gobiernos no están

incluidas en la renta de los individuos, por lo que buena parte de los avances en educación y salud no se reflejan en este indicador. Por otra parte, la desigualdad en derechos civiles puede afectar de manera crítica a la igualdad de oportunidades en un país. Por estos motivos, algunos organismos internacionales han adoptado indicadores multidimensionales de la desigualdad, inspirados en el enfoque de las "capacidades" en la literatura

Gráfico 5

## Desigualdad económica y en indicadores sociales



Fuente: Naciones Unidas.

de desarrollo humano (Sen, 1993) para medir el nivel de desigualdad en un país. El gráfico 5 compara la desigualdad en la renta con la desigualdad en educación, medida en años de escolarización, y en salud, medida en esperanza de vida,

---

*El aumento de la desigualdad económica a nivel global registrado en la mayor parte del siglo XX se produjo en un contexto de reducción de los indicadores que miden la desigualdad en las condiciones sociales, especialmente en salud y educación. Esta evolución es consecuencia de la generalización de los avances médicos y de la educación primaria y su difusión en países con menor renta.*

---

en 2013, utilizando los indicadores del Índice de Desarrollo Humano. Los indicadores muestran una menor desigualdad internacional y una menor dispersión en el ámbito de la salud. En educación, sin embargo, la correlación con la desigualdad en términos de ingresos monetarios es mayor, probablemente debido a las diferencias en la calidad de la educación entre grupos sociales y al avance tecnológico, que favorece el empleo de mayor cualificación.

## Las causas del aumento de la desigualdad

En los años noventa, el debate sobre el aumento de la desigualdad económica se centró inicialmente en qué factores globales podrían explicarlo. Sin embargo, las diferencias en la evolución de la desigualdad entre países desarrollados, y entre países desarrollados y emergentes, han llevado a matizar la importancia de esos factores según el grado de desarrollo de los países y a identificar factores específicos, tales como el marco institucional o las políticas públicas.

El principal factor global citado para explicar el aumento de la desigualdad salarial es el aumento de la prima por educación. Esta prima mide la

diferencia que existe entre el salario que percibe una persona con educación superior y otra que solo cuenta con la educación obligatoria. En un contexto de desarrollo tecnológico sesgado a favor de tecnologías que requieren una cualificación elevada, el aumento de la demanda de trabajo para ocupaciones con educación superior, por encima del aumento de la oferta (Tinbergen, 1974), habría inducido un aumento de esta prima. Este fenómeno se ha documentado extensivamente para Estados Unidos (Goldin y Katz, 2007), aunque la evidencia para los países europeos es mixta (Christopoulou *et al.*, 2010), de forma consistente con el menor aumento de la desigualdad en algunos países de la Europa continental. Más recientemente está cobrando peso la polarización del empleo entre tareas de alta y baja cualificación que no son replicables con el uso de ordenadores. Este fenómeno puede generar un aumento de la desigualdad, al conllevar la reducción de las rentas de la clase media (Autor *et al.*, 2006, para Estados Unidos; Goos *et al.*, 2009 para Europa; o Brindusa *et al.*, 2013 para España).

El otro factor global citado para explicar el aumento de la desigualdad salarial en los países desarrollados es el comercio y la globalización. En un contexto de aumento de la apertura comercial, los bienes de bajo valor añadido son importados desde países con menor nivel de renta y bajos salarios, lo que empuja a la baja los salarios en estos sectores en el país de mayor renta y genera desempleo. Por otra parte, la demanda de bienes que requieren mayor capital humano aumenta, por lo que se genera una presión al alza de los salarios de los trabajadores con educación superior. Asimismo, este efecto favorece una especialización mayor en los sectores que requieren más educación, potenciando a su vez el proceso de cambio tecnológico a favor de tecnologías intensivas en capital humano (Acemoglu, 2003).

Los modelos económicos más recientes (Helpman *et al.*, 2012) concluyen que cuando un país se abre al comercio internacional, la desigualdad aumenta inicialmente. En un primer momento pocas empresas pueden exportar, ya que los costes que supone el comercio son altos, de forma que solo un porcentaje reducido de los

trabajadores del país percibe los aumentos salariales ligados a la apertura al exterior. Con el paso del tiempo, más empresas se incorporan al comercio internacional, mejorando las condiciones salariales de más trabajadores y reduciendo la desigualdad. De esta forma, la desigualdad presentaría una forma de U invertida respecto al porcentaje de empresas exportadoras de un país. Las nuevas tecnologías podrían reducir la desigualdad por esta vía al favorecer el desarrollo del comercio *online*, cuyos costes son mucho menores que los del comercio tradicional, lo que permitiría exportar a muchas más empresas, incluso en países con baja renta per cápita. La evidencia reciente muestra que este es un mecanismo potencialmente importante, ya que el comercio *online* se ve mucho menos afectado que el tradicional por la distancia entre proveedor y cliente, un efecto que es más fuerte cuanto más desigual es el país, debido a que la concentración empresarial es menor en el comercio *online* (Olarreaga, 2015).

---

*Entre los factores que explican el aumento de la desigualdad salarial en los países desarrollados se cita la globalización. Las importaciones de bajo valor añadido desde países con menor nivel de renta y bajos salarios empujan a la baja los salarios en estos sectores en los países de mayor renta y generan desempleo. A su vez, el aumento de la demanda de bienes que requieren mayor capital humano presiona al alza sobre los salarios de los trabajadores con educación superior.*

---

Por otra parte, la literatura más reciente ha enfatizado el papel que juega la acumulación de capital en los niveles de desigualdad. La teoría económica establece que el valor de largo plazo de la relación capital/producto viene determinado por la diferencia que existe entre la rentabilidad del capital y el crecimiento económico. Por tanto, una reducción persistente (o secular) del crecimiento económico que no se vea suficientemente acompañada por una reducción del rendimiento del capital aumenta el tamaño del capital con respecto al producto y, por tanto, la desigualdad, a través de una mayor concentración de la riqueza

en las rentas del capital (Piketty, 2014). Este autor anticipa que la rentabilidad del capital se situará por encima del crecimiento de las economías de forma persistente, prolongando las tendencias de las dos últimas décadas. Esta evidencia ha sido discutida académicamente por diversas razones, entre ellas, porque no tiene en cuenta que una parte de la rentabilidad del capital remunera el riesgo en que se incurre al invertir, que el capital tecnológico tiene una tasa de depreciación mayor, que la tasa de ahorro cae en un entorno de menor crecimiento o que las burbujas de activos inmobiliarios juegan un papel fundamental en el cálculo del capital.

En cuanto a los factores propios de cada país, las instituciones desempeñan un papel clave. En concreto, un marco macroeconómico estable puede contribuir a reducir la desigualdad en el caso de que las perturbaciones económicas afecten en mayor medida a los hogares en posición más vulnerable. En cuanto a las instituciones laborales, un sistema que garantice una mayor protección directamente al trabajador, y no a través de su puesto de trabajo, puede compensar la pérdida transitoria de ingresos e impedir que esta situación se perpetúe en el tiempo. Un salario mínimo más alto o una negociación colectiva altamente centralizada también pueden llevar a una mayor compresión salarial (Di Nardo *et al.*, 1996 o Koeniger *et al.*, 2007), aunque puede tener importantes costes en términos de eficiencia productiva y dificultar la necesaria reasignación de los recursos cuando se producen perturbaciones.

Otras políticas públicas no directamente relacionadas con la desigualdad también pueden incidir sobre ella. En particular, la política monetaria orientada a contener la inflación puede incidir de manera distinta en los individuos en función de sus niveles de renta y riqueza. Así, las decisiones sobre tipos de interés inducen una redistribución de la renta entre prestatarios y prestamistas, aunque su efecto sería neutral a lo largo del ciclo económico. Los efectos de las políticas monetarias no convencionales en la desigualdad son más complejos. Por un lado, al instrumentarse mediante la compra de activos financieros afectan de forma directa a los tipos de interés a largo plazo (y a los precios de

los activos) y pueden tener por tanto efectos redistributivos distintos a las convencionales. Además, las políticas no convencionales, en la medida en que sean necesarias para reducir la probabilidad de entrar en deflación, pueden afectar a la tasa de paro y al crecimiento. Por último, la estructura de gastos e ingresos públicos puede tener efectos de gran calado sobre la desigualdad, aspecto que se analiza con mayor detalle más adelante.

## Algunas implicaciones de la desigualdad

Las implicaciones de la desigualdad para la economía y la sociedad están siendo sometidas a un proceso de revisión en los últimos años. A ello han contribuido la construcción de nuevas bases de datos sobre la distribución de la renta y la riqueza a nivel internacional, que permiten desarrollar estudios empíricos más precisos, y la creciente popularidad de modelos teóricos con agentes heterogéneos, que permiten modelizar la distribución completa de la renta o la riqueza (por ejemplo, Krusell y Smith, 1998). De esta forma, es posible analizar las interacciones que se establecen entre la desigualdad y otras variables económicas, incluidas las políticas económicas.

Gran parte de la literatura económica se ha centrado en analizar la relación que existe entre desigualdad y crecimiento, con resultados que distan de ser unánimes en sus conclusiones. Las teorías que sugieren que la desigualdad reduce las posibilidades de crecimiento de los países apuntan a diferentes mecanismos de transmisión. Por enumerar los más representativos, cabe destacar los argumentos de política económica de Persson y Tabellini (1994) y del votante mediano de Alesina y Rodrik (1994), que se basan en tres premisas: la primera es que tanto el gasto público redistributivo como la imposición están negativamente relacionados con el crecimiento, dado que tienen un efecto adverso sobre el ahorro y la acumulación de capital; la segunda premisa asume que los impuestos son proporcionales a los ingresos pero

los beneficios del gasto público se distribuyen de forma equitativa entre individuos; y, por último, el tipo impositivo seleccionado por el Estado es el preferido por el votante mediano. Por otro lado, cabe mencionar la hipótesis de la demanda insuficiente de Murphy *et al.* (1989), basada en la menor propensión al consumo de los más ricos; la argumentación sobre imperfecciones del mercado y restricciones de liquidez de Aghion y Bolton (1992), que limitan la capacidad que tienen los agentes con menores recursos para suavizar su consumo en el tiempo, o los argumentos sobre la inestabilidad sociopolítica de Alesina y Perotti (1996), en el sentido de que sociedades muy desiguales generan incentivos para que los individuos actúen fuera de los mercados formales y desincentivan la acumulación de capital por la mayor incertidumbre.

Sin embargo, existen trabajos teóricos que predicen que la desigualdad fomenta el crecimiento económico. La más conocida es la hipótesis de Kaldor, que defiende la idea de que la propensión marginal a ahorrar por parte de los más ricos es mayor. Así, si la tasa de inversión se relaciona positivamente con la de ahorro y el crecimiento con la inversión, cabe esperar que economías más desiguales crezcan más rápido<sup>3</sup>. Otra teoría se basa en la indivisibilidad de la inversión, ya que en ausencia de mercados de capital efectivos que ayuden a agrupar recursos por parte de pequeños inversores, la concentración de riqueza favorece las nuevas inversiones que requieran grandes cantidades de recursos al comienzo. Por último, existen argumentos basados en las implicaciones de la distribución de la renta para la eficiencia económica. Según Mirrlees (1971) aquellos sistemas que favorecen la compresión de salarios y no remuneran el mérito conducen a sociedades más igualitarias, pero también reducen los incentivos a los trabajadores para realizar un esfuerzo adicional.

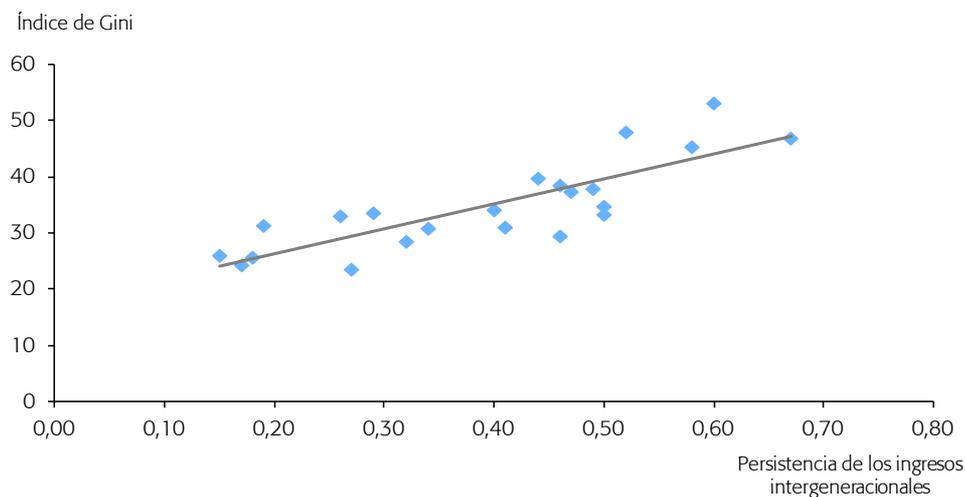
En el terreno empírico, la evidencia sobre la relación de causalidad entre desigualdad y crecimiento también es mixta<sup>4</sup>. El reciente estudio de

<sup>3</sup> El modelo de Bourguignon (1981) muestra que con una función de ahorro convexa respecto a la renta, la producción agregada depende de la distribución inicial de la renta y será mayor a medida que aumenta la desigualdad.

<sup>4</sup> Para más detalles, véase Brandolini (2015).

Gráfico 6

## Movilidad intergeneracional y desigualdad



Fuentes: Corak (2013) y SWIID.

Ostry *et al.* (2014) muestra una relación negativa entre desigualdad y crecimiento, en línea con los trabajos de Alesina y Rodrick (1994) o Perotti (1996), y se contrapone a otros trabajos, como el de Dollar *et al.* (2015), con resultados opuestos entre desigualdad de la renta y crecimiento. Por

*En el terreno empírico la evidencia sobre la relación de causalidad entre desigualdad y crecimiento es mixta. Sin embargo, la mayoría de los resultados podrían reconciliarse considerando que es la desigualdad de riqueza (y no de la renta) la que tiene mayores implicaciones desfavorables para el crecimiento.*

otro lado, Barro (2000) y López (2004) no encuentran ningún tipo de relación entre ambas variables. La mayoría de estos resultados, sin embargo, podrían reconciliarse con los hallazgos de Bagchi y Svejnar (2015), que concluyen que es la desigualdad de riqueza (y no la de renta) la que tiene mayores implicaciones desfavorables para el crecimiento, en línea con la argumentación de Bridsall y Londono (1997).

La desigualdad también puede tener importantes consecuencias para la estabilidad financiera. Como señala Rajan (2010), en las últimas décadas la creciente desigualdad en la distribución de la renta de la población estadounidense fue compensada con un aumento del crédito a los hogares de bajos ingresos, especialmente en forma de crédito hipotecario. Este mecanismo derivó en las hipotecas *subprime*, que se situaron, a su vez, en el origen de la crisis financiera internacional. Esta relación es mucho más fuerte en el análisis de Kumhof *et al.* (2015) y en la presentación de Rancière (2015), que vincula, en un modelo teórico, el aumento de la desigualdad con el mayor endeudamiento de los hogares, el cual acaba generando crisis financieras sin necesidad de que exista una política deliberada de fomentar el endeudamiento de los hogares con menores ingresos; con este modelo consigue replicar los valores de las variables previos a la crisis financiera de 2008.

Desde el punto de vista social, existe evidencia de que la desigualdad económica influye en la movilidad intergeneracional. La relación entre estas dos variables –conocida como la curva de El Gran Gatsby (Krueger, 2012)– se puede observar

en el gráfico 6, tomado de Corak (2013). El gráfico muestra la elevada correlación entre la desigualdad económica y la falta de movilidad social, lo que impacta en la igualdad de oportunidades y en la capacidad de los descendientes de familias desfavorecidas para escalar a un tramo de renta superior en su vida adulta, empeorando el reparto de talento y la justicia social. Existe, por tanto, un componente de histéresis en la desigualdad.

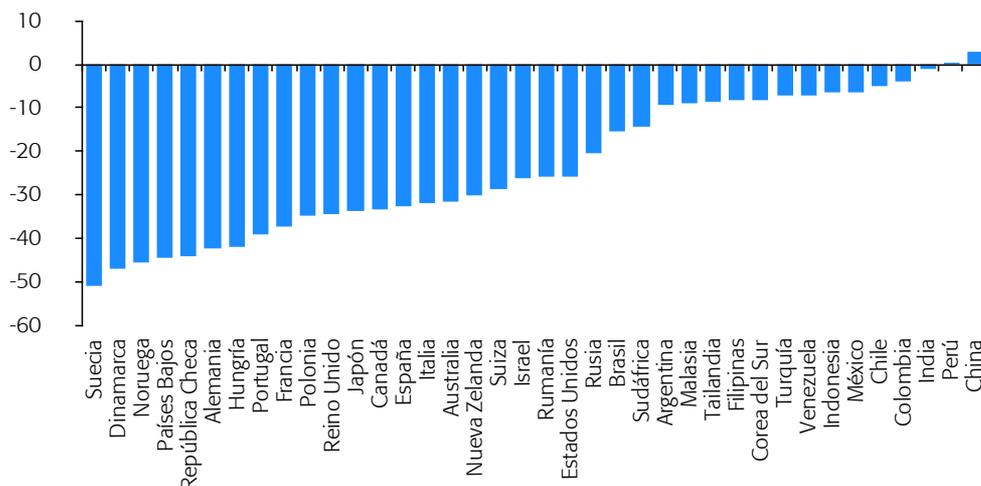
## Políticas para reducir la desigualdad

No existe una teoría que determine el nivel óptimo de desigualdad o qué dimensión de la desigualdad es más relevante (renta, riqueza u oportunidades). Por ello, la discusión se establece en términos de la efectividad de las políticas que están a disposición de las autoridades para reducir la desigualdad en general y no solo en términos de renta y de los índices de Gini. De hecho, tanto Brandolini (2015) como Levy (2015) recomiendan el uso de diferentes herramientas para medirla y mantener un enfoque normativo, según el cual la desigualdad es importante no solo por cómo afecta a otras variables macroeconómicas sino por una cuestión de percepción social de justicia en la distribución de la renta.

Muchas son las recetas de política económica que se han propuesto en los últimos años para reducir la desigualdad. Desde garantizar una base de estabilidad macroeconómica y políticas prudentes, a políticas de gasto social, medidas fiscales y reformas estructurales. En general, las políticas se suelen agrupar bajo dos grandes epígrafes. Por un lado, están las políticas paliativas, que se utilizan cuando los niveles de desigualdad son muy elevados y se considera necesario reducirlos de forma rápida. Estas políticas suelen basarse en transferencias de renta y pueden tener efectos indeseados en el crecimiento cuando no se diseñan adecuadamente y se perpetúan en el tiempo. Por otro lado, las políticas preventivas, más avanzadas, se reflejan en medidas que garantizan la igualdad de oportunidades entre la población y reducen las desventajas para las personas más desfavorecidas asociadas a sus orígenes familiares y sociales. Estas últimas políticas no parecen tener efectos colaterales relevantes.

En una perspectiva histórica, han sido las políticas paliativas de gasto social las más utilizadas a nivel internacional para intentar reducir de forma directa la desigualdad de ingreso y riqueza. Las herramientas de las que se han provisto los gobiernos incluyen medidas de política fiscal y de trans-

Gráfico 7  
Cambio en el Índice Gini por los impuestos y transferencias del Estado  
(Porcentaje)



Fuente: SWIID.

ferencias como piedras angulares. El impacto de estas medidas fiscales es muy importante, como muestra el gráfico 7, que ilustra las ganancias en términos de reducción de la desigualdad, medidas por las diferencias en el índice de Gini, de la aplicación de impuestos y transferencias. En concreto, se han utilizado combinaciones de reformas fiscales orientadas a una redistribución eficiente de la renta, programas de transferencias condicionadas (CCT, por sus siglas en inglés *Conditional Cash Transfers*) y programas contributivos (pensiones, subsidios de desempleo) y no contributivos que, según estudios recientes (FMI, 2015; OCDE 2014, etc.), no suponen un lastre para el crecimiento si están bien diseñadas e implementadas.

Por el lado de los ingresos, tanto países avanzados como en vías de desarrollo han optado por reducir la desigualdad aplicando impuestos a la propiedad, aumentando la progresividad en los impuestos sobre la renta personal, minimizando las exenciones de imposición indirecta, luchando contra la evasión fiscal y rebajando las deducciones por compra de vivienda o por plusvalías del capital. En algunos países europeos, también se ha propuesto reducir las cotizaciones sociales de los trabajadores con menores salarios (FMI, 2014) y, entre otras medidas innovadoras, se cuentan aquellas que gravan el uso de carbón en los precios de la energía o recortes a los subsidios a las energías fósiles<sup>5</sup>. En el cuerpo superior del cuadro 1 aparecen otras alternativas fiscales para reducir la desigualdad. Estas medidas fiscales no están exentas de críticas. En particular, pueden generar incentivos perversos o desincentivos al esfuerzo cuanto mayor es la presión fiscal. Por otro lado, puede surgir un problema de riesgo moral, pues algunos individuos podrían reducir sus esfuerzos para mejorar sus ingresos y confiar en el papel del Estado como seguro contra la desigualdad.

Por el lado del gasto, existe consenso internacional en promulgar medidas para facilitar el acceso a la sanidad y la educación, además de

promover programas condicionales de inclusión social y de lucha contra la pobreza<sup>6</sup>. En este sentido, la mayor parte de los organismos internacionales está de acuerdo en que los países con mayores niveles de desigualdad deberían unificar y ampliar sus programas de asistencia social, dirigir sus subvenciones hacia los más pobres y vincular las transferencias de dinero estatal a los más vulnerables a servicios de salud y educación (véase cuerpo inferior del cuadro 1). La condicionalidad de estos programas de gasto es crucial para evitar situaciones de trampa de la pobreza, en la que los individuos no consiguen desprenderse nunca de las transferencias.

---

*La mayor parte de los organismos internacionales está de acuerdo en que los países con mayores niveles de desigualdad deberían unificar y ampliar sus programas de asistencia social, dirigir subvenciones hacia los más pobres y vincular las transferencias de dinero estatal a los más vulnerables a servicios de salud y educación.*

---

En cuanto a las políticas preventivas, se suelen sustentar en reformas estructurales. Las más importantes están relacionadas con una mayor eficiencia en la educación, dado que la reducción de la desigualdad en algunos países emergentes puede explicarse por la caída de la prima por educación. Aunque la información del Banco Mundial no confirma que esta caída se deba a un exceso de oferta laboral con educación terciaria, el acceso a la educación superior juega un papel fundamental para impulsar la movilidad intergeneracional. La reciente reforma de la educación chilena va en este sentido, dado que prevé garantizar una educación superior gratuita y de calidad, incorporando medidas como la preparación para el acceso efectivo a la educación superior o un aumento de los fondos para investigación científica y tecnológica en los establecimientos de educación superior.

<sup>5</sup> Una de las mayores cargas económicas en los presupuestos de muchos países emergentes son los subsidios a alimentos y combustibles, que contribuyen a generar desequilibrios macroeconómicos en situaciones de insostenibilidad de los déficits públicos.

<sup>6</sup> Como los llevados a cabo por ejemplo en Brasil (Bolsa Familia) o en México (Oportunidades).

Cuadro 1

**Opciones de reforma fiscal para redistribución eficiente**

		<i>Países avanzados</i>	<i>Países en desarrollo</i>
Gasto social	Mejora de la sostenibilidad fiscal del sistema de pensiones existentes incrementando la edad de jubilación	X	X
	Reducir el vínculo entre contribuciones y beneficios		X
	Aumentar pensiones sociales no contributivas con comprobación de recursos		X
	Aumentar la comprobación de recursos de los beneficios familiares con un mayor vínculo al trabajo	X	
	Intensificar el uso de programas activos de mercado de trabajo y los beneficios laborales para receptores de beneficios sociales	X	
	Desarrollar cuentas de ahorro de desempleo		X
	Consolidar programas de asistencia social y mejorar objetivos		X
	Reemplazar subsidios de precios generales con transferencias por objetivos	X	X
	Extender programas de transferencias de rentas condicionadas a medida que mejore la capacidad administrativa		X
	Mejorar el diseño de programas de trabajo público como instrumento de seguridad neto		X
	Mejora al acceso a la educación de familias con menores recursos	X	X
	Aumentar la financiación privada para educación terciaria	X	X
	Mantener el acceso de grupos de rentas bajas a servicios de salud esenciales	X	
	Extender la cobertura de los paquetes de salud básicos financiados por el sector público		X
Fiscalidad	Implementar estructuras progresivas en IRPF	X	X
	Rebajar la presión fiscal o de contribuciones sociales de los trabajadores de salarios bajos	X	
	Extender la cobertura del IRPF		X
	Reconsiderar exenciones fiscales, basadas en una revisión crítica de impuestos-gastos	X	X
	Imponer un umbral razonable de exención del IRPF		X
	Gravar diferentes tipos de ingresos de capital de manera neutral	X	
	Desarrollar una fiscalidad más efectiva de multinacionales	X	X
	Intercambio de información automática internacionalmente	X	X
	Utilizar mejor las oportunidades de impuestos a la propiedad recurrentes	X	X
	Examinar la posibilidad de impuestos a herencias y donaciones más eficientes	X	
	Minimizar las exenciones del IVA y tramos especiales del IVA	X	X
	Determinar un umbral de registro de IVA suficientemente alto	X	X
Utilizar impuestos específicos básicamente para objetivos más allá de la redistribución	X	X	

Fuente: FMI (2014), p.43.

Castelló-Climent y Doménech (2014) concluyen que existe una baja correlación entre cambios en la desigualdad de la renta y desigualdad en educación a nivel global. Este resultado se basa en que el descenso de la desigualdad de ingresos provocado por la mejora del acceso a la educación reglada entre los individuos en la parte baja de la distribución de la renta, se ha visto compensado por el efecto de los rendimientos crecientes de la educación –que aumentan más que proporcionalmente los salarios de los trabajadores con educación terciaria– y por factores exógenos tales como el progreso tecnológico sesgado hacia las habilidades o la globalización. Adicionalmente, De la Torre *et al.* (2015), aluden también a factores por el lado de la demanda de trabajo, entre ellos, la aceleración en la obsolescencia de habilidades, que ha reducido la prima por educación de los trabajadores con mayor experiencia, y la heterogeneidad en la dinámica salarial, que ha llevado a un aumento de las remuneraciones en sectores demandantes de trabajo con baja cualificación. Con todo, existe evidencia empírica de que las mejoras educativas no son condición suficiente para reducir la desigualdad de ingresos, si bien repercuten en una mejora de las condiciones de vida de los individuos en la parte baja de la distribución.

Por lo que respecta al mercado laboral, las medidas que reducen la desigualdad se concentran, principalmente, en la reducción del desempleo (subvenciones y políticas activas), en aquellas

---

*Existe evidencia empírica de que las mejoras educativas no son condición suficiente para reducir la desigualdad de ingresos, si bien repercuten en una mejora de las condiciones de vida de los individuos en la parte baja de la distribución.*

---

orientadas a reducir la brecha entre empleados fijos y temporales (eliminación de la dualidad laboral), la mayor meritocracia en las retribuciones

o el aumento de los salarios mínimos. El aumento de los salarios mínimos es una de las medidas más controvertidas en este sentido, ya que puede significar la exclusión de determinados colectivos del mercado y facilitar una compresión salarial que dificulte la correcta asignación de los recursos y el ajuste ante perturbaciones.

Otros factores propuestos para reducir la desigualdad son una mayor inclusión financiera y mayor facilidad para el acceso al crédito y a los servicios financieros básicos<sup>7</sup>. Sin embargo, un trabajo reciente de Denk y Cournède (2015), muestra que la expansión financiera ha impulsado una mayor desigualdad de ingresos en los países de la OCDE. En concreto, apuntan que mayores niveles de intermediación crediticia y mercados bursátiles están relacionados con una distribución más desigual de las rentas. Además, como vimos en el apartado anterior, este tipo de políticas pueden tener implicaciones para la estabilidad financiera.

El caso de Latinoamérica merece especial mención, dada la reducción de la desigualdad observada en los últimos años. Según Levy (2015), una combinación de políticas “óptima” de reducción de la desigualdad de la renta y riqueza para los países latinoamericanos se podría resumir en los siguientes puntos: programas de transferencias condicionadas, de carácter transitorio y focalizadas en inversiones en capital humano de los más pobres; aseguramiento social universal, con una sola fuente de financiación y con un claro foco en la protección de riesgos; eliminación de rentas derivadas de concentraciones, monopolios, corrupción, privilegios exclusivos; equidad en el acceso a servicios públicos de calidad (educación, salud, seguridad pública, justicia); y equidad en derechos políticos.

## Conclusiones

La desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza ha adquirido una nueva relevancia en la discusión académica y entre los responsables de política económica. Aunque el elevado dina-

<sup>7</sup> Para un resumen detallado de la literatura relacionada véase Beck (2012) y Demirgüç-Kunt y Levine (2009).

mismo de las economías emergentes ha reducido la desigualdad a nivel global, esta reducción ha venido acompañada por un aumento de la misma dentro de los países, especialmente en los desarrollados, que se ha acentuado tras la Gran Recesión. La evidencia teórica y empírica no acaba de ser concluyente sobre la relación entre crecimiento y desigualdad; además, no es inmediato determinar qué dimensión de la desigualdad es más relevante. En consecuencia, debe mantenerse un enfoque normativo. Con esta perspectiva, es útil que las autoridades económicas dispongan de información sobre las políticas que se han mostrado más eficaces para reducir la desigualdad, sin olvidar su posible impacto sobre el crecimiento. En este sentido la discusión no puede limitarse a la dimensión monetaria de la desigualdad (definida en términos de renta y/o riqueza), si no que otras dimensiones, como la salud y la educación, también influyen en el bienestar de los individuos y refuerzan el crecimiento económico.

La experiencia muestra que no existe una forma homogénea de combatir eficazmente la desigualdad en todos los países. Siempre debe tenerse en cuenta que muchas de estas medidas pueden tener efectos adversos sobre el crecimiento, por lo que su diseño adecuado es de crucial relevancia. En los países avanzados las mejores experiencias apuntan a sistemas fiscales progresivos y políticas que mejoren el capital humano. En los países en vías de desarrollo, además, el establecimiento de incentivos que reduzcan la informalidad y procuren una mayor inclusión financiera podría llevar a una distribución de las rentas menos polarizada y a una mejora de los estándares de vida en promedio.

## Referencias

- ACEMOGLU, D. (2003), "Patterns of skill premia", *The Review of Economic Studies*, 70(2): 199-230.
- AGHION, P., y P. BOLTON (1992), "An incomplete contracts approach to financial contracting", *The Review of Economic Studies*, vol. 59, nº. 3 (jul., 1992): 473-494.
- ALESINA, A., y R. PEROTTI (1996), "Income distribution, political instability, and investment", *European Economic Review*, 40(6): 1203-1228.
- ALESINA, A., y D. RODRIK (1994), "Distributive Politics and Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, nº. 2 (mayo, 1994): 465-490.
- ALVAREDO, F.; ATKINSON, A.B.; PIKETTY T., y E. SAEZ (2013), "The Top 1 Percent in International and Historical Perspective", *The Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 3-20.
- AUTOR D.H.; KATZ, L.F., y M.S. KEARNEY (2006), "The Polarization of the US Labor Market", *The American Economic Review*, 96(2): 189-194.
- BAGCHI, S., y J. SVEJNAR (2015), "Does Wealth Inequality Matter for Growth? The Effect of Billionaire Wealth, Income Distribution, and Poverty", *Journal of Comparative Economics*, próxima aparición.
- BARRO, R.J. (2000), "Inequality and Growth in a Panel of Countries", *Journal of Economic Growth*, 5, marzo: 5-32.
- BECK, T. (2012), "The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics", en D.C. MUELLER (ed.), *The Oxford Handbook of Capitalism*, Oxford University Press, New York.
- BIVENS, J., y L. MISHEL (2013), "The pay of corporate executives and financial professionals as evidence of rents in top 1 percent incomes", *The Journal of Economic Perspectives*, 27(3): 57-77.
- BOURGUIGNON (1981), "Pareto Superiority of Unegalitarian Equilibria in Stiglitz' Model of Wealth Distribution with Convex Saving Function", *Econometrica*, vol. 49, nº. 6 (nov., 1981): 1469-1475.
- BIRDSALL, N., y J.L. LONDONO (1997), "Asset Inequality Matters: An Assessment of the World Bank's Approach to Poverty Reduction", *The American Economic Review Papers and Proceedings*, 87(2): 32-37.
- BRANDOLINI, A. (2015), "Inequality and Macroeconomy: Some thoughts", presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España: *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.

- BRINDUSA A.; DE LA RICA, S., y A. LACUESTA (2013), "Employment Polarisation in Spain over the Course of the 1997-2012 Cycle", *Documentos de Trabajo*, n.º 1321, Banco de España.
- CASTELLÓ-CLIMENT, A., y R. DOMÉNECH (2014), "Human Capital and Income Inequality: Some Facts and Some Puzzles", *BBVA Working paper*, n. 12/28.
- CHRISTOPOULOU, R.; JIMENO, J.F., y A. LAMO (2010), "Changes in the Wage Structure in EU Countries", *Documentos de Trabajo*, 1017, Banco de España.
- CORAK, M. (2013), "Inequality from Generation to Generation: The United States in Comparison", en R. RYCROFT (editor), *The Economics of Inequality, Poverty, and Discrimination in the 21<sup>st</sup> Century*, ABC-CLIO.
- DE LA TORRE, A.; LEDERMAN, D., y J. SILVA (2015), "The Recent Fall in Inequality in LAC: Searching for an Explanation", presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España: *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y R. LEVINE (2009), "Finance and Inequality: Theory and Evidence", *Annual Review of Financial Economics*, 1(1): 287-318.
- DENK, O., y B. COURNÈDE (2015), "Finance and income inequality in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1224.
- DI NARDO, J.; FORTIN, N.M., y T. LEMIEUX (1996), "Labour market institutions and the distribution of wages, 1973–1992: a semi-parametric approach", *Econometrica*, vol. 64, n.º 5: 1001–1044
- DOLLAR, D.; KLEINEBERG, T., y A. KRAAY (2015), "Growth Still Is Good for the Poor", *The World Bank Policy Research Working Paper*, 6568.
- FMI (2014), "Fiscal policy and income inequality", *IMF Policy Paper*, enero.
- *Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective*.
- GASPARINI, L. (2015), "Assessing Inequality in Latin America from a Global Perspective", presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España, *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- GOLDIN, C., y L.F. KATZ (2007), "Long-Run Changes in the Wage Structure: Narrowing, Widening, Polarizing", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 135-165.
- GOOS M.; MANNING A., y A. SALOMONS (2009), "Explaining Job Polarization in Europe: The Roles of Technology, Globalization and Institutions", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 99(2): 58-63.
- HELPMAN, E.; ITSKHOKI, O.; MUENDLER, M.A., y S.J. REDDING (2012), "Trade and inequality: From theory to estimation", *Working Paper*, 17991, National Bureau of Economic Research
- KARABARBOUNIS, L., y B. NEIMAN (2014), "The Global Decline of the Labor Share", *Quarterly Journal of Economics*, 129(1): 61-103, febrero.
- KOENIGER, W.; LEONARDI, M., y L. NUNZIATA (2007), "Labor market institutions and wage inequality", *Industrial & Labor Relations Review*, 60(3): 340-356.
- KRUEGER, A. (2012), "The Rise and Consequences of Inequality", Presentation made to the Center for American Progress, January 12<sup>th</sup>.
- KRUSELL, P., y A.A. SMITH, JR. (1998), "Income and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy", *Journal of Political Economy*, 106(5): 867-896.
- KUMHOF, M.M.; RANCIÈRE, R., y P. WINANT (2015), "Inequality, Leverage and Crises", *American Economic Review*, 105(3), marzo: 1217-1245.
- LEVY, S. (2015), "Notas sobre desigualdad en Latinoamérica", presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España, *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- LOPEZ, J.H. (2004), "Pro-growth, pro-poor: Is there a tradeoff?", *Policy Research Working Paper Series*, 3378, The World Bank.
- MIRRLEES, J.A. (1971), "An exploration in the theory of optimum income taxation", *The Review of Economic Studies*, vol. 38, n.º 2 (abril): 175-208.
- MORRISON, C., y F. MURTIN (2011), "Average income inequality between countries (1700-2030)", *Working Papers*, P25, FERDI.

- MURPHY, K.; SHLEIFER, A., y R. VISHNY (1989), "Income distribution, market size and industrialization", *Quarterly Journal of Economics*, 104: 537–564.
- OCDE (2014), *Focus on Inequality and Growth*, diciembre, en: <http://www.oecd.org/social/Focus-Inequality-and-Growth-2014.pdf>
- OLARREAGA, M. (2015), "Inequality in Online Trade," presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España, *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- OSTRY, J.D.; BERG, A., y C. TSANGARIDES (2014), "Redistribution, Inequality, and Growth", *IMF Staff Discussion Note*, 14/02, International Monetary Fund, Washington.
- PEROTTI, R. (1996), "Growth income distribution, and democracy: What the data say", *Journal of Economic Growth*, 1(2): 149-187.
- PERSSON, T., y G. TABELLINI (1994), "Is Inequality Harmful for Growth?", *American Economic Review*, vol. 84, nº. 3 (jun.): 600-621.
- PIKETTY, T. (2014), *Capital in the twenty-first century*, Cambridge, MA, London.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2015), "International Inequality in Living Standards 1870-2007", presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España, *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- RAJAN, R. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- RANCIÈRE, R. (2015), "Inequality and Macroeconomics", presentado en la 4ª Policy Conference Banco Mundial – Banco de España, *The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- SEN, A. (1993), "Capability and well-being", en M. NUSSBAUM y A. SEN (Eds.), *The Quality of Life*, Clarendon Press, Oxford.
- TINBERGEN, J. (1974), "Substitution of graduate by other labour", *Kyklos*, vol. 27 (2): 217-226.

# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

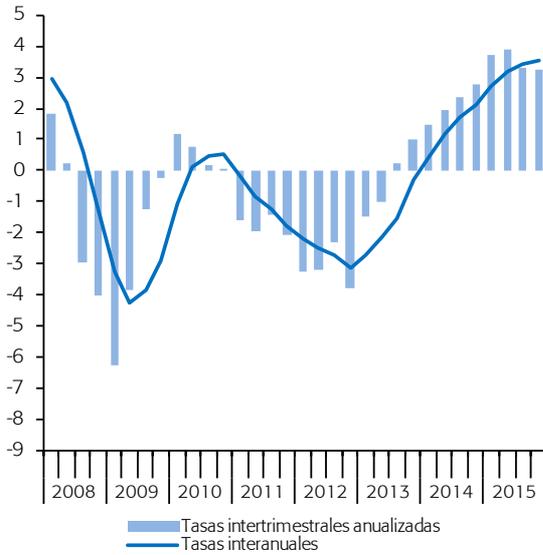
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
2009	-3,6	-3,6	4,1	-16,9	-16,1	-20,3	-11,4	-18,3	-11,0	-18,3	-6,4	2,8
2010	0,0	0,3	1,5	-4,9	-10,1	-11,6	-8,5	5,4	9,4	6,9	-0,5	0,5
2011	-1,0	-2,4	-0,3	-6,9	-11,7	-13,3	-10,2	0,9	7,4	-0,8	-3,1	2,1
2012	-2,6	-3,5	-4,5	-7,1	-8,3	-5,4	-10,7	-5,3	1,1	-6,2	-4,7	2,1
2013	-1,7	-3,1	-2,8	-2,5	-7,1	-7,2	-7,1	3,5	4,3	-0,3	-3,1	1,4
2014	1,4	1,2	0,0	3,5	-0,2	-1,4	0,8	7,7	5,1	6,4	1,6	-0,2
2015	3,2	3,1	2,7	6,4	5,3	2,4	7,5	7,5	5,4	7,5	3,7	-0,5
2016	2,7	3,3	2,0	4,3	3,6	3,6	3,7	5,1	3,8	5,7	3,2	-0,5
2017	2,3	2,6	1,3	3,9	3,8	5,5	2,4	4,0	4,8	6,0	2,6	-0,3
2014 I	0,4	0,3	0,0	1,4	-6,5	-6,9	-6,2	11,5	4,6	6,2	0,7	-0,3
II	1,2	1,1	0,2	4,3	0,8	-1,5	2,7	8,3	2,8	5,2	1,8	-0,6
III	1,7	1,4	0,2	3,4	1,3	0,6	1,8	5,7	6,4	7,3	1,8	-0,1
IV	2,1	1,8	-0,5	4,9	4,1	2,5	5,2	5,7	6,5	6,8	2,0	0,1
2015 I	2,7	2,5	1,5	6,1	6,2	2,9	8,8	6,0	5,8	7,6	3,1	-0,4
II	3,2	2,9	2,5	6,3	5,2	2,6	7,3	7,5	6,0	7,4	3,4	-0,2
III	3,4	3,5	3,0	6,7	5,2	2,1	7,6	8,2	4,5	7,2	4,1	-0,7
IV	3,5	3,5	3,7	6,4	4,6	2,2	6,4	8,4	5,3	7,7	4,1	-0,6
2016 I	3,3	3,5	2,4	5,5	4,2	3,0	5,1	6,9	4,8	6,2	3,6	-0,3
II	2,8	3,5	2,1	4,2	3,2	3,0	3,3	5,2	3,8	6,2	3,5	-0,7
III	2,5	3,1	1,9	4,0	3,4	3,8	3,1	4,6	3,1	4,5	2,8	-0,3
IV	2,2	3,0	1,7	3,8	3,7	4,5	3,1	3,8	3,5	5,8	2,8	-0,6
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2014 I	1,5	0,0	-0,2	1,5	-3,1	-1,0	-4,8	6,4	6,6	7,3	1,4	0,0
II	2,0	1,9	-0,8	8,6	11,9	5,7	16,9	5,3	4,8	7,2	2,5	-0,5
III	2,4	1,9	0,1	3,7	2,8	3,3	2,4	4,7	14,0	13,7	1,9	0,5
IV	2,7	3,1	-1,0	5,7	5,2	2,3	7,5	6,2	0,8	-0,6	2,3	0,5
2015 I	3,7	3,2	8,0	6,4	5,2	0,5	8,9	7,6	4,1	10,7	5,6	-1,9
II	3,9	3,2	3,0	9,5	7,7	4,2	10,4	11,4	5,8	6,3	3,9	0,0
III	3,3	4,6	2,2	5,2	2,9	1,7	3,9	7,6	7,6	13,1	4,7	-1,4
IV	3,2	3,0	1,7	4,7	2,5	2,4	2,7	6,8	3,8	1,1	2,3	0,9
2016 I	2,6	3,4	2,6	2,7	3,6	3,8	3,5	1,9	2,1	4,8	3,2	-0,5
II	2,2	3,2	1,8	4,1	3,7	4,3	3,3	4,4	1,7	6,3	3,3	-1,2
III	1,8	3,0	1,6	4,5	3,7	4,7	3,0	5,2	4,9	5,7	2,8	-1,0
IV	2,1	2,6	1,0	3,9	3,8	5,2	2,8	3,9	5,2	6,2	2,5	-0,4
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
2009	1.079,0	56,1	20,5	24,3	16,2	8,1	8,1	8,2	22,7	23,8	101,2	-1,2
2010	1.080,9	57,2	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.070,4	57,8	20,5	21,5	12,5	5,7	6,8	9,0	28,9	29,2	100,2	-0,2
2012	1.042,9	58,6	19,7	20,1	11,3	5,2	6,2	8,7	30,6	29,1	98,5	1,5
2013	1.031,3	58,0	19,6	19,2	10,3	4,5	5,7	9,0	32,0	28,7	96,8	2,1
2014	1.041,2	58,3	19,4	19,6	10,1	4,4	5,7	9,5	32,5	30,1	97,5	2,5
2015	1.081,2	57,6	19,3	20,4	10,4	4,5	5,9	10,0	33,1	30,7	97,5	2,5
2016	1.118,0	57,3	19,1	20,9	10,6	4,6	6,0	10,3	33,5	31,1	97,6	2,4
2017	1.155,8	57,7	18,9	21,4	10,9	4,8	6,0	10,5	34,4	32,7	98,4	1,6

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

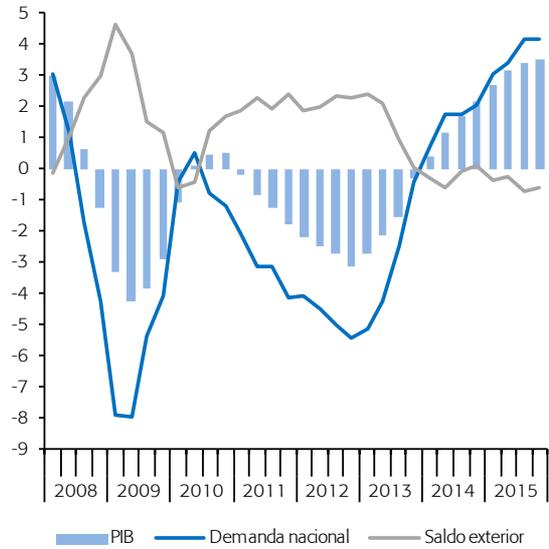
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

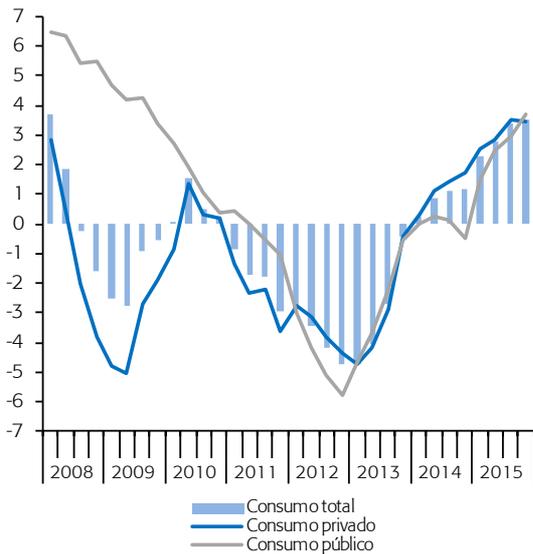
**Gráfico 1.1 - PIB**  
Tasas de crecimiento



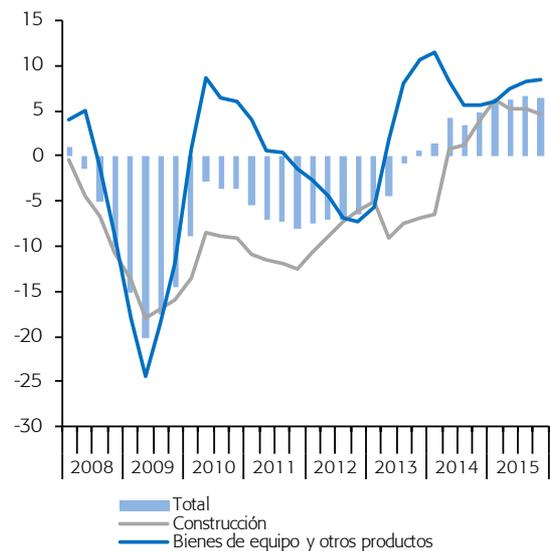
**Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**Gráfico 1.3 - Consumo final**  
Tasas de crecimiento interanuales



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



Cuadro 2

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

Previsiones en azul

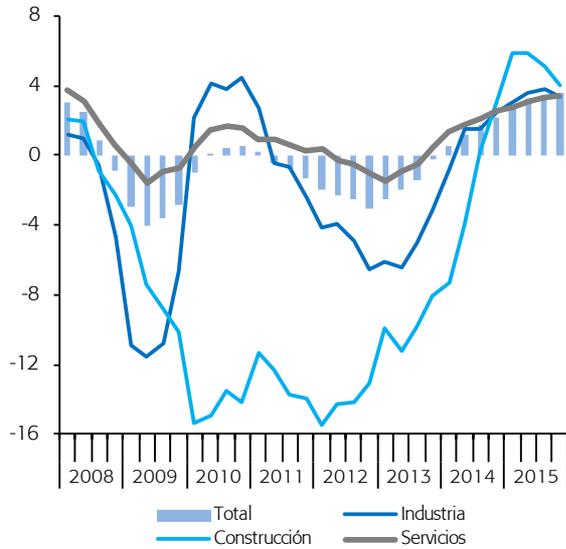
	Valor añadido bruto a precios básicos												Impuestos netos sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios	
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>													
2009	-3,4	-3,6	-10,0	-7,6	-1,0	-3,7	0,6	-6,1	3,4	-3,7	2,3	0,7	-5,9
2010	0,0	2,1	3,6	-14,5	1,3	1,5	3,9	-3,3	2,0	-1,4	2,4	1,4	0,1
2011	-0,6	4,4	-0,2	-12,8	0,7	-0,1	-0,2	-2,4	2,8	2,3	0,9	-0,2	-5,6
2012	-2,5	-11,0	-4,9	-14,3	-0,4	-0,6	2,2	-3,6	2,0	-1,3	-0,8	-1,4	-4,4
2013	-1,6	16,5	-5,2	-9,8	-0,6	0,1	0,7	-7,8	1,6	-1,9	-1,1	-0,7	-2,9
2014	1,4	-3,7	1,2	-2,1	1,9	3,2	4,7	-1,0	1,2	3,4	-0,4	4,4	0,8
2015	3,3	1,9	3,4	5,2	3,1	4,8	4,7	-0,9	0,8	5,8	1,7	4,2	2,8
2016	2,7	2,8	2,4	4,4	2,6	3,0	3,3	1,1	1,5	4,5	1,7	3,8	3,0
2017	2,2	2,0	2,4	4,3	2,1	2,0	2,7	1,4	1,7	4,2	1,3	3,0	2,6
2014 I	0,5	3,2	-0,8	-7,3	1,3	2,5	4,4	-1,8	1,1	1,1	-0,5	3,4	-0,4
II	1,2	-6,0	1,5	-3,9	1,8	3,1	4,3	-1,2	1,2	3,1	-0,5	4,4	0,8
III	1,7	-2,9	1,5	0,2	2,1	3,3	5,0	-0,6	1,3	4,1	-0,5	4,9	1,3
IV	2,2	-8,7	2,5	3,1	2,5	4,0	5,0	-0,2	1,1	5,3	-0,2	5,0	1,7
2015 I	2,7	-4,0	3,0	5,9	2,7	4,1	4,4	-2,3	1,0	6,2	0,9	4,5	2,3
II	3,2	2,0	3,6	5,8	3,0	4,6	5,0	-0,4	0,9	6,5	1,1	3,9	2,6
III	3,5	3,7	3,8	5,1	3,3	5,1	5,0	-1,1	0,7	5,7	2,2	4,0	2,7
IV	3,5	6,2	3,4	4,0	3,4	5,3	4,6	0,2	0,8	4,9	2,4	4,5	3,6
2016 I	3,3	4,9	2,7	3,8	3,3	4,9	4,4	0,7	1,3	4,8	2,0	4,3	3,4
II	2,8	4,4	2,2	5,0	2,7	3,4	3,5	0,4	1,4	4,0	2,1	4,3	3,4
III	2,4	2,1	2,3	4,7	2,2	2,0	2,9	1,7	1,5	4,9	1,6	3,5	3,5
IV	2,2	-0,1	2,6	4,2	2,1	1,9	2,4	1,4	1,8	4,3	1,3	3,1	1,8
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>													
2014 I	1,5	-19,4	3,7	-5,6	2,4	5,2	5,3	8,3	-0,9	1,7	-1,0	5,5	1,4
II	2,1	-18,2	2,7	-0,2	3,0	5,2	3,3	-5,3	2,8	6,7	0,1	5,3	0,3
III	2,6	4,2	1,0	8,5	2,4	3,7	5,4	-1,0	3,1	3,8	-1,0	6,3	0,5
IV	2,6	0,9	2,5	10,5	2,1	1,8	5,8	-2,4	-0,7	9,4	1,2	2,8	4,7
2015 I	3,7	-1,3	5,9	4,9	3,3	5,8	3,0	-0,6	-1,0	5,2	3,3	3,7	3,7
II	4,1	4,1	4,8	-0,4	4,3	7,2	5,8	2,4	2,3	7,6	1,0	2,7	1,5
III	3,5	11,4	1,8	5,5	3,5	5,7	5,2	-3,8	2,1	0,7	3,3	6,9	1,0
IV	2,7	11,3	1,0	6,2	2,6	2,5	4,5	2,8	-0,2	6,3	2,1	4,8	8,3
2016 I	2,6	-6,0	3,0	4,1	2,7	4,1	2,1	1,4	1,0	4,8	1,5	2,8	2,8
II	2,2	2,0	2,8	4,2	1,9	1,2	2,4	1,4	2,7	4,4	1,3	2,8	1,7
III	1,9	2,0	2,3	4,2	1,6	0,2	2,5	1,4	2,5	4,0	1,3	3,6	1,2
IV	2,2	2,0	2,3	4,3	2,0	2,1	2,6	1,4	1,0	4,0	1,3	3,2	1,5
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>											
2009	1.006,1	2,3	16,6	10,6	70,4	22,0	4,4	5,7	8,9	7,3	18,2	4,0	7,2
2010	989,9	2,6	17,2	8,8	71,4	22,5	4,4	4,4	10,2	7,2	18,7	4,1	9,2
2011	983,7	2,5	17,4	7,5	72,6	22,9	4,3	4,2	10,9	7,4	18,7	4,2	8,8
2012	957,1	2,5	17,2	6,3	74,0	23,6	4,4	4,3	11,6	7,4	18,6	4,2	9,0
2013	941,3	2,8	17,1	5,6	74,5	23,8	4,3	3,8	12,0	7,3	19,0	4,2	9,6
2014	948,3	2,5	17,0	5,4	75,1	24,1	4,3	4,1	12,0	7,4	18,8	4,3	9,8
2015	981,8	2,5	17,0	5,5	74,9	24,5	4,2	3,9	11,7	7,6	18,7	4,4	10,1
2016	1.013,4	2,6	16,9	5,6	74,9	24,5	4,2	3,6	11,5	7,8	18,8	4,4	10,3
2017	1.045,9	2,7	17,0	5,7	74,6	23,7	4,2	4,0	11,4	8,1	18,9	4,3	10,5

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

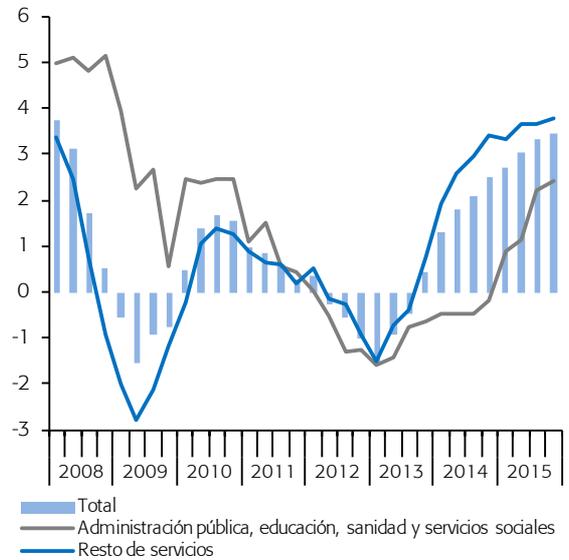
**Gráfico 2.1 - VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



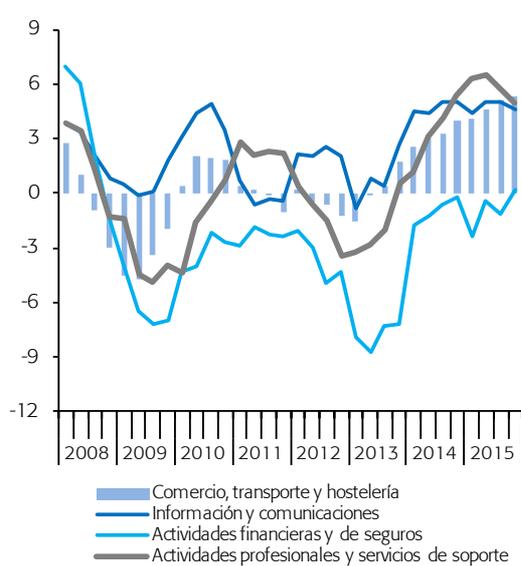
**Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)**

Tasas de crecimiento interanuales



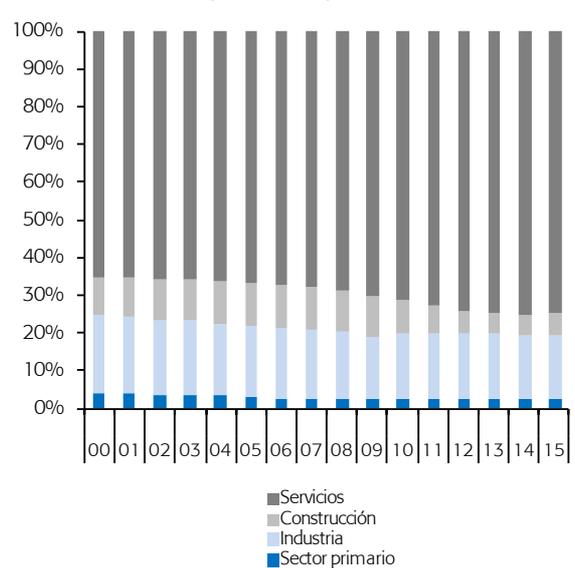
**Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)**

Tasas de crecimiento interanuales



**Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial**

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

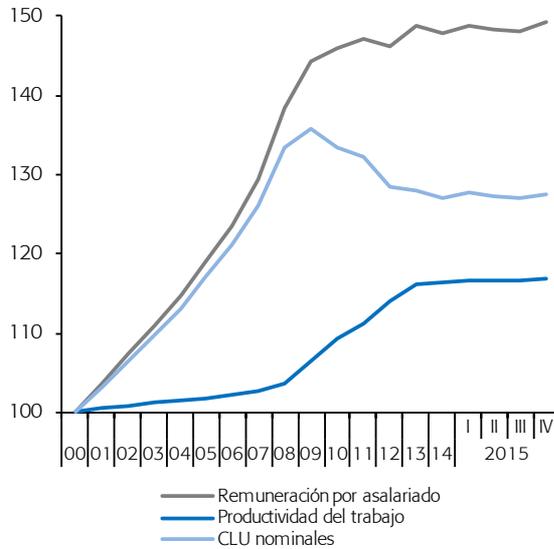
Previsiones en azul

	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, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
2009	124,5	117,1	106,4	144,4	135,7	101,2	100,1	82,2	121,8	152,6	125,3	99,0
2010	124,5	114,0	109,3	145,9	133,5	99,4	100,1	78,9	126,9	155,6	122,6	97,7
2011	123,3	110,8	111,3	147,1	132,2	98,4	98,8	75,9	130,1	159,0	122,1	95,3
2012	120,1	105,4	113,9	146,2	128,4	95,5	93,5	70,8	132,1	161,4	122,1	95,6
2013	118,1	101,7	116,1	148,7	128,1	94,8	92,3	67,8	136,2	163,7	120,2	94,2
2014	119,7	102,8	116,4	147,9	127,0	94,3	94,3	67,8	139,1	166,3	119,5	93,9
2015	123,5	105,8	116,7	148,7	127,4	94,0	97,8	69,8	140,2	166,0	118,4	92,7
2016	126,8	108,4	117,0	149,9	128,1	93,9	100,9	--	--	--	--	--
2017	129,7	111,0	116,9	151,8	129,9	94,2	103,4	--	--	--	--	--
2014 I	118,7	101,6	116,8	147,8	126,6	94,1	93,6	67,2	139,3	164,8	118,3	93,1
II	119,3	102,5	116,3	147,9	127,2	94,5	93,9	67,8	138,6	166,3	120,0	93,8
III	120,0	103,1	116,4	148,0	127,2	94,4	94,4	68,0	138,8	166,7	120,1	94,6
IV	120,8	103,8	116,3	147,9	127,1	94,3	95,3	68,3	139,6	167,2	119,8	94,2
2015 I	121,9	104,6	116,6	148,8	127,7	94,4	96,2	68,9	139,5	166,2	119,1	93,2
II	123,1	105,5	116,6	148,4	127,3	94,1	97,5	70,0	139,4	166,5	119,5	93,1
III	124,1	106,3	116,7	148,2	127,0	93,6	98,5	70,1	140,4	166,0	118,2	92,7
IV	125,0	106,9	116,9	149,2	127,6	94,0	99,2	70,0	141,7	165,5	116,8	91,6
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
2009	-3,6	-6,1	2,7	4,4	1,6	1,4	-10,9	-12,4	1,8	2,2	0,5	0,5
2010	0,0	-2,7	2,7	1,1	-1,6	-1,8	0,0	-4,0	4,2	1,9	-2,1	-1,3
2011	-1,0	-2,8	1,8	0,9	-0,9	-1,0	-1,3	-3,8	2,6	2,2	-0,4	-2,4
2012	-2,6	-4,9	2,4	-0,6	-2,9	-3,0	-5,3	-6,8	1,5	1,5	0,0	0,3
2013	-1,7	-3,5	1,9	1,7	-0,2	-0,8	-1,4	-4,3	3,1	1,5	-1,5	-1,4
2014	1,4	1,1	0,3	-0,6	-0,8	-0,4	2,2	0,1	2,1	1,5	-0,6	-0,3
2015	3,2	3,0	0,2	0,5	0,3	-0,3	3,7	2,9	0,8	-0,1	-1,0	-1,3
2016	2,7	2,4	0,3	0,8	0,6	-0,1	3,1	--	--	--	--	--
2017	2,3	2,4	-0,1	1,3	1,4	0,3	2,5	--	--	--	--	--
2014 I	0,4	-0,7	1,2	-0,6	-1,7	-1,2	1,6	-2,8	4,6	1,7	-2,8	-1,7
II	1,2	1,0	0,2	-0,5	-0,7	-0,2	2,4	-0,1	2,4	1,5	-1,0	-0,7
III	1,7	1,7	0,0	-0,7	-0,7	-0,5	2,2	1,5	0,7	1,3	0,6	0,5
IV	2,1	2,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,1	2,6	1,8	0,7	1,7	0,9	0,8
2015 I	2,7	2,9	-0,2	0,7	0,9	0,3	2,8	2,6	0,2	0,8	0,7	0,1
II	3,2	2,9	0,3	0,3	0,1	-0,5	3,8	3,2	0,6	0,1	-0,5	-0,8
III	3,4	3,1	0,3	0,1	-0,2	-0,8	4,3	3,1	1,1	-0,4	-1,5	-2,0
IV	3,5	3,0	0,5	0,9	0,4	-0,3	4,1	2,5	1,5	-1,0	-2,4	-2,7

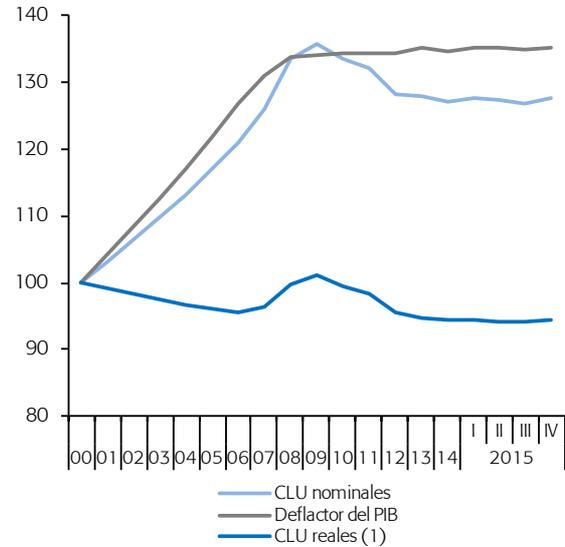
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

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

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

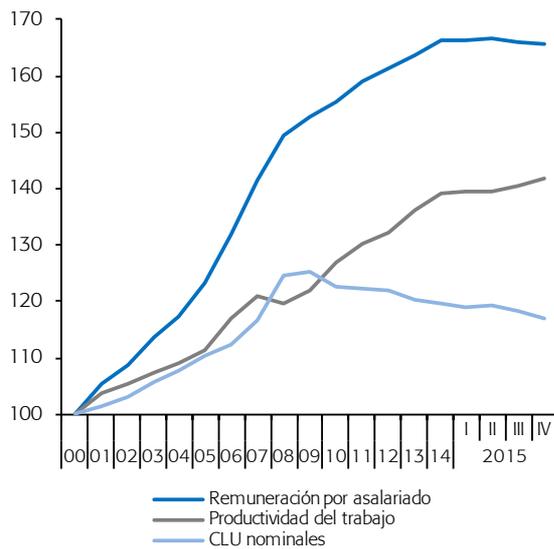


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

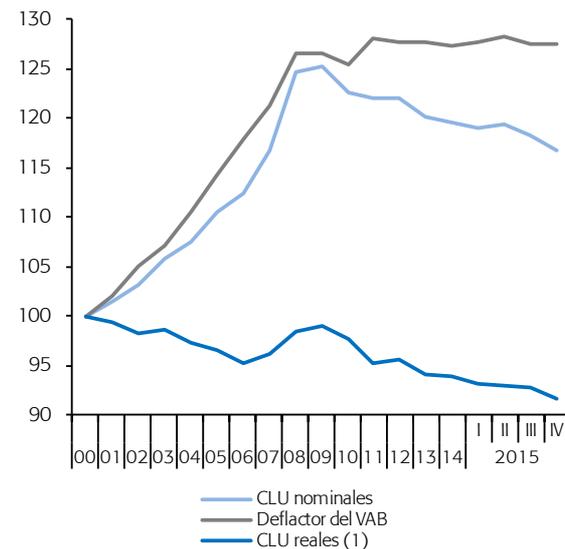


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

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



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



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

## Cuadro 4

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

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transacciones corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres											Porcentaje del PIB		
2009	1.079,0	549,2	455,2	74,7	-19,8	1.059,2	-14,3	1.045,0	826,4	218,6	50,9	42,2	6,9
2010	1.080,9	541,5	445,9	93,6	-15,2	1.065,8	-12,7	1.053,0	840,5	212,6	50,1	41,3	8,7
2011	1.070,4	531,0	449,4	90,0	-18,6	1.051,9	-14,1	1.037,7	838,5	199,2	49,6	42,0	8,4
2012	1.042,9	498,6	450,0	94,2	-7,3	1.035,5	-12,6	1.023,0	816,6	206,3	47,8	43,2	9,0
2013	1.031,3	486,6	444,7	99,9	-4,8	1.026,5	-13,1	1.013,4	800,8	212,6	47,2	43,1	9,7
2014	1.041,2	490,8	446,4	103,9	-4,2	1.036,9	-11,5	1.025,5	809,3	216,2	47,1	42,9	10,0
2015	1.081,2	509,9	460,2	111,1	1,2	1.082,3	-11,5	1.070,9	830,9	240,0	47,2	42,6	10,3
2016	1.118,0	527,7	473,1	117,3	7,0	1.125,0	-11,6	1.113,4	854,6	258,8	47,2	42,3	10,5
2017	1.155,8	545,6	486,3	124,0	10,9	1.166,8	-11,8	1.155,0	886,3	268,7	47,2	42,1	10,7
2014 I	1.031,0	484,9	445,0	101,1	-3,4	1.027,6	-13,5	1.014,1	801,4	212,7	47,0	43,2	9,8
II	1.033,1	486,2	445,6	101,3	-5,9	1.027,2	-13,0	1.014,2	804,8	209,3	47,1	43,1	9,8
III	1.036,6	488,1	446,0	102,5	-6,3	1.030,2	-11,7	1.018,5	808,2	210,4	47,1	43,0	9,9
IV	1.041,2	490,8	446,4	103,9	-4,2	1.036,9	-11,5	1.025,5	809,3	216,2	47,1	42,9	10,0
2015 I	1.049,2	495,1	450,1	104,0	-3,5	1.045,7	-11,5	1.034,2	813,0	221,2	47,2	42,9	9,9
II	1.059,7	499,5	452,9	107,2	-1,3	1.058,4	-11,3	1.047,1	818,9	228,2	47,1	42,7	10,1
III	1.070,5	504,3	457,6	108,6	-0,8	1.069,7	-10,9	1.058,8	824,9	233,9	47,1	42,7	10,1
IV	1.081,2	509,9	460,2	111,1	1,2	1.082,3	-11,5	1.070,9	830,9	240,0	47,2	42,6	10,3
Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior		
2009	-3,3	-1,9	-2,2	-18,1	-33,9	-2,5	-9,1	-2,4	-2,0	-3,9	0,7	0,5	-1,3
2010	0,2	-1,4	-2,0	25,3	-23,4	0,6	-10,9	0,8	1,7	-2,8	-0,8	-0,9	1,7
2011	-1,0	-1,9	0,8	-3,8	22,5	-1,3	11,2	-1,5	-0,2	-6,3	-0,5	0,7	-0,2
2012	-2,6	-6,1	0,1	4,7	-60,5	-1,6	-11,0	-1,4	-2,6	3,6	-1,8	1,2	0,6
2013	-1,1	-2,4	-1,2	6,0	-34,7	-0,9	4,3	-0,9	-1,9	3,0	-0,6	0,0	0,7
2014	1,0	0,9	0,4	4,0	-11,7	1,0	-12,7	1,2	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,3
2015	3,8	3,9	3,1	6,9	-127,4	4,4	0,0	4,4	2,7	11,0	0,0	-0,3	0,3
2016	3,4	3,5	2,8	5,5	505,4	3,9	1,5	4,0	2,9	7,8	0,0	-0,2	0,2
2017	3,4	3,4	2,8	5,7	55,8	3,7	1,5	3,7	3,7	3,8	0,0	-0,2	0,2
2014 I	-0,6	-1,6	-0,9	6,4	-43,4	-0,3	14,6	-0,5	-0,9	1,1	-0,5	-0,1	0,6
II	-0,1	-0,3	-0,6	3,5	46,9	-0,2	3,9	-0,3	0,2	-2,2	-0,1	-0,2	0,3
III	0,6	0,6	-0,3	3,9	51,7	0,3	-11,1	0,5	1,1	-1,9	0,0	-0,4	0,3
IV	1,0	0,9	0,4	4,0	-11,7	1,0	-12,7	1,2	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,3
2015 I	1,8	2,1	1,2	2,9	4,1	1,8	-14,9	2,0	1,4	4,0	0,2	-0,3	0,1
II	2,6	2,8	1,6	5,8	-77,7	3,0	-13,7	3,2	1,7	9,0	0,1	-0,4	0,3
III	3,3	3,3	2,6	6,0	-87,2	3,8	-6,8	4,0	2,1	11,2	0,0	-0,3	0,3
IV	3,8	3,9	3,1	6,9	-127,4	4,4	0,0	4,4	2,7	11,0	0,0	-0,3	0,3

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

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

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

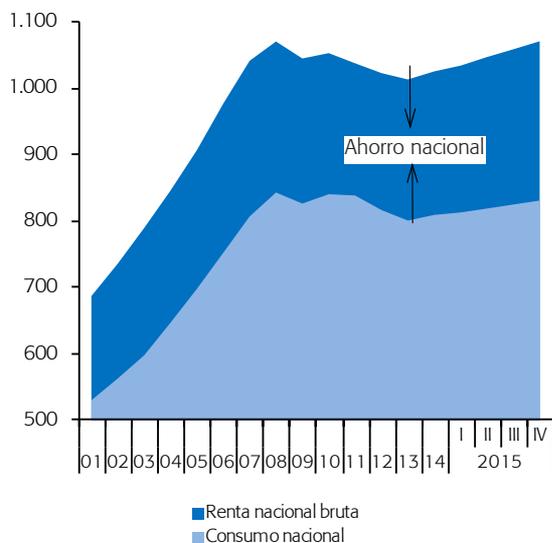


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

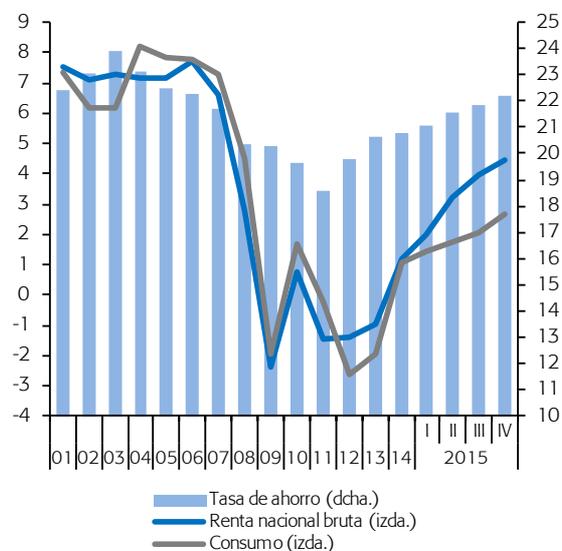


Gráfico 4.3.- Componentes de la renta nacional

Variación interanual en %

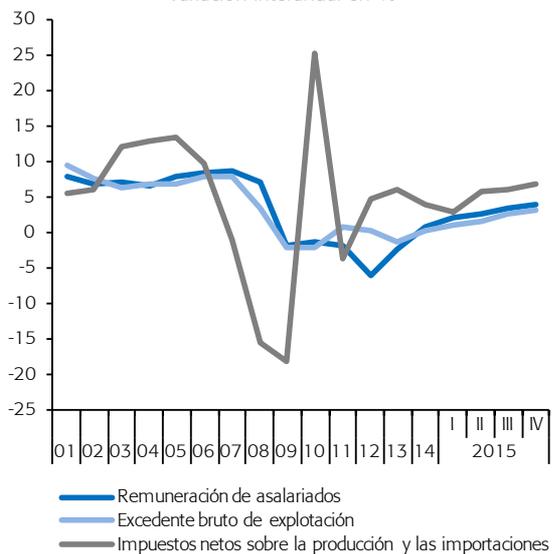
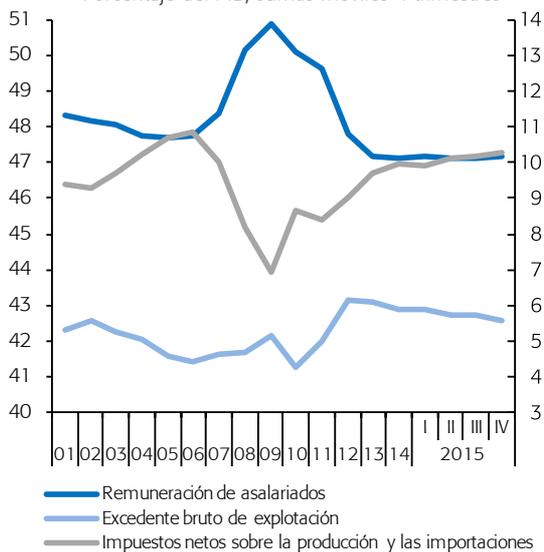


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

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

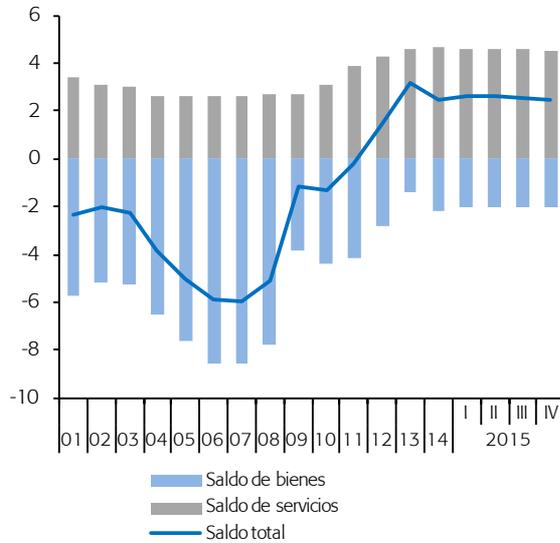
Previsiones en azul

	Bienes y servicios				Rentas	Transfe- rencias corrientes	Cuenta corriente	Transfe- rencias de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ahorro-inversión-déficit		
	Total	Bienes	Servicios turísticos	Servicios no turísticos						Ahorro nacio- nal bruto	Formación bruta de capital	Saldo por cuenta corriente
	1=2+3+4	2	3	4						5	6	7=1+5+6
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>												
2009	-12,4	-41,5	22,4	6,6	-19,8	-14,3	-46,5	4,5	-42,0	218,6	265,1	-46,5
2010	-14,1	-47,8	23,0	10,7	-15,2	-12,7	-42,0	5,9	-36,1	212,6	254,5	-42,0
2011	-2,6	-44,5	26,2	15,6	-18,6	-14,1	-35,3	4,4	-30,9	199,2	234,5	-35,3
2012	15,3	-29,3	27,1	17,5	-7,3	-12,6	-4,6	5,4	0,8	206,3	211,0	-4,6
2013	33,1	-14,2	28,3	18,9	-4,8	-13,1	15,2	7,8	22,9	212,6	197,4	15,2
2014	26,0	-22,5	28,8	19,7	-4,2	-11,5	10,3	6,1	16,4	216,2	205,9	10,3
2015	26,9	-21,6	28,6	20,0	1,2	-11,5	16,6	7,3	23,9	240,0	223,4	16,6
2016	26,8	-22,8	28,9	20,7	7,0	-11,6	22,2	7,5	29,6	258,8	236,6	22,2
2017	18,8	-32,6	29,8	21,6	10,9	-11,8	18,0	7,6	25,6	268,7	250,7	18,0
2014 I	30,6	-17,2	28,5	19,3	-3,4	-13,5	13,7	8,2	21,8	212,7	199,0	13,7
II	26,7	-20,7	28,7	18,8	-5,9	-13,0	7,8	7,5	15,3	209,3	201,5	7,8
III	25,5	-22,2	28,7	19,0	-6,3	-11,7	7,5	7,1	14,5	210,4	202,9	7,5
IV	26,0	-22,5	28,8	19,7	-4,2	-11,5	10,3	6,1	16,4	216,2	205,9	10,3
2015 I	27,4	-21,1	28,7	19,8	-3,5	-11,5	12,4	5,2	17,5	221,2	208,8	12,4
II	27,5	-21,2	28,6	20,2	-1,3	-11,3	15,0	5,7	20,7	228,2	213,2	15,0
III	27,2	-21,7	28,4	20,5	-0,8	-10,9	15,5	7,2	22,6	233,9	218,4	15,5
IV	26,9	-21,6	28,6	20,0	1,2	-11,5	16,6	7,3	23,9	240,0	223,4	16,6
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>												
2009	-1,2	-3,8	2,1	0,6	-1,8	-1,3	-4,3	0,4	-3,9	20,3	24,6	-4,3
2010	-1,3	-4,4	2,1	1,0	-1,4	-1,2	-3,9	0,5	-3,3	19,7	23,5	-3,9
2011	-0,2	-4,2	2,4	1,5	-1,7	-1,3	-3,3	0,4	-2,9	18,6	21,9	-3,3
2012	1,5	-2,8	2,6	1,7	-0,7	-1,2	-0,4	0,5	0,1	19,8	20,2	-0,4
2013	3,2	-1,4	2,7	1,8	-0,5	-1,3	1,5	0,8	2,2	20,6	19,1	1,5
2014	2,5	-2,2	2,8	1,9	-0,4	-1,1	1,0	0,6	1,6	20,8	19,8	1,0
2015	2,5	-2,0	2,6	1,8	0,1	-1,1	1,5	0,7	2,2	22,2	20,7	1,5
2016	2,4	-2,0	2,6	1,8	0,6	-1,0	2,0	0,7	2,7	23,1	21,2	2,0
2017	1,6	-2,8	2,6	1,9	0,9	-1,0	1,6	0,7	2,2	23,2	21,7	1,6
2014 I	3,0	-1,7	2,8	1,9	-0,3	-1,3	1,3	0,8	2,1	20,6	19,3	1,3
II	2,6	-2,0	2,8	1,8	-0,6	-1,3	0,8	0,7	1,5	20,3	19,5	0,8
III	2,5	-2,1	2,8	1,8	-0,6	-1,1	0,7	0,7	1,4	20,3	19,6	0,7
IV	2,5	-2,2	2,8	1,9	-0,4	-1,1	1,0	0,6	1,6	20,8	19,8	1,0
2015 I	2,6	-2,0	2,7	1,9	-0,3	-1,1	1,2	0,5	1,7	21,1	19,9	1,2
II	2,6	-2,0	2,7	1,9	-0,1	-1,1	1,4	0,5	2,0	21,5	20,1	1,4
III	2,5	-2,0	2,7	1,9	-0,1	-1,0	1,4	0,7	2,1	21,8	20,4	1,4
IV	2,5	-2,0	2,6	1,8	0,1	-1,1	1,5	0,7	2,2	22,2	20,7	1,5

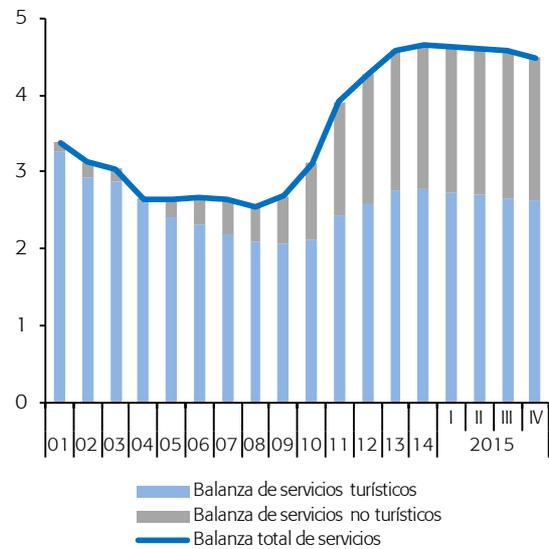
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)**

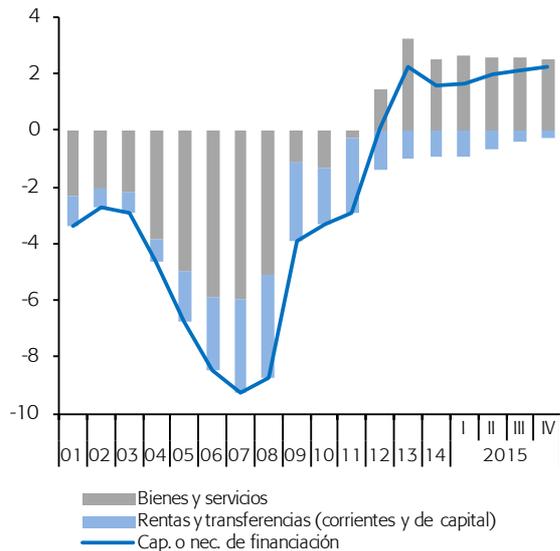
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

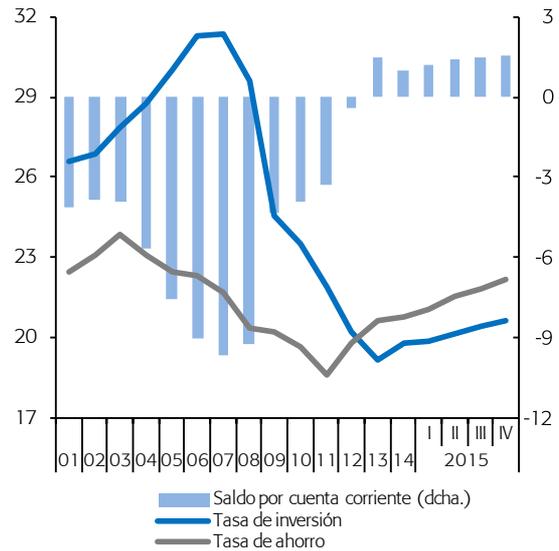
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



Cuadro 6

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

Previsiones en azul

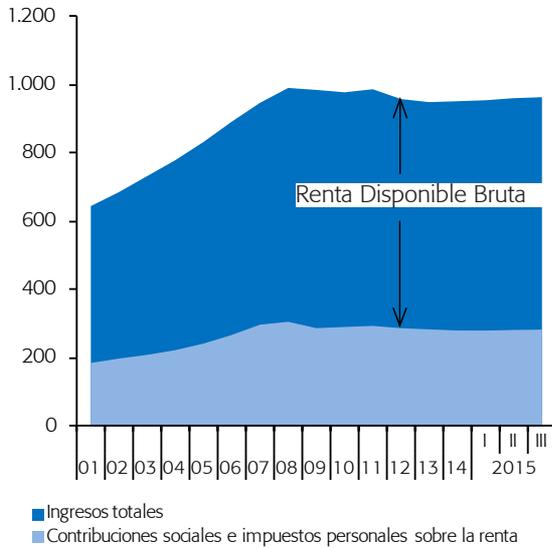
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto de explotación/rentas mixtas y rentas de la propiedad netas	Prestaciones sociales y otras transferencias corrientes (recibidas)	Cotizaciones sociales y otras transferencias corrientes (pagadas)	Impuestos sobre la renta y patrimonio							
	1=2+3+4-5-6	2	3	4	5	6	7	8	9=8/1	10	11	12=8+10-11	13
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
2009	698,9	549,9	199,1	235,9	209,8	76,2	605,3	93,6	13,4	6,7	69,0	31,3	2,9
2010	688,4	542,3	196,3	239,3	209,7	79,9	618,8	69,5	10,1	7,6	63,0	14,2	1,3
2011	694,2	531,9	212,1	242,9	210,3	82,4	618,9	74,7	10,8	5,2	53,8	26,1	2,4
2012	672,1	499,9	210,9	247,3	202,4	83,6	611,4	58,8	8,7	5,0	38,4	25,4	2,4
2013	666,6	488,7	211,0	249,5	199,2	83,4	598,4	66,2	9,9	3,7	26,9	43,0	4,2
2014	672,5	492,9	218,5	240,4	195,3	83,9	606,8	64,6	9,6	4,5	29,3	39,9	3,8
2015	685,3	512,1	215,9	240,1	198,7	84,1	622,2	61,9	9,0	3,9	29,9	35,9	3,3
2016	708,0	529,9	225,8	242,3	203,4	86,6	640,9	66,0	9,3	3,4	30,9	38,6	3,4
2017	733,5	547,9	238,7	246,1	209,6	89,7	667,3	65,1	8,9	3,2	32,8	35,5	3,1
2014 I	664,2	487,1	212,4	246,5	198,3	83,6	598,9	63,8	9,6	3,3	27,3	39,7	3,9
II	665,1	488,3	212,3	244,6	196,8	83,3	602,4	61,4	9,2	3,4	27,6	37,1	3,6
III	667,8	490,2	216,0	240,8	195,3	83,9	605,2	61,3	9,2	3,3	27,9	36,7	3,5
IV	672,5	492,9	218,5	240,4	195,3	83,9	606,8	64,6	9,6	4,5	29,3	39,9	3,8
2015 I	675,5	497,4	216,4	240,8	195,4	83,7	609,0	64,9	9,6	4,1	28,6	40,4	3,8
II	679,9	501,8	218,2	240,7	196,8	84,0	612,9	65,6	9,7	3,1	28,4	40,3	3,8
III	681,7	506,6	216,0	241,0	197,4	84,4	617,5	62,7	9,2	3,1	28,8	37,0	3,5
IV	685,3	512,1	215,9	240,1	198,7	84,1	622,2	61,9	9,0	3,9	29,9	35,9	3,3
<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>									<b>Diferencia sobre año anterior</b>	<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>			<b>Diferencia sobre año anterior</b>
2009	1,9	-1,9	-6,6	8,7	-4,6	-10,1	-4,5	64,4	5,1	8,3	-23,5	-	5,3
2010	-1,5	-1,4	-1,4	1,4	-0,1	4,8	2,2	-25,8	-3,3	13,8	-8,7	-	-1,6
2011	0,8	-1,9	8,0	1,5	0,3	3,2	0,0	7,5	0,7	-32,3	-14,6	-	1,1
2012	-3,2	-6,0	-0,5	1,8	-3,7	1,5	-1,2	-21,3	-2,0	-3,1	-28,6	-	0,0
2013	-0,8	-2,3	0,0	0,9	-1,6	-0,3	-2,1	12,7	1,2	-26,5	-29,9	-	1,7
2014	0,9	0,9	3,6	-3,7	-1,9	0,7	1,4	-2,4	-0,3	23,2	8,6	-	-0,3
2015	1,9	3,9	-1,2	-0,1	1,7	0,3	2,5	-4,2	-0,6	-15,0	2,1	-	-0,5
2016	3,3	3,5	4,6	0,9	2,3	2,9	3,0	6,6	0,3	-11,0	3,6	-	0,1
2017	3,6	3,4	5,7	1,6	3,0	3,6	4,1	-1,4	-0,5	-8,0	6,0	-	-0,4
2014 I	-0,8	-1,5	0,5	-0,9	-1,7	0,5	-1,2	3,0	0,4	-28,7	-23,8	-	0,9
II	-0,6	-0,2	0,1	-2,2	-1,6	1,4	0,0	-5,4	-0,5	-17,5	-16,9	-	0,1
III	0,4	0,7	2,4	-3,6	-1,9	1,0	0,9	-4,1	-0,4	-10,8	-9,3	-	0,0
IV	0,9	0,9	3,6	-3,7	-1,9	0,7	1,4	-2,4	-0,3	23,2	8,6	-	-0,3
2015 I	1,7	2,1	1,9	-2,3	-1,4	0,1	1,7	1,8	0,0	25,0	4,8	-	0,0
II	2,2	2,8	2,8	-1,6	0,0	0,9	1,7	6,9	0,4	-9,3	2,8	-	0,2
III	2,1	3,3	0,0	0,1	1,1	0,6	2,0	2,2	0,0	-4,5	3,2	-	-0,1
IV	1,9	3,9	-1,2	-0,1	1,7	0,3	2,5	-4,2	-0,6	-15,0	2,1	-	-0,5

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

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

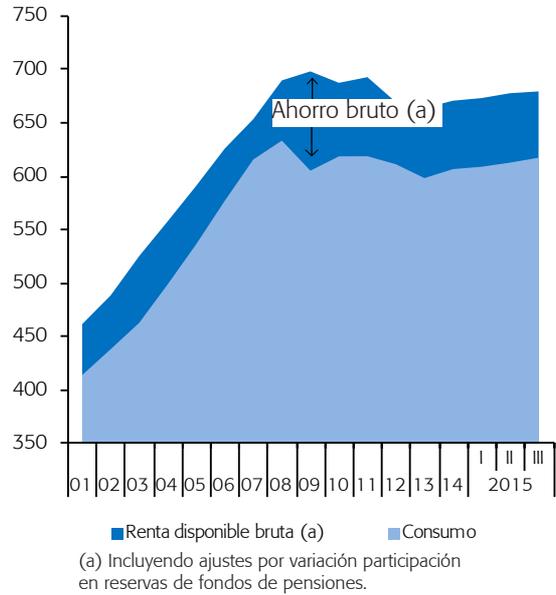
**Gráfico 6.1.- Hogares: renta disponible bruta**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



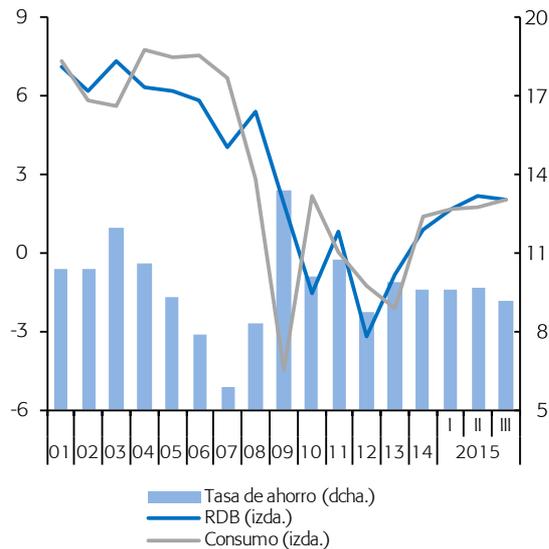
**Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto**

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



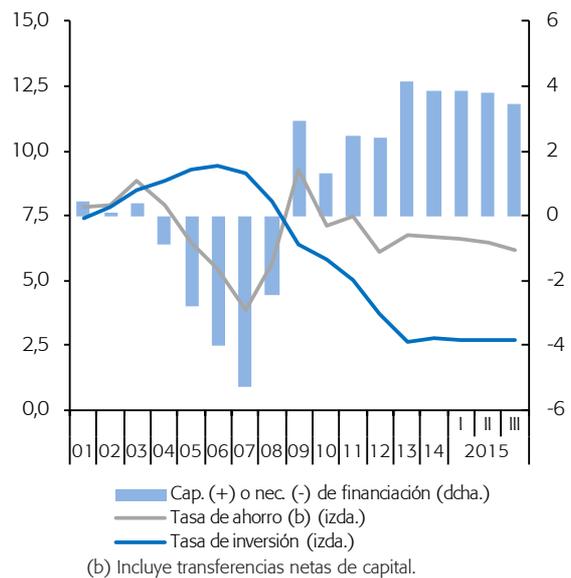
**Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro**

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



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

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



Cuadro 7

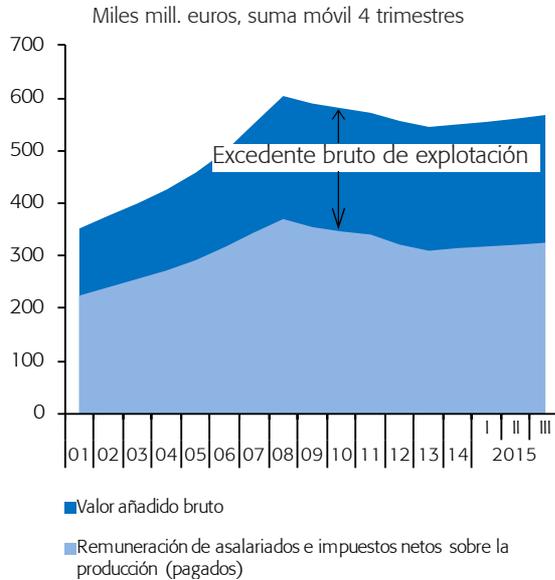
## Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

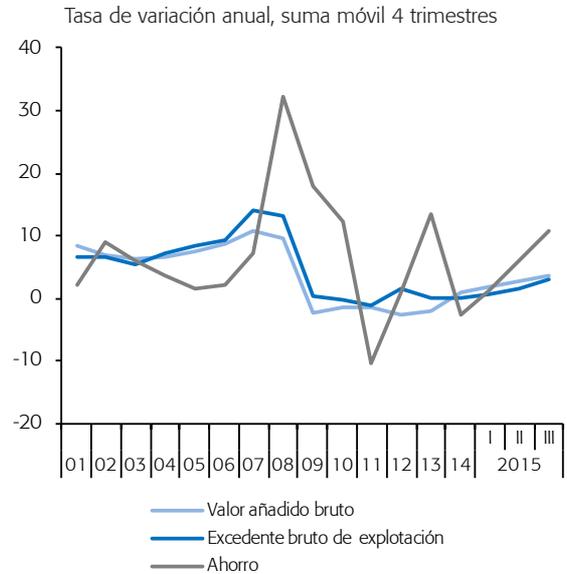
	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5-6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>													
2008	605,1	369,7	235,4	-78,8	-8,8	25,5	122,3	12,0	178,7	-44,3	-4,0	38,9	29,5
2009	590,7	354,4	236,3	-59,9	-13,3	19,0	144,2	11,4	130,1	25,4	2,4	40,0	22,0
2010	581,8	346,0	235,8	-49,2	-8,6	16,2	161,8	10,2	132,0	40,0	3,7	40,5	22,7
2011	573,0	340,2	232,8	-63,4	-8,8	15,8	144,9	8,9	131,8	22,0	2,1	40,6	23,0
2012	557,4	320,9	236,5	-60,7	-9,7	19,8	146,4	6,4	139,9	12,9	1,2	42,4	25,1
2013	546,0	309,3	236,7	-43,6	-9,0	18,0	166,2	5,1	140,7	30,6	3,0	43,4	25,8
2014	550,9	314,4	236,6	-49,5	-6,6	18,6	161,9	4,6	150,9	15,6	1,5	42,9	27,4
2015	574,7	327,4	247,3	-37,4	-5,8	21,1	183,1	5,2	166,0	22,2	2,1	43,0	28,9
2016	591,5	340,3	251,1	-31,8	-6,0	20,8	192,5	5,2	177,5	20,2	1,8	42,5	30,0
2017	609,4	353,8	255,6	-28,5	-6,2	21,3	199,6	5,2	189,0	15,8	1,4	42,0	31,0
2014 I	545,4	308,4	237,0	-43,8	-8,3	18,1	166,8	5,5	143,6	28,6	2,8	43,5	26,3
II	547,4	310,0	237,4	-47,9	-7,7	19,4	162,3	4,9	143,4	23,9	2,3	43,4	26,2
III	548,6	311,6	236,9	-49,8	-7,2	19,2	160,8	4,8	145,3	20,2	2,0	43,2	26,5
IV	550,9	314,4	236,6	-49,5	-6,6	18,6	161,9	4,6	150,9	15,6	1,5	42,9	27,4
2015 I	555,8	317,5	238,3	-44,9	-6,6	18,0	168,7	3,9	154,2	18,5	1,8	42,9	27,7
II	561,8	320,7	241,2	-43,3	-6,5	19,1	172,3	4,6	160,0	16,9	1,6	42,9	28,5
III	568,8	324,5	244,3	-40,2	-6,3	19,9	177,9	5,7	160,4	23,1	2,2	42,9	28,2
IV	574,7	327,4	247,3	-37,4	-5,8	21,1	183,1	5,2	166,0	22,2	2,1	43,0	28,9
<b>Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres</b>											<b>Diferencia sobre año anterior</b>		
2008	9,5	7,4	13,0	19,3	6,4	-38,7	32,2	19,2	-5,5	--	4,0	1,2	-4,7
2009	-2,4	-4,1	0,4	-23,9	50,6	-25,4	17,8	-5,3	-27,2	--	6,3	1,1	-7,5
2010	-1,5	-2,4	-0,2	-17,9	-34,9	-15,0	12,2	-9,8	1,5	--	1,3	0,5	0,7
2011	-1,5	-1,7	-1,2	29,0	1,4	-2,4	-10,5	-13,0	-0,2	--	-1,6	0,1	0,3
2012	-2,7	-5,7	1,6	-4,3	10,4	25,3	1,0	-27,7	6,2	--	-0,8	1,8	2,1
2013	-2,0	-3,6	0,1	-28,2	-6,8	-9,2	13,6	-20,5	0,5	--	1,7	0,9	0,7
2014	0,9	1,6	-0,1	13,6	-27,0	3,5	-2,6	-10,9	7,2	--	-1,5	-0,4	1,6
2015	4,3	4,1	4,6	-24,5	-12,1	13,7	13,1	14,0	10,1	--	0,6	0,1	1,5
2016	2,9	4,0	1,5	-14,8	3,5	-1,5	5,2	0,0	6,9	--	-0,2	-0,6	1,1
2017	3,0	3,9	1,8	-10,6	4,0	2,5	3,7	0,0	6,5	--	-0,4	-0,5	1,0
2014 I	-1,5	-2,5	0,0	-24,0	-10,8	-6,4	10,6	-19,8	3,1	--	1,0	0,6	1,2
II	-0,6	-1,0	-0,2	-7,7	-16,2	-1,2	3,3	-26,1	1,8	--	0,1	0,2	0,6
III	-0,1	0,2	-0,4	8,5	-19,4	4,4	-2,5	-22,2	1,8	--	-0,8	-0,2	0,5
IV	0,9	1,6	-0,1	13,6	-27,0	3,5	-2,6	-10,9	7,2	--	-1,5	-0,4	1,6
2015 I	1,9	3,0	0,5	2,6	-20,4	-0,9	1,2	-28,1	7,4	--	-1,0	-0,6	1,4
II	2,6	3,4	1,6	-9,5	-15,6	-1,9	6,1	-6,0	11,5	--	-0,7	-0,4	2,3
III	3,7	4,1	3,1	-19,3	-11,9	3,6	10,6	18,7	10,4	--	0,2	-0,2	1,7
IV	4,3	4,1	4,6	-24,5	-12,1	13,7	13,1	14,0	10,1	--	0,6	0,1	1,5

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

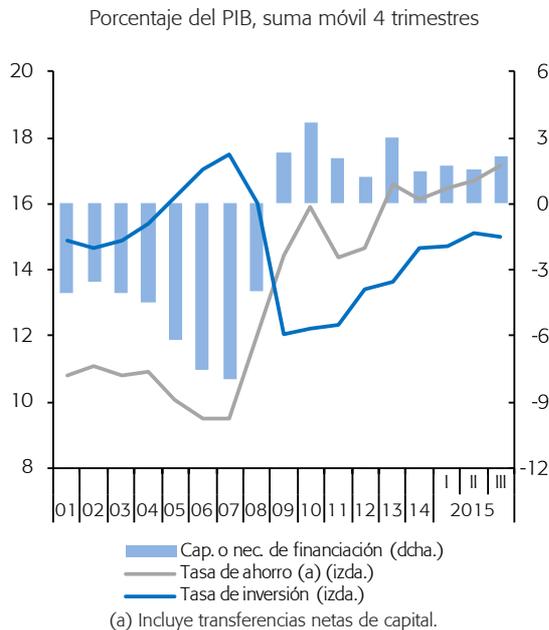
**Gráfico 7.1.- Sociedades no financieras: excedente bruto de explotación**



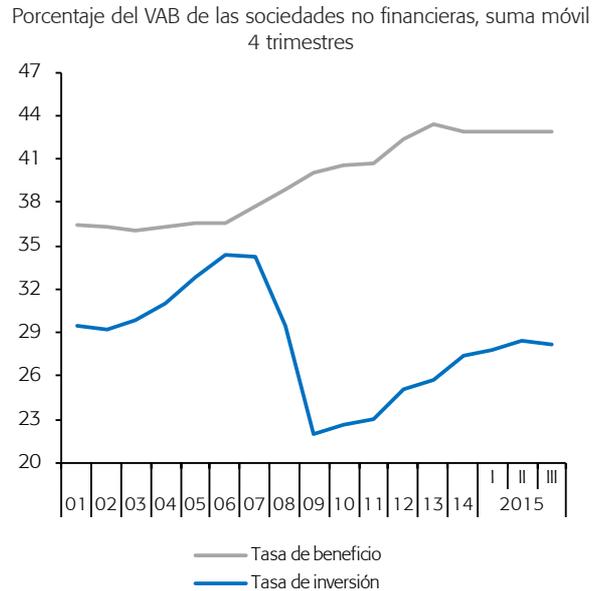
**Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y Ahorro**



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



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



Cuadro 8

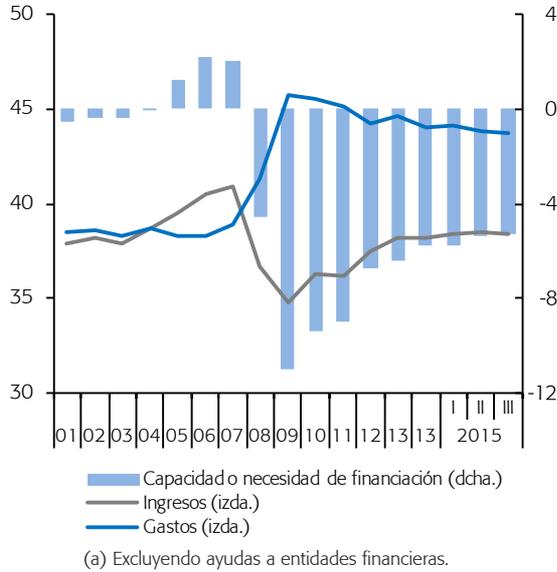
## Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

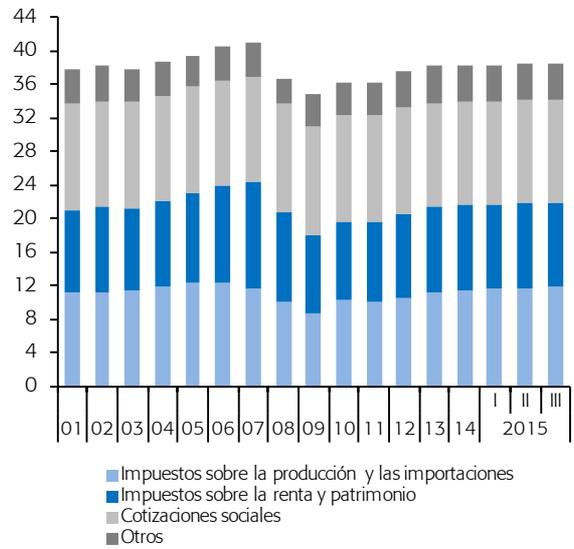
	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
2009	151,0	91,9	101,6	139,7	125,6	8,0	155,1	23,9	171,7	221,0	-49,3	68,9	-118,2	-118,2
2010	152,0	110,1	100,6	138,6	124,9	10,8	162,7	21,4	181,5	221,7	-40,2	61,3	-101,4	-101,1
2011	150,3	106,2	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,6	170,7	219,7	-49,0	52,3	-101,3	-96,1
2012	142,2	108,2	106,3	131,9	113,9	20,3	168,5	18,7	167,1	205,2	-38,1	70,8	-108,9	-69,8
2013	142,9	114,6	105,0	128,2	114,7	24,1	170,6	20,5	160,8	202,4	-41,5	29,7	-71,2	-66,3
2014	143,1	118,9	105,4	130,1	114,9	25,7	170,7	20,5	165,6	202,4	-36,8	24,5	-61,3	-60,1
2015	147,9	125,9	108,7	132,1	119,2	24,9	170,4	21,3	178,8	208,7	-29,9	24,4	-54,3	-54,2
2016	152,1	132,2	110,9	135,5	122,8	21,1	171,4	21,4	193,9	213,7	-19,8	24,6	-44,4	-44,4
2017	155,7	139,3	114,6	139,7	125,8	18,6	173,4	21,7	209,9	219,0	-9,1	24,8	-33,9	-33,9
2014 I	142,8	115,9	105,6	128,6	114,6	24,7	170,2	20,8	162,6	202,6	-40,0	29,1	-69,1	-64,2
II	142,7	117,0	105,9	128,6	114,5	24,9	169,8	22,5	162,5	202,5	-40,0	25,9	-65,9	-63,7
III	143,0	118,0	106,2	129,2	114,8	24,9	169,1	21,3	166,3	203,0	-36,6	23,7	-60,3	-59,5
IV	143,1	118,9	105,4	130,1	114,9	25,7	170,7	20,5	165,6	202,4	-36,8	24,5	-61,3	-60,1
2015 I	144,2	120,4	106,1	130,2	115,9	26,1	170,6	21,6	166,8	203,9	-37,1	25,0	-62,1	-60,9
II	145,2	123,1	107,6	131,1	116,8	25,8	170,6	20,7	173,1	205,9	-32,9	25,2	-58,0	-56,8
III	145,7	125,3	109,0	131,5	117,3	25,4	170,8	21,0	177,2	207,3	-30,1	26,9	-57,0	-56,3
IV	147,9	125,9	108,7	132,1	119,2	24,9	170,4	21,3	178,8	208,7	-29,9	24,4	-54,3	-54,2
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
2009	14,0	8,5	9,4	12,9	11,6	0,7	14,4	2,2	15,9	20,5	-4,6	6,4	-11,0	-11,0
2010	14,1	10,2	9,3	12,8	11,6	1,0	15,1	2,0	16,8	20,5	-3,7	5,7	-9,4	-9,3
2011	14,0	9,9	9,5	12,9	11,5	1,5	15,3	2,1	15,9	20,5	-4,6	4,9	-9,5	-9,0
2012	13,6	10,4	10,2	12,6	10,9	1,9	16,2	1,8	16,0	19,7	-3,7	6,8	-10,4	-6,7
2013	13,9	11,1	10,2	12,4	11,1	2,3	16,5	2,0	15,6	19,6	-4,0	2,9	-6,9	-6,4
2014	13,7	11,4	10,1	12,5	11,0	2,5	16,4	2,0	15,9	19,4	-3,5	2,4	-5,9	-5,8
2015	13,7	11,6	10,1	12,2	11,0	2,3	15,8	2,0	16,5	19,3	-2,8	2,3	-5,0	-5,0
2016	13,6	11,8	9,9	12,1	11,0	1,9	15,3	1,9	17,3	19,1	-1,8	2,2	-4,0	-4,0
2017	13,5	12,0	9,9	12,1	10,9	1,6	15,0	1,9	18,2	18,9	-0,8	2,1	-2,9	-2,9
2014 I	13,9	11,2	10,2	12,5	11,1	2,4	16,5	2,0	15,8	19,6	-3,9	2,8	-6,7	-6,2
II	13,8	11,3	10,3	12,4	11,1	2,4	16,4	2,2	15,7	19,6	-3,9	2,5	-6,4	-6,2
III	13,8	11,4	10,2	12,5	11,1	2,4	16,3	2,1	16,0	19,6	-3,5	2,3	-5,8	-5,7
IV	13,7	11,4	10,1	12,5	11,0	2,5	16,4	2,0	15,9	19,4	-3,5	2,4	-5,9	-5,8
2015 I	13,7	11,5	10,1	12,4	11,1	2,5	16,3	2,1	15,9	19,4	-3,5	2,4	-5,9	-5,8
II	13,7	11,6	10,2	12,4	11,0	2,4	16,1	1,9	16,3	19,4	-3,1	2,4	-5,5	-5,4
III	13,6	11,7	10,2	12,3	11,0	2,4	16,0	2,0	16,6	19,4	-2,8	2,5	-5,3	-5,3
IV	13,7	11,6	10,1	12,2	11,0	2,3	15,8	2,0	16,5	19,3	-2,8	2,3	-5,0	-5,0

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

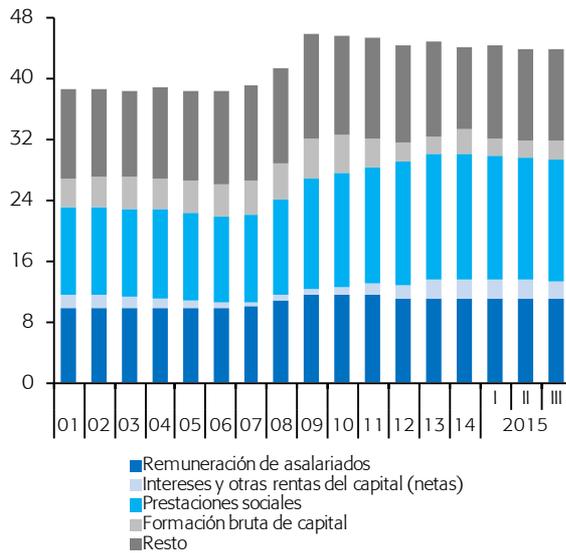
**Gráfico 8.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)**  
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



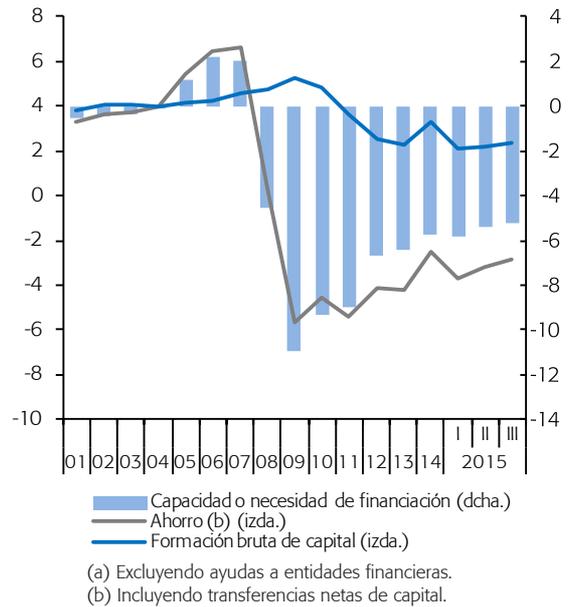
**Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos**  
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



**Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos**  
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



**Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)**  
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



## Cuadro 9

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

Previsiones en azul

	Déficit					Deuda				
	Admón. Central (a)	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. (a)	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
2009	-98,4	-21,7	-5,9	7,8	-118,2	487,7	92,4	34,7	17,2	568,7
2010	-51,4	-40,2	-7,1	-2,4	-101,1	551,6	123,4	35,5	17,2	649,3
2011	-31,7	-54,8	-8,5	-1,1	-96,1	624,2	145,1	36,8	17,2	743,5
2012	-43,5	-19,4	3,3	-10,2	-69,8	761,9	188,4	44,0	17,2	890,7
2013	-44,3	-16,2	5,7	-11,5	-66,3	837,9	209,8	42,1	17,2	966,0
2014	-37,0	-18,2	5,9	-10,9	-60,1	895,7	236,8	38,3	17,2	1.033,7
2015	-29,4	-17,3	5,4	-13,0	-54,2	938,8	261,3	35,1	17,2	1.070,3
2016	-19,8	-11,2	3,4	-16,8	-44,4	--	--	--	--	1.109,3
2017	-12,5	-6,9	2,9	-17,3	-33,9	--	--	--	--	1.143,3
2014 I	-42,1	-16,9	5,3	-10,6	-64,2	866,0	225,0	41,9	17,2	995,7
II	-37,1	-18,3	5,4	-13,8	-63,7	885,1	228,2	42,0	17,2	1.012,5
III	-39,0	-18,2	6,0	-8,3	-59,5	891,8	232,1	40,8	17,2	1.020,1
IV	-37,0	-18,2	5,9	-10,9	-60,1	895,7	236,8	38,3	17,2	1.033,7
2015 I	-38,5	-17,2	6,3	-11,5	-60,9	907,1	240,4	38,3	17,2	1.046,0
II	-33,3	-16,7	7,0	-13,8	-56,8	918,0	249,9	37,7	17,2	1.052,5
III	-30,4	-17,6	5,4	-13,7	-56,3	934,3	253,2	36,9	17,2	1.062,7
IV	-29,4	-17,3	5,4	-13,0	-54,2	938,8	261,3	35,1	17,2	1.070,3
	<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
2009	-9,1	-2,0	-0,5	0,7	-11,0	45,2	8,6	3,2	1,6	52,7
2010	-4,8	-3,7	-0,7	-0,2	-9,3	51,0	11,4	3,3	1,6	60,1
2011	-3,0	-5,1	-0,8	-0,1	-9,0	58,3	13,6	3,4	1,6	69,5
2012	-4,2	-1,9	0,3	-1,0	-6,7	73,1	18,1	4,2	1,6	85,4
2013	-4,3	-1,6	0,6	-1,1	-6,4	81,3	20,3	4,1	1,7	93,7
2014	-3,6	-1,7	0,6	-1,0	-5,8	86,0	22,7	3,7	1,7	99,3
2015	-2,7	-1,6	0,5	-1,2	-5,0	86,8	24,2	3,3	1,6	99,0
2016	-1,8	-1,0	0,3	-1,5	-4,0	--	--	--	--	99,2
2017	-1,1	-0,6	0,3	-1,5	-2,9	--	--	--	--	98,9
2014 I	-4,1	-1,6	0,5	-1,0	-6,2	84,0	21,8	4,1	1,7	96,6
II	-3,6	-1,8	0,5	-1,3	-6,2	85,7	22,1	4,1	1,7	98,0
III	-3,8	-1,8	0,6	-0,8	-5,7	86,0	22,4	3,9	1,7	98,4
IV	-3,6	-1,7	0,6	-1,0	-5,8	86,0	22,7	3,7	1,7	99,3
2015 I	-3,7	-1,6	0,6	-1,1	-5,8	86,5	22,9	3,6	1,6	99,7
II	-3,1	-1,6	0,7	-1,3	-5,4	86,6	23,6	3,6	1,6	99,3
III	-2,8	-1,6	0,5	-1,3	-5,3	87,3	23,6	3,4	1,6	99,3
IV	-2,7	-1,6	0,5	-1,2	-5,0	86,8	24,2	3,3	1,6	99,0

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

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

Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

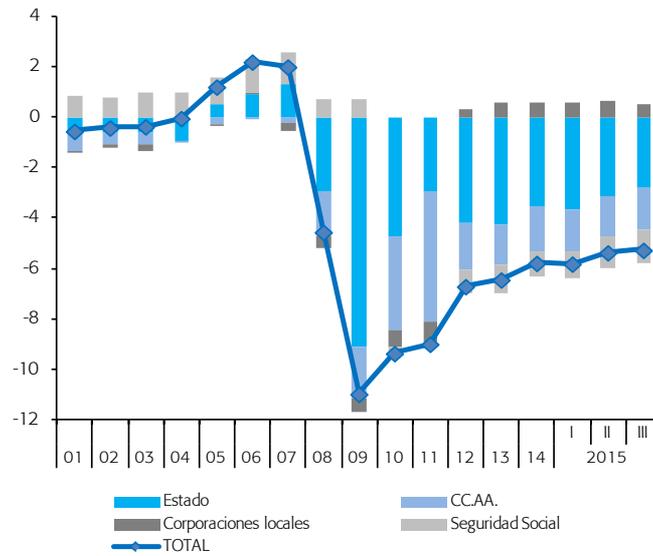
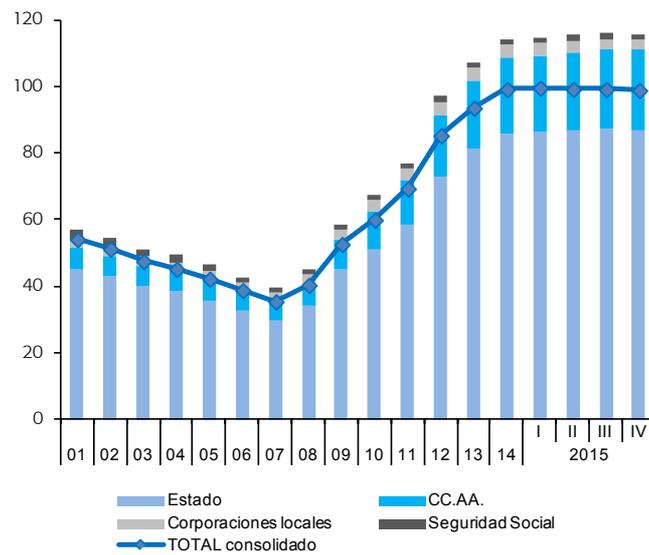


Gráfico 9.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

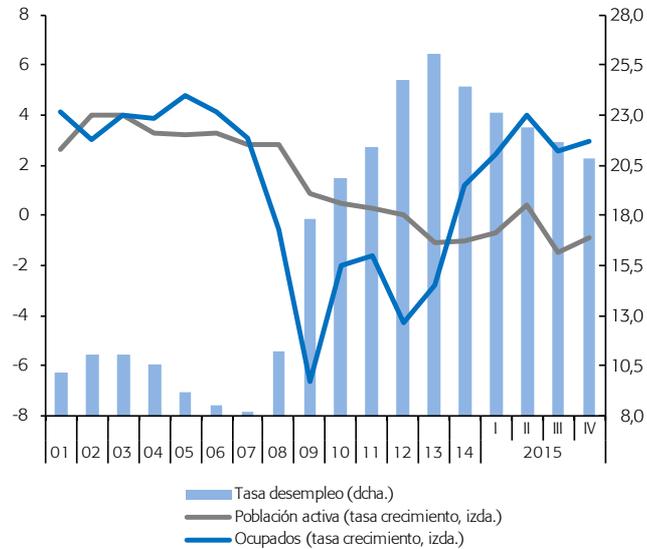
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones							Porcentaje							
2009	31,2	23,3	--	19,1	--	4,2	--	74,1	60,8	17,9	37,7	16,0	28,2	
2010	31,1	23,4	--	18,7	--	4,6	--	74,6	59,7	19,9	41,5	18,1	29,9	
2011	31,1	23,4	--	18,4	--	5,0	--	74,9	58,8	21,4	46,2	19,5	32,6	
2012	30,9	23,4	--	17,6	--	5,8	--	75,3	56,5	24,8	52,9	23,0	35,9	
2013	30,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	75,3	55,6	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	30,3	23,0	--	17,3	--	5,6	--	75,3	56,8	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	30,2	22,9	--	17,9	--	5,1	--	75,5	58,7	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	30,1	22,8	--	18,3	--	4,6	--	75,4	60,3	19,9	--	--	--	
2017	30,0	22,8	--	18,7	--	4,1	--	75,5	61,7	18,2	--	--	--	
2014	I	30,3	22,9	22,9	17,0	17,1	5,9	5,8	75,1	55,4	25,3	54,4	23,7	36,2
	II	30,3	23,0	22,9	17,4	17,3	5,6	5,6	75,2	56,8	24,5	52,7	23,1	34,4
	III	30,3	22,9	22,9	17,5	17,4	5,4	5,5	75,2	57,3	24,1	53,5	22,8	33,7
	IV	30,3	23,0	23,0	17,6	17,5	5,5	5,4	75,5	57,6	23,7	51,7	22,4	33,2
2015	I	30,2	22,9	23,0	17,5	17,7	5,4	5,3	75,4	57,3	23,1	50,2	21,8	32,1
	II	30,2	23,0	23,0	17,9	17,8	5,1	5,1	75,6	58,7	22,4	48,9	20,9	33,0
	III	30,2	22,9	22,9	18,0	17,9	4,9	4,9	75,4	59,4	21,6	47,7	20,0	33,2
	IV	30,1	22,9	22,8	18,1	18,1	4,8	4,8	75,3	59,5	20,9	46,2	19,1	32,8
Tasas de crecimiento (d)							Diferencia sobre el año anterior en pp							
2009	0,4	0,8	--	-6,7	--	60,0	--	0,3	-4,6	6,6	13,3	5,8	10,8	
2010	-0,1	0,4	--	-2,0	--	11,7	--	0,4	-1,2	2,0	3,8	2,1	1,7	
2011	-0,2	0,3	--	-1,6	--	8,0	--	0,4	-0,9	1,5	4,7	1,4	2,7	
2012	-0,5	0,0	--	-4,3	--	15,9	--	0,4	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,3	
2013	-1,1	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	0,0	-0,9	1,3	2,6	1,5	1,1	
2014	-0,9	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	0,0	1,2	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5	
2015	-0,5	-0,1	--	3,0	--	-9,9	--	0,2	1,9	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0	
2016	-0,4	-0,3	--	2,4	--	-10,0	--	0,0	1,6	-2,1	--	--	--	
2017	-0,3	-0,2	--	2,0	--	-8,8	--	0,1	1,4	-1,7	--	--	--	
2014	I	-1,3	-1,8	-2,0	-0,5	0,4	-5,5	-8,9	-0,3	0,5	-1,0	-1,6	-0,8	-1,5
	II	-1,0	-1,0	0,3	1,1	4,4	-7,0	-11,1	0,1	1,3	-1,5	-2,7	-1,4	-1,6
	III	-0,8	-1,0	-0,5	1,6	1,7	-8,7	-7,1	-0,2	1,3	-1,9	-1,7	-1,6	-3,8
	IV	-0,6	-0,2	1,3	2,5	3,5	-8,1	-5,5	0,2	1,7	-2,0	-3,2	-1,8	-3,2
2015	I	-0,4	0,1	-0,7	3,0	2,4	-8,2	-10,2	0,3	1,8	-2,2	-4,1	-1,9	-4,1
	II	-0,5	0,2	0,4	3,0	4,0	-8,4	-10,9	0,4	1,9	-2,1	-3,8	-2,2	-1,4
	III	-0,5	-0,1	-1,4	3,1	2,6	-10,6	-14,5	0,2	2,1	-2,5	-5,8	-2,8	-0,5
	IV	-0,5	-0,7	-0,9	3,0	2,9	-12,4	-13,9	-0,2	1,9	-2,8	-5,5	-3,2	-0,4

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

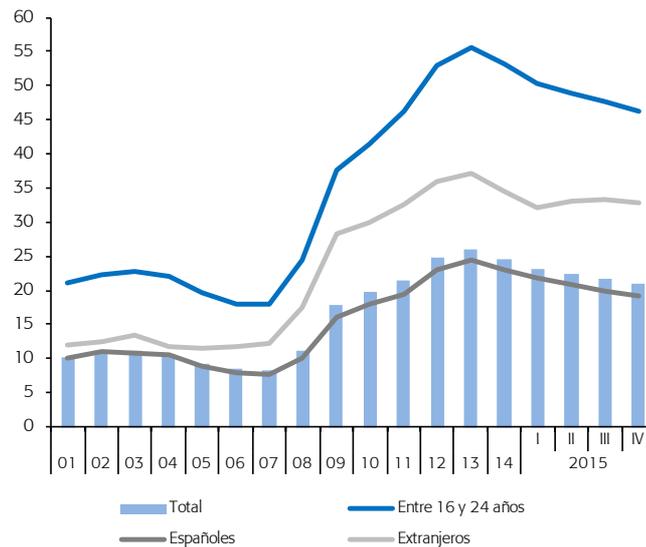
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

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

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

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

Porcentaje



Cuadro 11

**Índice de precios al consumo**

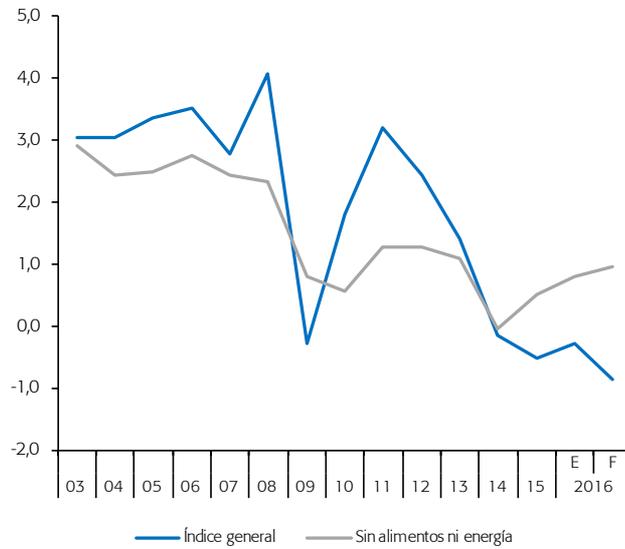
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2016	100,0	67,06	82,12	26,94	40,13	15,06	6,45	11,42	21,50	
<b>Índices, 2011 = 100</b>										
2010	96,9	98,7	98,3	99,4	98,3	96,4	98,2	86,4	96,9	
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2012	102,4	101,3	101,6	100,8	101,5	103,1	102,3	108,9	102,8	
2013	103,9	102,4	103,0	101,4	102,9	106,2	105,9	108,9	106,1	
2014	103,7	102,3	103,1	101,0	103,1	106,6	104,6	108,0	106,0	
2015	103,2	102,9	103,7	101,3	103,8	107,6	106,4	98,3	107,3	
2016	103,0	103,8	104,7	101,7	105,1	108,9	108,4	89,3	108,8	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2010	1,8	0,6	0,6	-0,5	1,3	1,0	0,0	12,5	0,7	
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2	
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8	
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,9	1,0	0,4	1,2	1,2	1,8	-9,1	1,4	
2015	Ene	-1,3	0,2	0,2	-0,1	0,5	-0,1	-0,7	-11,4	-0,3
	Feb	-1,1	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,9	-10,2	0,3
	Mar	-0,7	0,2	0,2	-0,2	0,4	0,3	0,9	-7,4	0,5
	Abr	-0,6	0,2	0,3	0,0	0,3	0,7	0,2	-7,2	0,5
	May	-0,2	0,4	0,5	0,1	0,6	0,9	2,3	-6,4	1,3
	Jun	0,1	0,5	0,6	0,3	0,7	1,2	3,2	-5,7	1,8
	Jul	0,1	0,7	0,8	0,4	0,9	1,2	1,7	-5,8	1,4
	Ago	-0,4	0,6	0,7	0,3	0,8	1,4	2,7	-9,8	1,8
	Sep	-0,9	0,7	0,8	0,4	0,9	1,4	2,6	-13,6	1,8
	Oct	-0,7	0,8	0,9	0,6	1,0	1,4	2,7	-13,1	1,8
	Nov	-0,3	0,9	1,0	0,7	1,0	1,4	2,4	-9,9	1,7
	Dic	0,0	0,8	0,9	0,6	0,9	1,4	2,5	-7,5	1,7
2016	Ene	-0,3	0,8	0,9	0,5	1,0	1,4	3,3	-10,3	1,9
	Feb	-0,8	1,0	1,0	0,5	1,3	1,3	0,8	-14,1	1,2
	Mar	-0,9	1,1	1,1	0,5	1,5	1,3	2,1	-16,2	1,6
	Abr	-0,9	0,8	0,8	0,4	1,0	1,2	2,8	-14,2	1,7
	May	-0,8	0,9	0,9	0,4	1,2	1,2	1,7	-13,8	1,4
	Jun	-0,8	0,9	0,9	0,4	1,2	1,2	1,1	-13,2	1,2
	Jul	-0,5	0,9	0,9	0,5	1,2	1,1	2,6	-11,8	1,6
	Ago	0,1	1,0	1,0	0,6	1,3	1,1	1,7	-7,0	1,3
	Sep	0,5	1,0	1,0	0,5	1,3	1,1	1,9	-3,8	1,3
	Oct	0,5	0,9	0,9	0,4	1,3	1,0	0,5	-2,3	0,8
	Nov	0,5	0,9	0,9	0,3	1,2	1,0	1,3	-2,6	1,1
	Dic	0,9	0,9	0,9	0,3	1,3	1,1	2,1	0,0	1,4

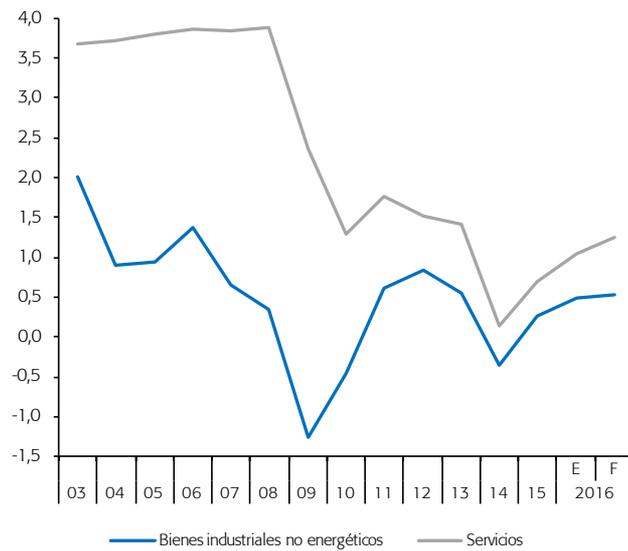
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)**

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 12

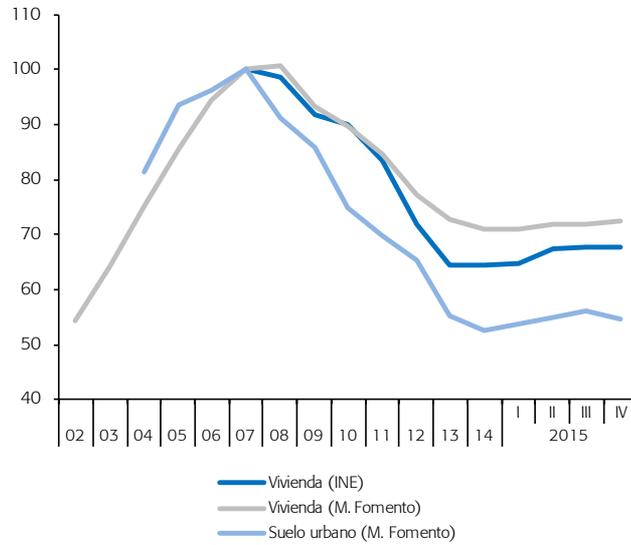
## Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
		2010=100	2010=100	2007=100							
2008	99,6	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,4	134,8	145,6	142,8	--
2009	99,8	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,0	--
2010	100,0	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,5	--
2011	100,0	106,9	104,2	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	100,1	111,0	105,9	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,6	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	100,2	110,2	105,9	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,9	107,9	106,2	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016 (b)	--	102,8	105,4	--	--	--	--	--	--	--	--
2014 I	100,1	109,8	105,7	63,6	71,0	50,8	139,8	135,2	154,0	145,6	--
II	100,2	110,6	105,8	64,7	71,0	52,5	145,9	144,5	150,2	153,9	--
III	100,3	111,2	106,0	64,8	70,8	51,2	138,5	134,8	149,7	160,3	--
IV	100,4	109,1	105,8	65,0	71,2	55,9	149,1	149,2	148,9	162,2	--
2015 I	100,7	107,7	105,9	64,6	70,9	53,8	140,6	137,2	151,1	147,0	--
II	100,7	109,2	106,5	67,3	71,8	55,0	146,5	145,4	149,8	154,6	--
III	101,0	108,5	106,6	67,8	71,8	56,1	138,8	135,6	148,9	160,0	--
IV	101,1	106,1	105,7	67,7	72,5	54,5	151,0	151,8	148,6	164,5	--
2015 Dic	--	105,5	105,5	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 Ene	--	102,8	105,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>											
2008	2,1	6,5	4,5	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,0	5,2	3,6
2009	0,3	-3,4	-2,3	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,1	2,3
2010	0,2	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	1,0	1,5
2011	0,0	6,9	4,2	-7,4	-5,6	-6,7	1,2	1,0	1,6	2,2	2,0
2012	0,0	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,0
2013	0,6	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014	-0,4	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,6	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,8
2016 (c)	--	-4,2	-0,4	--	--	--	--	--	--	--	1,1
2014 I	-0,5	-2,2	-1,5	-1,6	-3,8	-10,0	-0,3	-0,2	-0,6	0,3	0,6
II	-0,5	-0,1	-1,0	0,8	-2,9	-9,3	0,0	0,0	-0,3	0,8	0,5
III	-0,2	-0,9	-0,4	0,3	-2,6	-3,3	-0,4	-0,1	-1,4	-0,1	0,6
IV	-0,3	-2,1	-0,1	1,8	-0,3	5,2	-0,5	-0,2	-1,6	-0,2	0,5
2015 I	0,5	-1,9	0,2	1,5	-0,1	5,9	0,5	1,4	-1,9	0,9	0,7
II	0,5	-1,2	0,7	4,0	1,2	4,7	0,4	0,6	-0,2	0,5	0,7
III	0,7	-2,4	0,5	4,5	1,4	9,7	0,3	0,5	-0,5	-0,1	0,8
IV	0,7	-2,8	-0,1	4,2	1,8	-2,4	1,2	1,7	-0,2	1,4	0,8
2015 Dic	--	-2,2	-0,2	--	--	--	--	--	--	--	0,8
2016 Ene	--	-4,2	-0,4	--	--	--	--	--	--	--	1,1
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,1

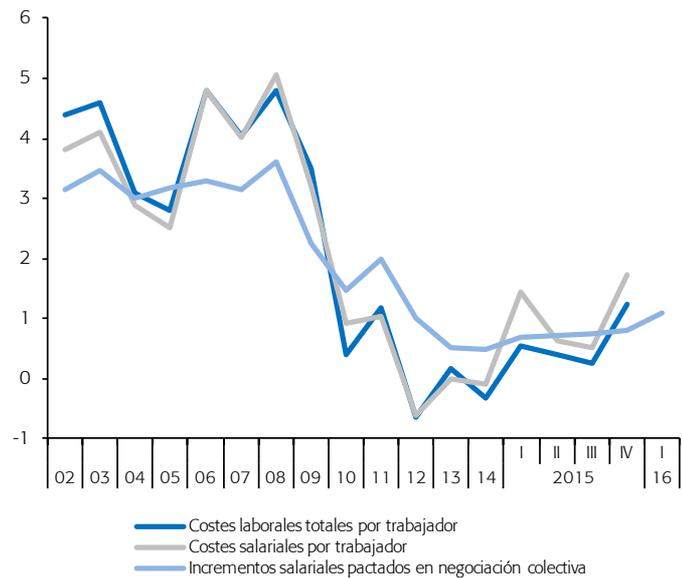
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior.

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

**Gráfico 12.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano**  
Índice (2007=100)



**Gráfico 12.2.- Costes laborales**  
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

**Desequilibrios: comparación internacional**

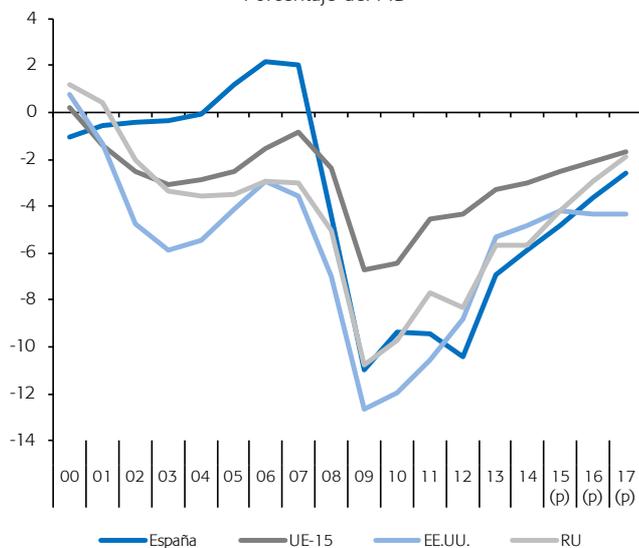
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>												
2005	11,2	-269,5	-542,8	-47,0	393,5	6844,8	8.496,5	552,0	-70,3	44,5	-737,7	-16,6
2006	22,1	-171,7	-410,6	-40,9	392,2	7.057,1	8.817,8	597,1	-90,7	27,8	-802,2	-32,3
2007	21,6	-100,5	-512,5	-44,4	383,8	7.135,0	9.267,3	646,2	-104,1	26,1	-718,1	-37,3
2008	-49,4	-285,2	-1.030,1	-76,9	439,8	7.572,7	10.720,2	786,3	-102,9	-80,2	-691,6	-55,2
2009	-118,2	-756,9	-1.824,2	-160,0	568,7	8.532,0	12.405,1	975,5	-46,5	14,0	-381,9	-45,2
2010	-101,4	-760,1	-1.793,9	-150,8	649,3	9.580,5	14.175,8	1.190,9	-42,0	33,8	-445,9	-43,5
2011	-101,3	-547,1	-1.644,6	-124,8	743,5	10.258,9	15.362,2	1.324,2	-35,3	72,5	-481,5	-27,4
2012	-108,9	-536,1	-1.424,2	-138,5	890,7	10.893,7	16.557,3	1.421,1	-4,6	160,5	-468,2	-54,7
2013	-71,2	-409,5	-881,9	-98,5	966,0	11.242,5	17.459,9	1.496,2	15,2	197,3	-395,8	-77,9
2014	-61,3	-385,9	-842,2	-103,0	1.033,7	11.788,4	18.178,6	1.602,4	10,3	228,9	-401,1	-92,9
2015	-52,4	-339,8	-750,7	-78,9	1.089,4	12.158,9	18.960,5	1.658,1	16,6	299,5	-592,5	-93,6
2016	-40,7	-292,6	-814,4	-56,4	1.135,8	12.402,4	19.924,9	1.721,5	16,2	312,0	-583,7	-91,7
2017	-30,1	-236,4	-859,0	-37,9	1.165,9	12.660,9	20.934,0	1.774,8	15,4	307,9	-634,7	-87,2
<b>Porcentaje del PIB</b>												
2005	1,2	-2,5	-4,1	-3,5	42,3	63,4	64,9	41,5	-7,6	0,4	-5,6	-1,2
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,9	38,9	62,0	63,6	42,4	-9,0	0,2	-5,8	-2,3
2007	2,0	-0,8	-3,5	-3,0	35,5	59,6	64,0	43,5	-9,6	0,2	-5,0	-2,5
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-5,1	39,4	63,5	72,8	51,7	-9,2	-0,7	-4,7	-3,6
2009	-11,0	-6,7	-12,7	-10,8	52,7	75,4	86,0	65,7	-4,3	0,1	-2,6	-3,0
2010	-9,4	-6,5	-12,0	-9,7	60,1	81,3	94,7	76,6	-3,9	0,3	-3,0	-2,8
2011	-9,5	-4,5	-10,6	-7,7	69,5	84,7	99,0	81,8	-3,3	0,6	-3,1	-1,7
2012	-10,4	-4,3	-8,8	-8,3	85,4	88,2	102,5	85,3	-0,4	1,3	-2,9	-3,3
2013	-6,9	-3,3	-5,3	-5,7	93,7	90,3	104,8	86,2	1,5	1,6	-2,4	-4,5
2014	-5,9	-3,0	-4,9	-5,7	99,3	91,8	104,8	88,2	1,0	1,8	-2,3	-5,1
2015	-4,8	-2,5	-4,2	-4,2	100,7	90,4	105,6	88,6	1,5	2,2	-3,3	-5,0
2016	-3,6	-2,1	-4,3	-2,9	101,2	89,9	106,3	89,1	1,4	2,3	-3,1	-4,7
2017	-2,6	-1,7	-4,4	-1,9	100,1	88,7	106,4	88,2	1,3	2,2	-3,2	-4,3

Fuente: Comisión Europea.

**Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.**

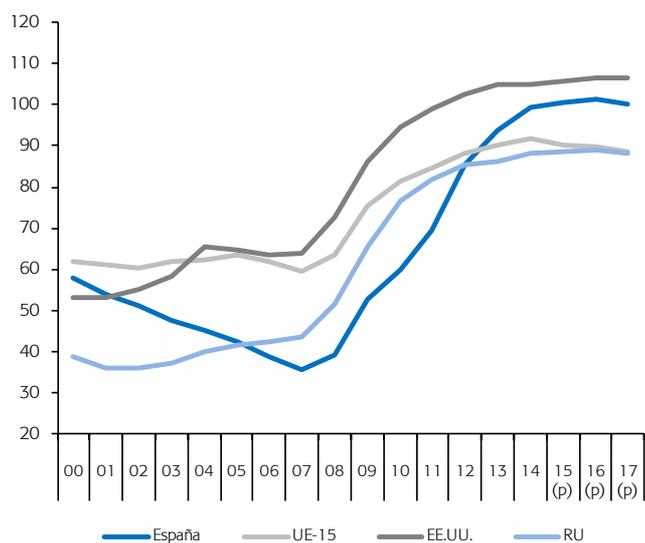
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

**Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta**

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.



## 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1  
Población

	Población									Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	
2007	45.200.737	40,76	16,66	77,79	84,14	47,41	24,55	11,61	958.266	41,71
2008	46.157.822	40,81	16,54	78,23	84,34	47,47	24,49	13,10	726.009	28,43
2009	46.745.807	40,92	16,65	78,63	84,66	47,81	24,61	13,83	498.977	32,02
2010	47.021.031	41,12	16,87	79,06	85,05	48,63	25,03	14,05	464.443	35,57
2011	47.190.493	41,36	17,15	79,32	85,16	49,43	25,51	14,15	454.686	36,91
2012	47.265.321	41,63	17,40	79,38	85,13	50,39	26,14	14,30	370.515	36,36
2013	47.129.783	41,87	17,69	80,00	85,60	50,65	26,64	14,08	342.390	36,61
2014	46.771.341	42,14	18,05			51,58	27,36	13,43	399.947	37,98
2015	46.624.382	42,43	18,39			52,42	28,03	13,22		

Fuentes: PMC PMC PMC ID INE ID INE PMC PMC PMC EVR EVR

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

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

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

Cuadro 2  
Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2007	16.280,5	2,74	11,8	10,20
2008	16.742,0	2,71	12,0	10,24
2009	17.068,2	2,68	12,6	9,88
2010	17.173,9	2,67	12,8	9,93
2011	17.344,1	2,65	13,2	9,79
2012	17.434,4	2,63	13,7	9,91
2013	17.404,2	2,62	13,9	10,29
2014●	18.328,9	2,51	14,2	10,60
2015	18.375,9	2,54		

Fuentes: EPA EPA EPF EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Separaciones y divorcios	Edad media al primer matrimonio (hombres)	Edad media al primer matrimonio (mujeres)	Matrimonios del mismo sexo (%)
2007	9,00	8,69	141.304	32,2	29,9	1,56
2008	8,51	8,35	131.060	32,4	30,2	1,62
2009	7,48	8,23	124.594	32,8	30,6	1,74
2010	7,17	7,89	127.682	33,2	31,0	1,87
2011	6,89	7,19	124.702	33,6	31,4	2,17
2012	7,17	6,74	127.160	33,8	31,6	2,04
2013	6,63	6,60	124.975	34,3	32,2	2,05
2014	6,95	6,46	133.643	34,4	32,3	2,06

Fuentes: ID INE ID INE CGPJ, Memoria ID INE ID INE ID INE

Cuadro 2 (continuación)

## Hogares y familias

	Fecundidad					Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	
2007	29,4	1,31	1,72	30,3	11,5	
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2009	29,6	1,31	1,68	34,5	11,4	57,2
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2011	30,1	1,29	1,58	37,4	12,4	60,0
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2013	30,4	1,23	1,53	40,8	11,7	62,2
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
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. CGPI: Consejo General del Poder Judicial. MSAN: Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

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

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

• El cambio en las magnitudes correspondiente a 2014 en los datos de la EPA se debe, en parte, a un cambio en su metodología.

Cuadro 3

## Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2007	32,5	9,0	15,9	26,5
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2009	31,4	8,7	16,3	26,2
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2011	29,4	7,4	17,6	27,0
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2013	27,3	7,3	18,1	27,7
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias				Gasto en educación		
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2 <sup>o</sup> ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
2007	1.643.016	659.573	451.541	1.389.249	34.695	47.266.674	4,37
2008	1.763.019	669.021	472.604	1.377.228	49.799	51.716.008	4,63
2009	1.819.402	692.054	517.344	1.404.115	81.840	53.895.012	4,99
2010	1.872.829	720.937	555.580	1.445.392	100.963	53.099.329	4,91
2011	1.917.236	684.176	582.940	1.469.653	113.061	50.631.080	4,73
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	111.087	46.476.414	4,46
2013	1.884.342	696.648	646.158	1.438.115	109.113	44.974.574	4,36
2014	1.836.606	690.228	651.938	1.416.827	122.882		
2015*	1.798.213	697.699	658.301				

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 correspondiente a 2014 en los datos de la EPA se debe, en parte, a un cambio en su metodología.

\* Avance.

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	
2007	780.205	4.863.256	760,0	888.776	760,7	2.225.501	498,3
2008	1.100.879	4.936.839	814,5	906.835	801,5	2.249.904	529,0
2009	1.624.792	5.038.861	854,1	920.863	831,5	2.270.283	553,9
2010	1.471.826	5.140.554	884,0	933.730	849,9	2.290.090	571,7
2011	1.328.020	5.246.241	915,2	938.491	869,5	2.309.332	586,4
2012	1.381.261	5.330.195	946,3	943.296	887,3	2.322.938	601,5
2013	1.310.915	5.451.465	979,5	935.220	907,6	2.336.240	617,6
2014	1.059.799	5.558.964	999,8	929.484	915,6	2.348.388	624,0
2015	838.392	5.641.908	1.021,0	931.668	923,3	2.353.257	630,6
2016**		5.686.975	1.033,2	934.846	927,5	2.354.686	634,6

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	Número	Número			
2007	575.675	270.980	203.401		71.818
2008	646.186	265.314	199.410		63.626
2009	960.888	260.908	197.126		56.396
2010	1.445.228	257.136	196.159		49.535
2011	1.331.316	254.295	194.712		43.116
2012	1.327.027	251.549	194.876		36.310
2013	1.313.986	250.815	195.478		30.725
2014	1.221.390	252.328	197.303		26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891		23.643
2016**		253.762	199.851		

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO BEL

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

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

Cuadro 5

## Protección social: sanidad

	Gasto total (% PIB)	Gasto público (% del gasto total)	Gasto total per cápita (US\$)	Médicos colegiados por 1.000 habitantes	Enfermeros colegiados por 1.000 habitantes	Gasto farmacéutico (US\$ per cápita)	Frecuentación en medicina de atención primaria por persona asignada/año
2007	7,8	72,7	2.571,4	3,6	4,6	488,8	5,96
2008	8,3	73,6	2.796,4	3,5	4,8	517,1	6,10
2009	9,0	75,4	2.946,1	3,6	5,0	537,8	5,56
2010	9,0	74,8	2.916,5	3,8	5,2	531,9	5,43
2011	9,1	73,8	2.957,0	3,8	5,2	525,7	5,51
2012	9,0	71,7	2.956,8	3,8	5,2	511,7	5,31
2013	8,8	71,5	2.898,4	3,8	5,1	545,0	5,30

Fuentes: OCDE OCDE OCDE OCDE OCDE OCDE INCLASNS

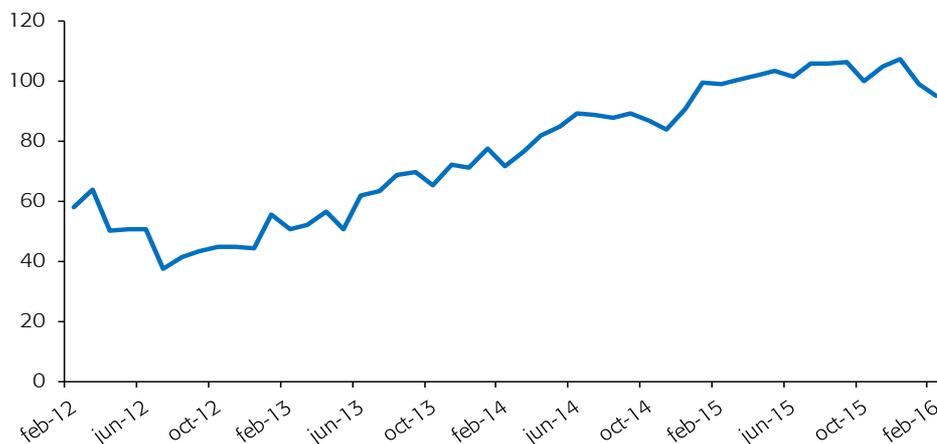
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

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

Gráfico 1

### Evolución del ICC (febrero 2012 - febrero 2016)



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

*Fuente:* CIS ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

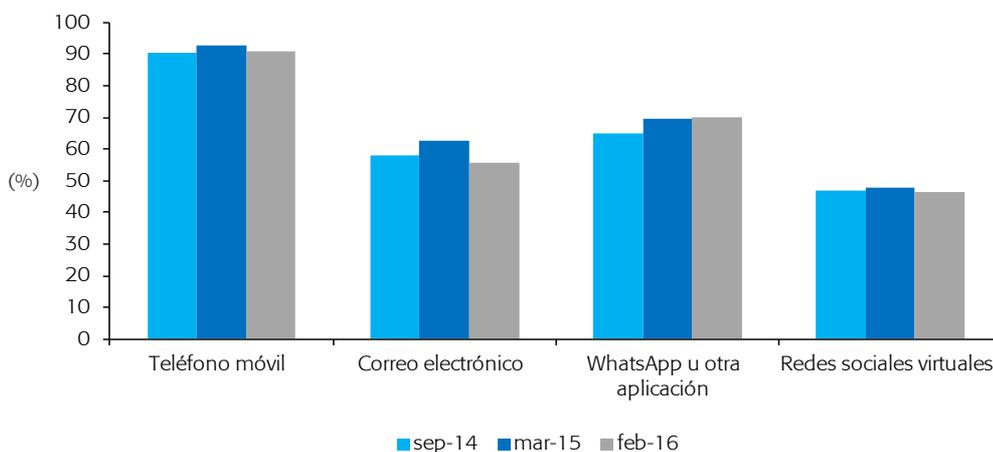
## 3. FLASH SOCIAL

Según los datos del barómetro de opinión de febrero de 2016, realizado por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), la penetración del teléfono móvil en la sociedad española se mantiene en torno al 90% de la población mayor de edad, sin que haya experimentado cambios durante el último año y medio. También el uso de las redes sociales se encuentra estabilizado en un nivel ligeramente inferior al 50%. Sin embargo, el correo electrónico pierde algo de fuerza respecto a otras aplicaciones de mensajería instantánea más ágiles, como WhatsApp (gráfico 2).

Salvo en el caso del teléfono móvil, el uso de las nuevas tecnologías marca diferencias muy significativas entre grupos de edad. Llama la atención que todos y cada uno de los jóvenes de 18 a 24 años incluidos en la muestra representativa entrevistada por el CIS en febrero de 2016 declararon haber utilizado WhatsApp (u otra aplicación de mensajería instantánea) en los últimos seis meses; entre los entrevistados de 25 a 34 años, el porcentaje correspondiente ascendía a 97%, disminuyendo progresivamente a medida que aumenta la edad, hasta caer de forma drástica entre los mayores de 64 años (20%). Con todo, más impactante que la extensión universal de Whatsapp entre los más jóvenes, resulta la intensidad de su uso: siete de cada diez entrevistados entre 18 y 24 años afirmaron consultar "continuamente" sus mensajes (gráfico 3). Sobre los efectos que esta permanente conexión interpersonal virtual puede tener sobre el desempeño de otras actividades cotidianas por parte de estos jóvenes todavía se sabe poco, pero parece probable que reduzca el tiempo y la atención que se dedican a ellas.

Gráfico 2

## Utilización de tecnologías de comunicación durante los últimos seis meses (2014-2016)



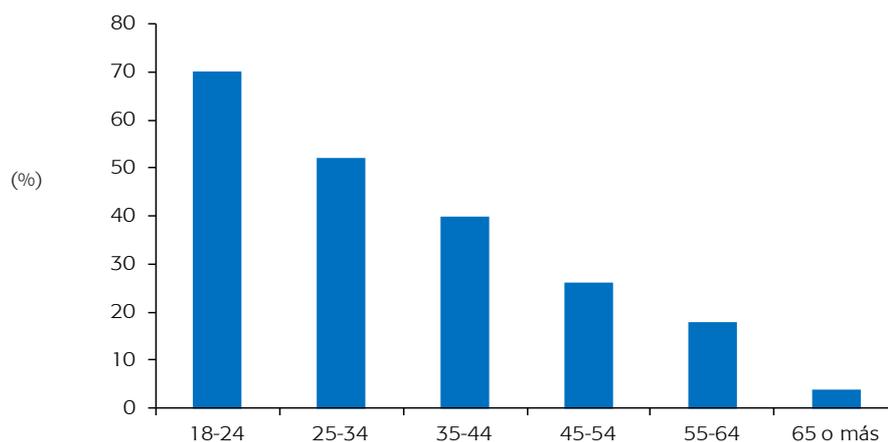
*Pregunta:* "A continuación vamos a realizarle una serie de preguntas relacionadas con las tecnologías de la comunicación. ¿Podría decirme si ha utilizado en los últimos 6 meses...?".

*Nota:* Las muestras de entrevistados no incluyen a residentes en España de nacionalidades diferentes a la española.

*Fuente:* CIS, barómetros de opinión 3038, 3057 y 3128 ([www.cis.es](http://www.cis.es)).

Gráfico 3

## Consulta "continua" de los mensajes de Whatsapp (2016, febrero)



*Pregunta:* "¿Con qué frecuencia consulta sus mensajes de WhatsApp u otra aplicación de mensajería instantánea?" "Continuamente".

*Nota:* La muestra de entrevistados no incluye a residentes en España de nacionalidades diferentes a la española.

*Fuente:* CIS, barómetro de opinión 3128 ([www.cis.es](http://www.cis.es)).



## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de marzo de 2016

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,2	Diciembre 2015
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,7	Diciembre 2015
Dudosos (% var. mensual medio)	-3,1	Diciembre 2015
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	303.418	Febrero 2016
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	132.395	Febrero 2016
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	7.173	Febrero 2016
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	49,02	Septiembre 2015
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.174,30	Septiembre 2015
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	40.263,86	Septiembre 2015
Ratio "oficinas/entidades"	144,33	Septiembre 2015

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 febrero	2016 15 marzo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	3,8	4,7	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,49	0,21	-0,02	-0,20	-0,23	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	2,76	0,48	0,17	-0,02	-0,02	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,6	2,7	1,7	1,5	1,5	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	4,5	2,3	2,2	1,95	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": En el mes de marzo, siguen observándose registros negativos en los tipos de interés de referencia. El Euribor a tres meses se reduce hasta el -0,23% y el tipo a doce meses se mantiene en el -0,02%. El BCE ha anunciado nuevas medidas de política monetaria expansiva, que incluyen una rebaja de tipos de interés y una ampliación del programa de compra de activos. En cuanto al bono del Estado a 10 años, su rentabilidad se ha mantenido en el 1,5%.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2012	2013	2014	2015 diciembre	2016 enero	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	29,6	82,9	75,6	81,37	78,43	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	78,9	61,2	73,2	50,15	56,82	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,7	1,8	2,6	0,46	0,40	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	3,2	4,6	1,67	1,14	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	2,4	0,2	0,1	0,1	0,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	565,2	846,3	1.037,9	1.058,2	1.070,1	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	2,3	0,6	-6,7	-7,2	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	6,9	7,0	-3,8	9,9	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.026,5	1.012,0	1.042,5	965,13	909,17(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.864,5	8.715,6	10.528,8	9.544,2	8.988,3(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,6	33,1	26,1	15,4	33,4(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2012	2013	2014	2015 diciembre	2016 enero	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,7	10,6	7,4	-87,5	61,5	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,3	10,9	-1,3	2,0	-1,1	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,8	2,4	0,6	0,2	0,3	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	0,7	6,4	4,3	9,6	9,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	9,0	6,7	6,4	122,2	-38,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de marzo de 2016.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido un aumento de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro del 78,43% y también ha aumentado la de las obligaciones del Estado un 56,82%. Las bolsas han vuelto a sufrir caídas, con un descenso del IBEX-35 hasta los 8.988 puntos, mientras que el índice general de la Bolsa de Madrid baja hasta los 909 puntos. Por otro lado, se observa un aumento de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 9,4% mientras que, por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 38,4%.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2007-2012	2013	2014	2015 II T.	2015 III T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-5,3	2,1	1,0	1,6	2,1	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	0,7	3,7	3,1	3,5	3,3	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	276,4	315,4	319,1	306,7	305,2	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2007-2012	2013	2014	2015 II T.	2015 III T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	82,1	76,7	72,4	70,6	68,6	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	1,9	6,8	4,8	0,2	-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	3,5	-5,3	-3,8	0,1	-1,6	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el tercer trimestre de 2015 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía, hasta el 2,1% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero disminuyó hasta el 3,3% del PIB desde el 3,5% del segundo trimestre. Se observa una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 68,6% del PIB, frente al 70,6% del trimestre precedente.

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

Indicador	A partir de datos de: 1999-2012	Media	2013	2014	2015 noviembre	2015 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	10,8	-9,5	-4,6	0,5	-1,2	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	9,9	1,3	-1,5	0,1	0,7	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	11,3	-5,1	1,2	-1,1	-5,3	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	15,5	8,9	-6,8	0,5	-0,6	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-1,3	-5,9	-5,9	-5,5	-5,2	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2012	2013	2014	2015 noviembre	2015 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	37,9	17,8	-12,7	-1,5	-3,1	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-2,1	6,5	-6,1	3,9	-1,8	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	10,1	19,6	-1,1	0,5	-1,1	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": El último dato, a diciembre de 2015, muestra una reducción del crédito al sector privado del 1,2%, mientras que se observa, por otro lado un aumento de los depósitos del 0,7%. Asimismo, los valores de renta fija y las acciones y participaciones disminuyeron su peso en balance un 5,3% y un 0,6%, respectivamente. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 3,1% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2011	2012	2013	2015 junio	2015 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	210	173	155	133	135	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	68	85	86	83	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.054	231.389	212.998	-	-	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	41.145	37.903	33.527	31.412	31.176	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	376.291	884.094	665.849	411.245	303.418(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	40.487	337.206	201.865	132.123	132.395(a)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2011	2012	2013	2015 junio	2015 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	20.985	44.961	19.833	27.164	7.173(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a febrero de 2016.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En febrero de 2016, la apelación neta al eurosistema de las financieras españolas representaba el 43,63% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona, lo que supone una reducción de 1.962 millones de euros respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 1999-2011	2012	2013	2015 junio	2015 septiembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	53,50	47,18	48,25	48,47	49,02	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros)	BE	2.978,26	4.701,87	5.426,09	5.615,85	6.174,30	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	17.955,99	30.110,18	34.472,09	36.139,85	40.263,86	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	197,62	219,09	216,30	146,26	144,33	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,06	6,10	6,35	6,47	6,52	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	-0,12	0,16	0,17	0,26	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,77	-1,93	0,13	0,47	0,47	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	11,61	-18,74	1,88	5,93	5,91	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

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

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 147. Gasto público en España: Presente y futuro

#### PANORAMA SOCIAL

N.º 22. Un balance social de la crisis

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 250. Economía española: nuevos retos

#### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 1 (2016)

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 5, N.º 1 (2016). Spain's economy and financial sector: What to expect in the new legislative term

#### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 77. Encouraging blood and living organ donations

## PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

**AÑO 2016**

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

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

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

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

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

### SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

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

**E-MAIL:** [publica@funcas.es](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](mailto:publica@funcas.es)  
[www.funcas.es](http://www.funcas.es)

