

Educación financiera y tejido empresarial

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Educación financiera
y emprendimiento

Evolución del tejido
empresarial

Claves de las
exportaciones

Estabilidad
y sostenibilidad
presupuestaria

El Plan Juncker

Energías renovables

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Regulación y
reestructuración
de la banca europea

Efectos del *Brexit*

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

© 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

252

mayo/junio 2016

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Educación financiera e iniciativa empresarial en España: un estudio exploratorio
Marco Trombetta
- 21 El tejido empresarial en España: estructura, evolución reciente y retos pendientes
Ramon Xifré
- 31 Algunas claves del éxito de las exportaciones españolas
Rafael Myro
- 43 Estabilidad y sostenibilidad de las cuentas públicas en España
Alain Cuenca
- 57 Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas: retos y oportunidades para España
Carmen López Herrera
- 65 Evaluación de las políticas de promoción de las energías renovables en España
Fidel Castro-Rodríguez y Daniel Miles Touya

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 83 Otro giro en la reestructuración bancaria europea
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 93 Shock regulatorio y debilidad del negocio: una peligrosa interacción para los bancos
Angel Berges y Francisco J. Valero
- 105 Referéndum de Reino Unido sobre la permanencia en la UE: consecuencias para las economías británica, de la UE y española
Nick Greenwood
- 117 La política monetaria y de tipo de cambio de China en la transición hacia un nuevo modelo económico
Juan Calvo Vérguez

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 129 Indicadores económicos
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 157 Indicadores sociales
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 163 Indicadores financieros
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

El presente número de *Cuadernos de Información Económica* se abre con un trabajo de MARCO TROMBETTA sobre educación financiera y emprendimiento en España. La relación entre educación financiera e iniciativa empresarial no se ha estudiado apenas y, sin embargo, resulta fundamental para comprender mejor qué tipo de conocimientos deben promoverse entre los emprendedores para ayudarles a tomar mejores decisiones en la gestión financiera de sus empresas. A través de una encuesta con distintas preguntas sobre educación financiera básica, se compara, en primer lugar, el nivel de educación financiera de emprendedores y no emprendedores en España, con resultados más favorables a los primeros. Pero cuando se formulan preguntas de educación financiera avanzada, los emprendedores no parecen especialmente preparados para evaluar aspectos como el potencial de la deuda como medio de financiación empresarial, ni las diferencias entre un flujo de caja positivo y el beneficio, ni la correcta contabilización de una inversión pagada en efectivo. En todo caso, es interesante comprobar que tanto en la educación financiera básica como en la avanzada los resultados son mejores en las empresas con menos de cinco años de vida. Probablemente ello indica que la gestión financiera de las nuevas empresas se rige por parámetros menos convencionales y conservadores que lo que sucede entre las empresas más veteranas, lo que representa un signo alentador para la modernización del sistema productivo.

Precisamente las transformaciones del tejido empresarial en lo que va de siglo son objeto de atención en el artículo de RAMON XIFRÉ. La demografía empresarial

presenta signos alentadores en 2015, ya que por primera vez desde los inicios de la crisis se recuperan cifras positivas de altas netas de empresas en España. Sin embargo, dicha recuperación se sustenta principalmente en el aumento del número de autónomos y no en otras formas jurídicas societarias que tuvieron mucha mayor importancia en la anterior etapa expansiva de la economía española. Al objeto de analizar el dinamismo empresarial, el trabajo se centra en las empresas que realizan actividades de innovación. Los resultados muestran que el número de empresas innovadoras ha descendido continuamente desde 2008, si bien parece que la caída se frena ligeramente en 2014 en el caso de las actividades de innovación no tecnológica. Especial gravedad reviste la pérdida de pulso innovador en las empresas de menos de 250 trabajadores y particularmente en las pertenecientes al sector servicios. El autor concluye en la necesidad de abordar una profunda reforma empresarial que facilite la resolución de estos y otros problemas que distintos autores han puesto de manifiesto, como la mejora del capital humano, la profesionalización de la gestión o la incentivación de las actividades innovadoras.

Una visión con mayor perspectiva temporal proporciona, sin embargo, una lectura más positiva de la transformación del tejido empresarial español durante los últimos treinta años, especialmente cuando se analiza en términos de su competitividad en los mercados internacionales. El buen comportamiento de las exportaciones españolas durante la reciente crisis económica no se debe únicamente a la parálisis del mercado interno y al proceso de ajuste de la economía española. Más

allá de esas circunstancias, el artículo de RAFAEL MYRO sitúa la trayectoria expansiva de las exportaciones en un largo proceso de apertura a la competencia internacional que induce a las empresas españolas a aumentar sus niveles de eficiencia y su especialización productiva. En tal sentido, el decenio de 1990 sería el periodo clave para explicar la expansión de las exportaciones, por la incorporación de numerosas medianas empresas –que siguen así la estela iniciada por las grandes en la década anterior– y por el fuerte aumento de la intensidad exportadora. Los años siguientes abren una nueva etapa de internacionalización de las grandes empresas con su implantación en otros países y su transformación en empresas multinacionales. Todo ello sería el resultado de una profunda transformación de la estructura productiva española y de las bases tecnológicas y organizativas de las empresas que la integran.

Las reformas que la economía española necesita para alcanzar un crecimiento sostenible tienen también un importante espacio para su aplicación en el ámbito del sector público. Los problemas de incumplimiento de los objetivos de déficit público y de las reglas fiscales por parte de las administraciones públicas en 2015 no son solo una interrupción temporal, asociada al ciclo político, en el proceso de consolidación, sino que muestran, como señala ALAIN CUENCA en su artículo, la necesidad de reformas de mayor alcance en el volumen y composición de los ingresos y gastos públicos, entre las que destacan el tamaño de la presión fiscal, el déficit del sistema de pensiones o la coordinación de la estabilidad presupuestaria entre los distintos niveles de gobierno. Aunque las comunidades autónomas y la Seguridad Social aparecen como responsables del incumplimiento de la estabilidad presupuestaria en 2015, el autor señala que las causas residen en el conjunto, en las relaciones financieras y en la fijación de objetivos de los distintos niveles de gobierno. Y es en este punto, con una perspectiva de mayor alcance, cuando surge la necesidad no solo de una corrección de las cuentas públicas para alcanzar los objetivos de estabilidad presupuestaria, sino para garantizar una correcta contribución del sector público al crecimiento económico y al bienestar social.

Las limitaciones impuestas a la política fiscal por el proceso de consolidación presupuestaria han dado lugar a fuertes recortes en la inversión pública que pueden resultar perjudiciales para el crecimiento y la creación

de empleo. La creación de un Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas por parte de la Comisión Europea, aunque limitado en sus cifras, representa una oportunidad interesante para las administraciones públicas españolas que, adicionalmente, pueden apalancar financiación privada en sectores como las infraestructuras, la energía, la innovación o el medio ambiente. El artículo de CARMEN LÓPEZ HERRERA examina las características de este fondo –también conocido como *Plan Juncker*–, así como el impacto potencial que puede tener para la economía española. Especial relevancia adquiere no solo la capacidad de presentación de proyectos, sino especialmente su estructuración en colaboración con el sector privado a través de vehículos y plataformas de inversión que canalicen los recursos de los inversores.

La sección de Economía y Finanzas Españolas concluye con un artículo de FIDEL CASTRO-RODRÍGUEZ y DANIEL MILES en el que se realiza una evaluación de las políticas de promoción de las energías renovables en España, comparando los dos sistemas de retribución existentes antes y después de la reforma de 2013. El cumplimiento de los objetivos de producción de electricidad con fuentes renovables se sustentó en buena medida en el crecimiento de las subvenciones, lo que dio lugar a una burbuja inversora a mediados de los años 2000. Las medidas dirigidas a contener el importe de las primas no fueron suficientes para corregir el déficit tarifario, impulsando un nuevo sistema de apoyo a las energías renovables que aspira a ser financieramente sostenible. Para los autores de este artículo, sin embargo, las principales debilidades del nuevo mecanismo son la incertidumbre que puede generar entre los nuevos inversionistas, el temor a futuros cambios con carácter retroactivo y las posibles dificultades para alcanzar las directrices de la Comisión Europea en materia de energías renovables.

La sección de Economía Internacional se abre con dos artículos referidos al sistema bancario europeo. El primero de ellos, de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ, analiza algunos de los principales problemas a los que se enfrenta la banca europea en un contexto marcado por una rentabilidad reducida, unos balances en los que todavía subsisten activos problemáticos, unos cambios regulatorios que complican significativamente la gestión y una transformación del negocio bancario que tendrá importantes consecuencias para el sector. En un plano más coyuntural, el artículo revisa las dudas que han

suscitado la exposición del primer banco alemán a productos estructurados y la situación general de la banca italiana. En el primer caso, el trasfondo del problema está en la incertidumbre que infunde la capacidad de absorción de pérdidas y los efectos de un posible contagio sobre terceros; en el segundo, se advierten los riesgos operativos del modelo de “banco malo” adoptado y su propia viabilidad en un escenario de continuidad en el deterioro de sus activos.

El segundo artículo, de ANGEL BERGES y FRANCISCO J. VALERO, muestra cómo la complejidad y las incertidumbres de los procesos regulatorios en Europa pueden estar detrás del peor comportamiento diferencial de los bancos europeos en los mercados bursátiles frente al resto de los sectores. La valoración de los bancos de los cuatro principales países de la eurozona presenta dos casos claramente ilustrativos de los problemas que acarrearán cambios tan radicales en la regulación y, sobre todo, las incertidumbres asociadas a su implantación: Italia y Alemania. En el primer caso, los autores vinculan la fuerte caída en bolsa de las cotizaciones con el riesgo de generalización de las pérdidas en el accionariado de la totalidad de la banca italiana de aplicarse un esquema de mutualización entre bancos buenos y malos. En el segundo, los problemas estarían en principio acotados al principal banco del país, por los riesgos de absorción de pérdidas sobre sus obligaciones contingentes convertibles y los restantes instrumentos financieros emitidos; pero el temor a un efecto contagio podría estar también detrás de ese generalizado descenso en la valoración bursátil de la banca alemana.

El referéndum de Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea, y las dudas abiertas sobre su resultado, justifican el artículo de NICK GREENWOOD sobre las consecuencias económicas que tendría para

las economías británica, de la Unión y de España, una salida del Reino Unido de la UE: el denominado *Brexit*. La mayoría de los estudios realizados ponen de relieve los negativos efectos que tanto a corto como a largo plazo tendría el *Brexit* sobre la economía británica, si bien dichos efectos dependerían del grado en que las relaciones comerciales y financieras entre Reino Unido y la UE se vieran permanentemente alteradas o si, por el contrario, se pudieran adoptar medidas compensatorias. Pero también el conjunto de la UE se vería afectado por la salida de su segunda economía. Los flujos comerciales, la inversión exterior directa, el canal financiero y, más allá de todo ello, la posición estratégica de la UE en el mundo, sufrirían un impacto claramente negativo. En el caso de España, los efectos se dejarían notar en algunos sectores de la balanza comercial, pero de forma aún más intensa en los flujos de personas (turismo y migraciones) y en las relaciones financieras, especialmente importantes para algunos bancos españoles.

El último artículo, de JUAN CALVO, es un repaso de las principales medidas de política monetaria y de tipo de cambio adoptadas por el Banco Popular de China a lo largo de los dos últimos años para hacer frente a los problemas de desaceleración económica del país y a las turbulencias creadas por la crisis bursátil. El autor sitúa dichas medidas en el contexto de un proceso de transición hacia un nuevo modelo económico en el que se pretende conferir un mayor protagonismo al consumo interno y a los servicios, frente al viejo modelo sustentado en manufacturas y exportaciones. Las incertidumbres que abre un proceso de esta envergadura son aún mayores por las contradicciones que se advierten entre las declaraciones de favorecer un mayor terreno de juego a las fuerzas del mercado y el intervencionismo para afrontar los vaivenes bursátiles y las condiciones del mercado de divisas.

Educación financiera e iniciativa empresarial en España: un estudio exploratorio

Marco Trombetta*

La evaluación de la educación financiera ha recibido una considerable atención en los últimos tiempos. Estudios recientes han revelado un nivel de educación financiera básica sorprendentemente bajo entre la población mundial. En el presente trabajo examinamos el nivel de educación financiera a partir de una muestra de emprendedores individuales en España. A dicho efecto, formulamos un nuevo conjunto de preguntas relacionadas con la financiación y el *reporting* financiero de la empresa. Los resultados obtenidos muestran que, también en el caso de España, el nivel general de educación financiera básica es bastante bajo, si bien mejora ligeramente respecto a estudios anteriores. No detectamos diferencias significativas en el nivel de educación financiera entre emprendedores y no emprendedores. Sin embargo, sí constatamos que los emprendedores en serie exitosos comprenden mejor el principio de la diversificación y el peligro potencial de un crecimiento descontrolado. También cabe reseñar que los niveles de educación financiera avanzada más bajos se detectan entre empresas maduras que operan en el sector primario, es decir, empresas con un perfil más tradicional. A nuestro juicio, este resultado sería congruente con el hecho de que la economía española está transitando desde un modelo basado en negocios tradicionales gestionados con criterios más conservadores a otro centrado en negocios más modernos y con un conocimiento más sofisticado de los conceptos financieros.

Los trabajadores por cuenta propia representan una proporción importante de la población ocupada en España. Datos de Eurostat para 2014 cifran dicho porcentaje en un 13,9%, frente al 15,5% de media entre los países integrantes de la UE-28. Los trabajadores por cuenta propia son responsables de organizar su propio negocio, lo que implica adoptar, ya sea por sí mismos o con

asesoramiento externo, decisiones financieras muy importantes para gestionar su actividad económica. Sin embargo, se sabe muy poco sobre el nivel de educación financiera específica de este subconjunto de la población.

El objetivo de este estudio es intentar arrojar luz sobre este tema, al menos en lo que a España

* IE Business School – IE University.

se refiere. Tomando como punto de partida la metodología existente para evaluar el nivel de educación financiera de la población en general, abrimos el foco y medimos específicamente el nivel de educación financiera de las personas que se lanzan a emprender por cuenta propia. Esta metodología se aplicará a una muestra representativa de la población de emprendedores en España.

El trabajo se estructura del siguiente modo: en la siguiente sección revisamos el estado del arte para la medición de la educación financiera. A continuación, describimos la muestra y la metodología utilizada en este estudio como paso previo a la exposición de los resultados de nuestro análisis. El artículo se cierra con las conclusiones.

Cómo se mide la educación financiera

Pese al uso creciente de productos financieros en los países desarrollados, la capacidad de la población para manejar estos instrumentos no ha sido estudiada en detalle hasta hace muy poco. La importancia de ser capaz de evaluar alternativas financieras y elegir correctamente productos financieros se pone invariablemente de manifiesto en los momentos posteriores a una crisis financiera. La última que hemos padecido no es una excepción. Tanto los medios de comunicación como los testimonios concretos aluden a historias de personas que perdieron todos sus ahorros por tomar malas decisiones financieras o suscribir productos financieros inadecuados.

La toma de decisiones financieras sensatas requiere ser capaz de llevar a cabo ciertos cálculos básicos que nos permitan comparar correctamente las alternativas que se nos ofrecen¹. Por lo tanto, resulta muy importante medir cómo se distribuye esta capacidad entre los individuos para determinar cómo de expuesto se encuentra el sis-

tema a las consecuencias de decisiones financieras equivocadas.

En un trabajo pionero sobre la medición de la formación financiera, Lusardi y Mitchell (2007a, 2007b y 2008) desarrollaron una metodología para evaluar el nivel de educación financiera básica. Su metodología se basa en tres simples preguntas susceptibles de incluirse en las encuestas nacionales realizadas entre la población.

√ La primera pregunta es²:

Imagine que tiene 100 dólares en una cuenta de ahorros que le renta un tipo de interés anual del 2%. Al cabo de 5 años, ¿qué saldo cree que tendría en la cuenta si mantuviese el dinero depositado generando intereses?

- Más de 102 \$
- Exactamente 102 \$
- Menos de 102 \$
- No sabe/No contesta

Con esta pregunta, se puede determinar si el individuo es capaz de realizar una operación muy simple de cálculo del interés compuesto.

√ La segunda pregunta es:

Supongamos que el tipo de interés de su cuenta de ahorros es del 1% al año y que la tasa de inflación anual es del 2%. Al cabo de un año, ¿qué cantidad de bienes cree que podría comprar con el dinero de dicha cuenta?

- Más que hoy
- Exactamente la misma que hoy
- Menos que hoy
- No sabe/No contesta

Esta pregunta nos permite comprobar si la persona es consciente del efecto de la inflación en sus cálculos financieros.

¹ Para una visión de la literatura teórica sobre decisiones financieras óptimas en el contexto de un ciclo vital y su relación con la educación financiera, véase Lusardi y Mitchell (2014).

² Estas preguntas han sido reproducidas en muchos estudios. Hemos seguido la versión incluida en Lusardi y Mitchell (2014).

√ Por último, la tercera pregunta es:

Califique la siguiente afirmación como verdadera o falsa: Invertir en acciones de una única empresa suele generar una rentabilidad más segura que invertir en participaciones de un fondo de inversión.

Verdadera
Falsa
No sabe/No contesta

El objetivo de esta pregunta es evaluar simultáneamente si el encuestado conoce el principio de la diversificación del riesgo y el producto financiero “fondo de inversión”.

Estas tres preguntas se utilizaron de forma masiva por primera vez en 2004 en Estados Unidos, incluyéndose en la encuesta *Household Retirement Study* (HRS) realizada a nivel nacional ese año. El resultado mostró que solo un 34,3% de los encuestados respondieron correctamente las tres preguntas, mientras que un 9,9% respondieron incorrectamente a todas las preguntas.

Desde entonces, estas tres preguntas se han utilizado en encuestas a escala nacional en todo el mundo. Haremos un repaso de los resultados de estos estudios más adelante, cuando llegue el momento de exponer los resultados de nuestra encuesta.

La literatura sobre educación financiera ha empezado a indagar en aspectos más específicos de la educación financiera. Para ello se han incluido preguntas adicionales orientadas a capturar otros aspectos de la cultura financiera de las personas objeto de estudio.

En Estados Unidos, en la oleada de 2009 de la encuesta *National Financial Capability Survey*, se añadieron dos nuevas preguntas sobre educación financiera, que versaban sobre el precio de los títulos de renta fija y sobre el cálculo de la amortización de una hipoteca. Para una descripción del resultado, véase Lusardi (2011). Tras incorporar estas dos preguntas, el porcentaje de personas con cinco respuestas correctas cayó hasta el 10%,

pese a que el 70% de los encuestados respondieron correctamente a la pregunta relativa a la hipoteca. La pregunta sobre el precio de los títulos de renta fija parece haber planteado especial dificultad a los encuestados, recibiendo únicamente un 20% de aciertos.

Lusardi y Tufano (2015) utilizan tres preguntas diseñadas específicamente para medir la “cultura sobre la deuda” en Estados Unidos. Estas preguntas son más sofisticadas que las tres preguntas básicas utilizadas en estudios anteriores. Solo alrededor del 35% de los encuestados demostraron una comprensión intuitiva correcta sobre la deuda renovable de tarjetas de crédito, y solo el 6,9% supo identificar correctamente la alternativa de financiación más barata entre dos posibles planes de amortización.

En la oleada de 2008 de la encuesta HRS, se solicitó a 1.000 individuos de edades relativamente avanzadas que respondiesen a diez preguntas adicionales dirigidas a medir su grado de sofisticación financiera, evidenciada por el conocimiento sobre los mercados financieros y la diversificación del riesgo, conocimientos sobre comisiones y cálculos matemáticos. El análisis de estos datos en Lusardi, Mitchell y Curto (2014) reveló una notable carencia de sofisticación financiera.

Van Rooij, Lusardi y Alessie (2011) fueron un paso más allá en el análisis de la educación financiera básica en los Países Bajos incluyendo un apartado sobre formación financiera de los participantes en el mercado bursátil. Añadieron 13 preguntas referidas a varios conceptos relacionados con la renta variable y la diversificación del riesgo, y dividieron el total de 16 preguntas en dos bloques: educación financiera *básica* (5 preguntas) y educación financiera *avanzada* (11 preguntas). La educación financiera avanzada resultó ser mucho más baja que la educación financiera básica. El 40,2% de la muestra respondió correctamente a todas las preguntas sobre educación financiera básica, pero solo un 5% acertó todas las preguntas avanzadas.

En nuestro estudio, seguimos un enfoque similar al de Van Rooij, Lusardi y Alessie (2011)

y utilizamos un conjunto de 8 preguntas divididas en 3 preguntas *básicas* y 5 preguntas *avanzadas*. Las preguntas avanzadas versarán sobre cuestiones relacionadas con la financiación y el *reporting* financiero de una empresa.

Hasta donde nosotros sabemos, la relación entre educación financiera e iniciativa empresarial es un campo que no se ha estudiado aún. Sin embargo, en un estudio relacionado, Dávila y Foster (2005) analizaron el efecto de adoptar sistemas formales de control de gestión en el éxito de los proyectos empresariales y concluyeron que dicha relación es positiva, es decir, que la adopción de un sistema formal de *reporting* interno tiene un efecto positivo en la probabilidad de éxito. Si asumimos que para organizar y utilizar un sistema formal de control de gestión se requiere un nivel avanzado de educación financiera, este resultado apoyaría la tesis de que la educación financiera avanzada es un factor clave en el éxito de los proyectos empresariales. Para testar esta hipótesis, en el presente estudio hemos desarrollado un conjunto de preguntas de educación financiera avanzada a fin de evaluar el nivel de educación financiera de los emprendedores.

Análisis empírico

Muestra

Nuestra muestra está formada por 400 individuos a los que se consideró representativos de la población de emprendedores españoles. También seleccionamos 100 individuos que no son emprendedores y que utilizaremos como grupo de control para contrastar si existen diferencias relevantes en cuanto a educación financiera entre emprendedores y no emprendedores.

El cuadro 1 describe la composición de la muestra por sexo, edad, formación académica y nivel autoevaluado de educación financiera. La muestra de encuestados contiene en su mayoría hombres de entre 35 y 54 años de edad, con una

Cuadro 1

Composición de la muestra

(Porcentaje)

	<i>Emprendedor</i>		
	Si	No	Total
Sexo			
Hombre	68,8	64,0	67,8
Mujer	31,3	36,0	32,2
Edad del encuestado			
25-34	18,5	29,0	20,6
35-44	40,0	35,0	39,0
45-54	31,3	25,0	30,0
55-64	10,3	11,0	10,4
Nivel de formación			
Primaria	2,8	1,0	2,4
Secundaria	4,8	8,0	5,4
Formación profesional	18,3	15,0	17,6
Bachillerato	17,8	12,0	16,6
Asignaturas univ.	13,5	16,0	14,0
Licenciatura univ.	28,0	34,0	29,2
Postgraduado	14,5	14,0	14,4
Otros	0,5	0,0	0,4
Nivel de educación financiera (autoeval.)			
1 (mínimo)	5,30	4,0	5,0
2	12,0	12,0	12,0
3	20,0	23,0	20,6
4	22,0	20,0	21,6
5	27,8	33,0	28,8
6	10,8	5,0	9,6
7 (máximo)	2,3	3,0	2,4
Número de encuestados	400	100	500

Fuente: Elaboración propia.

calificación de, al menos, formación profesional o educación secundaria y que autoreconocen un nivel de educación financiera medio.

En el cuadro 2 se exponen algunas características de la muestra principal de emprendedores. En

Cuadro 2

Características adicionales de la muestra de emprendedores

(Porcentaje)

Emprendedor primerizo	
Sí	62,0
No	38,0
Éxito anterior (solo para emprendedores en serie)	
Sí	80,9
No	19,1
Años de vida	
Menos de 1 año	11,0
Entre 1 y 3 años	22,8
Entre 3 y 5 años	11,3
Más de 5 años	55,0
Empleados en nómina	
0-9	95,2
10-49	3,7
50-249	0,8
Más de 250	0,3
Ventas anuales	
< 2.000.000 €	68,0
Entre 2.000.000 € y 5.700.000 €	2,5
> 5.700.000 €	0,8
No contesta	28,7
Número de encuestados	400

Fuente: Elaboración propia.

una gran mayoría, su empresa actual es también el primer negocio que emprenden. En los individuos con experiencia previa como emprendedores, casi un 81% tuvieron éxito en al menos uno de los negocios emprendidos. Buena parte de las empresas analizadas en la encuesta (55%) tenían más de 5 años de vida, y en su inmensa mayoría estaban constituidas por empresas pequeñas o microempresas (menos de 9 empleados y/o menos de dos millones de euros de facturación al año).

Recogida de datos y metodología

En enero de 2015, se solicitó a estos individuos que respondieran a una encuesta de 8 preguntas relacionadas con la educación financiera. Las tres primeras preguntas fueron las utilizadas habitualmente en estudios anteriores sobre educación financiera en todo el mundo. En adelante, nos referiremos a ellas como las preguntas sobre educación financiera “básica”.

Las siguientes cinco preguntas se crearon *ad hoc* para este estudio y con ellas se pretendía evaluar el nivel de educación financiera relacionada con la gestión empresarial. Para simplificar, las denominaremos preguntas sobre educación financiera “avanzada”. Los temas cubiertos por estas cinco preguntas eran:

- percepción de la deuda como herramienta de financiación;
- evaluación de oportunidades de crecimiento;
- método de caja frente a método del devengo para medir el resultado financiero;
- amortización;
- rentabilidad económica frente a financiera.

Las preguntas de educación financiera básica ya se han descrito en la sección anterior. A continuación describimos las preguntas de educación financiera avanzada creadas específicamente para este estudio.

√ La primera pregunta fue:

No tener deuda es siempre una situación deseable para una empresa.

- Verdadero
- Falso
- No sabe
- No contesta

El objetivo de esta pregunta es comprobar la percepción que tienen los emprendedores sobre la deuda. Si la respuesta elegida es “Verdadero”,

indica aversión a la deuda como instrumento para financiar el negocio. La determinación del nivel óptimo de deuda es una de las cuestiones clave a las que trata de dar respuesta la teoría financiera de la empresa. Pese a la dificultad que entraña cuantificar numéricamente el nivel óptimo de deuda, en muy contadas ocasiones éste coincide exactamente con 0. Por tanto, la respuesta "Verdadero" revela un enfoque intuitivo y muy conservador respecto a la búsqueda de fuentes de financiación para la empresa. La respuesta más correcta a esta pregunta sería "Falso".

√ La segunda pregunta fue:

Cuando las ventas aumentan, significa que la empresa goza de buena salud.

Verdadero

Falso

No sabe

No contesta

Esta pregunta sirve para comprobar la capacidad de gestionar la expansión del negocio. El crecimiento de las ventas no siempre es sinónimo de una rentabilidad sana. Una empresa que crece en ventas podría no ser rentable y acabar dando en quiebra. La respuesta "Verdadero" refleja un enfoque inmaduro y potencialmente peligroso respecto a la evaluación del negocio. De nuevo, la respuesta correcta aquí sería "Falso"³.

√ La tercera pregunta avanzada fue:

Si el efectivo al final de un determinado periodo (día, mes, año,...) es mayor que al comienzo del periodo, significa que la empresa ha generado un beneficio positivo.

Verdadero

Falso

No sabe

No contesta

El objetivo de esta pregunta es verificar si el encuestado es capaz de distinguir entre el método de cálculo del beneficio basado en el flujo de caja y el basado en el devengo. La utilización del principio del devengo es un elemento fundamental de la contabilidad financiera moderna. Nuevamente, la respuesta "Verdadero" denota un enfoque rudimentario para el cálculo de la rentabilidad financiera y económica de la empresa, que no tiene en cuenta la importancia de imputar los ingresos y gastos al periodo correcto desde un punto de vista económico.

√ La cuarta pregunta avanzada fue:

Una empresa acaba de adquirir un bien de equipo por el que ha pagado 200 euros. El bien será utilizado durante 5 años. El beneficio del ejercicio actual se verá reducido en:

Más de 200 euros

Menos de 200 euros

Exactamente 200 euros

No sabe

No contesta

Esta pregunta está estrictamente relacionada con la anterior, ya que también tiene que ver con la diferencia entre el método contable de caja y el del devengo. No obstante, pone específicamente el foco en la evaluación correcta de una inversión desde un punto de vista económico al momento de elaborar las cuentas al cierre del ejercicio. Cualquier respuesta distinta de "Menos de 200 euros" es expresiva de un enfoque intuitivo potencialmente perjudicial para evaluar correctamente las inversiones generadoras de crecimiento.

√ La última pregunta avanzada es:

La rentabilidad sobre activos se conoce como ROA, y la rentabilidad sobre los fondos propios invertidos por los accionistas en la empresa se conoce como ROE. Por regla general, el nivel de deuda es más sostenible si:

³ O al menos "No sabe/No contesta".

- ROA > ROE
- ROA < ROE
- ROA = ROE
- No sabe
- No contesta

Esta pregunta entraña claramente más dificultad que las anteriores. Con ella se pretende contrastar si el emprendedor conoce el denominado “efecto apalancamiento”, es decir, la capacidad que tiene la deuda para incrementar la rentabilidad de los accionistas. El “efecto apalancamiento” es positivo cuando “ROA < ROE”. En tal caso, el coste de la deuda es más bajo que la rentabilidad económica de la empresa, lo que significa que la deuda es más sostenible. Además, esta pregunta también pone a prueba el grado de familiaridad de los encuestados con los conceptos del ROA y el ROE. La capacidad para responder correctamente revelaría un nivel muy elevado de conocimientos financieros.

Resultados

Educación financiera básica

En el cuadro 3 se recoge la comparativa entre los resultados de nuestra encuesta para las tres preguntas de educación financiera básica y los resultados obtenidos en otros países.

En nuestra muestra española, el 44,8% de los encuestados respondieron correctamente a las tres preguntas. Esta proporción es bastante elevada en comparación con la de otros países, y solo está por detrás de la registrada en Alemania y Suiza. Debemos subrayar que nuestra muestra se compone en gran parte de emprendedores, mientras que las demás muestras son representativas de la población general. No obstante, en el cuadro 4 presentamos información desglosada entre trabajadores por cuenta propia y asalariados para nuestra muestra, así como para algunos de los estudios internacionales. De nuevo, el resultado es un nivel relativamente elevado de educación financiera básica en nuestra muestra.

En todos los estudios realizados hasta la fecha, las mujeres obtienen peor puntuación que los hombres en las tres preguntas básicas. En el cuadro 5, podemos observar el resultado de nuestro estudio comparado con algunas evidencias internacionales. También en España, las puntuaciones de la encuesta entre las mujeres son claramente peores que entre los hombres, siendo solo superadas negativamente por EE. UU., donde las mujeres obtienen un porcentaje aún más bajo de respuestas correctas.

En el cuadro 6 se muestra el desglose de resultados según la edad de los encuestados, tanto para este estudio como para algunos estudios realizados a escala internacional. Incluso si los intervalos de edad en nuestro estudio no coinciden exactamente con los de otras investigaciones, queda patente la similitud entre la muestra de España y la de Estados Unidos, donde la educación financiera básica sigue una pauta ascendente con la edad, al menos hasta llegar a los 65 años. En todos los demás países, la educación financiera básica alcanza su máximo entre los 35 y los 60 años, y a partir de entonces desciende.

Por último, en el cuadro 7 se muestra el nivel de educación financiera básica según el nivel más alto de educación superado. La comparación directa con otros estudios internacionales no es posible por la diversidad de sistemas educativos. Sin embargo, en nuestros resultados observamos un fenómeno común ya descrito en la literatura anterior: el nivel de educación financiera básica aumenta conforme lo hace el nivel de educación formal alcanzado.

Resumiendo, el nivel de educación financiera básica en nuestra muestra española es relativamente alto en comparación con el de otros estudios realizados en otros países. Su distribución general en función del régimen laboral, sexo y nivel más alto de educación alcanzado está en línea con lo observado hasta ahora. En cuanto a la edad de los encuestados, se verifica una relación creciente, lo que diferencia a nuestra muestra de otras muestras europeas, en las que se constata una relación inversa en forma de U.

Cuadro 3

Educación financiera básica - comparativa internacional

(Porcentaje)

Autores	País	Año de datos	Tipos de interés		Inflación		Diversificac. del riesgo		Al menos 1 No sabe	Observaciones	
			Correcto	NS	Correcto	NS	Correcto	NS			3 correctos
Trombetta (2015)	España	2015	85,2	8,0	70,0	20,2	56,2	37	44,8	22,4	500
Lusardi y Mitchell (2011d)	EE. UU.	2009	64,9	13,5	64,3	14,2	51,8	33,7	30,2	42,4	1.488
Alessie, VanRooyij y Lusardi (2011)	Países Bajos	2010	84,8	8,9	76,9	13,5	51,9	33,2	44,8	37,6	1.665
Bucher-Koenen y Lusardi (2011)	Alemania	2009	82,4	11,0	78,4	17,0	61,8	32,3	53,2	37,0	1.059
Sekita (2011)	Japón	2010	70,5	12,5	58,8	28,6	39,5	56,1	27,0	61,5	5.268
Agnew, Bateman y Thorp (2013)	Australia	2012	83,1	6,4	69,3	13,0	54,7	37,6	42,7	41,3	1.024
Crossan, Feslier y Humard (2011)	N. Zelanda	2009	86,0	4,0	81,0	5,0	27,0	2,0*	24,0*	7,0	850
Brown y Graf (2013)	Suiza	2011	79,3	2,8*	78,4	4,2*	73,5*	13,0*	50,1*	16,9*	1.500
Fornero y Monticone (2011)	Italia	2007	40,0*	28,2*	59,3*	30,7*	52,2*	33,7*	24,9*	44,9*	3.992
Almenberg y Sève-Söderbergh (2011)	Suecia	2010	35,2*	15,6*	59,5	16,5	68,4	18,4	21,4*	34,7*	1.302
Arrondel, Debbich y Savignac (2013)	Francia	2011	48,0*	11,5*	61,2	21,3	66,8*	14,6*	30,9*	33,4*	3.616
Klapper y Panos (2011)	Rusia	2009	36,3*	32,9*	50,8*	26,1*	12,8*	35,4*	3,7*	53,7*	1.366
Beckmann (2013)	Rumanía	2011	41,3	34,4	31,8*	40,4*	14,7	63,5	3,8*	75,5*	1.030

Nota: * Indica una formulación ligeramente diferente a la de las preguntas de educación financiera básica enumeradas en el texto.

Fuente: Cuadro 2 de Lusardi y Mitchell (2014) y datos extraídos de este estudio.

Cuadro 4

Encuestados con tres aciertos en las preguntas básicas
(Porcentaje)

País	Trab. por cuenta propia	Asalariados
España	46,0	40,0
EE. UU.	36,8	36,3
Países Bajos	50,15	28,3
Italia	28,92	28,74
Alemania	66,8	62,1
Suecia	32,8	24,1
Rusia	0	3,27
Japón	24,1	27,7

Fuente: *Journal of Pension Economics & Finance*, 2011 y datos extraídos de este estudio.

Cuadro 5

Educación financiera básica segmentada por sexo.
Encuestados con tres aciertos en las preguntas básicas
(Porcentaje)

País	Hombre	Mujer
España	53,4	26,7
EE. UU.	38,3	22,5
Alemania	59,6	47,5
Países Bajos	55,1	35,0
Suiza	62,0	39,3

Fuente: Lusardi y Mitchell (2014) y datos extraídos de este estudio.

Cuadro 6

Edad del encuestado. Encuestados con tres aciertos en las preguntas básicas
(Porcentaje)

	25-34	35-54	55-64
España	37,90	43,48	67,30
	<36	36-50	51-65
EE. UU.	19,5	37	40
Alemania	55	61	52
Países Bajos	46	46	47
Suiza	45	52	49

Fuente: Lusardi y Mitchell (2014) y datos extraídos de este estudio.

Cuadro 7

Nivel más alto de educación. Encuestados con tres aciertos en las preguntas básicas
(Porcentaje)

Educación	
Primaria	33,3
Secundaria	29,6
Formación profesional	31,8
Bachillerato	39,8
Diplomatura	47,1
Licenciatura universitaria	52,1
Título postgrado	56,9

Fuente: *Journal of Pension Economics & Finance*, 2011 y datos extraídos de este estudio.

Educación financiera avanzada

Educación financiera básica frente a avanzada

En esta sección se analizan las respuestas a las preguntas de nueva creación sobre educación financiera avanzada para emprendedores. Dado que estas preguntas se han utilizado por primera vez en este estudio, no es posible una comparativa internacional de los resultados obtenidos.

En los cuadros 8 y 9 consta el resumen de las respuestas a las preguntas sobre educación financiera avanzada y educación financiera básica.

En general, se comprueba que el nivel de educación financiera avanzada es mucho más bajo que el de educación financiera básica. Solo el 1,4% (23,4%) de los individuos respondieron bien (mal o no contestan) a todas las preguntas avanzadas, frente al 44,8% (9,0%) para las preguntas básicas. En la encuesta holandesa utilizada por Van Rooij *et al.* (2011), al menos un 5,0% de los encuestados respondieron correctamente a todas las preguntas sobre educación financiera avanzada, mientras que tan solo un 3,6% respondió incorrectamente a todas o no contestó.

El cuadro 9 contiene el desglose de los resultados para cada pregunta. La imagen varía sustan-

Cuadro 8

Educación financiera básica frente a avanzada – General

(Porcentaje)

<i>Todas las respuestas correctas</i>		
	<i>No</i>	<i>Sí</i>
Básica	55,2	44,8
Avanzada	98,6	1,4
Avanzada sin ROA vs ROE	86,2	13,8
<i>Todas las respuestas incorrectas o no contesta</i>		
	<i>No</i>	<i>Sí</i>
Básica	91,0	9,0
Avanzada	76,6	23,4
Avanzada sin ROA vs ROE	90,0	10,0

n = 500 (muestra completa)

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 9

Educación financiera básica frente a avanzada – Desglose de respuestas

(Porcentaje)

	<i>Correcta/ Mejor</i>	<i>Otras</i>	<i>NS/NC</i>
Básica			
Interés compuesto	85,2	6,8	8,0
Inflación	70,0	9,8	20,2
Diversificación	56,2	6,8	37,0
Avanzada			
Deuda	29,0	63,2	7,8
Ventas	48,8	42,6	8,6
Devengo	43,0	47,2	9,8
Amortización	52,4	27,0	20,6
ROA vs ROE	8,8	23,4	67,8

n = 500 (muestra completa)

Fuente: Elaboración propia.

cialmente de una pregunta a otra. La pregunta que versa sobre la diferencia entre rentabilidad financiera y rentabilidad económica y su relación con el coste de la deuda es, con diferencia, la más difícil. Solo el 8,8% de los individuos acertó con la res-

puesta correcta, y el 67,8% fue incapaz de emitir una respuesta⁴. En vista de estos porcentajes tan alejados de los de las demás preguntas, hemos recalculado el nivel de educación financiera avanzada sin incluir la última pregunta sobre ROA y ROE. Los resultados se recogen en el cuadro 8. Si excluimos la pregunta de mayor dificultad, el nivel de educación financiera avanzada aumenta, aunque sigue siendo sustancialmente inferior al de la educación financiera básica en cuanto a porcentaje de encuestados que respondieron correctamente a todas las preguntas (13,8% en avanzada frente a 44,80% en básica) pero comparable en cuanto al porcentaje que respondió incorrectamente a todas las preguntas (10,0% en avanzada frente a 9,0% en básica).

Emprendedores frente a no emprendedores

Veamos ahora la comparativa en cuanto a educación financiera avanzada entre emprendedores y no emprendedores.

Cuadro 10

Educación financiera avanzada. Emprendedores frente a no emprendedores – Total

(Porcentaje)

	<i>Emprendedor</i>	<i>Sí</i>	<i>No</i>
Todas las básicas correctas	Sí	46,0	54,0
	No	40,0	60,0
Todas las básicas incorrectas	Sí	9,30	90,8
	No	8,0	92,0
Todas las avanzadas correctas	Sí	1,3	98,8
	No	2,0	98,0
Todas las avanzadas incorrectas	Sí	23,0	77,0
	No	25,0	75,0
Todas las avanzadas correctas exc. ROA vs ROE	Sí	13,5	86,5
	No	15,0	85,0
Todas las avanzadas incorrectas exc. ROA vs ROE	Sí	9,5	90,5
	No	12,0	88,0

Fuente: Elaboración propia.

⁴ Es interesante que la segunda pregunta con peores resultados en términos de porcentaje de acierto entre los encuestados es la relativa al nivel óptimo de deuda, que está obviamente relacionada con la pregunta sobre ROA y ROE.

En el cuadro 10 se muestra una comparación en términos del nivel de educación financiera total.

En lo que respecta a la educación financiera básica, ya hemos comprobado que los emprendedores parecen tener más educación financiera que los no emprendedores. Pero cuando el objeto a estudio es la educación financiera avanzada, se obtiene una imagen diferente. Aun cuando las diferencias no son muy considerables, es interesante observar que, en nuestra muestra, los no emprendedores parecen obtener ligeramente mejor puntuación que los emprendedores. Este resultado apoya la idea de que la educación financiera avanzada no es un factor clave a la hora de determinar el régimen laboral de los encuestados. Los emprendedores no parecen tener un mayor dominio de algunos conceptos clave de la gestión financiera que los no emprendedores.

El nivel de educación financiera avanzada entre los emprendedores españoles es mucho más bajo que el de educación financiera básica. Incluso los no emprendedores obtienen ligeramente mejor puntuación en educación financiera avanzada, lo que vendría a apoyar la idea de que los emprendedores no parecen tener un mayor dominio que los no emprendedores en relación con algunos aspectos clave de la gestión financiera.

En el cuadro 11 se detalla el desglose para cada una de las 8 preguntas sobre educación financiera.

En 5 de las 8 preguntas, los emprendedores obtienen un porcentaje más alto de respuestas correctas que los no emprendedores. Sin embargo, en una de las preguntas básicas (la relativa al interés compuesto) y en dos de las avanzadas (deuda y ROA vs ROE), los no emprendedores logran mejor puntuación.

En consecuencia, la primera conclusión que podemos extraer de nuestro análisis empírico es que los emprendedores no parecen especialmente competentes cuando se trata de eva-

Cuadro 11

Educación financiera – Emprendedores frente a no emprendedores – Desglose

(Porcentaje)

Pregunta	Emprendedor	Incorrecta	No	NS/NC
Tipos de interés	Sí	84,3	7,6	8,3
	No	89,0	4,0	7,0
Inflación	Sí	71,0	9,3	19,8
	No	66,0	12,0	22,0
Diversificación	Sí	57,3	6,5	36,3
	No	52,0	8,0	40,0
Deuda	Sí	27,8	64,8	7,5
	No	34,0	57,0	9,0
Ventas	Sí	49,5	41,5	9,1
	No	46,0	47,0	7,0
Devengo	Sí	43,3	47,0	9,8
	No	42,0	48,0	10,0
Amortización	Sí	53,3	26,6	20,3
	No	49,0	29,0	22,0
ROA vs ROE	Sí	8,0	22,8	69,3
	No	12,0	26,0	62,0

Fuente: Elaboración propia.

luar, por ejemplo, el potencial de la deuda como medio de financiación de la empresa, ni a la hora de distinguir entre un flujo de caja positivo y el “beneficio”. En otras palabras, la educación financiera avanzada no parece ser un factor clave para distinguir a los emprendedores de los no emprendedores.

Diferencias entre emprendedores

Prestamos ahora atención a las posibles diferencias en cuanto a educación financiera respecto a ciertas características de la empresa. Para ello, nos centramos en aquellos encuestados que poseen actualmente una empresa en funcionamiento, dejando fuera del estudio a los no emprendedores.

En el cuadro 12 se refleja el nivel de educación financiera básica y avanzada por grupos según el número de años de vida de la empresa.

Cuadro 12

Educación financiera según los años de vida de la empresa

(Porcentaje)

	Historial de la empresa	No	Sí
Respuestas correctas a todas las preguntas tradicionales	Menos de 1 año	52,3	47,7
	Entre 1 y 3 años	53,8	46,2
	Entre 3 y 5 años	48,9	51,1
	Más de 5 años	55,5	44,5
Respuestas incorrectas a todas las preguntas tradicionales	Menos de 1 año	88,6	11,4
	Entre 1 y 3 años	91,2	8,8
	Entre 3 y 5 años	91,1	8,9
	Más de 5 años	90,9	9,1
	Total	90,8	9,3
Respuestas correctas a todas las preguntas avanzadas	Menos de 1 año	100,0	0,0
	Entre 1 y 3 años	97,8	2,2
	Entre 3 y 5 años	100,0	0,0
	Más de 5 años	98,6	1,4
Respuestas incorrectas a todas las preguntas avanzadas	Menos de 1 año	72,7	27,3
	Entre 1 y 3 años	82,4	17,6
	Entre 3 y 5 años	75,6	24,4
	Más de 5 años	75,9	24,1
Todas las avanzadas correctas excepto ROA vs ROE	Menos de 1 año	81,8	18,2
	Entre 1 y 3 años	80,2	19,8
	Entre 3 y 5 años	86,7	13,3
	Más de 5 años	90,0	10,0
Todas las avanzadas incorrectas excepto ROA vs ROE	Menos de 1 año	93,2	6,8
	Entre 1 y 3 años	90,1	9,9
	Entre 3 y 5 años	93,3	6,7
	Más de 5 años	89,5	10,5

Fuente: Elaboración propia.

En términos de porcentaje de respuestas correctas a todas las preguntas básicas y avanzadas, las empresas que obtienen la mejor puntuación son siempre aquellas con un historial de funcionamiento de entre 1 y 5 años. Por el contrario, los porcentajes más altos con todas las res-

puestas incorrectas o no contestadas se dan entre las empresas más jóvenes (menos de un 1 año de vida) o las más antiguas (más de 5 años desde su constitución).

Nuestra evidencia parece sugerir que la educación financiera es más elevada entre las empresas que, superada la fase embrionaria, atraviesan un estadio de consolidación, mientras que es relativamente baja para las empresas firmemente asentadas.

Particular interés reviste el análisis de las empresas más veteranas (esto es, con más de cinco años de vida). Si excluimos las preguntas sobre ROA y ROE, el porcentaje que obtienen tanto de "todas las preguntas básicas respondidas correctamente" como de "todas las preguntas avanzadas respondidas correctamente" es con claridad el más bajo. Estas empresas también tienden a registrar un porcentaje relativamente elevado de "respuestas incorrectas a todas las preguntas".

En el cuadro 13 hemos dividido las observaciones según el sector amplio de actividad al que se dedica la empresa⁵.

Podemos ver que el sector secundario se caracteriza por un elevado nivel de educación financiera básica. En cambio, si excluimos la pregunta sobre ROA y ROE, el nivel de educación financiera avanzada es mayor en el sector terciario. Este es un hallazgo interesante. Pese a que el nivel de educación financiera avanzada es, por lo general, bajo, es sustancialmente más alto entre los emprendedores dedicados a los servicios que entre los que se dedican a la producción de bienes materiales.

Un tema muy controvertido en la literatura es si los emprendedores en serie tienen más probabilidades de triunfar que los emprendedores primerizos⁶. Nuestros datos nos permiten segmentar el

⁵ Dado el reducido número de observaciones, es imposible llevar a cabo un análisis significativo sin una definición más precisa de los sectores.

⁶ Gompers *et al.* (2010), por ejemplo, encuentran evidencias de que este es el caso para una muestra de emprendedores estadounidenses que han recibido financiación de inversores en capital riesgo.

Cuadro 13

Educación financiera según sector amplio de actividad
 (Porcentaje)

		No	Sí
Todas las preguntas básicas correctas	Primario	85,7	14,3
	Secundario	49,1	50,9
	Terciario	54,5	45,5
Todas las preguntas básicas incorrectas	Primario	100,0	0,0
	Secundario	94,7	5,3
	Terciario	90,1	9,9
Todas las preguntas avanzadas correctas	Primario	100,0	0,0
	Secundario	98,2	1,8
	Terciario	98,6	1,4
Todas las preguntas avanzadas incorrectas	Primario	71,4	28,6
	Secundario	80,7	19,3
	Terciario	77,1	22,9
Todas las preguntas avanzadas correctas excepto ROA vs ROE	Primario	100,0	0,0
	Secundario	91,2	8,8
	Terciario	86,0	14,0
Todas las preguntas avanzadas incorrectas excepto ROA vs ROE	Primario	85,7	14,3
	Secundario	87,7	12,3
	Terciario	90,8	9,2

Fuente: Elaboración propia.

análisis de la educación financiera por esta variable. Los resultados de este análisis se exponen en el cuadro 14.

Los emprendedores en serie tienen un nivel significativamente más alto de educación financiera básica, debido a que una proporción significativamente más alta de ellos responde correctamente a las tres preguntas sobre educación financiera básica. Esta diferencia se refleja principalmente en una superior percepción de la ventaja de la diversificación en términos de gestión del riesgo. No obstante, si consideramos la educación financiera avanzada, no vemos una diferencia relevante entre emprendedores primerizos y en serie. Así, es interesante que la propensión a emprender más de un proyecto estaría relacionada con una mejor comprensión de la necesidad de diversificar la cartera para disminuir la exposición al riesgo.

Cuadro 14

Emprendedores en serie frente a primerizos
 (Porcentaje)

	Primera empresa	No	Sí
Todas las preguntas básicas correctas	Sí	57,3	42,7
	No	48,7	51,3
Todas las preguntas básicas incorrectas	Sí	90,7	9,3
	No	90,8	9,2
Todas las preguntas avanzadas correctas	Sí	98,4	1,6
	No	99,3	0,7
Todas las preguntas avanzadas incorrectas	Sí	77,0	23,0
	No	77,0	23,0
Todas las preguntas avanzadas correctas excepto ROA vs ROE	Sí	86,7	13,3
	No	86,2	13,8
Todas las preguntas avanzadas incorrectas excepto ROA vs ROE	Sí	90,3	9,7
	No	90,8	9,2

Fuente: Elaboración propia.

En general, nuestra evidencia parece sugerir que la educación financiera es más elevada entre las empresas que superada la fase embrionaria atraviesan un estadio de consolidación, mientras que es relativamente más baja para las empresas firmemente asentadas. La educación financiera básica parece ser más alta en el sector secundario y para los emprendedores en serie. La educación financiera avanzada es en general baja, aunque es más elevada entre las empresas dedicadas al sector terciario.

Análisis de preguntas específicas

La principal innovación de este estudio respecto a trabajos anteriores sobre educación financiera

La orientación al criterio de caja frente al de devengo está más presente en las empresas maduras y en las que operan en el sector primario.

es la utilización de 5 nuevas preguntas "avanzadas" diseñadas específicamente para una muestra

Cuadro 15

Percepción de la deuda como medio de financiación de la empresa

(Porcentaje)

Emprendedor	Verdadero	Falso	NS/NC
Sí	64,8	27,8	7,5
No	57,0	34,0	9,0
Primera empresa			
Sí	65,3	27,0	7,7
No	63,8	28,9	7,2
Éxito			
Sí	66,7	25,2	8,2
No	51,7	44,8	3,4
Historial empresa (años)			
Menos de 1	59,1	34,1	6,8
Entre 1 y 3	57,1	37,4	5,5
Entre 3 y 5	51,1	35,6	13,3
Más de 5	71,8	20,9	7,3
Sector			
Primario	85,7	14,3	0,0
Secundario	70,2	24,6	5,3
Terciario	64,0	27,7	8,2

Fuente: Elaboración propia.

formada por emprendedores. En este apartado procedemos a analizar las respuestas a cada una de estas 5 preguntas.

En el cuadro 15 encontramos la respuesta a la pregunta relativa a la percepción de la deuda como medio de financiar la actividad empresarial.

Como se ha explicado antes, la respuesta "Verdadero" indica una aversión intuitiva a la deuda, al percibirla como un medio peligroso para financiar el negocio que, en la medida de lo posible, debería evitarse. Desde un punto de vista de financiación empresarial, la respuesta más correcta debería ser "Falso". Si observamos el cuadro, se desprende que:

- los emprendedores son más "aversos a la deuda" que los no emprendedores. Casi el

Cuadro 16

Percepción de crecimiento de las ventas

(Porcentaje)

Emprendedor	Verdadero	Falso	NS/NC
Sí	41,5	49,5	9,1
No	47,0	46,0	7,0
Primera empresa			
Sí	43,1	48,8	8,0
No	38,8	50,7	10,5
Éxito			
Sí	37,4	52,8	9,8
No	44,8	41,4	13,8
Historial empresa (años)			
Menos de 1	36,4	54,5	9,1
Entre 1 y 3	40,7	50,5	8,8
Entre 3 y 5	22,2	62,2	15,5
Más de 5	46,8	45,5	7,7
Sector			
Primario	71,4	28,6	0,0
Secundario	35,1	52,6	12,3
Terciario	42,8	48,6	8,5

Fuente: Elaboración propia.

65% de los emprendedores ven la ausencia de deuda como una situación deseable. Esto se verifica particularmente entre los emprendedores primerizos o entre los que tienen cierta experiencia emprendedora anterior.

- La "aversión a la deuda" se concentra más en las empresas en fase de madurez y del sector primario.

El cuadro 16 se refiere a la pregunta sobre oportunidades para incrementar las ventas de la empresa.

La respuesta "Verdadero" denota una creencia incondicional en que el crecimiento siempre es bueno, sin matices. De nuevo, la respuesta más correcta desde un punto de vista financiero más sofisticado es "Falso". Observamos que:

Cuadro 17

Contabilidad según método de caja frente al método del devengo

(Porcentaje)

Emprendedor	Verdadero	Falso	NS/NC
Sí	47,0	43,3	9,8
No	48,0	42,0	10,0
Primera empresa			
Sí	48,4	43,1	8,4
No	44,7	43,4	11,8
Éxito			
Sí	41,5	45,5	13,0
No	58,6	34,5	6,9
Historial empresa (años)			
Menos de 1	47,7	43,2	9,0
Entre 1 y 3	45,1	47,3	7,7
Entre 3 y 5	40,0	46,7	13,3
Más de 5	49,1	40,9	10,0
Sector			
Primario	85,7	14,3	0,0
Secundario	50,9	43,9	5,3
Terciario	45,2	43,8	11,0

Fuente: Elaboración propia.

- los emprendedores son más conscientes que los no emprendedores de los posibles problemas que podría acarrear el crecimiento, manifestándose esto particularmente entre los emprendedores en serie que han tenido éxito en empresas anteriores;
- las empresas maduras y las que operan en el sector primario ven más frecuentemente el crecimiento como un ingrediente incondicional del éxito.

Un elemento importante de una gestión financiera sofisticada es la utilización de un sistema de *reporting* basado en el devengo, en lugar de un criterio puro de entradas y salidas de caja. El cuadro 17 muestra los resultados para la pregunta acerca de este tema.

La respuesta "Verdadero" revela un enfoque basado en el criterio de caja para computar el beneficio financiero, mientras que un enfoque basado en el devengo debería verse reflejado en la respuesta "Falso". Observamos que:

Cuadro 18

Amortización

(Porcentaje)

Emprendedor	Más de 200	Menos de 200	Exactamente 200	NS/NC	Incorrecta
Sí	5,3	53,3	21,3	20,3	26,6
No	5,0	49,0	24,0	22,0	29,0
Primera empresa					
Sí	5,2	51,6	22,2	20,9	27,4
No	5,3	55,9	19,7	19,1	25,0
Éxito					
Sí	5,7	55,3	21,1	17,9	26,8
No	3,4	58,6	13,8	24,1	17,2
Historial empresa (años)					
Menos de 1	2,3	56,8	18,2	22,7	20,5
Entre 1 y 3	7,7	53,8	22,0	16,5	29,7
Entre 3 y 5	0,0	60,0	20,0	20,0	20,0
Más de 5	5,9	50,9	21,8	21,4	27,7
Sector					
Primario	0,0	57,1	14,3	28,6	14,3
Secundario	8,8	54,4	24,6	12,3	33,4
Terciario	5,1	52,4	21,2	21,3	26,3

Fuente: Elaboración propia.

- en general, la diferencia entre emprendedores y no emprendedores es poco significativa. Aun así, los empresarios primerizos o los que no han alcanzado éxito anteriormente demuestran un enfoque más basado en el criterio de caja;
- la orientación al criterio de caja está más presente en las empresas maduras y las que operan en el sector primario.

La amortización es el principal ajuste basado en el devengo en un sistema de *reporting* financiero, razón por la que se decidió dedicar una pregunta específica a este tema. Una percepción errónea a la hora de contabilizar las inversiones en activo fijo a largo plazo podría conducir a un déficit de inversión o a un aplazamiento de la misma. En este caso, la respuesta correcta es "Menos de 200". El cuadro 18 recoge los resultados.

Observamos que:

- más del 20% de los encuestados siguen intuitivamente el criterio del desembolso

para contabilizar las inversiones a largo plazo, es decir, responden "Exactamente 200";

- más del 20% no saben o no contestan;
- los emprendedores en serie que no han tenido éxito en iniciativas anteriores muestran más probabilidades de entender correctamente la amortización;
- si tomamos de forma agregada las dos respuestas incorrectas, vemos que los no emprendedores, los emprendedores primerizos y los emprendedores en serie con algún éxito anterior muestran una peor comprensión de la amortización básica;
- las ideas equivocadas respecto a la amortización están más presentes entre las empresas más jóvenes y las que operan en el sector secundario.

Por último, analizamos las respuestas a la pregunta sobre la relación entre financiación con

Cuadro 19

Financiación con deuda, rentabilidad económica y financiera

(Porcentaje)

Emprendedor	ROA > ROE	ROA < ROE	ROA = ROE	NS/NC	Incorrecta
Sí	14,8	8,0	6,0	71,3	20,8
No	20,0	12,0	4,0	64,0	24,0
Primera empresa					
Sí	12,5	7,7	3,6	76,2	16,1
No	18,4	8,6	9,9	63,1	28,3
Éxito					
Sí	17,9	7,3	8,9	65,9	26,8
No	20,7	13,8	13,8	51,7	34,5
Historial empresa (años)					
Menos de 1	20,5	0,0	4,5	75,0	25,0
Entre 1 y 3	18,7	13,2	5,5	62,6	24,2
Entre 3 y 5	20,0	6,7	4,4	68,9	24,4
Más de 5	10,9	7,7	6,8	74,6	17,7
Sector					
Primario	0,0	57,1	14,3	28,6	14,3
Secundario	8,8	54,4	24,6	12,3	33,4
Terciario	5,1	52,4	21,2	21,3	26,3

Fuente: Elaboración propia.

deuda y rentabilidad económica y financiera. Esta fue, con diferencia, la pregunta que planteaba más

Las ideas equivocadas respecto a la amortización están más presentes entre las empresas más jóvenes y las que operan en el sector secundario.

dificultades de comprensión, como queda reflejado en el nivel muy bajo de respuestas correctas registradas. Los resultados se encuentran en el cuadro 19.

Observamos que:

- los emprendedores primerizos que se encuentran en la fase emergente o inicial registran el mayor nivel de indecisión al enfrentarse a esta pregunta. En más del 75% de los casos responden que no saben o no contestan;
- más del 30% de emprendedores en serie o exitosos responden incorrectamente;
- en el sector primario ningún encuestado marcó la respuesta correcta.

Síntesis y conclusiones

El nivel de educación financiera básica en la muestra española aquí analizada es relativamente más alto que el registrado en estudios similares en otros países. Tanto la comparación entre emprendedores y no emprendedores en nuestra muestra como la comparación entre nuestra muestra y estudios anteriores revelan un nivel más alto de educación financiera básica entre los emprendedores, aunque no de educación financiera avanzada. No obstante, los emprendedores tienen una mayor comprensión de los peligros ligados a un crecimiento descontrolado y de la diferencia entre el criterio de caja y el del devengo.

Los emprendedores españoles tienden a mostrar una visión más conservadora de la deuda

como medio de la empresa para financiarse. Dicha visión es aún más acusada en el caso de las empresas con un historial más largo (más de 5 años de vida) y del sector primario. Estas empresas en fase madura y tradicionales recurren con frecuencia al método de caja para contabilizar el resultado financiero.

La carencia de conocimientos básicos en el colectivo de emprendedores puede estar relacionada con el aumento del número de emprendedores "por necesidad" desde el año 2010, debido a las malas condiciones del mercado laboral.

El nivel más alto de educación financiera avanzada se documenta entre empresas jóvenes que están superando la fase emergente o inicial y encaran la madurez (entre 1 y 5 años de vida) y tienen gestores con experiencia positiva previa en la creación de otras empresas. No obstante, incluso esta categoría de emprendedores se caracteriza por un alto nivel de aversión al riesgo.

Sobre la base de estos resultados, podemos concluir que, en España, los microemprendedores y pequeños empresarios tienden a ser aversos a la deuda y desearían que su nivel de deuda se redujese a cero. Esta observación debería ponerse en contexto con la dificultad general que entraña diferenciar entre rentabilidad económica y financiera (es decir, entre ROA y ROE), dos magnitudes que, obviamente, coinciden cuando el nivel de deuda es cero.

Existe también una tendencia generalizada a medir la rentabilidad financiera en términos de caja, aunque dicha tendencia es menos pronunciada que la aversión a la deuda. Esto no es del todo sorprendente, dada la importancia de una gestión correcta de la tesorería a corto plazo para la supervivencia de la empresa, sobre todo de las relativamente pequeñas que podrían tener dificultades para acceder a financiación a corto plazo de emergencia en caso necesario.

Nuestros datos no nos permiten identificar la causa de esta visión conservadora de la gestión financiera. Más de la mitad de los encuestados dan al menos una respuesta incorrecta a las tres preguntas básicas. Este bajo nivel de educación financiera básica no deja de ser sorprendente y denota una clara carencia de conocimientos básicos. También revela que un nivel alto de educación financiera básica no es una condición previa para convertirse en emprendedor. Al interpretar este resultado, no debemos olvidar que desconocemos el motivo que llevó a los individuos analizados a crear su propia empresa en lugar de trabajar como asalariados. Según el informe realizado por GEM para España en 2013, un 18,8% de los emprendedores españoles se lanzaron a emprender por necesidad y no porque vieran una oportunidad de negocio no aprovechada. El porcentaje de estos emprendedores “forzosos” ha crecido en España desde 2010 debido a las malas condiciones del mercado laboral. Este fenómeno podría tener incidencia en nuestros resultados sobre el nivel de educación financiera, ya que es posible que el nivel de educación financiera de los emprendedores motivados por necesidad sea más bajo que el de los emprendedores realmente involucrados.

La interpretación de los resultados en las preguntas de educación financiera avanzadas es más compleja. Los conceptos financieros subyacentes a estas cinco preguntas son más complejos y, en cierto modo, abiertos a interpretación, pese a nuestros esfuerzos por redactar las preguntas de la forma más clara y diáfana posible. Con todo, nuestros resultados esbozan una escasa sofisticación en cuanto a las habilidades de gestión financiera de estos emprendedores. La aversión a la deuda como fuente de financiación y la preferencia por el método de caja para calcular la rentabilidad financiera son evidentes. De nuevo, es difícil distinguir claramente la razón que subyace a estas respuestas. Podría deberse perfectamente al ciclo económico experimentado en los últimos tiempos por estos emprendedores, con una crisis económica generalizada y dificultades para hacer frente a los pagos y el reembolso de la deuda preexistente. Lo que es indudable es la profunda influencia

que estas actitudes podrían tener en la capacidad de estas empresas para crecer y ser el motor del crecimiento de la economía española. Dicho de otro modo, la posibilidad de que estos resultados se deban al entorno experimentado durante la última crisis financiera y económica, y no a un bajo nivel intrínseco de conocimientos financieros, no los convierte en menos preocupantes. Más bien, pone de manifiesto la necesidad de iniciativas de educación financiera que puedan ayudar a fraguar o restaurar una relación más fructífera entre emprendedores y el sector financiero, en concreto el sector bancario, que es el principal proveedor de financiación externa para estas empresas. El reciente debate público también ha aludido con frecuencia a la iniciativa emprendedora como factor clave en la recuperación tras la crisis económica. Las empresas de nueva creación no podrán cumplir este papel a menos que desarrollen un *partenariado* constructivo con los proveedores externos de recursos ajenos. La deuda no debe verse simplemente como un mal necesario a evitar siempre que sea posible, y a la hora de calcular la riqueza creada en un periodo determinado no se puede contabilizar una inversión pagada en efectivo como si fuera un gasto corriente. Este nivel rudimentario de conocimientos financieros es una rémora para la capacidad de crecimiento de una empresa.

Por último, es interesante reflexionar sobre el hecho de que la educación financiera básica y avanzada parece ser mayor entre las empresas con menos de cinco años de vida. Un posible corolario de esto es que la economía española atraviesa una etapa de transición. La gestión financiera en las empresas más veteranas tiende a regirse por criterios más tradicionales y conservadores que en las empresas de más reciente creación. Este hecho, de ser cierto, es un signo alentador de cara al futuro, pues si se mantiene esta tendencia, los emprendedores españoles deberían jugar un papel más prominente en la recuperación tras la crisis y contribuir a refundar un sistema económico más moderno.

Nuestra encuesta refleja simplemente una instantánea de la educación financiera de los empre-

dedores españoles en un momento concreto del tiempo. Esto nos ha permitido extraer algunas ideas interesantes. Pero para profundizar y fortalecer nuestras conclusiones, es preciso empezar a recoger estos datos de forma sistemática y compararlos con la situación en otros países. Al igual que al estudiar la educación financiera básica, el estudio de la educación financiera y la iniciativa emprendedora debe realizarse de manera coordinada y a escala internacional para que las conclusiones obtenidas sean sólidas y robustas. Esto permitirá al investigador desagregar los diferentes efectos y comprender mejor qué conceptos financieros deben promoverse entre los emprendedores para ayudarles a tomar mejores decisiones y erigirse en motores más potentes del crecimiento económico.

Referencias

- AGNEW, J.R.; BATEMAN, H., y S. THORP (2013), "Financial Literacy and Retirement Planning in Australia", *Numeracy*, 6 (2).
- ALESSIE, R.; VAN ROOIJ, M., y A. LUSARDI (2011), "Financial Literacy and Retirement Preparation in the Netherlands", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 527–545
- ALMENBERG, J., y J. SÄVE-SÖDERERGH (2011), "Financial Literacy and Retirement Planning in Sweden", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 585–598.
- ARRONDEL, L.; DEBBICH, M., y F. SAVIGNAC (2012), "Stockholding and Financial Literacy in the French Population", *International Journal of Social Sciences and Humanity Studies*, 4 (2).
- BECKMANN, E. (2013), "Financial Literacy and Household Savings in Romania", *Numeracy*, 6 (2).
- BROWN, M., y R. GRAF (2013), "Financial Literacy and Retirement Planning in Switzerland", *Numeracy*, 6 (2).
- BUCHER-KOENEN, T., y A. Lusardi (2011), "Financial Literacy and Retirement Planning in Germany", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 565–584.
- CROSSAN, D.; FESLIER, D., y R. HURNARD (2011), "Financial Literacy and Retirement Planning in New Zealand", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 619–635.
- DAVILA, A., y G. FOSTER (2005), "Management Accounting Systems Adoption Decision: Evidence y Performance Implications from Early-Stage/Startup Companies", *The Accounting Review*, 80(4): 1039-1068.
- FORNERO, E., y CH. MONTICONE (2011), "Financial Literacy and Pension Plan Participation in Italy", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 547–564.
- GOMPERS, P.; KOVNERC, A.; LERNER, J., y D. SCHARFSTEIN (2010), "Performance persistence in entrepreneurship", *Journal of Financial Economics*, 96(1): 18–32.
- KLAPPER, L.F., y G.A. PANOS (2011), "Financial Literacy and Retirement Planning: The Russian Case", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 599–618.
- LUSARDI, A. (2011), "Americans' Financial Capability", National Bureau of Economic Research *Working Paper*, 17103.
- LUSARDI, A., y O.S. MITCHELL (2007a), "Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth", *Journal of Monetary Economics*, 54 (1): 205–24.
- (2007b), "Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education", *Business Economics*, 42 (1): 35–44.
- (2008), "Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?", *American Economic Review*, 98 (2): 413–417.
- (2011), "The Outlook for Financial Literacy" en *Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace*, edited by Olivia S. Mitchell and Annamaria Lusardi, 1–15. Oxford and New York: Oxford University Press.
- (2014), "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.

LUSARDI, A.; MITCHELL, O.S., y V. CURTO (2014), "Financial Literacy and Financial Sophistication in the Older Population", *Journal of Pension Economics and Finance*, 13(4): 347-366.

LUSARDI, A., y P. TUFANO (2015), "Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness", *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4): 332-368.

SEKITA, S. (2011), "Financial Literacy and Retirement Planning in Japan", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (4): 637–656.

VAN ROOIJ, M.; LUSARDI, A., y R. ALESSIE (2011), "Financial Literacy and Stock Market Participation", *Journal of Financial Economics*, 101(2): 449–472.

El tejido empresarial en España: estructura, evolución reciente y retos pendientes

Ramon Xifré*

El tejido empresarial español ha sufrido importantes oscilaciones, con un periodo de expansión intenso hasta 2008, seguido de una fase de aguda destrucción de empresas hasta 2014. Afortunadamente, por primera vez desde la crisis, en 2015 se crearon empresas en términos netos. Con todo, la forma en la que el tejido empresarial se está recuperando deja abiertos algunos interrogantes. En primer lugar, está aumentando con fuerza el número de autónomos mientras que el número de sociedades anónimas sigue cayendo y el de sociedades limitadas se recupera muy lentamente, lo cual apunta a un efecto sustitución en la organización del trabajo. En segundo lugar, el número de empresas españolas que realizan innovaciones, tanto tecnológicas como no tecnológicas, un vector clave para potenciar la competitividad del país, está en caída libre entre 2008 y 2014. Distintos trabajos recientes abordan desde una perspectiva amplia los diversos problemas económicos, a menudo interrelacionados entre sí, que afectan a España y lastran su productividad y crecimiento, al tiempo que proponen medidas para abordarlos. El presente artículo presenta algunas de estas propuestas que pueden ser más relevantes para fortalecer el tejido empresarial español.

La recuperación de la economía española solo será posible si sus empresas se recuperan y mejoran su productividad. Esta observación tan obvia remite, no obstante, a hacer un esfuerzo para conocer mejor el tejido empresarial español: sus características estructurales, su evolución más reciente y los principales retos pendientes.

El objetivo del presente trabajo es abordar estos puntos. En primer lugar, se realiza una revi-

sión de la literatura sobre las características básicas de las empresas en España, relativamente permanentes en el tiempo, y sus limitaciones más conocidas, en términos de tamaño y de productividad. Los datos estudiados en esta sección se comparan con los de las otras cuatro grandes economías de la Unión Europea (UE) y alcanzan a cubrir hasta el año 2011.

En segundo lugar, el trabajo desarrolla un análisis de los datos más recientes sobre dinámica

* Profesor de ESCI-UPF e investigador del IESE.

empresarial en España a partir del *Directorio Central de Empresas (DIRCE)* del Instituto Nacional de Estadística (INE) que, en la mayoría de los casos, cubre el período hasta el 31 de diciembre de 2015. En esta sección se presta especial atención al comportamiento dinámico de la demografía empresarial española distinguiendo entre las distintas formas jurídicas que la conforman.

En tercer lugar, el presente trabajo efectúa un análisis más detenido de un elemento clave para mejorar la competitividad de las empresas, como son las actividades de innovación, tanto tecnológica como no tecnológica, que estas realizan.

Finalmente, el estudio concluye con una valoración de los resultados y recoge algunas de las propuestas recientes que algunos autores han realizado para fortalecer el tejido empresarial en España.

Rasgos estructurales de las empresas españolas

Las principales características estructurales de las empresas españolas son bien conocidas gracias a un buen número de estudios recientes (véase por ejemplo Huerta y Salas, 2012, 2014;

Instituto de la Empresa Familiar, 2013; Fundación BBVA-Ivie, 2014; Fariñas y Huergo, 2015; Andrés y Doménech, 2015).

Fariñas y Huergo (2015) señalan que el tejido empresarial español está dominado por las microempresas y se diferencia del de los otros países de

A diferencia de otros países de nuestro entorno, el tejido empresarial español se caracteriza por una mayor proporción de empresas de reducida dimensión que, en promedio, presentan además una menor productividad en comparación con las empresas similares de otros países.

nuestro entorno por contar con una proporción de empresas grandes bastante menor. Estos autores, a partir de los datos de la OCDE, proporcionan la distribución del empleo y valor añadido en la economía según el tamaño de la empresa en 2011 para las cinco mayores economías de la UE (cuadro 1).

Como se puede observar, la distribución del tamaño empresarial en España está sesgada a favor de las empresas más pequeñas. El efecto de este hecho se combina con otro dato importante, la menor productividad de las empresas

Cuadro 1

Distribución de empleo y valor añadido por tamaño de la empresa. Año 2011 o último disponible (Porcentaje)

	Empleo				Valor añadido			
	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes
Alemania	19,5	24,4	19,6	36,5	16,5	20,5	19,3	43,7
Reino Unido	19,8	20,7	16,4	43,2	21,7	17,2	17,9	43,2
Francia	31,8	18,5	16,6	33,1	29,8	16,4	16,1	37,7
Italia	48,5	20,8	12,5	18,1	32,5	21,0	17,5	29,0
España	41,5	21,6	13,4	23,4	28,3	21,4	17,7	32,6

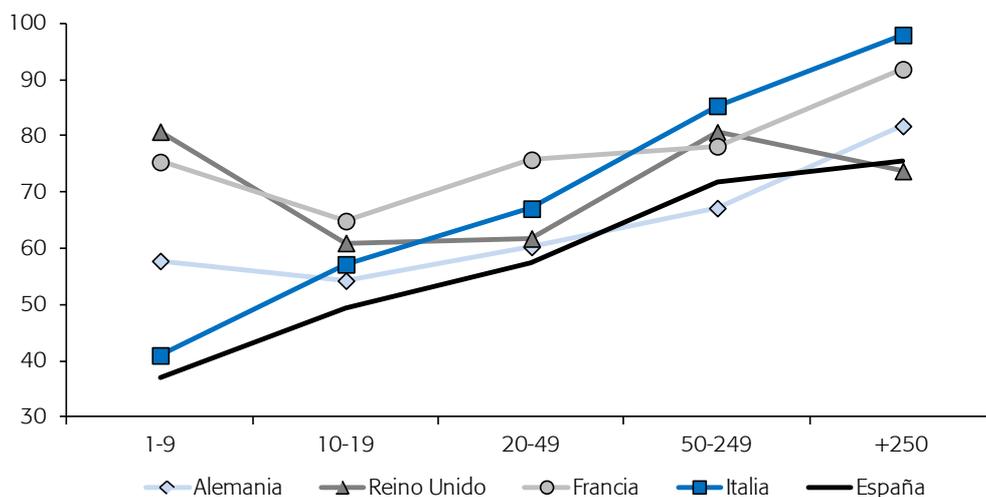
Notas: Microempresas: de 1 a 9 trabajadores; pequeñas: de 10 a 49 trabajadores; medianas: de 50 a 249 trabajadores; grandes: con más de 250 trabajadores.

Fuente: Fariñas y Huergo (2015) a partir de la OCDE.

Gráfico 1

Productividad del trabajo de las empresas por tamaño. Año 2011

(En miles de dólares por ocupado)



Fuente: Fariñas y Huergo (2015) a partir de la OCDE.

españolas pequeñas, en relación con empresas de tamaño similar de otros países. El efecto conjunto de ambos factores puede explicar en gran parte la diferencia que existe entre la productividad de la economía española y la de las economías de nuestro entorno.

Según Fariñas y Huergo (2015), con datos referidos a 2011 a partir de la OCDE, la productividad del trabajo de las empresas españolas de menos de 50 trabajadores es la menor en el grupo de las cinco principales economías de la UE (gráfico 1). Andrés y Doménech (2015), con datos de la OCDE referidos a 2010, confirman cualitativamente esta brecha de productividad de las empresas españolas de tamaño pequeño, tanto para el caso de la industria como de los servicios.

La relevancia del tamaño de las empresas para la competitividad de la economía es un hecho establecido, como ponen de manifiesto los trabajos mencionados más arriba. Las empresas de mayor tamaño pueden acometer con mayor facilidad e intensidad actividades clave para mejorar sus productos, procesos y, en definitiva, aumen-

tar su competitividad, como son la inversión en innovación y la participación en los procesos de internacionalización. Además, las empresas relativamente grandes suelen también gozar de un acceso en mejores condiciones a la financiación bancaria y a los mercados de crédito en general y disponen de unidades o departamentos especializados en la gestión de ciertos requerimientos legales asociados a la actividad empresarial (Instituto de la Empresa Familiar, 2013).

Con todo, conviene precisar, como hacen Huerta y Salas (2012 y 2014), que la relación causal entre el tamaño de la empresa y su productividad es compleja y no se puede suponer, sin más, que un aumento de tamaño de la empresa mejorará su productividad. Es mucho más plausible, señalan estos autores después de analizar la abundante literatura al respecto para el caso de España y de otros países, que existan factores fundamentales que determinen tanto el tamaño de la empresa como su productividad o competitividad. Se alude por ejemplo al papel que puede ejercer "la dotación de capital humano, la profesionalización de la gestión empresarial y la implantación

de buenas prácticas que favorezcan un funcionamiento más descentralizado de las empresas” (Huerta y Salas, 2014).

Evolución reciente de la demografía empresarial en España

El año 2008 representa un claro punto de inflexión en la evolución reciente de la demografía empresarial en España. En el período previo a la irrupción de la crisis económica, las altas de nuevas empresas, entendidas en sentido amplio, englobando tanto a las personas físicas como a las jurídicas (sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada y otros tipos de sociedad) superaron con creces a las bajas. Los datos para el análisis de esta sección provienen principalmente del *Directorio Central de Empresas (DIRCE)* que elabora el INE y se refieren a fecha de 31 de diciembre de cada año.

Entre 1999 y 2008, en promedio, se creaban en términos netos cerca de 100.000 empresas (94.386) al año destacando el año 2007, cuando se crearon más de 160.000 unidades empresariales, y el período 2004–2006, cuando cada año

el número de altas netas superaba las 120.000 empresas (gráfico 2).

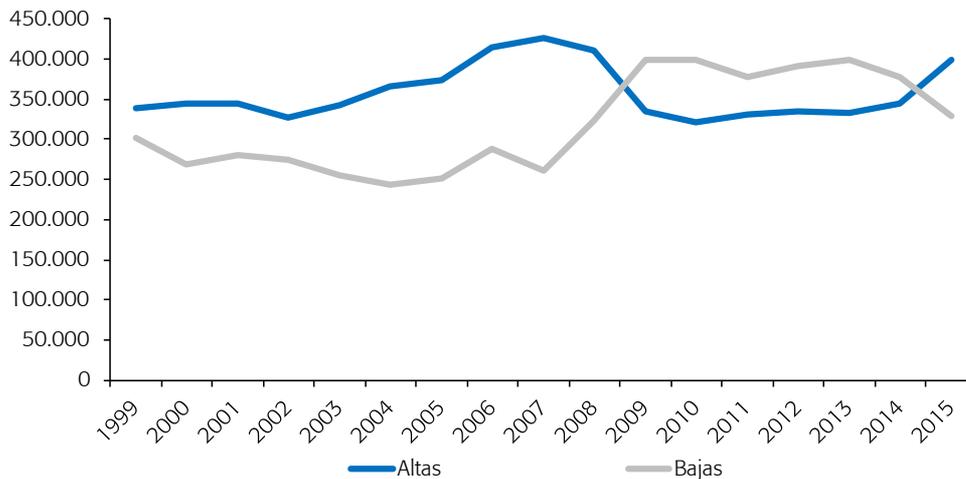
Mientras que entre 2009 y 2014, el tejido empresarial español se contrae, en promedio y en términos netos, cerca de 60.000 empresas al año, en 2015 el saldo neto vuelve a ser positivo (70.054 altas netas).

Como pone de manifiesto el estudio del Instituto de la Empresa Familiar, esta ola expansiva en la creación de actividad empresarial se debe en gran medida al auge del sector de la construcción y relacionados que aportó el 42% de las altas netas entre 1999 y 2007 (Instituto de la Empresa Familiar, 2013).

A partir de 2009 cambia el patrón de la dinámica empresarial en España y, entre ese año y 2014, el tejido empresarial español se contrae, en promedio y en términos netos, en algo menos de 60.000 empresas (57.509) al año. Como se puede observar en el gráfico 2, el patrón vuelve a cambiar en el año 2015, primero en el que se registran altas netas positivas (70.054) después

Gráfico 2

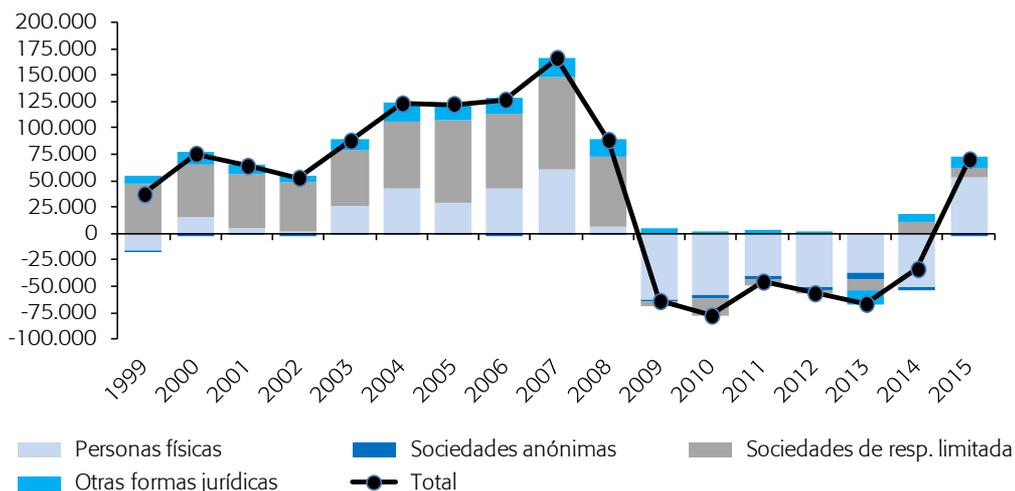
Altas y bajas de empresas (1999–2015)



Fuentes: DIRCE, INE.

Gráfico 3

Altas netas de empresas por naturaleza jurídica (1999–2015)



Fuentes: DIRCE, INE..

de la crisis y se puede hablar de cierta recuperación del tejido empresarial en España.

Ahora bien, se trata de una recuperación particular y atípica en términos históricos en cuanto a la composición del tejido que se crea. El gráfico 3 muestra el desglose de la cifra de altas netas de empresas atendiendo a su naturaleza jurídica.

La mayor parte de las altas netas de empresas en 2015 (en concreto, el 75%) se deben a las altas netas correspondientes a los autónomos.

La recuperación del número de empresas en 2015 se debe principalmente a un proceso de sustitución de la forma jurídica, en el que los autónomos sustituyen a las personas jurídicas, particularmente a las sociedades limitadas.

Este hecho supone una diferencia con respecto a la tendencia previa a 2008, período en el cual el tipo de empresa que más contribuyó al crecimiento fue la sociedad de responsabilidad limitada. A falta de más información y análisis de este fenómeno, los datos sugieren que la recuperación empresarial puede alimentarse en parte de un

proceso de sustitución de la forma jurídica, en el cual los autónomos sustituyen a las personas jurídicas (particularmente a las sociedades limitadas).

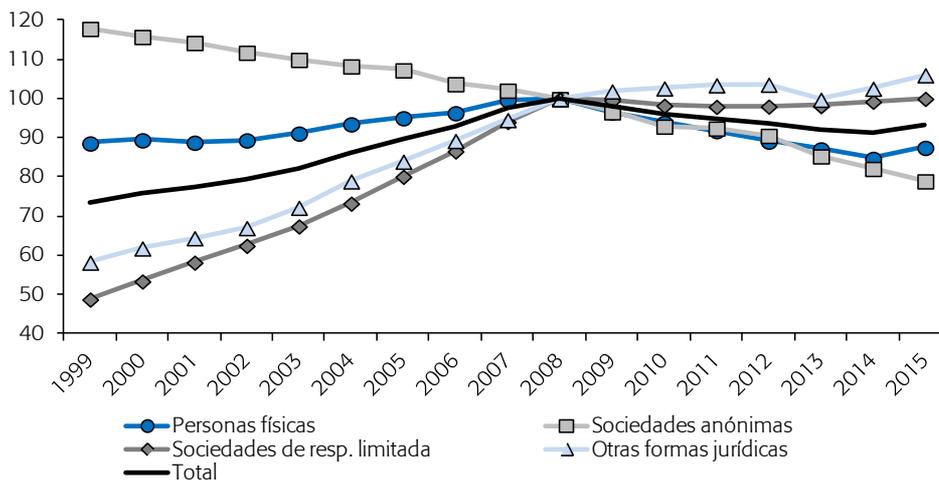
Atendiendo ahora al número absoluto de empresas registradas como activas en el DIRCE, el gráfico 4 representa el número de empresas por condición jurídica, normalizando cada serie en base al valor del año 2008.

Como se puede observar, el número de sociedades anónimas viene cayendo de forma continua en España desde 1999 hasta 2015 y, de hecho, el año 2008 no parece generar ningún efecto adicional en esta dinámica. Como resultado, el número de sociedades anónimas activas en 2015 se ha reducido en un 20% con respecto a 2008. En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, el crecimiento en términos netos en 2014 y 2015 ha compensado las caídas en los años 2009–2013 y se llega a 2015 con un total de empresas activas similar al de 2008. En cambio, en el caso de los autónomos, se han experimentado pérdidas netas hasta 2014, de forma que en 2015 el número de personas registradas no llega al 90% de las de 2008. El colectivo de empresas que ha aumentado claramente desde 2008 son las otras formas jurídicas (principalmente sociedades corporativas, sociedades colectivas, comu-

Gráfico 4

Número de empresas por naturaleza jurídica (1999-2015)

(Índice 2008 = 100)



Fuentes: DIRCE, INE.

nidades de bienes y organismos autónomos, sin que se pueda distinguir dentro de esta rúbrica).

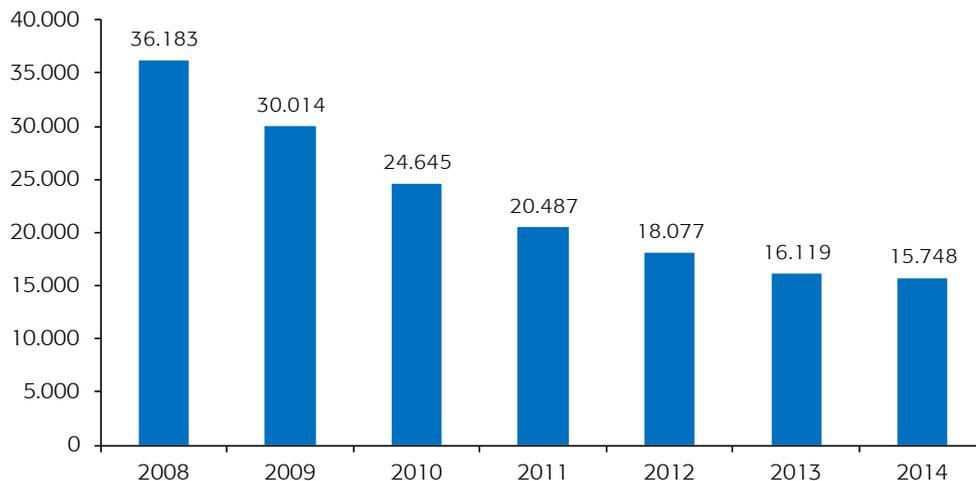
datos más recientes disponibles en relación a las empresas españolas que realizan algún tipo de actividad innovadora, correspondientes a 2014, a partir de la *Encuesta sobre Innovación* del INE.

Demografía de las empresas innovadoras

Para completar la visión del dinamismo empresarial en España, a continuación se presentan los

El gráfico 5a representa el número de empresas españolas que han realizado actividades de innovación tecnológica en alguno de los años del período 2008–2014. El gráfico 5b desglosa este

Gráfico 5a

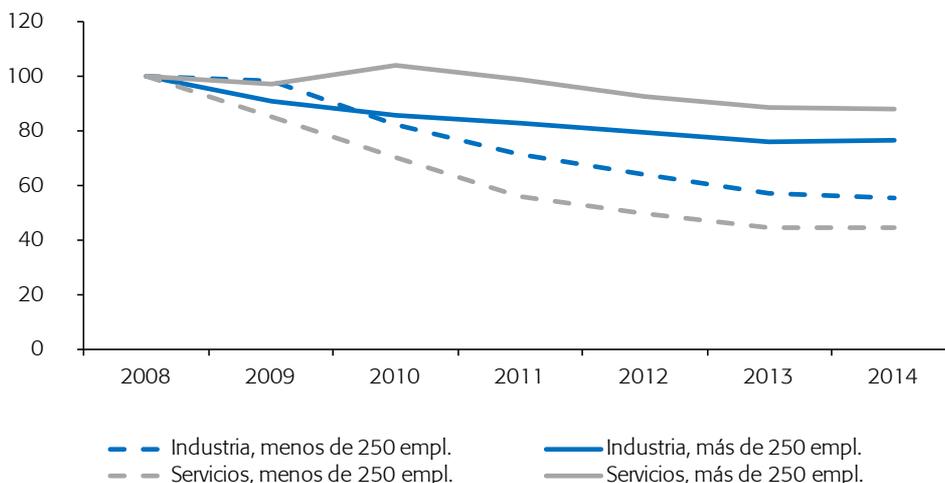
Empresas que realizan actividades de innovación tecnológica en España

Fuente: Encuesta sobre Innovación, INE.

Gráfico 5b

Empresas que realizan actividades de innovación tecnológica en España por tamaño de empresa y principal sector de actividad

(Índice 2008 = 100)



Fuente: Encuesta sobre Innovación, INE.

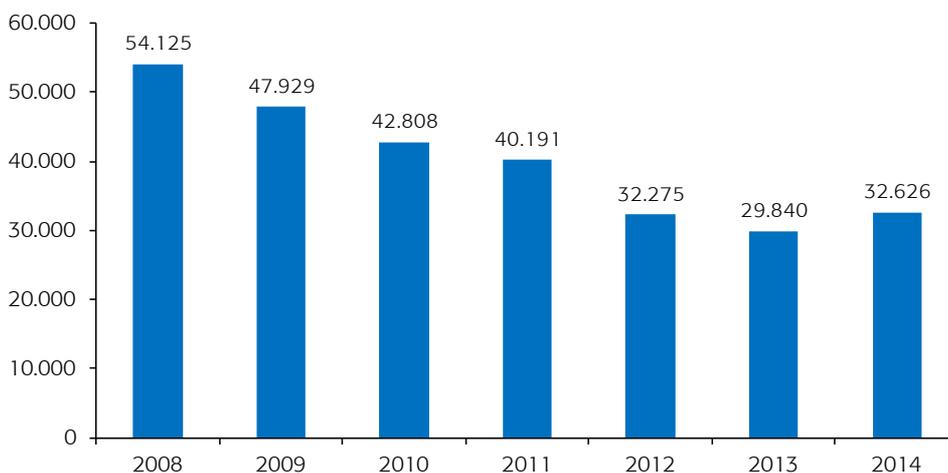
número de empresas en cuatro categorías que se obtienen de cruzar dos dimensiones: la actividad principal de la empresa (sea el sector industrial o el de servicios) y el tamaño de la empresa (dependiendo de si tiene menos o más de 250 empleados) y representa el número de empre-

sas en cada año en términos relativos al existente en 2008.

Los gráficos 6a y 6b presentan la información análoga para las empresas españolas que han realizado actividades de innovación no tecnológica.

Gráfico 6a

Empresas que realizan actividades de innovación no tecnológica en España

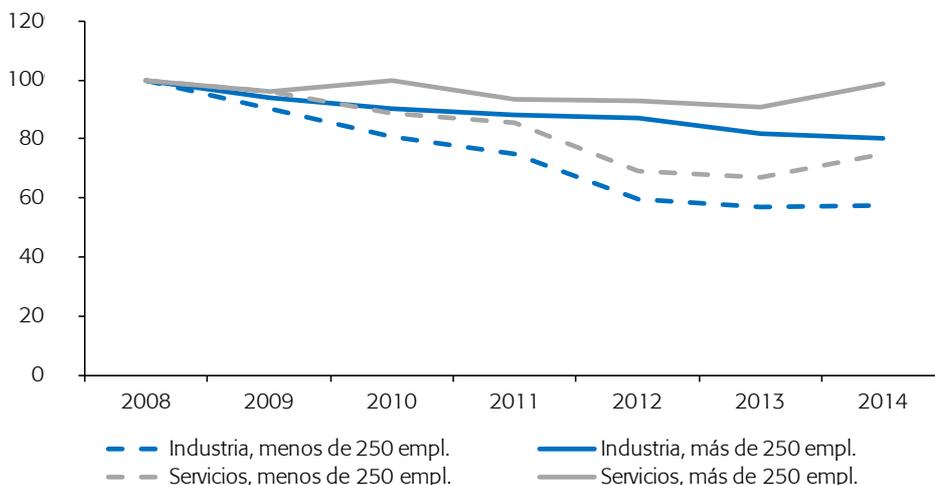


Fuente: Encuesta sobre Innovación, INE.

Gráfico 6b

Empresas que realizan actividades de innovación no tecnológica en España por tamaño de empresa y principal sector de actividad

(Índice 2008 = 100)



Fuente: Encuesta sobre Innovación, INE.

En el gráfico 6a se aprecia que se ha reducido de forma muy importante el número de empresas españolas que realizan actividades de innovación entre 2008 y 2014, siendo mayor la caída en el caso de la innovación tecnológica. Tan solo un 44% de las empresas tecnológicamente innovadoras en 2008 lo eran en 2014, mientras que en el caso de innovaciones no tecnológicas, esta cifra representa cerca del 60% del valor inicial.

El número de empresas que realizan actividades de innovación, tanto tecnológica como no tecnológica, está en caída libre desde el año 2008 hasta el 2014, siendo mayor la caída en el caso de la innovación tecnológica.

Este desplome de la actividad innovadora empresarial se manifiesta de forma diferente también según el perfil empresarial (gráfico 6b). En general, la reducción afecta mucho más a las empresas pequeñas (de menos de 250 empleados) que a las grandes. De hecho, para el grupo

de empresas grandes, independientemente del tipo de innovación (tecnológica o no tecnológica) y de su sector principal de actividad (industria o servicios), el número de empresas con actividad innovadora en 2014 se sitúa por encima del 80% de la cifra en 2008.

En cambio, para las empresas de menos de 250 trabajadores, la pérdida de tejido empresarial innovador ha sido muy acusada, especialmente en el caso de las innovaciones tecnológicas (y particularmente severa si el sector de actividad principal son los servicios, en cuyo caso solo desarrollan actividad innovadora en 2014 un 40% de las que la efectuaban en 2008) o de hacer innovaciones no tecnológicas y dedicarse principalmente a la industria.

Conclusión y retos pendientes

España está dejando atrás los peores años de la crisis. Esto se observa en los principales indicadores macroeconómicos y también en algunas de las variables microeconómicas clave, como

las relacionadas con la demografía y la dinámica empresarial. Mientras que, en términos netos, se destruyeron empresas entre 2009 y 2014, en 2015 el saldo vuelve a ser positivo como en los años que precedieron a la crisis. Con todo, la forma en que el tejido empresarial se está recuperado deja abiertos algunos interrogantes.

En primer lugar, la recuperación en el número de empresas en 2015 se debe principalmente al aumento muy notable del número de autónomos y esto sugiere que se está produciendo un proceso de sustitución de contratos de trabajo por relaciones empresariales entre sociedades y autónomos. No se dispone de elementos suficientes para valorar esta tendencia que se empieza a apuntar pero, de consolidarse, requerirá mayor análisis para comprender sus consecuencias.

En segundo lugar, la recuperación económica parece que no se está basando, en términos generales y salvando todas las excepciones pertinentes, en la adquisición y aplicación de conocimiento por parte de las empresas. Esto se puede constatar a nivel macroeconómico (Xifré, 2015) y puede también observarse a nivel microeconómico. El número de empresas que realizan actividades de innovación, tanto tecnológica como no tecnológica, está en caída libre desde el año 2008 hasta el 2014, último dato para el que se dispone de información.

Estos dos fenómenos recientes se añaden a las condiciones estructurales que diferencian al tejido empresarial español del de los otros países de nuestro entorno: una mayor proporción de empresas de reducida dimensión y, en promedio y de nuevo salvando todas las excepciones particulares, una menor productividad precisamente de este tipo de empresas.

Para hacer frente a estos retos, existen numerosas propuestas de cambios o reformas a realizar y aquí reseñaremos brevemente solo dos. Huerta y Salas (2014) destacan la importancia de mejorar el capital humano, profesionalizar la gestión y dirección de las empresas, aumentar la delegación

y participación de los trabajadores y potenciar la confianza mutua entre trabajadores y empresarios. De forma complementaria, Andrés y Doménech (2015), coinciden en la importancia de promover la acumulación de capital humano, y también recalcan que son necesarias intervenciones que incentiven la innovación, la asunción de riesgo por parte de las empresas y estimulen la carrera laboral de los trabajadores.

De igual forma que España ha tenido que abordar una profunda reforma laboral para mejorar su competitividad, parece desprenderse de estas reflexiones que ahora el país tiene pendiente una "reforma empresarial" profunda que pueda resolver algunos de estos problemas.

Referencias

- ANDRÉS, J., y R. DOMÉNECH (2015), *En busca de la prosperidad. Los retos de la sociedad española en la economía global del siglo XXI*, Ediciones Deusto.
- FARIÑAS, J.C., y E. HUERGO (2015), "Demografía empresarial en España: tendencias y regularidades", FEDEA, *Estudios sobre la Economía Española*, 2015/24.
- FUNDACIÓN BBVA – Ivie, *Crecimiento y competitividad. Los desafíos de un desarrollo inteligente*, (F. PÉREZ, coord.).
- HUERTA, E., y V. SALAS (2012), "La calidad del recurso empresarial en España: Indicios e implicaciones para la competitividad", *Papeles de Economía Española*, número 132.
- (2014), "Tamaño de las empresas y productividad de la economía española", *Mediterráneo Económico*, vol. 25.
- INSTITUTO DE LA EMPRESA FAMILIAR (2013), El dinamismo empresarial en España: diagnóstico de situación y propuestas, *Documento*, 169, (Á. ESTRADA y R. XIFRÉ, coords.).
- XIFRÉ, R. (2015), "Una recuperación sin I+D". *Blog Nada es Gratis*, <http://nadaesgratis.es/admin/una-recuperacion-sin-id>

Algunas claves del éxito de las exportaciones españolas

Rafael Myro*

El crecimiento de las exportaciones españolas durante la reciente crisis económica se ha interpretado en ocasiones como el resultado de la búsqueda de mercados exteriores ante la atonía de la demanda interna. Sin embargo, tomando una perspectiva temporal más dilatada se observa que la positiva evolución de las exportaciones se enmarca en una larga trayectoria expansiva que alcanza sus mayores logros en el decenio de 1990 y que preludia, también en esos años, la posterior etapa de madurez. Todo ello es el resultado de una profunda transformación de la estructura productiva de la economía española y de las bases tecnológicas y organizativas de las empresas que la integran, obligadas a responder al reto de una mayor exposición del mercado español a la competencia internacional derivada de la integración europea y de la globalización. Con todo, para lograr una senda de crecimiento más estable y sostenido es preciso incrementar la orientación exportadora de las empresas españolas, contribuyendo así también a aumentar su eficiencia y su productividad.

El deterioro de la situación económica española que se produjo a lo largo de 2008 y la pronunciada disminución del PIB durante 2009, ligeramente más reducida que la que tuvo lugar en otros países desarrollados, pero acompañada de una desmesurada destrucción de empleo, creó alarma sobre la fortaleza de nuestro sistema productivo, extendiendo la preocupación acerca de su debilidad, algo frecuente en épocas de crisis, y no solo en España.

Esta preocupación ya había acompañado la formidable expansión económica de los años

precedentes, a tenor de la marcha de algunos indicadores clave. En particular, el déficit en los intercambios de bienes y servicios con el resto del mundo, pero también el tímido progreso de la productividad del trabajo, una variable fundamental sobre la que se asienta el crecimiento económico de las naciones. Ambos rasgos favorecieron el diagnóstico de que nuestra economía posea graves problemas de oferta, de calidades y precios de sus productos, que obstaculizaban su crecimiento y competitividad.

Apenas recuperado el aliento tras el *shock* sufrido, la búsqueda de aspectos positivos en el

* Universidad Complutense de Madrid.

desolador panorama creado por una crisis de la que solo ahora comienza España a recuperarse condujo a políticos y analistas económicos a fijarse en las exportaciones, que, para sorpresa de la mayoría, crecían a un ritmo bastante elevado, algo que los más escépticos atribuyeron a la búsqueda en el exterior por parte de las empresas de los mercados que no tenían dentro, dada la atonía de la demanda interna; es decir, a un paliativo coyuntural que no empañaba el diagnóstico de un débil sistema productivo.

Sin embargo, la realidad es que, desde 2009 hasta 2013, el sostenimiento de la actividad económica española se basó en las exportaciones, que aun sin devaluación volvieron a desempeñar un papel motor de la recuperación económica tras una crisis. Pero, lejos de lo que se cree, su crecimiento no obedece a milagro alguno. Es el fruto de una larga y afortunada trayectoria de orientación de las empresas españolas hacia los mercados del resto del mundo, en respuesta a la globalización económica, cuyas principales rasgos y claves me propongo repasar en las páginas que siguen¹.

Las exportaciones durante la crisis

Tras el brusco desplome de la actividad económica en 2009, que afectó al comercio mundial, dado su alcance general, y su mayor intensidad en los países desarrollados, las exportaciones españolas comenzaron a crecer a ritmos elevados, hasta el punto de que al cierre de 2015 fueron un 22% más elevadas en volumen que en 2007, último año de la etapa expansiva que acompaña al inicio del nuevo siglo. En términos de variaciones anuales, los años transcurridos con posterioridad a 2010 han registrado aumentos superiores al 4,5%, medidos en volumen, esto es, descontado el efecto de las alteraciones en los precios. Este notable ascenso ha contribuido de forma decisiva a evitar un desplome de la actividad económica

de mayor envergadura, sosteniendo los niveles de empleo de la población activa.

El ascenso de las ventas exteriores es también elevado en términos comparados, supera en algunas décimas al que ha registrado como media Alemania, el país europeo líder en exportación, y en un punto porcentual al de la UE-15, el conjunto de países formado por aquellos que pertenecían a la Unión Europea en 1995, los más desarrollados de entre los comunitarios. No es pues extraño que las exportaciones se hayan convertido en la mejor referencia que han podido exhibir los gobiernos españoles. Ni que su comportamiento haya obligado a a dirigir una mirada más atenta al sistema productivo español.

Sorprende también ese aumento de las exportaciones españolas porque el principal mercado al que se dirigen, el europeo, ha sentido con especial intensidad la crisis económica. Como consecuencia, la expansión en el exterior ha debido apoyarse en los mercados emergentes, en los que las empresas españolas poseen una menor implantación. Este hecho, al tiempo que advierte acerca del retraso de las compañías españolas en la diversificación de mercados, revela también su notable adaptación a un entorno cambiante. Como consecuencia, las diferencias de actividad, eficiencia y rentabilidad entre las empresas que exportan y las que no lo hacen ha crecido durante los años de crisis².

Por otra parte, no es un menor motivo de asombro para quienes creen que la capacidad de exportación de España se basa en el turismo el que las exportaciones de bienes supongan un 67% del total y hayan mostrado una ejecutoria particularmente brillante, con aumentos cercanos al 5% anual en el mismo período. En realidad, el turismo aporta alrededor de un 14% de los ingresos por exportaciones de bienes y servicios, y ha crecido de forma moderada en los años de crisis, reflejando las difíciles circunstancias de los principales consumidores europeos, alemanes, británi-

¹ Este trabajo resume partes de mi libro, Myro (2015).

² Eppinger *et al.* (2015) ilustran el buen comportamiento diferencial de las empresas exportadoras españolas que recuerda el que exhibieron las alemanas en la década anterior a la crisis.

cos y franceses. Añádase a esto que las ventas al exterior de los servicios no turísticos, superiores en volumen a las de servicios turísticos, han crecido más rápidamente.

De lo que acaba de señalarse, no debe concluirse que el turismo no es relevante. Es una industria capital, en la que España sobresale, situándose en los primeros puestos mundiales por ingresos y número de turistas recibidos, que ha registrado un nuevo récord de entradas en 2015, con la llegada de 68 millones de personas. La relevancia de esta industria estriba sobre todo en que ofrece siempre un saldo de sus operaciones con el resto del mundo muy positivo, que permite financiar una parte del déficit que se registra en el comercio de bienes, hoy en niveles mínimos, debido a la retracción de la demanda interna.

El crecimiento de las exportaciones en los últimos años no solo se ha debido a que las principales empresas exportadoras han aumentado las ventas en los mercados en que se encuentran implantadas, sino también a que se ha extendido la oferta española al exterior con nuevas empresas, nuevos productos y la penetración en nuevos mercados.

La situación de parálisis del mercado interno, debida al proceso de ajuste del endeudamiento de familias, empresas y administraciones públicas, ha supuesto sin duda un incentivo a la búsqueda de nuevos mercados en el exterior. De hecho, algunas estimaciones otorgan relieve a este factor en los años más recesivos, comenzando en 2009. Pero los estímulos principales han venido de la expansión de los mercados de los países en desarrollo hasta 2013, en que muestran los primeros signos de desaceleración, así como así como de una reducción del valor del euro hasta 2012. En 2013 y 2014, la moneda europea se apreció, como consecuencia del superávit de Alemania y del conjunto de la Unión Europea en su comercio exterior, así como de la aplicación de una política monetaria menos expansiva en la eurozona que la

desplegada por EE.UU. o el Reino Unido, que ofrecía mayores remuneraciones a los activos financieros. Este factor se unió al lento aumento del comercio mundial para frenar las exportaciones españolas en el verano de 2014. La posterior depreciación del euro, junto con la reducción de los precios del petróleo, ha favorecido su recuperación en los meses siguientes, pero no con el brío deseable, pues el comercio mundial muestra signos de estancamiento, habiendo crecido en 2015 en torno al 2%, menos que el PIB mundial, algo que hacía mucho tiempo que no ocurría, si se exceptúa el año 2009 (Jääskelä y Mathews, 2015; Gros, 2016).

Una última característica merece apuntarse: el crecimiento de las exportaciones españolas en estos últimos años no solo se ha debido a que las principales empresas exportadoras han aumentado las ventas de sus productos en los mercados en los que se encuentran implantadas (esto es lo que los economistas denominan *margen intensivo*), sino también a que se ha extendido la oferta española al exterior con nuevas empresas, nuevos productos y la penetración en nuevos mercados (*margen extensivo*). En particular, ha crecido continuamente el porcentaje de pequeñas y medianas empresas que exportan, aunque aún es bajo; las empresas de más de 200 trabajadores lo hacen ya en una proporción muy elevada. Según la información suministrada por ICEX España Exportación e Inversiones, el número de empresas exportadoras con una facturación en el exterior superior a 50.000 euros ha crecido a tasas superiores al 3% en los años posteriores a 2010. También ha aumentado, aunque a un ritmo inferior, el número de las que lo hacen con regularidad.

Al mismo tiempo, se ha incrementado el número de empresas situadas en el grupo de cabeza, tanto aquellas cuyas ventas al exterior en 2014 superaban los 50 millones de euros pero no llegaban a los 250 (casi 500), como las que superan esta última cifra (101), afianzándose su peso en la exportación total, con las empresas Telefónica, Repsol, Inditex, Bayer Hispania, Cepsa, Seat, Abengoa y Corporación Gestamp situadas en los primeros puestos.

Una larga trayectoria expansiva

Por sorprendente que pueda considerarse, la positiva evolución de las exportaciones en los últimos años se enmarca en una trayectoria de largo alcance que se inicia en 1960, cuando la economía española abandona las orientaciones autárquicas prevalecientes en los veinte años que siguen a la Guerra Civil e inicia un periodo de rápida expansión, aprovechando la edad dorada del crecimiento europeo posterior a la Segunda Guerra Mundial. En realidad, será la entrada de España en la Comunidad Económica Europea la que exponga de manera más intensa a las empresas españolas a la competencia internacional, obligándolas a buscar un sucedáneo del mercado interior en los mercados exteriores.

En efecto, la consolidación de la industrialización española durante los decenios de 1960 y 1970 se realizó en un marco de elevada protección del mercado nacional. La profunda crisis del decenio de 1970, derivada del alza de los precios del petróleo y otras materias primas y de la adopción por parte de los países desarrollados de políticas monetarias y fiscales restrictivas para controlar las tensiones inflacionistas creadas, espoleó a las empresas a orientarse cada vez más al exterior. Finalmente, la integración en Europa abrió por completo el mercado español a los países vecinos y obligó a las empresas españolas a una profunda reconversión, que fue apoyada por medidas fiscales favorecedoras de su reequipamiento.

La adhesión de España a la Europa comunitaria en 1986 supuso, en fin, un drástico desmantelamiento de sus barreras proteccionistas frente a los restantes países miembros, que se produjo de forma gradual durante los siete años siguientes, hasta 1993. Fueron estos años también de construcción del Mercado Único Europeo, mediante la eliminación de las barreras no arancelarias que restringían la competencia dentro del ámbito comunitario, desde los puestos fronterizos, que encarecían el envío de mercancías al exterior, hasta las especificaciones sanitarias o de seguridad, que disfrazaban sendas actuaciones de protección de los mercados nacionales. De forma que

las empresas españolas se enfrentaron a un proceso de cambio de enorme envergadura, la apertura total del mercado nacional a las empresas de otros países comunitarios.

Todo proceso de apertura a la competencia internacional introduce a las empresas en un escenario de mayor rivalidad con sus competidoras de todo el mundo, empujándolas a aumentar sus niveles de eficiencia y su especialización productiva. Abandonan para lograrlo la producción de aquellos bienes o servicios en los que son menos hábiles y eficientes para centrarse en aquellos otros que saben hacer mejor, que son más singulares y diferentes de los de sus rivales, o que obtienen a un menor precio. La resultante de este proceso es un mercado internacional más abierto y competitivo, con mayor variedad de productos y menores precios.

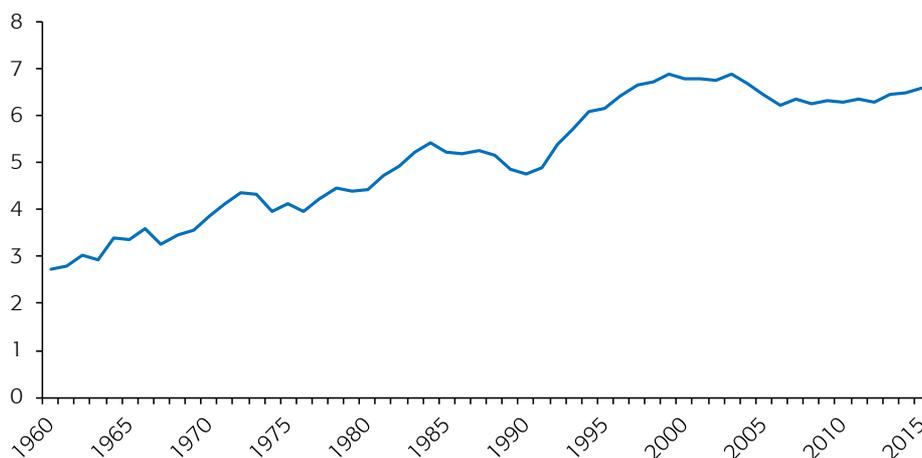
Normalmente, este proceso es beneficioso para el país que lo afronta, como ya apuntara Adam Smith, porque los consumidores acceden a una mayor variedad de bienes a menor precio y las empresas se enfrentan a nuevas oportunidades de negocio. Las menos eficientes desaparecen, pero las más eficientes producen con menores costes y encuentran mercados más amplios para sus productos. La orientación hacia esos nuevos mercados es una estrategia obligada de supervivencia, porque habrán de compartir su espacio en el mercado interior con las empresas de otros países que acceden a él, ofreciendo nuevas variedades de productos. Sin embargo, es, al mismo tiempo, una oportunidad para consolidar sus productos y avanzar hacia otros nuevos, fabricados con tecnologías relacionadas, aprovechando la información recibida de los nuevos consumidores y de las empresas rivales.

El gráfico 1 refleja de forma diáfana cómo España realiza el proceso descrito, mostrando la evolución del peso de sus exportaciones sobre las del conjunto de la UE-15. Esta cuota pasa de un valor inferior al 3% en 1960 a otro cercano al 7% en la actualidad, cifra que se aproxima ya al peso de España en la producción del área que se toma como referencia, que es algo superior al 10%. No

Gráfico 1

Participación de España en las exportaciones de bienes y servicios de la UE-15

(Precios constantes, en porcentaje)



Fuente: Eurostat.

consigue igualarlo, desde luego, pero este es un rasgo que comparte con Francia, Italia y Reino Unido. Su explicación reside en que Alemania se encuentra más volcada al comercio exterior que todos estos países, y absorbe un porcentaje proporcionalmente mayor de éste, lo que también sucede a los países de menor dimensión, los cuales necesitan más de las exportaciones para conseguir economías de escala en su producción.

Merece la pena detenerse en algunos detalles de la trayectoria española. Por ejemplo, el rápido ascenso de la cuota de exportación española hasta la crisis iniciada en 1973, que recibió un estímulo del Acuerdo Preferencial firmado con la Comunidad Económica Europea, muy favorable a los intereses españoles. El decenio que sigue constata la imperiosa necesidad de buscar mercados alternativos en el exterior, que se atempera desde 1985, como consecuencia de la recuperación de la demanda interna. La década de 1990, en la que se cierra la construcción del Mercado Único Europeo abierta en 1987, marca el período de mayor expansión de las exportaciones españolas, que crecen a una tasa media anual del 10 % en volu-

men (11% las de bienes). Este ascenso recibe un estímulo considerable de tres devaluaciones de la peseta en los primeros años, que corrigieron la sobrevaloración con la que esta moneda se incorporó al Sistema Monetario Europeo (preludio de la unidad monetaria europea) en 1989.

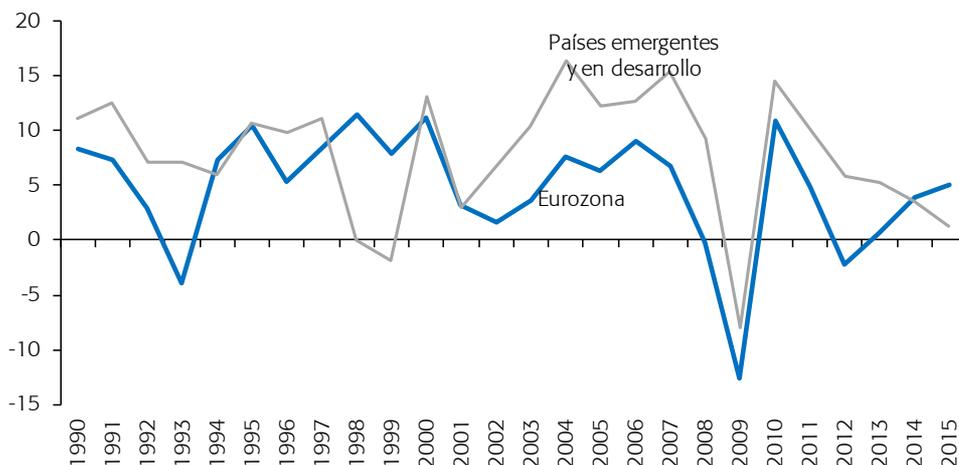
En la década de 2000 se aminora el ritmo de aumento de las exportaciones de los países desarrollados, también el de España, sin que esto signifique el paso a una tasa muy reducida: un 4,3% en volumen, un punto porcentual de aumento por encima del avance anual del PIB. Es un ritmo apreciable que, sin embargo, no permitió sostener la cuota de España en el conjunto de las ventas exteriores comunitarias, en claro descenso desde 2003. La crisis actual ha favorecido su recuperación, cerrándose 2015 con un porcentaje del 6,5%, cerca del máximo logrado en 2003 (6,9%). La razón principal de la disminución de la cuota española entre los años 2003 y 2008 no reside en el mayor alza de los costes laborales españoles, como se ha argumentado con frecuencia desde el Banco de España³, ni en el elevado ritmo de expansión de la demanda interna, sino

³ En el período mencionado, las exportaciones españolas crecen más que las francesas o italianas e igual que las británicas.

Gráfico 2

Evolución de las importaciones de bienes

(Tasas anuales de variación, en porcentaje)



Fuente: FMI.

en la concentración de las exportaciones españolas en los países de la Unión Europea, cuyas compras exteriores de bienes se desaceleraron en ese período, al contrario de lo que sucedió en los países emergentes (gráfico 2). Países mejor posicionados en Asia que España, en particular Alemania, consiguieron aumentos sensiblemente superiores de sus ventas exteriores. Aunque las empresas españolas se dirigieron cada vez más a estos nuevos mercados emergentes, no pudieron aprovechar el elevado potencial expansivo de éstos en los años citados, algo que, en cambio, sí han logrado después de 2010.

La gran transformación del decenio de 1990

El decenio de 1990 merece sin duda especial atención por los ritmos de expansión de las exportaciones alcanzados. Es el período en el que parece consolidarse todo lo gestado en el anterior, de adhesión a la Europa comunitaria, y preludia la última etapa de madurez, la década de 2000.

En efecto, el decenio anterior, el de 1980, en el que se produce la entrada de España en lo que hoy es la Unión Europea, se caracteriza por

un notable ascenso de las exportaciones españolas dirigidas hacia esa zona. España realiza por fin su sueño de incorporarse a Europa, y también lo hacen sus empresas, penetrando en los mercados comunitarios. El gráfico 3, que se refiere tan solo al comercio de bienes, muestra el formidable ascenso de la proporción de las exportaciones dirigidas a la Europa comunitaria (las intracomunitarias), que casi llegan a doblar su peso en el total. La apertura del mercado europeo para los productos españoles fue, por tanto, bien aprovechada por las empresas, que buscaron contrarrestar la inevitable pérdida de mercado interior, en favor de las empresas de otros países comunitarios.

Finalizada esta década de integración europea, algo más del 70% de las exportaciones españolas se dirigían ya al espacio comunitario, pudiendo darse por culminada una primera fase de internacionalización de muchas empresas, sobre todo de las más grandes, que les permitió aprovechar las ventajas comparativas que poseían, basadas sobre todo en sus menores costes laborales, a la par que acometían una profunda transformación de sus productos y técnicas productivas.

Sin embargo, como ya se ha señalado, será el decenio de 1990 el que registre la mayor expan-

sión de las exportaciones españolas, con tasas de avance en volumen del 10% anual, que duplican las del decenio anterior. No es un comportamiento exclusivo de España, también caracteriza a los

El decenio de 1990 registró la mayor expansión de las exportaciones españolas. Es el periodo en el que se consolida todo lo gestado en el decenio anterior y prelude la posterior etapa de madurez. El porcentaje de empresas de menos de 200 trabajadores que exportan casi se duplicó, mereciendo resaltarse el aumento de las de menos de 100 trabajadores, con cambios muy intensos en sectores que hoy son claves en la exportación.

demás países de la periferia comunitaria, sobre todo a Irlanda y Grecia, en pronunciado contraste con Francia, Alemania o Italia, con un atenuado ritmo de aumento de sus ventas exteriores.

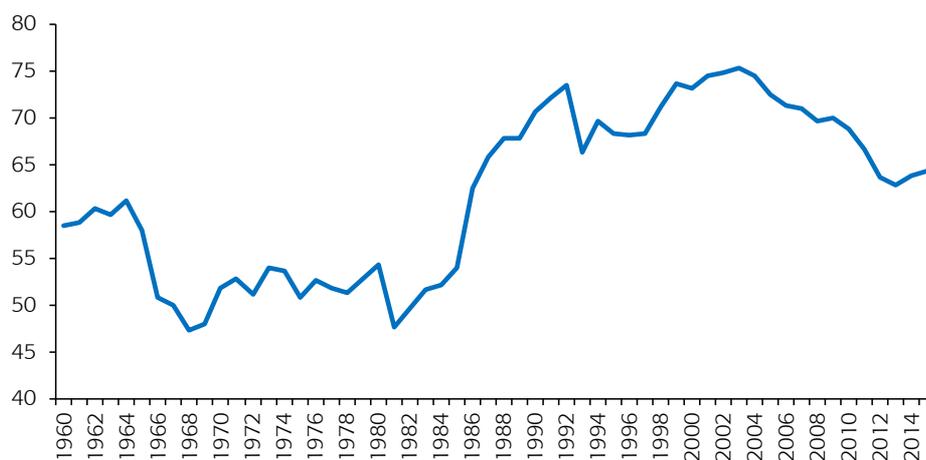
Durante este decenio privilegiado, muchas empresas de menos de 200 trabajadores realizaron su salida al exterior, siguiendo la estela marcada en la década anterior por las grandes. Con los datos que ofrece la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)*, que elabora la Fundación SEPI, el porcentaje de empresas de menos de 200 trabajadores que exportan casi se duplicó durante el decenio estudiado, mereciendo resaltarse sobre todo el aumento de las más pequeñas de ese colectivo, las de menos de 100 trabajadores⁴. Este cambio, por lo demás, fue intenso en los sectores que hoy son claves en la exportación, alimentos, textil, química, maquinaria y material de transporte.

No menos trascendental fue el cambio que tuvo lugar en la intensidad exportadora de los diferentes tipos de empresas, es decir en el porcentaje de su producción que destinan a los mercados exteriores. El colectivo que se transformó más fue el de las grandes empresas, las de más

Gráfico 3

Importancia de las exportaciones de bienes dirigidas a la UE

(Porcentaje del total)



Fuente: Eurostat.

⁴ En el decenio posterior, el de 2000, el número de empresas que exporta avanza mucho más lentamente, salvo en el colectivo entre 20 y 50 trabajadores, que quedó rezagado durante la década anterior. Pero de nuevo se han observado grandes avances en el porcentaje de empresas exportadoras en el marco de la actual crisis, que ha forzado su salida al exterior.

de 200 trabajadores. Partían de la misma intensidad exportadora que las pequeñas (en torno al 20% de la producción), que suele considerarse un umbral relativamente bajo, con pocos efectos de transformación de las bases productivas de las empresas, y por consiguiente, con reducida capacidad de armarlas para hacer frente a la competencia global. A lo largo de la década de 1990, ese porcentaje se incrementó hasta el 35%, con grandes aumentos en todos los sectores que hoy son claves en la exportación, con la excepción de alimentos, bebidas y tabaco, que sigue aquejado de una baja intensidad exportadora. Con este cambio, las empresas de mayor tamaño asumieron una clara orientación exportadora. Por lo que respecta a las de menos de 200 trabajadores, también avanzaron en su intensidad en la exportación, aunque en una medida menor, consiguiendo el umbral del 25% que según una reciente investigación resulta decisivo⁵. El nuevo siglo apenas alteró estos logros, hasta la llegada de la crisis.

La exportación española ha seguido una trayectoria de afianzamiento paulatino, guiada por un grupo de grandes empresas, al que se han ido añadiendo otras de tamaños menores de forma gradual, siguiendo un camino que culmina con la implantación en otros países y la creación de un círculo virtuoso entre exportación e inversión exterior.

Tras esta transformación que tuvo lugar en la década de 1990, la internacionalización de las empresas españolas en su vertiente de exportación alcanzó ya ciertamente un nivel elevado, pero seguía dependiendo fundamentalmente de los mercados de la Unión Europea. La década posterior, la que abre el nuevo siglo, se caracteriza por la extensión a nuevos mercados, disminuyendo sensiblemente el peso de los comunitarios, así como por la introducción de nuevos productos y la mejora en su calidad. También por dar paso a

una nueva y superior etapa de internacionalización de las grandes empresas, la implantación productiva en otros países, a través de la inversión en el exterior, que transforma las empresas españolas en multinacionales, un proceso en buena medida protagonizado por compañías encuadradas en las actividades de servicios, banca, telecomunicaciones y energía, pero también seguido por empresas industriales pertenecientes a diversas actividades (metalurgia, productos de minerales no metálicos, química, automoción y alimentos), que ha ejercido efectos favorables sobre la exportación.

Así pues, la exportación española, y aún de forma más amplia, la internacionalización de las empresas españolas, ha seguido una trayectoria de afianzamiento paulatino, guiada por un grupo de grandes empresas, al que se han ido añadiendo otras de tamaños menores, que de forma gradual se han dirigido, primero, a los mercados cercanos geográfica y culturalmente, para extenderse después por una buena parte del planeta. Es quizá la senda más común de internacionalización, realizada en un marco exigente y con buenos resultados.

Es también el camino señalado por la Escuela de Uppsala, el cual postula que la exportación es un camino difícil, que se inicia mediante un paulatino aumento del peso de los mercados exteriores en la actividad de las empresas, que les dota de experiencia para finalmente acometer su implantación en otros países, como compañías multinacionales, en un círculo virtuoso entre exportación e inversión exterior, dos actividades que se refuerzan mutuamente.

Exportaciones, recuperación económica y nuevo modelo de crecimiento

Detrás de la brillante ejecutoria de la exportación española se encuentran un conjunto de razo-

⁵ A partir de este umbral, las empresas parecen conseguir ganancias mayores de productividad, comportándose como las multinacionales, y diferenciándose de aquellas que no exportan o lo hacen por una cuantía inferior (Merino de Lucas, 2012).

nes que pueden sintetizarse brevemente como sigue:

- Una composición de la oferta de productos crecientemente adaptada a la estructura de la demanda mundial. En efecto, nuestra especialización en un *mix* de tecnologías alta, media y baja ha funcionado muy bien. En alta, los medicamentos, en media, los automóviles, la química y la maquinaria mecánica, y en baja, las metálicas básicas, y sobre todo, el sector agroalimentario. Valorando las exportaciones por sus niveles de sofisticación, siguiendo los trabajos de Ricardo Hausman y César Hidalgo, la mitad de ellas pertenece a grupos de media-alta y alta sofisticación (Alvarez y Vega, 2016).
- Una calidad apreciable de los bienes ofrecidos, sobre todo medida con relación al precio, y un extenso número de bienes diferenciados en sus características de los de otros rivales.
- Una buena combinación de viejos y nuevos mercados. Si bien es verdad que la estructura geográfica de nuestras exportaciones adolece de una mayor implantación en países asiáticos y en el norte de América, a pesar de los esfuerzos realizados en estos últimos años, la orientación hacia la UE ha actuado de forma expansiva hasta recientemente, y volverá a hacerlo en cuanto esta zona vuelva a crecer, dada la desaceleración del aumento del PIB en los emergentes. Naturalmente, ello no debe hacer desistir de los esfuerzos de penetrar en los mercados de estos.
- Un nutrido grupo de empresas exportadoras con elevada eficiencia comparada, que ha acometido ya la fase más avanzada de internacionalización, cual es el establecimiento de filiales en un amplio número de países.
- La creciente habilidad y capacidad de las empresas españolas para incorporarse a

cadena global de valor, que ha otorgado una estabilidad mayor a sus ventas exteriores (Gandoy, 2015)

Medido con respecto al PIB, el valor de las exportaciones españolas supone en la actualidad el 34%, cifra que sobrepasa a las de Francia o Italia. También en el caso de las mercancías, en el que la posición española no es tan holgada como en los servicios, se han superado los niveles de Francia, con acercamiento a los de Italia, de un 24%.

Sin embargo, no son logros suficientes para garantizar un crecimiento elevado y sostenido de la economía española, susceptible de crear empleo a tasas apreciables sin incurrir en desequilibrios exteriores. No debe olvidarse que la expansión de la demanda interna española va seguida de un incremento apreciable de las importaciones. Así, el período de expansión que precede a la crisis reciente se caracterizó por intenso deterioro del saldo del comercio de bienes y servicios (gráfico 4), y por tanto, por la contribución negativa de la demanda externa al crecimiento del PIB, que reflejaba principalmente el desbordado y descontrolado ritmo de aumento de la demanda nacional; además del impacto de algún otro relevante factor, como la notable elevación del valor del euro con respecto al dólar, que encareció los precios españoles y abarató los de otros países competidores⁶.

La recuperación y el crecimiento futuro de la economía española reclaman un mayor peso de las exportaciones. Las ventajas no solo se basan en el mayor equilibrio de las cuentas exteriores, sino también en el incremento de la eficiencia y productividad de las empresas.

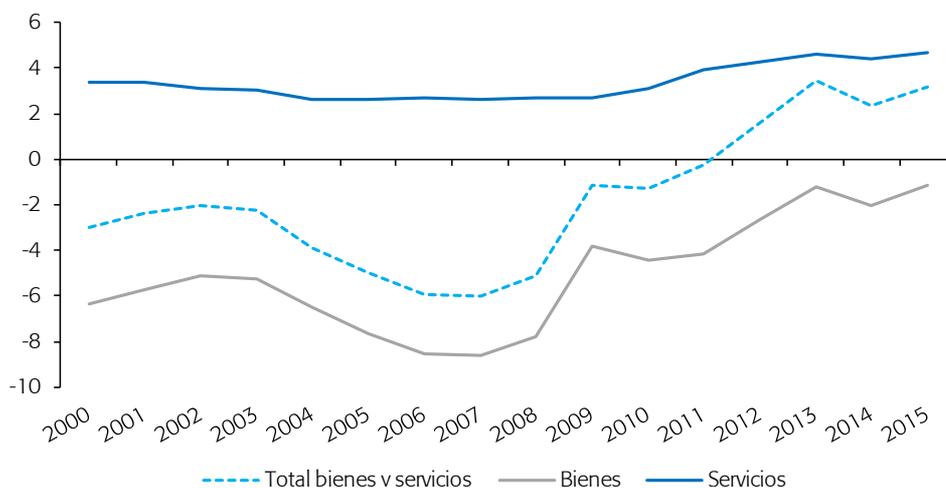
La respuesta al auge de las importaciones en una economía desarrollada es el aumento de las exportaciones, y si éste no se consigue, la conclusión inevitable es que se crece demasiado, y el

⁶ También el alza en los costes laborales unitarios, cuyos efectos muy probablemente son inferiores a los del incremento del valor del euro, que las empresas consideran como algo exógeno y menos previsible.

Gráfico 4

Saldo del comercio de bienes y servicios sobre el PIB

(Porcentajes a precios constantes)



Fuentes: Contabilidad Nacional de España, INE.

control de la demanda nacional se hace necesario. Apenas existe espacio hoy para la sustitución de importaciones por producción propia, reduciendo con ello las compras al exterior. Las economías desarrolladas se especializan en determinadas gamas de productos para conseguir economías de escala y aprovechar sus ventajas relativas de costes (mayores en unas gamas que en otras, dependiendo del precio de sus factores productivos, el trabajo y el capital). La producción difícilmente puede atender las demandas de todas las gamas de productos⁷.

La recuperación de la crisis y el crecimiento futuro de la economía española reclaman un mayor peso de las exportaciones. Por consiguiente, la senda alcista de las ventas al exterior debería continuar en los próximos años, y existe suficiente fortaleza competitiva para lograrlo, lo

que no quita para que sean necesarias sólidas medidas de apoyo, sobre todo en un momento como el actual, de parálisis del comercio mundial. El actual crecimiento de la demanda interna, superior al 3%, tiende a hacer aumentar las importaciones en algo más del 5%, una tasa alcanzable por las exportaciones en condiciones normales, pero no si la economía mundial no acelera su actual ritmo de avance.

Un crecimiento económico con mayor apoyo en las exportaciones ofrece muchas ventajas adicionales a la ya señalada de sostener un mayor equilibrio en las cuentas exteriores. La primera es la de favorecer el desarrollo de la industria, con innumerables incentivos a la innovación y a la cualificación laboral. Esta es precisamente la gran ventaja que se asocia a la estrategia de reindustrialización que la Comisión Europea ha asu-

⁷ Un ejemplo ilustrará esta cuestión. Si la demanda de automóviles crece, lo hace también la de los modelos más caros y sofisticados, pero ésta no puede ser atendida con una producción nacional que está especializada en gamas medias y bajas, al basarse en ventajas que proceden de menores salarios y no de un elevado desarrollo tecnológico (de hecho, las empresas son de capital extranjero en una proporción muy elevada). Por tanto, la respuesta de España debe ser aumentar las exportaciones de los modelos que fabrica, no tratar de cubrir esas demandas de vehículos sofisticados, que es algo que solo podrá lograr en un plazo más dilatado de tiempo, aumentando el nivel tecnológico de las empresas ubicadas en su territorio. Eso no significa que la producción española no sea competitiva; lo es y mucho, hasta el punto de que su inserción en la gran cadena de montaje europea es cada vez más fuerte, como muestran recientes investigaciones (Córcoles, Díaz Mora y Gandoy, 2012).

mido, estableciendo el ambicioso objetivo de un ascenso del peso de la industria en el total de la producción, en el PIB, del 16% al 20% para 2020. La segunda es el incremento del ritmo de crecimiento, la eficiencia y el esfuerzo de innovación de las empresas exportadoras, cuya evolución se hace además menos sensible al ciclo nacional. La tercera es un mejor conocimiento de los mercados exteriores, que estimula y abarata la internacionalización de otras empresas, ofreciendo un gran apoyo a la política pública de promoción exterior.

Conclusiones

En este artículo se ha descrito el ascenso de las exportaciones españolas durante los años de la crisis económica, valorándolo como sobresaliente en comparación con el de otros países europeos. La fortaleza que muestra ese ascenso descansa en parte en la propia crisis, que constituye un incentivo para buscar mercados en el exterior, pero se asienta sobre todo en una trayectoria de décadas de expansión a tasas elevadas, que recibió un gran estímulo de la adhesión de España a la Unión Europea en 1986 y alcanzó sus mayores logros en el decenio de 1990. Esta trayectoria exitosa ha sido el resultado de una profunda transformación de la estructura productiva de la economía española y de las bases tecnológicas y organizativas de las empresas que la integran, obligadas a responder al reto de una mayor exposición del mercado español a la competencia internacional derivada de la integración comunitaria y de la globalización. Las empresas españolas han alcanzado ya elevados niveles de internacionalización, no solo a través de la exportación, sino a través de la inversión exterior que son el reflejo de una apreciable competitividad de sus producciones, cada vez más adaptadas a la demanda nacional y con creciente calidad y diferenciación.

En todo caso, un crecimiento económico más estable y sostenido exige la continuidad en la orientación de las producciones españolas hacia los mercados exteriores, incrementándose la

intensidad exportadora de las empresas, pues la recuperación de la demanda nacional estimula las importaciones, incrementando el riesgo de una vuelta al desequilibrio en el comercio de bienes y servicios.

Un crecimiento más basado en exportaciones ofrece muchas ventajas, no solo la de su sostenibilidad a ritmos elevados, sino también la de incrementar la eficiencia y productividad de las empresas. Es pues uno de los centros del cambio en el modelo productivo que la sociedad española reclama.

Referencias

- ÁLVAREZ LÓPEZ, E., y J. VEGA (2016), "La sofisticación de las exportaciones españolas", *Blog de Economía Aldea Global*, 14 de abril.
- CÓRCOLES, D.; DÍAZ MORA, C., y R. GANDOY (2012), "La participación en redes internacionales de producción: un factor de estabilidad para las exportaciones españolas", *Economistas*, 130: 83-95.
- EPPINGER, P.S.; MEYTHALER, N.; SINDLINGER, M., y M. SMOLKA (2015), "The Great Trade Collapse and the Spanish Export Miracle: Firm-level Evidence from the Crisis", *Economics Working Papers 2015-10*, Aarhus University.
- GANDOY, R. (2014), "La implicación española en cadenas globales de producción", en ALONSO, J.A., y R. MYRO (dirs.), *Ensayos sobre economía española*, Thomson-Reuters.
- GROS, D. (2016), "Is this the end of globalization?", *World Economic Forum*; <https://www.weforum.org/agenda/2016/03/is-this-the-end-of-globalization>
- JÄÄSKELÄ, J., y T. MATHEWS (2015), "Explaining the slowdown in global trade", *Boletín del Reserve Bank of Australia*, tercer trimestre: 39-46.
- MERINO DE LUCAS, F. (2012), "Firms' internationalization and productivity growth", *Research in Economics*, vol. 66(4): 349-354.
- MYRO, R. (2015), *España en la economía global. Claves del éxito de las exportaciones españolas*, RBA.

Estabilidad y sostenibilidad de las cuentas públicas en España

Alain Cuenca*

En el año 2015 las administraciones públicas incurrieron en un déficit del 5,1% del PIB a pesar de que la economía española registró un crecimiento importante (3,2%). Ello ha sembrado dudas sobre la capacidad de España para recuperar el equilibrio presupuestario y garantizar la sostenibilidad de su deuda. Las mayores dificultades afloran en la Seguridad Social y en las comunidades autónomas. La corrección de estos desequilibrios constituye un problema de política económica general que requiere reformas. En este artículo se analiza el comportamiento reciente de los ingresos y gastos de las administraciones públicas españolas, así como sus efectos sobre el déficit y la deuda pública, con especial atención al incumplimiento de las reglas fiscales en 2015 y a las perspectivas de las cuentas públicas para los próximos dos años.

Las administraciones públicas (AA.PP.) se desarrollaron en 2015 en un contexto económico favorable. El crecimiento del PIB en términos reales fue del 3,2%, apoyado esencialmente en el impulso de la demanda nacional (Laborda y Fernández, 2016). A pesar de ello, el déficit público alcanzó la cifra del 5,1% del PIB, excediendo en ocho décimas el objetivo de estabilidad presupuestaria y la senda establecida por la Comisión Europea en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE)¹. El crecimiento económico y el déficit público son dos variables relacionadas

entre sí, de modo que el buen resultado de la primera encuentra parte de sus causas en el mal dato de la segunda.

En comparación con sus socios de la zona del euro, España presenta menores ingresos públicos (8,4 puntos), menores gastos (5,3 puntos) y un déficit observado claramente superior (cuadro 1). También el déficit cíclicamente ajustado (3,1% en España) es casi el triple que la media de la eurozona (1,2%) y ya se ha superado la media en cuanto al peso de la deuda pública en relación al PIB.

* Universidad de Zaragoza.

¹ El objetivo fijado en el PDE era el 4,2% del PIB, mientras que el déficit computable ha sido el 5,0%, cifra inferior en 0,1 puntos al déficit total por cuanto en los dos primeros no computa el saldo neto de ayudas a las instituciones financieras derivado del proceso de reestructuración bancaria.

Cuadro 1

Principales magnitudes de las AA.PP.: España vs eurozona

(En porcentaje del PIB)

	<i>España</i>	<i>Eurozona</i>
Recursos no financieros	38,2	46,6
Empleos no financieros	43,3	48,6
Cap. (+) o Nec. (-) de financiación	-5,1	-2,1
Intereses	3,1	2,4
Saldo primario	-2,0	0,3
Saldo cíclicamente ajustado	-3,1	-1,2
Deuda pública	99,2	92,9

Fuente: *European Economic Forecast, Spring 2016.***La necesidad de financiación**

El cuadro 2 refleja las partidas más relevantes de las cuentas públicas del Reino de España entre 2012 y 2015. Se ha pasado de una necesidad de financiación del 6,8% al 5,0% del PIB en términos del PDE. El ritmo de consolidación fiscal desde que la economía española empezó a crecer en 2014 viene a ser de unos 0,8 puntos anuales. Es una velocidad insuficiente, al menos a ojos de la Unión Europea, que en el marco del PDE pretende que la necesidad de financiación se sitúe por debajo del 3% en 2017, según la *Actualización del Programa de Estabilidad 2016-2019* que el Gobierno acaba de presentar.

La reducción del déficit se ha logrado con un incremento de los ingresos de 0,7 puntos del PIB (22.288 millones más) y una reducción del gasto (sin ayuda financiera) de 1 punto (aunque se incrementó el gasto no financiero, pero solo en 5.786 millones). En la reducción del gasto, los empleos de capital bajaron 0,3 puntos porcentuales (sin ayudas financieras). Por su parte, los gastos corrientes se redujeron 0,7 puntos porcentuales desde 2012, destacando 0,3 del consumo público (incluye remuneraciones de asalariados) y 0,4 de las transferencias sociales en efectivo (incluye el gasto por desempleo).

El cuadro 2 muestra algunos otros datos relevantes. En primer término, el saldo primario que (sin computar ayudas a las instituciones financieras) ha pasado de -3,8% del PIB a -1,9%, situándose todavía en 2015 en un importe negativo de 20.990 millones de euros. El gasto en intereses por sí solo representa el 3,1% del PIB, de modo que la disminución reciente de los tipos debida a la política monetaria del Banco Central Europeo ayuda a las cuentas públicas españolas (en 2014 el gasto por intereses fue del 3,4% PIB).

En segundo lugar, el ahorro, –la diferencia entre los recursos corrientes y los empleos corrientes– sigue siendo negativo con un 2,7% del PIB, habiendo mejorado en un punto porcentual desde 2012 (3,7%). Este dato revela que las AA.PP. españolas están financiando con deuda sus gastos en la prestación de servicios y transferencias de rentas. Ello convierte nuestros servicios públicos en muy vulnerables ante hipotéticas nuevas tensiones en los mercados y en todo caso, es una situación insostenible en el medio plazo.

Finalmente, los empleos de capital, esto es la inversión pública, directa o a través de otros agentes, representó en 2015 un 2,9% del PIB. En esta

Las cifras de ahorro negativo en el conjunto de las AA.PP. españolas revelan que se está financiando con deuda una parte de los gastos en prestación de servicios y transferencias. Ello aumenta la vulnerabilidad de los servicios públicos ante hipotéticas nuevas tensiones en los mercados y, en todo caso, es una situación insostenible en el medio plazo.

rúbrica el ajuste se había producido en los años iniciales de la crisis, dado que en 2007 la inversión pública alcanzó el 5,9% del PIB. El volumen actual de inversión pública es algo inferior al de la eurozona, sin que parezca nece-

Cuadro 2

Operaciones no financieras de las administraciones públicas

Conceptos	2012		2013		2014(P)		2015(A)	
	Millones euros	% PIB						
Recursos no financieros	391.168	37,5	394.196	38,2	401.722	38,6	413.456	38,2
Recursos corrientes	389.572	37,4	390.358	37,9	395.783	38,0	407.053	37,6
Recursos de capital	1.596	0,2	3.838	0,4	5.939	0,6	6.403	0,6
Empleos no financieros	500.071	48,0	465.437	45,1	463.041	44,5	468.421	43,3
Empleos corrientes	427.719	41,0	431.889	41,9	432.588	41,5	436.205	40,3
<i>Remuneración de asalariados</i>	113.925	10,9	114.711	11,1	114.938	11,0	118.699	11,0
<i>Consumos intermedios</i>	58.599	5,6	54.974	5,3	54.957	5,3	56.389	5,2
<i>Subvenciones a los productos y a la producción</i>	10.004	1,0	10.853	1,1	11.400	1,1	12.536	1,2
<i>Intereses</i>	30.922	3,0	34.669	3,4	35.291	3,4	33.122	3,1
<i>Prestaciones sociales distintas de las transferencias sociales en especie</i>	168.472	16,2	170.608	16,5	170.655	16,4	170.311	15,8
<i>Transferencias sociales en especie: producción adquirida en el mercado</i>	28.570	2,7	28.204	2,7	28.092	2,7	28.489	2,6
<i>Resto empleos corrientes</i>	17.227	1,7	17.870	1,7	17.255	1,7	16.659	1,5
Empleos de capital	72.352	6,9	33.548	3,3	30.453	2,9	32.216	3,0
Ahorro	-38.147	-3,7	-41.531	-4,0	-36.805	-3,5	-29.152	-2,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-108.903	-10,4	-71.241	-6,9	-61.319	-5,9	-54.965	-5,1
Saldo primario	-77.981	-7,5	-36.572	-3,5	-26.028	-2,5	-21.843	-2,0
Saldo neto de las ayudas a las II.FF.	-38.289	-3,7	-3.019	-0,3	-997	-0,1	-853	-0,1
Saldo primario sin ayudas a las II.FF.	-39.692	-3,8	-33.553	-3,3	-25.031	-2,4	-20.990	-1,9
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación sin las ayudas a las II.FF.	-70.614	-6,8	-68.222	-6,6	-60.322	-5,8	-54.112	-5,0

Fuente: IGAE (fecha de actualización 7 de abril de 2016).

sario regresar a los niveles previos a la crisis². No obstante, los gastos de capital han crecido por primera vez, un 5,8% más que en 2014.

Para tener una perspectiva más precisa de las cuentas públicas de España, es necesario analizar

cada una de las administraciones que la componen, tal como hacemos a continuación.

Administración central

La mitad del déficit público del Reino de España en 2015 se origina en la Administración central y

² En la eurozona, en 2007 la inversión pública alcanzó el 4,3% del PIB, mientras que en 2015 se situó en el 3,6%.

Cuadro 3

Operaciones no financieras de la Administración central

Conceptos	2012		2013		2014(P)		2015(A)	
	Millones euros	% PIB						
Recursos no financieros	185.604	17,8	181.394	17,6	186.291	17,9	192.560	17,8
Recursos corrientes	188.850	18,1	183.444	17,8	186.807	17,9	193.987	17,9
Recursos de capital	-3.246	-0,3	-2.050	-0,2	-516	0,0	-1.427	-0,1
Empleos no financieros	268.196	25,7	230.601	22,4	224.500	21,6	220.736	20,4
Empleos corrientes	214.586	20,6	214.467	20,8	211.371	20,3	209.218	19,4
Empleos de capital	53.610	5,1	16.134	1,6	13.129	1,3	11.518	1,1
Ahorro	-25.736	-2,5	-31.023	-3,0	-24.564	-2,4	-15.231	-1,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-82.592	-7,9	-49.207	-4,8	-38.209	-3,7	-28.176	-2,6
Saldo primario	-55.369	-5,3	-18.196	-1,8	-6.309	-0,6	1.813	0,2
Saldo neto de las ayudas a las II.FF.	-38.289	-3,7	-3.019	-0,3	-997	-0,1	-853	-0,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación sin las ayudas a las II.FF.	-44.303	-4,2	-46.188	-4,5	-37.212	-3,6	-27.323	-2,5

Nota: El saldo negativo de los recursos de capital se debe al ajuste por recaudación incierta.

Fuente: IGAE (fecha de actualización, 7 de abril de 2016).

sus organismos autónomos. Sin embargo, la necesidad de financiación ha bajado casi a la mitad desde 2013, lo que se explica por la reducción de los gastos (los ingresos han permanecido constantes en términos de PIB). En particular, desde 2013 los empleos totales han disminuido 2 puntos de PIB de los que 1,1 se deben a la reducción de las transferencias a otras administraciones (comunidades autónomas, entidades locales y Seguridad Social). La nota positiva en el caso de la Administración central es que en 2015 logró por primera vez desde el inicio de la crisis un saldo primario positivo. Sin embargo, el ahorro sigue siendo negativo, lo que indica cierta insuficiencia de ingresos corrientes.

Seguridad Social

Por su parte, los fondos de la Seguridad Social aparecen con un déficit superior al 1% durante los

cuatro años, alcanzando en 2015 la cifra de 1,3% (cuadro 4).

En la Seguridad Social se incluye el gasto por desempleo y el gasto en pensiones. La Contabilidad Nacional para 2015 no detalla ambos conceptos, de modo que para distinguir el sistema de pensiones de la protección por desempleo debemos acudir a la ejecución presupuestaria³. En el cuadro 5 se presentan los gastos e ingresos reconocidos por el sistema de Seguridad Social, revelando que el déficit se origina en el lado de los ingresos. La caída del empleo por un lado, y cuando éste se empieza a recuperar, las medidas normativas de reducción de cotizaciones a través de diversas fórmulas explican la disminución. El crecimiento de los gastos se debe a que el número de pensionistas sigue creciendo y la pensión media de las altas es más elevada que la de las bajas.

³ Los datos del cuadro 4 incluyen también el Fondo de Garantía Salarial, del que no nos ocuparemos por su reducida cuantía. Las diferencias entre la contabilidad nacional y la presupuestaria son pequeñas en este caso.

Cuadro 4

Operaciones no financieras de la Seguridad Social

Conceptos	2012		2013		2014(P)		2015(A)	
	Millones euros	% PIB						
Recursos no financieros	150.272	14,4	149.947	14,5	149.363	14,3	146.255	13,5
Recursos corrientes	152.033	14,6	151.071	14,6	150.226	14,4	146.949	13,6
Recursos de capital	-1.761	-0,2	-1.124	-0,1	-863	-0,1	-694	-0,1
Empleos no financieros	160.443	15,4	161.488	15,7	160.229	15,4	159.847	14,8
Empleos corrientes	160.122	15,4	161.381	15,6	160.060	15,4	159.639	14,8
Empleos de capital	321	0	107	0	169	0	208	0
Ahorro	-8.089	-0,8	-10.310	-1,0	-9.834	-0,9	-12.690	-1,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-10.171	-1,0	-11.541	-1,1	-10.866	-1,0	-13.592	-1,3

Fuente: IGAE (fecha de actualización, 7 de abril de 2016).

Cuadro 5

Derechos y obligaciones reconocidos por la Seguridad Social

(Millones de euros)

	2012	2013	2014	2015
Recursos no financieros	121.658,23	118.498,39	121.430,67	119.496,22
Empleos no financieros	122.145,50	124.311,17	130.156,02	133.258,54
Saldo	-487	-5.813	-8.725	-13.762

Fuente: Liquidación del presupuesto de la Seguridad Social.

Cuadro 6

Derechos y obligaciones reconocidos por el Servicio Público de Empleo Estatal

(Millones de euros)

	2012	2013	2014	2015
Recursos no financieros	36.916	35.613	33.280	30.231
Empleos no financieros	37.164	34.065	28.981	25.355
Saldo	-248	1.548	4.299	4.876

Fuente: Ejecución del presupuesto del SEPE.

En definitiva, estamos ante una senda muy preocupante de crecimiento del déficit del sistema de pensiones de la Seguridad Social. Por lo que se refiere al desempleo, también con datos de ejecución presupuestaria, tenemos una evolución más favorable, como se ve en el cuadro 6. Los gastos

totales del Servicio de Empleo Público Estatal han disminuido en unos 12.000 millones de euros, lo que ha supuesto un ahorro importante para las arcas públicas. El menor gasto ha permitido reducir la aportación anual del Estado, que en 2015 fue de 10.009 millones de euros.

Comunidades autónomas y entidades locales

Por lo que se refiere a las administraciones territoriales, las comunidades autónomas (CC.AA.) registraron un déficit similar al año anterior, 1,7%, de manera que el déficit autonómico muestra una cierta resistencia a la baja. Desde 2013, tanto los ingresos como los gastos de las regiones han bajado 0,3 puntos de PIB. Por otra parte, mantie-

nen un ahorro negativo que en 2015 ha sido de 0,8 puntos del PIB. El saldo primario también es negativo (-1,3).

Más saneadas aparecen las administraciones locales, que en su conjunto vienen presentando superávit, ahorro positivo y saldo primario positivo en los cuatro años contemplados.

Cuadro 7

Operaciones no financieras de las comunidades autónomas

Conceptos	2012		2013		2014(P)		2015(A)	
	Millones euros	% PIB						
Recursos no financieros	171.805	16,5	148.050	14,4	146.447	14,1	152.104	14,1
Recursos corrientes	164.617	15,8	141.326	13,7	139.514	13,4	144.512	13,4
Recursos de capital	7.188	0,7	6.724	0,7	6.933	0,7	7.592	0,7
Empleos no financieros	191.252	18,3	164.232	15,9	164.629	15,8	170.066	15,7
Empleos corrientes	174.388	16,7	149.220	14,5	150.464	14,5	153.233	14,2
Empleos de capital	16.864	1,6	15.012	1,5	14.165	1,4	16.833	1,6
Ahorro	-9.771	-0,9	-7.894	-0,8	-10.950	-1,1	-8.721	-0,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-19.447	-1,9	-16.182	-1,6	-18.182	-1,7	-17.962	-1,7
Saldo primario	-13.553	-1,3	-8.522	-0,8	-10.510	-1,0	-13.743	-1,3

Fuente: IGAE (fecha de actualización 7 de abril de 2016).

Cuadro 8

Operaciones no financieras de las entidades locales

Conceptos	2012		2013		2014(P)		2015(A)	
	Millones euros	% PIB	Millones euros	Millones euros	Millones euros	% PIB	Millones euros	% PIB
Recursos no financieros	64.854	6,2	66.433	6,4	67.821	6,5	68.156	6,3
Recursos corrientes	60.876	5,8	62.693	6,1	63.731	6,1	63.861	5,9
Recursos de capital	3.978	0,4	3.740	0,4	4.090	0,4	4.295	0,4
Empleos no financieros	61.547	5,9	60.744	5,9	61.883	5,9	63.391	5,9
Empleos corrientes	55.427	5,3	54.997	5,3	55.188	5,3	56.371	5,2
Empleos de capital	6.120	0,6	5.747	0,6	6.695	0,6	7.020	0,6
Ahorro	5.449	0,5	7.696	0,7	8.543	0,8	7.490	0,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	3.307	0,3	5.689	0,6	5.938	0,6	4.765	0,4
Saldo primario	4.705	0,5	7.015	0,7	7.135	0,7	5.429	0,5

Fuente: IGAE (fecha de actualización 7 de abril de 2016).

Por tanto, excepto para el caso de las administraciones locales, el resto de los agentes del sector público español padece problemas similares: los

El déficit del sistema de Seguridad Social presenta una senda muy preocupante, por la insuficiencia de los ingresos por cotizaciones para financiar el aumento del número de pensionistas y el crecimiento de la pensión media.

gastos corrientes superan a los ingresos, a pesar de que el importe de los intereses se ha reducido notablemente. Es una situación que no es sostenible en el medio plazo, dado que puede llevar a un crecimiento constante de la deuda, variable de la que nos ocupamos a continuación.

La deuda pública

La deuda pública española se ha situado en el 99,2% del PIB en 2015, claramente por encima de la media de la zona del euro (92,9%), aunque

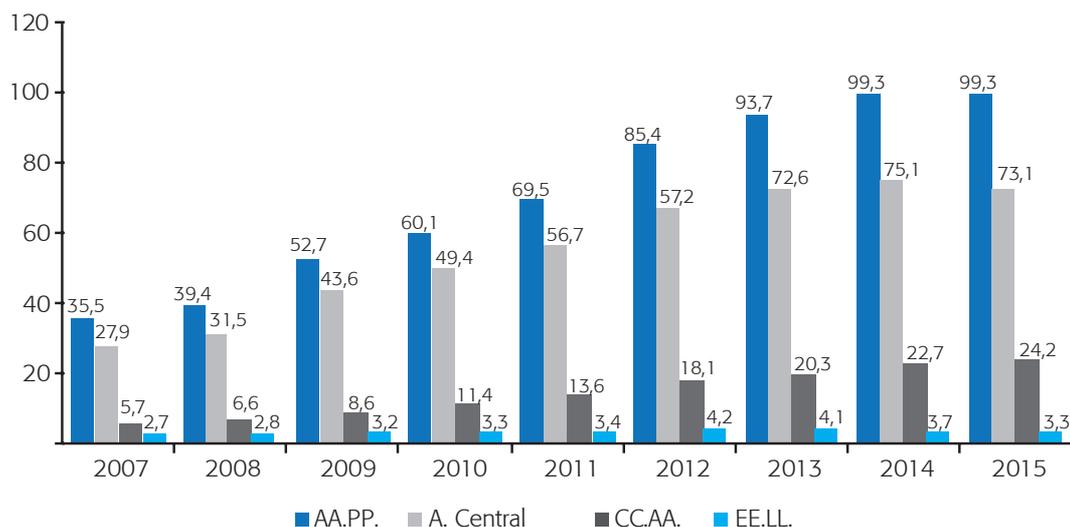
inferior al de las economías avanzadas del mundo (véase FMI, 2016). Sin embargo, tal como muestra el gráfico 1, la evolución de esta magnitud en España y las perspectivas de futuro invitan a la preocupación.

En los siete primeros años de la crisis, la deuda pública casi se triplicó en términos de PIB y solo en 2015 se ha logrado cierta estabilización a pesar de una necesidad de financiación del 5,1%. La reducción de la deuda en 0,1 puntos porcentuales se ha logrado merced al notable crecimiento del PIB nominal (3,8%), pero también gracias a la venta de activos por importe de 1,5% del PIB (16.269 millones de euros). De modo que para que el año 2015 sea el comienzo de una reducción paulatina de la ratio deuda/PIB, será necesario generar superávits primarios cada año, siempre que la carga de intereses no supere el crecimiento nominal del PIB (véase, por ejemplo, Maudos (2014): 67). Respecto a los diferentes niveles de gobierno, es necesario destacar que las CC.AA. soportan un incremento de la deuda más acelerado que el resto de administraciones, aunque en promedio su nivel sea todavía moderado en relación a su peso relativo en el gasto público.

Gráfico 1

Deuda de las administraciones públicas

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

Incumplimiento de las reglas fiscales

España dispone de una regla fiscal materializada en la Ley orgánica de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera, aprobada en 2012 en desarrollo del artículo 135 de la Constitución⁴. La normativa establece objetivos anuales de estabilidad presupuestaria, regla de gasto y deuda para cada agente del sector público. En términos agregados, las dos primeras se han incumplido en 2015.

Por lo que se refiere al objetivo de estabilidad, que puede ser de déficit, equilibrio o superávit, para 2015 quedó establecido en -4,2% para el conjunto de las AA.PP. y ha resultado ser, tras descontar los apoyos financieros a las entidades de crédito (853 millones de euros) y los gastos ocasionados por el terremoto de Lorca (39 millones de euros) del 5,0%. Por tanto, la desviación asciende a 0,8 % del PIB. Dicha desviación se distribuye entre los cuatro subsectores que prevé el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales tal como muestra el cuadro 9.

Las CC.AA. y la Seguridad Social aparecen como los causantes de la desviación. Sin embargo, el grado de cumplimiento por agentes debe relativizarse por dos motivos. En primer lugar, la fijación de los objetivos corresponde al Gobierno central y al Parlamento de la nación, por lo que resulta muy desequilibrado respecto a la autonomía en el ingreso y al volumen de gasto que compete a

cada agente. La experiencia muestra que, aunque formalmente los objetivos han de aprobarse por los órganos de coordinación de la política fiscal en los que están representadas las CC.AA. (Consejo de Política Fiscal y Financiera), el objetivo que se fija es mucho más asequible para la Administración central que para las CC.AA.

En segundo lugar, los ingresos y gastos de los distintos agentes están relacionados entre sí. Por citar solo dos ejemplos significativos: el saldo de los fondos de la Seguridad Social depende de la transferencia del Estado al SEPE, que en 2015 ha sido de 0,9% del PIB e inferior en 0,3 puntos a la de 2014. El otro ejemplo relevante es que la

Aunque las CC.AA. y la Seguridad Social aparecen como los causantes del incumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria en 2015, las causas residen en el conjunto, y no pueden atribuirse a un subsector aisladamente sin tener en cuenta las relaciones financieras entre las distintas administraciones y la fijación de sus objetivos.

principal fuente de ingresos de las CC.AA. proviene de su participación en el rendimiento del IRPF, instrumentada mediante anticipos a cuenta, cuyo importe minorra los ingresos de la Administración central⁵. Así, mayores ingresos de CC.AA. significa

Cuadro 9

Cumplimiento objetivo de estabilidad presupuestaria 2015

(En porcentaje del PIB)

	Saldo a efectos cumplimiento del objetivo	Objetivo de estabilidad presupuestaria	Desviación
Administración central	-2,53	-2,9	0,4
Comunidades autónomas	-1,66	-0,7	-1,0
Entidades locales	0,44	0,0	0,4
Fondos de la Seguridad Social	-1,26	-0,6	-0,7
Total administraciones públicas	-5,00	-4,2	-0,8

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2016).

⁴ Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera (en adelante LOEPSF).

⁵ Nos referimos a las CC.AA. de régimen común, que no incluyen País Vasco ni Navarra.

menores ingresos de la Administración central. De modo que las causas del incumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria residen en el conjunto, sin que pueda atribuirse solo a un subsector aislado.

En cuanto a la regla de gasto, la tasa de referencia de crecimiento del Producto Interior Bruto de medio plazo, calculada para 2015 por el Ministerio de Economía y Competitividad de acuerdo con la metodología utilizada por la Comisión Europea, se fijó en el 1,3%. Por tanto, el gasto computable de la Administración central, de las comunidades autónomas y de las corporaciones locales debió sujetarse a ese límite. El cuadro 10 muestra que el incumplimiento fue generalizado.

El incumplimiento de la regla de gasto por la Administración central se ha producido por el impacto que ha tenido la reforma tributaria en la valoración del gasto computable, que supuso una reducción permanente de los ingresos tributarios de 5.225 millones de euros. Es relevante recordar además que la Administración central por sí sola cumplió el objetivo de estabilidad, lo que ilustra la redundancia de ambos objetivos, siendo más exigente la regla de gasto.

En el caso de las CC.AA., el incumplimiento se debe al mayor gasto por el tratamiento de la hepatitis C y al registro de inversiones realizadas en años anteriores con fórmulas de asociaciones público-privadas. Si se descontaran dichas operaciones, el gasto computable de las CC.AA. habría crecido 2,2%. Además, el incumplimiento de la

regla de gasto ha sido casi general en las CC.AA., siendo Canarias, Galicia y País Vasco las únicas que la han cumplido individualmente (al igual que el objetivo de estabilidad).

Finalmente, el objetivo de deuda se había fijado en 101,7% del PIB y por tanto ha resultado cumplido en términos agregados. Por niveles de administración, solo las CC.AA. han excedido el objetivo, al cerrar 2015 con una deuda de 24,2% frente al 24% requerido, una vez realizados varios ajustes que lo elevaron desde el 21,5% inicial.

El incumplimiento de la regla de gasto por la Administración central se ha producido por el impacto que ha tenido la reforma tributaria en la valoración del gasto computable, que supuso una reducción permanente de los ingresos tributarios de 5.225 millones de euros.

La LOEPSF es la regla fiscal que regula la estabilidad interna, pero España también está sometida al Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea. En abril de 2009 el Consejo de la UE abrió un Procedimiento de Déficit Excesivo al amparo de lo previsto en el art. 126 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). En junio de 2013, el plazo para corregir el déficit excesivo se extendió hasta 2016 atendiendo a que, a pesar de las medidas correctoras adoptadas, la evolución adversa de la economía había impedido cumplir con el calendario inicialmente previsto. El nuevo plazo implicaba corregir el déficit del Reino de España hasta el 4,2% en 2015 meta que, como ha quedado expuesto, no se ha cumplido.

En octubre de 2015, la Comisión formuló su opinión sobre el borrador de plan presupuestario para 2016 y señaló que existía un riesgo de incumplimiento de las previsiones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, debido al impacto presupuestario de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas y al incremento de gastos. Posteriormente en la Recomendación de la

Cuadro 10

Cumplimiento regla de gasto

(En porcentaje)

	Variación gasto computable 2015/2014	Regla de gasto
Administración central	5,5	1,3
Comunidades autónomas	4,4	1,3
Entidades locales	1,7	1,3

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2016).

Comisión de 9 de marzo de 2016 se indicaba que *España debería adoptar medidas para garantizar una corrección duradera del déficit excesivo, incluso mediante la plena utilización en su caso de las herramientas de corrección que figuran en la ley de Estabilidad para controlar las desviaciones en los gobiernos subcentrales de los objetivos de la regla de déficit, deuda y gastos respectivos*⁶.

Debemos constatar por tanto que no se han cumplido las reglas fiscales vigentes, ni la de España, ni la europea. Tras la Recomendación citada, el TFUE prevé que se puedan aplicar sanciones hasta un importe de 0,2% del PIB. La situación del Reino de España es delicada porque, al contrario de otros incumplimientos previos, parece claro que en esta ocasión se trata de una política fiscal expansiva, deliberadamente contraria a la esperada por la Comisión Europea. Durante el ejercicio 2015 se han adoptado un conjunto de medidas presupuestarias que redujeron los ingresos e incrementaron los gastos. Esta política se ha atribuido al ciclo electoral que afectó a los tres niveles de gobierno (excepto en País Vasco y Galicia, que tienen elecciones en 2016), pero ello no es óbice para que se haya elevado el déficit estructural desde 1,9% en 2014 hasta 2,9% en 2015.

Las consecuencias de la citada sanción, de imponerse, son difíciles de prever. En todo caso, la necesidad de aplicar sanciones a un Estado miembro ilustra que el llamado "brazo preventivo" del Pacto de Estabilidad y Crecimiento no ha sido eficaz y debería reconsiderarse su diseño institucional⁷.

Perspectivas para 2016 y 2017

La situación de las cuentas públicas necesita corregirse sin demora, si bien por el momento la política monetaria del Banco Central Europeo y otros factores favorables liberan a España de las

urgencias con las que se afrontaron las crisis de deuda de 2010 y de 2012. El nivel alcanzado por la deuda pública, así como el hecho de que todavía siga existiendo déficit primario y ahorro negativo, convierten en muy vulnerables los servicios públicos y prestaciones sociales frente a futuras tensiones en los mercados financieros internacionales.

Las previsiones macroeconómicas para España son positivas, como señalan el Gobierno en la *Actualización del Programa de Estabilidad 2016-2019*, la Comisión Europea en su reciente informe de primavera o los analistas privados. El Gobierno de España prevé un crecimiento del PIB de 2,7% en términos reales para 2016 y de 2,4% en 2017⁸. En la hipótesis de que no se adoptara ninguna nueva medida normativa, el propio ciclo económico reduciría el déficit hasta el 4% del PIB, según estiman tanto la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF, 2016a) como Laborda y Fernández (2016). España ha propuesto a la Comisión Europea una nueva senda de corrección del déficit que permitiría situarlo en el 3,6% en 2016 y en el 2,9% en 2017. Y con tal fin ha adoptado acuerdos de no disponibilidad presupuestaria, tanto en la Administración central como en la mayor parte de las CC.AA., por un importe equivalente al 0,4% del PIB. Sin embargo, la Comisión Europea, en su Recomendación al Consejo del 18 de mayo de 2016 entiende que deben adoptarse medidas de carácter permanente y fija como objetivo para 2016 un déficit de 3,7% en 2016 y de 2,5% en 2017 (Comisión Europea, 2016b).

Más allá de las medidas coyunturales que se están adoptando, España debe contemplar reformas de largo alcance cuya aplicación no puede demorarse más ante los riesgos que presentan nuestras cuentas públicas. Por un lado, son necesarias reformas que impulsen la productividad de nuestra economía, algunas de las cuales afectan al

⁶ Véase: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2016-03-09_es_commission_recommendation_en.pdf

⁷ Para una valoración crítica del Pacto de Estabilidad y Crecimiento vigente, véase por ejemplo Clays, Darvas y Leandro (2016).

⁸ Estimaciones muy similares ofrece la Comisión Europea, (2016) que prevé 2,6% en 2016 y 2,5% en 2017. Los analistas privados, como Laborda y Fernández (2016), coinciden para 2016 (2,7%) y son ligeramente más pesimistas para 2017 (2,3%).

ingreso y gasto público, singularmente a su composición. Por ejemplo, las que se refieren al sistema educativo, la I+D+i, la financiación pública privada de infraestructuras (y su evaluación), la reforma de la Administración u otras. Por otro lado, es urgente afrontar los problemas estructurales de la política de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera del sector público. Como hemos detallado en las cifras presentadas más arriba, las cuestiones centrales en este momento son el nivel de presión fiscal, el déficit del sistema de pensiones de la Seguridad Social y la coordinación de la política de estabilidad presupuestaria con las CC.AA.

En lo que se refiere a los recursos, en la *Actualización del Programa de Estabilidad 2016-2019*, el Gobierno de España prevé que los ingresos públicos apenas se eleven desde el actual 38,2% del PIB hasta el 38,5% en 2019, a pesar de que, como se vio en el cuadro 1, el nivel de presión fiscal en España se sitúa más de 8 puntos porcentuales por debajo de la eurozona. Esta previsión es aparentemente incongruente con el crecimiento previsto para el periodo de referencia, tal como se señala en AIReF (2016b): *conforme se avanza en el horizonte de proyección hacia 2019 se identifican, de forma creciente, ciertos riesgos asociados a inconsistencias detectadas entre el contexto macroeconómico y las proyecciones fiscales*. Ello se traduce en un riesgo al alza en la previsión de los ingresos públicos. Dada la intensa recuperación cíclica de la actividad productiva y del mercado de trabajo el efecto sobre los ingresos tributarios contemplado en la APE puede considerarse conservador. Lo que cabe deducir es que si los ingresos crecen de acuerdo con el ciclo económico esperado, se adoptarán nuevas medidas normativas que reduzcan los impuestos para mantener aproximadamente constante el nivel de presión fiscal. Es una opción legítima, pero que orienta la corrección del desequilibrio presupuestario exclusivamente hacia el lado del gasto público. El Gobierno entiende que la reforma tri-

butaria que ha entrado en vigor a lo largo de 2015 y 2016 *ha sido neutral en términos del déficit del sector público. Es más, en términos macroeconómicos, se observa un mayor dinamismo de las bases imponibles en 2015 en comparación con 2014, a la vez que entraba en vigor la reforma del IRPF* (APE 2016-2019: 44).

Sin embargo, quizá España necesite una profunda reforma que amplíe las bases imponibles, reduzca el fraude y la elusión y sitúe la presión fiscal en el nivel deseado por los ciudadanos. Mantener los ingresos públicos en el 38,5% del PIB no parece compatible con las demandas de más y mejores servicios públicos que parece exigir la sociedad española. En todo caso, será una decisión política que debería ser objeto de un consenso social suficiente.

En cuanto a la sostenibilidad de la Seguridad Social, como hemos visto, su déficit creciente viene explicado por la evolución de las cotizaciones sociales, que no alcanzan para afrontar el incremento de los gastos originados por las nuevas pensiones y las actualizaciones anuales (como mínimo del 0,25%). Según la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, el déficit observado en 2015 se mantendrá en 2016, *porque el empleo, la evolución de la remuneración por asalariados y el aumento de la base de cotización permiten explicar un aumento de cotizaciones en el entorno del 3% para 2016*. Los ingresos por cotizaciones seguirán sufriendo el efecto de las reducciones de cotizaciones adoptadas (tarifa plana, exención de 500 euros, etc.) y la disminución de los intereses procedentes del Fondo de Reserva. Los Presupuestos Generales del Estado para 2016 incluyen una disposición de carácter meramente declarativo, que abre la posibilidad de ampliar las prestaciones de la Seguridad social que se consideren como no contributivas. Esto permitiría que en el futuro se incrementase la aportación del Estado a los ingresos de la Seguridad Social⁹. Probablemente una mayor financiación con cargo

⁹ La disposición adicional octogésima quinta señala: *El Gobierno avanzará en procurar la compatibilidad de los objetivos de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera con los de plena financiación de las prestaciones no contributivas y universales a cargo de los presupuestos de las Administraciones Públicas, para lo cual valorará las condiciones de las prestaciones incluidas en el sistema que puedan tener esta consideración*.

a impuestos generales será la que permita la recuperación del equilibrio de la Seguridad Social, toda vez que las recientes reformas que endurecen el acceso y la cuantía de las prestaciones surtirán efectos en el largo plazo. En este sentido, la Comisión Europea (2015) estima que el gasto en pensiones será del 11,8% del PIB en 2020 (igual que en 2013) y del 11% en 2060. Todo ello en el supuesto de que la normativa actual se mantenga y que se cumplan las hipótesis sobre el crecimiento económico, la participación en el mercado de trabajo u otras. Si bien esta proyección es tranquilizadora, debe anotarse que implica una reducción en la ratio pensión pública media/salario medio del 19,9% en 2060. Esto último podría cuestionar la viabilidad política del supuesto de no cambios legislativos sobre el que se basan las citadas estimaciones.

Más allá de las medidas coyunturales que se están adoptando, España debe contemplar reformas de largo alcance cuya aplicación no puede demorarse antes los riesgos que presentan nuestras cuentas públicas.

En el caso de las CC.AA., desde 2012 el déficit autonómico parece estabilizado entre el 1,6 y el 1,9 del PIB. Esto sugiere que puede haberse agotado el margen para nuevos recortes y que ha llegado la hora de abordar reformas en profundidad. El núcleo del problema es que los gastos corrientes son superiores a los ingresos corrientes, y esto no es sostenible en el medio plazo. Para corregir esta situación cabría adoptar un conjunto de medidas en torno a tres ejes. En primer término, es necesario reforzar el espacio fiscal propio de las CC.AA., es decir su capacidad para generar ingresos por sí mismas, lo que puede requerir una reforma del actual sistema de financiación de régimen común. En segundo lugar, habrá que reformar las reglas de estabilidad presupuestaria para que la fijación de los objetivos de déficit sea más realista y los mecanismos correctores —o en su caso de sanción— se apliquen de forma automática a las CC.AA. que incumplan. Esto requiere también

que los objetivos de estabilidad sean distintos por CC.AA., tal como ha recomendado la AIREF.

Y finalmente, habrá que devolver a las CC.AA. a la disciplina de los mercados financieros. Para ello será necesario terminar, en un plazo razonable, con la financiación gratuita y casi automática que proporciona el Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) y los demás mecanismos de financiación del Estado. Ello dará lugar a que en el futuro el endeudamiento se dedique exclusivamente a financiar inversiones, siempre que la capacidad de pago a largo plazo así lo permita.

En suma, el balance global de las cuentas públicas de España es que en 2015 se ha interrumpido deliberadamente el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2010. Este cambio de orientación puede atribuirse al ciclo electoral y cabe esperar que se corrija a partir de 2016. Pero la experiencia española también pone de manifiesto el fracaso de las reglas fiscales vigentes. La normativa europea debería simplificarse y ser más creíble. Para ello, podría apoyarse en la Regla de gasto, complementada con el control del nivel de deuda pública¹⁰. Una reforma de las reglas fiscales europeas no es incompatible con una mejora de nuestra propia Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, en particular en cuanto a su aplicación práctica.

Referencias

- AIREF (2016a), Informe sobre los Presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas para 2016, http://www.airef.es/system/assets/archives/000/001/407/original/2016_04_06__Informe_Presupuestos_Iniciales_2016_ULI.pdf?1459945107
- (2016b), Evaluación del Proyecto de Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2016-2019, http://www.airef.es/system/assets/archives/000/001/449/original/2016_04_26__Informe_Evaluaci%C3%B3n_del_Proyecto_de_Actualizaci%C3%B3n_del_Programa_de_Estabilidad_del_Reino_de_Espa%C3%B1a_APE_%C3%BAltimo.pdf?1461660189

¹⁰ Es una propuesta contenida en Clays, Darvas y Leandro (2016).

- CLAYS, G.; DARVAS, Z., y A. LEANDRO (2016), *A proposal to revive the European Fiscal Framework*, Bruegel Policy Contribution 2016/07, <http://bruegel.org/2016/03/a-proposal-to-revive-the-european-fiscal-framework/>
- COMISIÓN EUROPEA (2015), "The 2015 Ageing Report", *European Economy*, 3/2015, http://europa.eu/epc/pdf/ageing_report_2015_en.pdf
- (2016a), "European Economic Forecast. Spring 2016", *European Economy*, Institutional papers 025, mayo. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip025_en.pdf
 - (2016b), COM(2016) 329 final: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/csr2016_spain_en.pdf
- FMI (2016), Fiscal Monitor: Acting now, acting together, abril, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/01/pdf/fm1601.pdf>
- LABORDA, A., y M.J. FERNÁNDEZ (2016), "Ralentización económica en un entorno de incertidumbre", *Cuadernos de Información Económica*, nº 251: 1-16, <http://www.funcas.es/Publicaciones/Detalle.aspx?IdArt=22303>
- MAUDOS, J. (2014), "Sostenibilidad de la deuda pública: España en el contexto europeo", *Cuadernos de Información Económica*, nº 239: 65-75, <http://www.funcas.es/Publicaciones/Detalle.aspx?IdArt=21322>
- MINISTERIO DE HACIENDA Y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (2016), Informe sobre el grado de cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria, de deuda pública y de la regla de gasto del ejercicio 2015, <http://www.minhap.gob.es/es-ES/CDI/SeguimientoLeyEstabilidad/Paginas/Informedelarticulo173delaLOEP.aspx>

Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas: retos y oportunidades para España

Carmen López Herrera*

La puesta en marcha del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE), conocido como *Plan Juncker*, permite generar oportunidades de inversión en España que deben ser aprovechadas para apoyar proyectos empresariales, en colaboración con las administraciones públicas, que dinamicen el crecimiento y la creación de empleo. Aunque su alcance es limitado para la dimensión de la economía europea, probablemente sea uno de los retos más ambiciosos para romper con la actual senda de débil crecimiento. Más aun teniendo en cuenta que las restricciones presupuestarias impuestas por el proceso de consolidación fiscal todavía impiden en muchos países destinar recursos públicos significativos a la inversión. El FEIE ofrece la posibilidad de apalancar financiación privada con la aportación de las administraciones públicas y de las instituciones comunitarias, dejando a las empresas la iniciativa para identificar y liderar proyectos. Se trata de revertir la paradójica situación actual en la que la ingente liquidez disponible en Europa convive con la insuficiencia de proyectos atractivos para los inversores.

¿Por qué la creación de un Fondo para fomentar la inversión?

La crisis económica ha supuesto una pérdida de empleo y renta en la Unión Europea, especialmente en los países periféricos. Esto, sin duda, tiene un efecto a corto plazo sobre el bienestar, pero no hay que perder de vista el impacto en un horizonte de medio plazo. Y la crisis, en ese sentido, ha generado además un importante *gap* negativo de inversión que resta competitividad y crecimiento potencial a Europa.

Pese a que las economías europeas se encuentran en una senda de recuperación, la inversión está lejos todavía de los niveles precrisis y la brecha es aún muy amplia sobre su potencial (gráfico 1). España es, entre los cuatro grandes países de la eurozona (con Francia, Alemania e Italia), donde la inversión ha sufrido una mayor contracción. Entre 2008 y 2014 ha pasado de representar el 29% del Producto Interior Bruto a un 20%. No obstante, en Italia el ajuste en la formación bruta de capital ha determinado que su peso se haya reducido en 2014 hasta apenas un 17% sobre el PIB (véase el gráfico 2).

* Consultora sénior de Finanzas Públicas en Afi y profesora de la Escuela de Finanzas.

La reducción en los volúmenes de inversión ha venido dada tanto por las restricciones presupuestarias impuestas, especialmente a los países periféricos en aras de corregir el déficit público (la inversión pública ha caído en la UE-28 más de un 20% desde 2009), como por parte de la inversión de hogares y empresas, ante la atonía de la demanda, el estancamiento de las rentas y el proceso de desapalancamiento experimentado por el sector privado.

Pese a que las economías europeas se encuentran en una senda de recuperación, continúa la paradoja de que la ingente liquidez disponible convive con la insuficiencia de proyectos suficientes para los inversores.

La falta de financiación ha impedido el desarrollo de grandes inversiones –ya sean públicas o privadas–, pero también ha erosionado la capacidad de crecimiento e innovación de las pequeñas y medianas empresas, muchas de ellas dependientes del crédito bancario. La economía europea adolece todavía de canales de financiación alternativos capaces de proveer recursos a proyectos

con mayor riesgo, al contrario que en los mercados anglosajones, donde se da un mayor estímulo para la I+D+i, el emprendimiento y la generación de empleo.

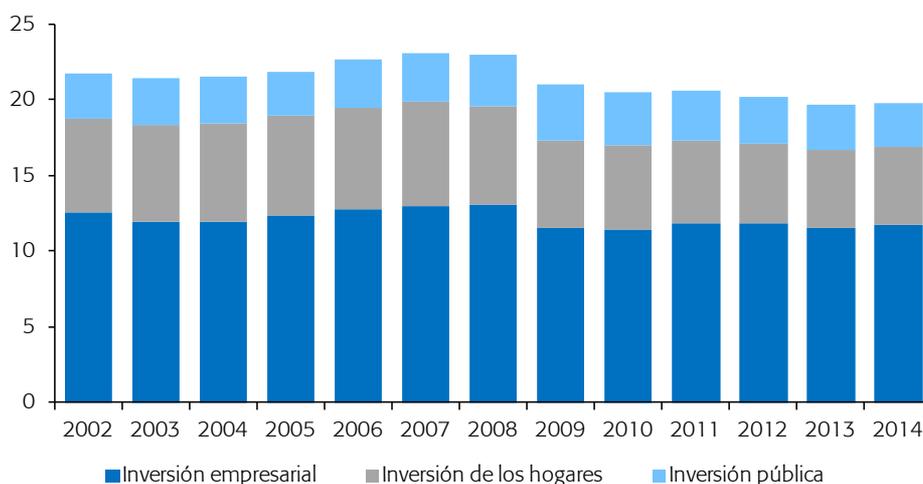
Observando la evolución del crédito con una perspectiva temporal amplia, los volúmenes de las nuevas operaciones concedidas a las pymes por la banca, según los datos manejados por el Banco Central Europeo (BCE), se han estancado desde 2010. Aunque en los últimos meses este comportamiento parece estar superándose con una recuperación cada vez más nítida de las nuevas concesiones, el lastre que supone el saneamiento de la morosidad y las exigencias regulatorias al sector bancario dificultan una mayor expansión del crédito y, por lo tanto, una mayor contribución al crecimiento.

Esta dinámica, de continuar en el tiempo, pondría en peligro el cumplimiento de los objetivos de la *Estrategia Europa 2020* para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador, por lo que resulta clave romper, a través de un impulso a la demanda al más puro estilo keynesiano, el círculo vicioso en el que podría caer la economía de la eurozona si esta situación se prolongase en el tiempo.

Gráfico 1

Evolución de la inversión en la UE-28

(En porcentaje del PIB)

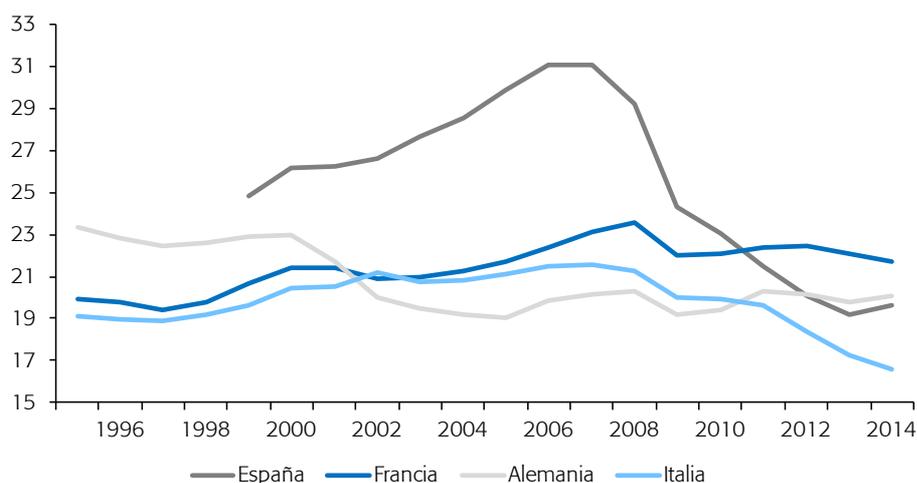


Fuente: Eurostat.

Gráfico 2

Evolución de la inversión en los principales países de la eurozona

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

**¿Cómo se estructura el FEIE?
Principales características**

Ante esta situación, en el año 2014 el presidente de la Comisión Europea (CE) presentó al Parlamento Europeo las primeras directrices tendientes a la creación de un fondo que debería ir destinado a estimular la inversión y crear empleo. De este modo nace el Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE), concebido como una pieza para la reducción sostenida de la brecha de producción y el incremento del crecimiento potencial en Europa.

La concepción del FEIE es similar a otros instrumentos financieros promovidos en la UE. Se trata de apalancar recursos privados a partir de una garantía de recursos del presupuesto de la Unión y del BEI por valor de 21.000 millones de euros. Se prevé que gracias al impulso público se consigan recursos por valor de 315.000 millones en un horizonte de tres años.

Con la finalidad de alcanzar estos objetivos, el Plan se estructuró sobre la base de tres pilares:

- La creación de un fondo de inversión (el FEIE).
- La generación de un entorno favorable para la inversión a través del Centro Europeo de Asesoramiento (European Investment Advisory Hub, EIAH) y el Portal Europeo de Proyectos de Inversión.
- La mejora del entorno regulatorio con el fin de apoyar inversiones en la economía real, incluyendo la supresión de obstáculos de carácter normativo no financiero en sectores clave.

Movilizar la financiación para la inversión a través del FEIE

La creación del FEIE se ha llevado a cabo con la colaboración de la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones (BEI), que es el brazo financiero del Plan, y al que deberán acudir con sus proyectos las empresas y demás organismos que deseen solicitar financiación.

La concepción del fondo será similar a la de otros instrumentos financieros promovidos en el

seno de la Unión Europea que, partiendo de una garantía de recursos del presupuesto de la Unión y del propio BEI, por valor de 21.000 millones de euros, consiguen apalancar recursos privados. En este caso se prevé que gracias al impulso público se consigan recursos por un valor de 315.000 millones de euros (más del 2% del PIB de la UE-28) en un horizonte de tres años, que se destinarán en dos terceras partes a infraestructuras y grandes proyectos de inversión, y el resto a financiar a pymes (véase el gráfico 3).

De este modo, los beneficiarios serán tanto públicos como privados en un sentido amplio, pudiendo apelar a la financiación:

- entidades de todos los tamaños, pymes o empresas de capitalización media,
- bancos o instituciones nacionales de promoción o instituciones financieras de intermediación,
- fondos de capital/deuda y cualquier otra forma de instrumento de inversión colectiva,
- plataformas de inversión, y
- entidades del sector público.

No se busca, por tanto, con esta estructura que se produzca un efecto sustitución entre la inversión privada y la pública, sino contar con un catalizador que permita impulsar proyectos de colaboración que, de no ser así, no serían financiables por parte de ningún inversor privado.

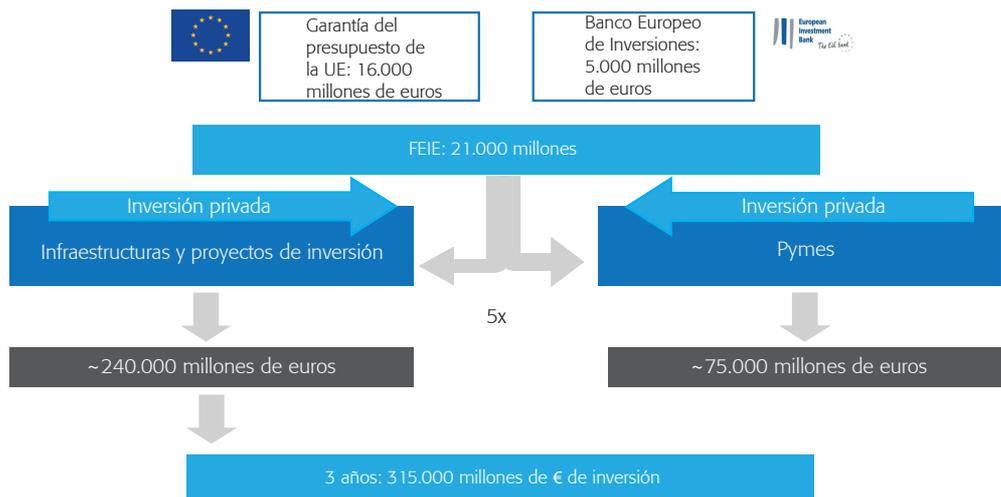
El destino de los fondos abarca un gran número de sectores, aunque se hace especial hincapié en aquellos relacionados con la *Estrategia Europa 2020*: eficiencia e independencia energética, infraestructuras del transporte, equipamiento y tecnologías del transporte innovadoras, proyectos relacionados con las TIC, y empresas con menos de 3.000 empleados (especialmente pymes y empresas pequeñas de mediana capitalización).

Sobre la forma en la que el FEIE invertirá en los proyectos, la Comisión Europea ha querido ser flexible pudiendo adaptarse a las necesidades de cada uno y presentar distintas tipologías de productos, entre ellas¹:

- préstamos, garantías, contragarantías, instrumentos del mercado de capitales, cualquier otra forma de financiación o instrumento de mejora crediticia del BEI y participaciones

Gráfico 3

Esquema de financiación del FEIE



Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión Europea.

¹ Instrumentos idóneos según el artículo 10 del Reglamento.

del BEI en capital o cuasicapital, incluidos los emitidos a favor de bancos o instituciones nacionales de promoción, plataformas o fondos de inversión;

- financiación o garantías del BEI al FEI que le permita ofrecer préstamos, garantías, contragarantías, cualquier otra forma de instrumento de mejora crediticia, instrumentos del mercado de capitales y participaciones en capital o cuasicapital, incluidos los instrumentos de que sean tenedores bancos o instituciones nacionales de promoción, plataformas o fondos de inversión;
- Garantías del BEI a bancos o instituciones nacionales de promoción, plataformas o fondos de inversión mediante una contragarantía de la garantía de la UE.
- Por último, la estructura del FEIE también contempla la posibilidad de invertir en los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos² (FILPE).

Crear un entorno favorable a la inversión

Para que todas las medidas impulsadas en el marco del actual mandato de la Comisión Europea puedan tener efecto, es fundamental el apoyo a las empresas y la divulgación de los nuevos canales de financiación establecidos. Para ello se ha creado, también de forma conjunta con el BEI, el Centro Europeo de Asesoramiento, una plataforma gestionada por el BEI desde la que se proporciona acceso a una serie de programas e iniciativas de asesoramiento y apoyo técnico.

Por otro lado, se está desarrollando un portal para la inversión en proyectos europeos cuya puesta en funcionamiento estaba prevista para principios de 2016 y en el que se publicarán los

proyectos a petición del promotor con el fin de publicitarlos ante potenciales inversores³.

Apoyar la inversión en la economía real

La Comisión tiene fijado como objetivo eliminar obstáculos a la inversión y crear un entorno de financiación más favorable para las empresas. Para ello está impulsando la creación de un Mercado Digital Único, una Unión Energética y una Unión de los Mercados de Capitales.

Los tres proyectos constituyen importantes iniciativas para reducir la fragmentación que caracteriza el mercado europeo y que es señalado con frecuencia por inversores como uno de los mayores obstáculos a la inversión a la región. En este contexto se espera que el FEIE pueda avanzar en estos aspectos a través de la financiación de proyectos transfronterizos y proyectos en colaboración por parte de distintos países.

¿Qué impacto potencial puede suponer para la economía española?

Aunque el ciclo económico y las medidas expansivas de política monetaria puestas en marcha por el BCE han empezado a incrementar la liquidez y la oferta de crédito, las empresas siguen reclamando apoyo de las instituciones para facilitar el acceso de la financiación.

El destino de los fondos abarca un gran número de sectores, aunque se hace especial hincapié en los relacionados con la Estrategia Europa 2020: energía, infraestructuras de transporte, proyectos relacionados con las TIC, y pymes y empresas de mediana capitalización.

Desde que se puso en funcionamiento el FEIE se han firmado 42 proyectos en el tramo de

² Vehículo de inversión destinado a inversores profesionales y a los particulares con el que financiar operaciones a largo plazo en empresas europeas que no coticen en Bolsa y en activos a largo plazo tales como proyectos inmobiliarios y de infraestructuras.

³ La publicación de proyectos en esta web no supondrá una garantía de que recibirán financiación del FEIE.

infraestructuras e innovación, por valor de 5.700 millones de euros y 84 operaciones en el tramo destinado a pymes por valor de 1.800 millones de euros. En ambos casos, la atracción de recursos adicionales ha sido muy significativa, esperando alcanzar 50.000 millones de euros entre ambos, lo que deja unas ratios de apalancamiento de 4 veces para el tramo de infraestructuras e innovación y de 13 veces en el tramo orientado a pymes.

En España el nivel de solicitudes es aceptable, pero se encuentra por debajo del registrado en Francia, Italia o Reino Unido. Pese a que en el tramo de infraestructuras e innovación la cuantía solicitada es similar a la de esos países, se observa un amplio margen de mejora en operaciones destinadas a pymes.

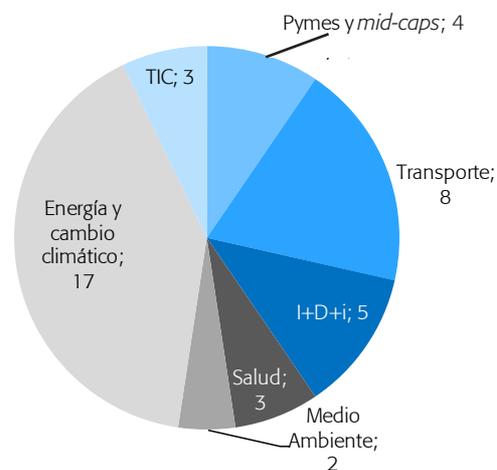
El destino de los fondos en el tramo de infraestructuras e innovación ha sido principalmente el sector de la energía, y en menor medida, los proyectos de transporte e I+D+i (gráfico 4). En definitiva, dos objetivos que permiten impulsar un modelo de crecimiento más productivo y favorecer sectores innovadores que ahonden en la unión del mercado europeo.

En España el nivel de solicitudes es aceptable, pero se encuentra por debajo del registrado en Francia, Italia o Reino Unido. Pese a que la cuantía solicitada en el tramo de infraestructuras e innovación es similar a la de los países enumerados, se observa un amplio margen de mejora en la solicitud de operaciones por parte o destinadas a las pymes. Mientras que se han firmado seis proyectos de infraestructuras (por valor de 515 millones de euros, con lo que se espera alcanzar un volumen de inversión de 1.600 millones de euros), solo se han celebrado tres acuerdos con intermediarios financieros a través del Fondo Europeo de Inversiones (FEI), por 72 millones de euros y para los que se espera una generación de 731 millones en inversión final.

Gráfico 4

Destino de los fondos asignados por el FEIE hasta febrero de 2016

(Número de proyectos en infraestructuras e innovación)



Fuente: Comisión Europea.

No hay que olvidar que la inexistencia de cuotas para cada país dentro del FEIE puede llevar a que los países más competitivos aglutinen un mayor volumen de financiación, lo que puede ser contraproducente para fomentar la convergencia entre países y regiones. Este hecho debe ser tenido muy en cuenta en España, especialmente en el tramo del FEIE destinado a las pymes, dado el escaso tamaño medio de éstas (el 53% de las pymes no tienen ningún asalariado, y solo el 0,1% tiene más de 250⁴).

Por último no hay que olvidar que el FEIE puede ser complementado con otros recursos –provengan de fondos estructurales o no– destinados a incentivar la inversión empresarial, y muy orientados a empresas de pequeño y mediano tamaño, de entre los que destacan:

- En el ámbito nacional: las líneas del ICO a Empresas y Emprendedores Garantía SGR/SAEGA, FOND-ICO Pyme, ICO Innovación Fondo Tecnológico, Línea Jeremie, y las líneas del CDTI para Proyectos de Investigación, Desarrollo e Innovación.

⁴INE, *Dirce*. Datos a 1 de enero de 2014.

- En el ámbito comunitario destacan la Iniciativa PYME (financiación orientada a ofrecer garantías a los intermediarios financieros dando cobertura parcial de las carteras de créditos que se concedan a las pymes subvencionables), las líneas InnovFin (con dos tramos en función del tamaño del proyecto y que pueden tomar la forma de préstamos o garantías) y la financiación a través del programa para la competitividad de las empresas y para las pymes “COSME”.

Conclusiones

Como se ha podido observar, existe un amplio abanico de oportunidades ya ofertadas por el mercado que complementan la acción del FEIE y que deben ser aprovechadas por España para el ineludible cambio productivo que, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, se necesita para alcanzar un crecimiento sostenible y generar empleo de calidad.

Aunque el alcance del conocido como *Plan Juncker* es limitado para la dimensión de la economía europea, probablemente es el reto más ambicioso al que esta se enfrenta en los dos próximos años para romper con la senda de débil crecimiento. Más aun teniendo en cuenta que las restricciones presupuestarias impuestas por el proceso de consolidación fiscal en la mayor parte de países impedirán destinar recursos públicos significativos a la inversión.

En este contexto, el FEIE brinda la posibilidad de apalancar financiación privada con la aportación de administraciones nacionales y de las instituciones comunitarias, dejando la iniciativa a las empresas para identificar y liderar proyectos. Es evidente que esta estrategia representa un cambio en el papel de los gestores públicos y obliga a un ejercicio sano de evaluación, con criterios de impacto

y rentabilidad, de los proyectos de infraestructuras para poder atraer el interés de los inversores.

La paradójica situación actual, en la que la liquidez disponible en Europa es ingente mientras que los inversores no encuentran proyectos suficientes para atraer el ahorro que está posicionado en activos sin riesgo con intereses negativos, debe revertirse. Aquí, el papel del sector público, en complicidad con el sector financiero, debe reorientarse hacia señalar prioridades desde una óptica económica y social, para mejorar la productividad y la cohesión social. Desde esta perspectiva, será mucho más determinante la labor de las administraciones facilitando la estructuración de proyectos en colaboración con el sector privado —a través del diseño de vehículos y plataformas que canalicen los intereses de los diferentes inversores en función del riesgo que están dispuestos a asumir—, que por los recursos que puedan destinar a la formación bruta de capital.

Es la oportunidad para revitalizar las colaboraciones público-privadas, innovando, revisando los casos de éxito y extrayendo lecciones de las numerosas experiencias que han terminado frustrando tanto a los promotores privados como a las administraciones públicas. Sobre todo a estas últimas, que han debido soportar en sus *stocks* de deuda —y con desequilibrios presupuestarios inesperados— las consecuencias de estimaciones precipitadas de demanda o de un mal reparto de los riesgos después del esfuerzo que supone la estructuración jurídica y financiera de los mismos.

Las particularidades de este Plan, que no está destinado a los gobiernos centrales de los Estados miembros, traslada a las comunidades autónomas y a las corporaciones locales la responsabilidad de capitalizar el potencial de estos fondos; y a las empresas, el reto de liderar y atraer el interés de los inversores para promover proyectos que dinamicen la actividad económica y creen empleo estable y de calidad.

Evaluación de las políticas de promoción de las energías renovables en España*

Fidel Castro-Rodríguez** y Daniel Miles Touya***

La producción de energía con fuentes de origen renovable se ha convertido en uno de los principales instrumentos empleados para combatir el calentamiento global. Para su promoción los países han venido utilizando mecanismos de apoyo orientados a cubrir las diferencias de costes entre las plantas renovables y las convencionales. Durante el período 1998-2013 en España se utilizaron distintas versiones del sistema *Feed-in Tariffs* (FIT), pero en 2013 el Gobierno, apremiado por un alto déficit tarifario, cambió a un sistema de retribución que complementa los ingresos del mercado para garantizar una rentabilidad razonable a instalaciones renovables “estandarizadas”. En este trabajo se describen ambos sistemas de incentivos, se analizan los efectos del antiguo sistema sobre la potencia instalada, la energía producida y el coste del apoyo, y se estudian las propiedades del mecanismo nuevo. Se muestra que mientras las FIT han sido altamente efectivas pero poco eficientes, el nuevo mecanismo permitirá la sostenibilidad financiera del sistema a costa de una menor efectividad, lo que puede poner en peligro el cumplimiento de las directrices comunitarias sobre renovables si no se introducen incentivos adicionales.

Las energías renovables (EE.RR.) se han convertido en uno de los principales instrumentos empleados por los países para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), principales causantes del calentamiento global según los científicos del clima. Para promover la inversión y el rápido desarrollo de estas tecnologías, los gobiernos han venido utilizando mecanismos de apoyo orientados a cubrir las diferencias de coste

que existen entre las plantas renovables y las centrales convencionales de origen fósil.

El éxito de estos programas de promoción se comprueba observando el formidable incremento en los últimos años de la capacidad instalada de carácter renovable, y en la creciente participación de las fuentes renovables en la producción de energía. A nivel mundial la capacidad renovable

* Este trabajo ha sido financiado por Funcas. Agradecemos los valiosos comentarios de Eduardo L. Giménez. Las opiniones incluidas en este trabajo son responsabilidad exclusiva de los autores.

** Departamento de Fundamentos del Análisis Económico, Universidad de Vigo.

*** Departamento de Economía Aplicada, Universidad de Vigo.

ha pasado de 880 GW en 2004 a 1.712 GW en 2014, año en el que representó el 58,5% de la nueva capacidad instalada, lo que ha permitido que el 22,8% de la electricidad producida en ese año haya sido de origen renovable (REN21, 2015). Asimismo, la inversión en renovables ha movilizadado durante el año 2014 un flujo aproximado de 270.000 millones de euros (sin incluir los proyectos de grandes hidráulicas) (REN21, 2015; AIE, 2014).

Sin embargo, en muchos casos estas políticas de promoción han adolecido de graves errores de diseño e implementación. Por un lado, porque los incentivos no han estado ligados a algún indicador del nivel de reducción de emisiones, y solo se han considerado sus efectos sobre el volumen de inversiones realizadas. Por otro lado, porque no se ha valorado adecuadamente el riesgo de creación de burbujas especulativas en los procesos de inversión debido a la alta rentabilidad de algunos proyectos renovables, muy superior a la de inversiones alternativas, como consecuencia del elevado subsidio público otorgado.¹

En el caso de España, las políticas de promoción de EE.RR. han permitido que la capacidad renovable instalada haya experimentado un incremento de más del 200% entre 1990 y 2014, al pasar de 15.662 MW a 50.017 MW, que el porcentaje de consumo de energía primaria procedente de fuentes renovables haya subido del 7% en 1990 al 14,6% en 2014, y que la producción de electricidad con instalaciones renovables haya representado el 41,4% de la producción neta total en 2014 frente al 18% en 1990. Asimismo, dichas políticas han posibilitado la disminución de electricidad generada con fuentes de origen fósil evitando la emisión a la atmósfera de cerca de 300 millones de toneladas de CO₂ (APPA, 2015). Pero, al mismo tiempo, las subvenciones a los proyectos renovables han crecido enormemente, alcanzando en 2014 una cifra acumulada superior a 43.000 millones de euros. Estas ayudas, junto a los beneficios extraordinarios obtenidos por las instalaciones hidráulicas y nucleares (Comisión

Europea, 2012), han generado un déficit presupuestario en el sector eléctrico de más de 40.000 millones de euros en el período 2000-2014. Por ello, en el año 2013, apremiado por el déficit tarifario, el Gobierno español modificó el mecanismo de promoción de EE.RR. pasando de un sistema *Feed-in Tariffs* (FIT) a un sistema de retribución dirigido a cubrir los costes de plantas renovables “estandarizadas” y permitirles obtener un rendimiento “razonable” equivalente al de las obligaciones del Estado a diez años más un diferencial de 300 puntos básicos.

En este trabajo se realiza una descripción de los sistemas de incentivos empleados en España para promocionar la energía renovable, tanto antiguo como nuevo, se analizan los efectos del antiguo mecanismo sobre la capacidad instalada, el *mix* tecnológico, la energía producida y el coste del apoyo proporcionado, y se estudian las principales propiedades del nuevo mecanismo. Se muestra cómo el diseño específico de FIT utilizado durante el período 1998-2013 ha sido muy efectivo en la promoción de inversiones pero demasiado generoso en la remuneración a algunas tecnologías, originando picos de inversión que han contribuido a agravar el desequilibrio financiero del sistema. Además, el mecanismo ha carecido de instrumentos de actualización y revisión de las subvenciones dependientes de la curva de aprendizaje de cada tecnología, de la capacidad renovable instalada y del volumen global del apoyo proporcionado. El nuevo instrumento de apoyo implementado en 2013 mejora de forma sustancial la sostenibilidad financiera y corrige ligeramente la eficiencia al actualizar periódicamente la retribución concedida. Sin embargo, descansa en un procedimiento técnicamente complejo, poco transparente y muy intervencionista, lo que genera una alta incertidumbre a los inversores que puede reducir la efectividad del mecanismo y poner en peligro la consecución de los objetivos de renovables declarados.

Existe una extensa literatura a nivel internacional analizando el funcionamiento de los mecanis-

¹ Previamente sería necesario preguntarse si las EE.RR. son el mejor instrumento a disposición de los gobiernos para reducir las emisiones de GEI. Algunos autores como Novan (2011) y Cullen (2013) abordan esta cuestión.

mos de apoyo a las EE.RR. (Konidari y Mavrakís, 2007; Ragwitz *et al.*, 2007; Held, *et al.*, 2014). También se amplía la lista de trabajos estudiando las propiedades y efectos del mecanismo de FIT utilizado en España (véase, por ejemplo, del Río, 2008; Sáenz de Miera, *et al.*, 2008; Costa y Trujillo, 2014; Ciarreta, *et al.*, 2014; del Río y Mir-Artigues, 2014). El propósito de este artículo es, por un lado, complementar las investigaciones anteriores sobre el sistema FIT aplicado en España utilizando información más actualizada y, por otro lado, valorar cualitativamente las propiedades del nuevo mecanismo de incentivos.

El trabajo se estructura de la siguiente forma. La siguiente sección presenta los objetivos de energía renovable para España para el período 2000-2020 derivados de las directivas europeas y de los planes energéticos nacionales. A continuación se describen las políticas de promoción de EE.RR. utilizadas desde 1998 para alcanzar los objetivos propuestos. Posteriormente, se analizan los efectos de las políticas implementadas en el período 1998-2013 respecto a la capacidad instalada, la producción de electricidad y el coste de las subvenciones. En la siguiente sección se examinan los posibles efectos del nuevo instrumento de promoción impulsado con la reforma de 2013. Finalmente, la última sección presenta las conclusiones del trabajo.

Objetivos de energías renovables para España

Los objetivos de energía renovable para España han venido marcados por la política comunitaria sobre esta materia que se inicia con la edición

en 1997 del Libro Blanco sobre fuentes de energía renovable, *Energy for the future: Renewable Energy Sources* (Comisión Europea, 1997). Este documento fue la base para la Directiva 2001/77/CE, que entró en vigor en 2001, relativa a la promoción de la electricidad generada a partir de fuentes de energía renovable en el mercado interior de la electricidad. Esta Directiva estableció el objetivo de que la electricidad con fuentes renovables en la Unión Europea (UE) representase el 21% del consumo bruto total de electricidad en 2010, y fijó objetivos indicativos para los Estados miembros, en concreto, del 29,4% para España, dejando que fuesen los propios Estados los que libremente eligiesen los sistemas de apoyo. Por su parte, la Directiva 2003/30/CE relativa al fomento del uso de biocarburantes u otros combustibles renovables en el transporte, estableció unos objetivos indicativos para la UE del 2% a finales de 2005 y del 5,75% a finales de 2010.

Posteriormente, la Directiva 2009/28/CE, por la que se modifican y se derogan las Directivas 2001/77/CE y 2003/30/CE, implantó un marco común para el fomento de la energía procedente de fuentes renovables y fijó objetivos nacionales obligatorios para el año 2020 en relación con la cuota de energía procedente de fuentes renovables en el consumo final bruto de energía (20%) y con la cuota de energía procedente de fuentes renovables en el transporte (10%)². Los objetivos nacionales para 2020 se fijaron en función del punto de partida de cada país y de su potencial de generación con fuentes renovables. Para España el objetivo es que el 20% de la energía consumida en 2020 sea de origen renovable. Al mismo tiempo, la Directiva 2009/28/CE también propuso para cada Estado miembro una trayectoria indica-

² Estos requisitos forman parte del *Paquete del Clima y Energía 2020*, plan de acción de la UE contra el cambio climático que contiene un triple objetivo para 2020: reducir un 20% las emisiones de GEI en relación a las de 1990, alcanzar una cuota de energía primaria procedente de fuentes renovables del 20%, y reducir el consumo energético en un 20% (véanse Consejo Europeo, 8 y 9 de Marzo de 2007, y *Energía 2020-Estrategia para una energía competitiva, sostenible y segura*, Comisión Europea (2010) 639 de noviembre de 2010). En octubre de 2014, el Consejo Europeo aprobó el nuevo Paquete del Clima y Energía 2030, que reemplazará al Paquete 2020, fijando unos objetivos para combatir el cambio climático tomando en cuenta las diversas dificultades económicas que están atravesando los países miembros. En concreto, propone para 2030 una reducción de emisiones de CO₂ de al menos el 40% en relación a 1990, una cuota de renovables de al menos el 27% y también un 27% de ahorro energético, aunque estos dos últimos, a diferencia del Paquete 2020, no son vinculantes a nivel nacional. Véase EUCO 169/14, European Council (23 and 24 October 2014), Conclusions. *2030 Climate and Energy Policy Framework*.

Cuadro 1

Trayectoria indicativa de cuota de renovables para España (2011-2020)

(Porcentaje sobre el consumo final bruto de energía)

	2011-2012	2013-2014	2015-2016	2017-2018	2020
Trayectoria indicativa	11	12,1	13,8	16	20

Fuente: PER 2011-2020, Ministerio de Industria.

tiva de cuota de renovables sobre consumo final bruto de energía hasta 2020. El cuadro 1 presenta la trayectoria indicativa para España en media por bienio para el período 2011-2020.

La política europea sobre energías renovables y cambio climático fue posteriormente ampliada con la publicación de una hoja de ruta que planifica las etapas para alcanzar una reducción de emisiones, con respecto a 1990, del 40% en 2030, del 60% en 2040 y como mínimo del 80% en 2050³.

Con el propósito de cumplir las directrices europeas, las autoridades españolas redactaron tres planes que han ido marcando los objetivos de energía de origen renovable para los diferentes períodos y sectores, así como el importe de las subvenciones programadas para alcanzarlos. En 1999 se aprobó el *Plan de Fomento de Energías Renovables (PFER 1999-2010)*, que fue sustituido en 2005 por el *Plan de Energías Renovables (PER 2005-2010)* para poder cumplir los objetivos marcados para 2010. En 2011 se aprobó un nuevo *Plan de Energías Renovables (PER 2011-2020)*, actualmente en vigor, estableciendo objetivos acordes con la Direc-

tiva 2009/28/CE. Este plan está basado en el *Plan de Acción Nacional en Energías Renovables (PANER)* que el Gobierno había elaborado en 2010 para cumplir con el mandato emanado de la Directiva 2009/28/CE. El cuadro 2 refleja la trayectoria objetivo de la cuota de renovables sobre el consumo bruto de energía propuesta para España por el *PER 2011-2020*, un poco más ambiciosa que la trayectoria indicativa de la Directiva comunitaria, y el objetivo para 2010 que había fijado el *PER 2005-2010*.

En cuanto al sector de electricidad en concreto, el cuadro 3 presenta los objetivos de producción con fuentes renovables, y el cuadro 4 los objetivos de potencia instalada y energía generada para las distintas tecnologías renovables para el período 2010-2020. La propuesta del *PER 2011-2020* es que en 2020 el 39% del consumo bruto de electricidad sea abastecido con fuentes renovables, cuya capacidad instalada superará los 70.000 MW repartidos entre un 48% de eólica terrestre, un 31% de hidráulica, un 17% de solar y el 4% restante repartido entre otras fuentes renovables.

Cuadro 2

Trayectoria objetivo de cuota de renovables en media de bienio

(Porcentaje sobre el consumo final bruto de energía)

	2010	2011-2012	2013-2014	2015-2016	2017-2018	2020
Objetivo (%)	12,1 ⁽¹⁾	14,7	15,9	17	18,5	20,8

Nota: ⁽¹⁾ Objetivo PER 2005-2010.

Fuente: PER 2005-2010 y PER 2011-2020, Ministerio de Industria.

³ Hoja de ruta hacia una economía competitiva baja en emisiones de carbono en 2050, COM (2011) 112 de 8 de Marzo de 2011.

Cuadro 3

Objetivos de producción de electricidad con fuentes renovables

(Porcentaje sobre el consumo bruto de electricidad)

2010 ⁽¹⁾	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
29,4	31	32	32,7	33,5	34,1	34,4	35,5	36,4	37,4	39

Notas: Producción bruta de electricidad con fuentes renovables sobre consumo bruto de electricidad (considerando valores de producción medios para energía hidroeléctrica y eólica, tal como establece la Directiva 2009/28).

⁽¹⁾ Directiva 2001/77/CE y PER 2005-2010.

Fuente: PER 2005-2010 y PER 2011-2020, Ministerio de Industria.

Cuadro 4

Objetivos por tecnología en el sector de electricidad

	2010 ⁽¹⁾		2015		2020	
	Potencia (MW)	Producción (GWh)	Potencia (MW)	Producción (GWh)	Potencia (MW)	Producción (GWh)
Hidroeléctrica	18.977	38.186	19.860	37.963	22.672	41.597
Geotérmica	0	0	0	0	50	300
Solar fotovoltaica	400	609	5.416	9.060	7.250	12.356
Solar termoeléctrica	500	1.298	3.001	8.287	4.800	14.379
Mareomotriz, del oleaje	0	0	0	0	100	220
Eólica en tierra	20.155	45.511	27.847	55.538	35.000	70.734
Eólica marina	0	0	22	66	750	1.822
Biomasa, residuos, biogás	2.463	16.665	1.162	7.142	1.950	12.200
Total	23.663	53.772	57.308	118.056	72.572	153.608

Nota:⁽¹⁾ PER 2005-2010.

Fuente: PER 2005-2010 y PER 2011-2020, Ministerio de Industria.

Instrumentos de apoyo a las energías renovables en España**Período 1998-2013**

Aunque con variantes y modificaciones a lo largo del período, el instrumento principal de apoyo a las energías renovables en España durante la etapa 1998-2013 han sido las primas y tarifas a la producción con fuentes renovables, aplicación del mecanismo *Feed-In-Tariffs*. En particular, las instalaciones renovables han tenido dos formas

de vender su electricidad que ha condicionado su retribución. Por un lado, venderla directamente al mercado obteniendo como retribución el precio del mercado más un complemento regulado (*Feed-in Premium-FIP*). Alternativamente, cederla a una empresa distribuidora a cambio de una tarifa también regulada por kWh producido (*Feed-in Tariff-FIT*). Se trata, por tanto, de un instrumento de intervención que fija el precio y deja que el mercado determine la cantidad. Además, la retribución percibida por la instalación dependía de la producción realizada.

A nivel de estructura, las primas y tarifas variaban con la tecnología y el tamaño de planta, y no dependían de la localización de la instalación. En cuanto a su evolución, la remuneración fue aumentando continuamente, primero actualizándose bajo criterios del Gobierno (R.D. 2018/1998), luego siguiendo el incremento de la tarifa de referencia (R.D. 436/2004), posteriormente ligándose al IPC (R.D. 661/2007), y finalmente, tomando como base el IPC subyacente a impuestos constantes (a partir de R.D. Ley 2/2013).

En todas las versiones del instrumento de apoyo utilizadas en España hasta la reforma de 2013, el nivel de remuneración se determinó de forma centralizada siguiendo los principios de la Ley 54/1997 del sector eléctrico, dirigidos a garantizar a los titulares de las instalaciones renovables una retribución razonable para sus inversiones. La remuneración se revisó cada cierto tiempo (cuatro años, generalmente) para recoger reducciones en los costes de las tecnologías debido al desarrollo tecnológico y el aprendizaje, aunque no estuvo condicionada al nivel de inversión acumulada. Solo en el R.D. 1578/2008, que fijó un nuevo marco retributivo para las instalaciones fotovoltaicas, se introdujo una regla prefijada de revisión de las tarifas basada en la potencia prerregistrada y el cupo de potencia establecido por el regulador. Los consumidores de electricidad financiaban el apoyo a través de las tarifas al formar parte de los costes regulados del sistema bajo el nombre de primas. Las instalaciones renovables han tenido siempre prioridad en el acceso a las redes.

Reforma del mecanismo de incentivos

En el año 2013, con un nuevo partido político en el Gobierno y con las presiones de la Comisión Europea para reducir el déficit público, se inicia una reforma profunda del régimen jurídico y económico de las instalaciones de producción con energías renovables con el objetivo de garantizarles una rentabilidad razonable y asegurar la sostenibilidad financiera del sistema eléctrico.

La reforma se inicia con la promulgación del Real Decreto Ley 9/2013, de 12 de julio, por el

que se abandona el modelo de incentivos *Feed-in Tariff*, que remunera la producción eléctrica (primas), por un sistema retributivo compensatorio que permita cubrir los costes necesarios para que las plantas renovables puedan competir en el mercado en nivel de igualdad con el resto de las tecnologías, y obtener una rentabilidad razonable sobre el conjunto del proyecto. En concreto, se establece como rentabilidad razonable del proyecto aquella situada en el entorno del rendimiento medio de las obligaciones del Estado a diez años en el mercado secundario incrementado en un diferencial apropiado para la inversión.

Posteriormente, se promulga la Ley 24/2013 de regulación del sector eléctrico, que sustituye a la Ley 54/2007, y que integra las nuevas condiciones de funcionamiento y retribución para las EE.RR. Por un lado, elimina el Régimen Especial y todas las instalaciones, renovables y no renovables, pasan a regirse por la misma normativa. Por otro lado, establece que la remuneración de las instalaciones debe coincidir con los ingresos que perciban del mercado más una retribución regulada específica suficiente para cubrir sus costes y obtener una rentabilidad razonable.

Tras la reforma de 2013 la remuneración de las instalaciones es la suma de los ingresos percibidos en el mercado más una retribución específica que se compone de dos términos: uno por unidad de potencia instalada, para cubrir los costes de inversión que no pueden recuperarse en el mercado, y otro para cubrir la diferencia entre los costes de explotación y los ingresos. Las nuevas instalaciones acceden a este régimen específico mediante concurrencia competitiva.

Para la determinación de la retribución específica, a cada planta, en función de sus características de potencia, tecnología y antigüedad, se le asigna una instalación tipo definida por un conjunto de parámetros retributivos que se calculan tomando como referencia a una empresa eficiente y bien gestionada. Dichos parámetros permiten calcular

los ingresos por la venta de la energía valorada al precio del mercado, los costes de explotación y el valor de la inversión inicial. La retribución específica se compone de dos términos, uno por unidad de potencia instalada, para cubrir los costes de inversión que no puedan ser recuperados con la venta de energía en el mercado (retribución a la inversión), y otro para cubrir la diferencia entre los costes de explotación y los ingresos por la participación en el mercado (retribución a la operación). Superada su vida útil regulatoria, las instalaciones dejan de percibir las retribuciones específicas. Además, si las instalaciones alcanzan, dentro su vida útil regulatoria, el nivel de rentabilidad razonable, no recibirán retribución a la inversión aunque mantendrán la retribución a la operación durante dicha vida útil. Las nuevas instalaciones renovables accederán al régimen retributivo específico mediante un procedimiento de concurrencia competitiva en el que se determinará el valor inicial de la inversión. Además, las ofertas renovables tendrán prioridad de despacho en el mercado a igualdad de condiciones económicas.

Los parámetros determinan los valores de variables relevantes de cada instalación tipo como la inversión inicial, el precio medio anual del mercado diario e intradiario, el número de horas de funcionamiento, la vida útil regulatoria, la tasa de rentabilidad y los costes de explotación⁴. Estos parámetros, y con ellos las retribuciones derivadas, serán revisados de forma general cada seis años, a excepción del valor inicial de la inversión y la vida útil. También se producirá una revisión intermedia de dichos valores cada tres años, a excepción de los costes de explotación que dependan del precio del combustible que serán revisados anualmente. El nivel de retribución está fijado para que se alcance una rentabilidad equivalente al de las obligaciones del Estado a diez años más un diferencial adecuado, que será de 300 puntos básicos durante el primer período regulatorio para las instalaciones existentes a la entrada en vigor del R.D. 9/2013 (hasta diciembre de 2019). Las instalaciones tipo están diferenciadas por tecnología, tamaño y zona climática.

El importe de la retribución está condicionado a unos límites inferior y superior para la estimación del precio de la energía en el mercado. Cuando el precio medio anual del mercado diario se sitúe fuera de dichos límites se genera un saldo, positivo o negativo, que se compensará a lo largo de la vida útil de la instalación. Asimismo, la retribución depende de las horas de funcionamiento de la instalación, siendo nula cuando no se supere un determinado umbral. Una vez que las instalaciones superen la vida útil regulatoria dejarán de percibir la retribución específica y sus ingresos serán exclusivamente los derivados de la venta de energía en el mercado.

Efectos de las políticas de promoción de las energías renovables durante el período 1998-2013: fuerte impulso y alto coste

El instrumento de apoyo a las EE.RR. utilizado en España hasta 2013 ha resultado muy efectivo. El gráfico 1 permite observar el fuerte crecimiento experimentado por la capacidad instalada renovable en dicho período de casi un 150%, al pasar de 20.503 MW en 2000 a 49.995 MW en 2013, convirtiendo a España en el segundo país de la UE con el mayor nivel de potencia renovable instalada, solo por detrás de Alemania. Ese incremento se ha debido, fundamentalmente, a la continua inversión en parques eólicos durante todo el período y al intenso crecimiento de las instalaciones fotovoltaicas en los últimos años.

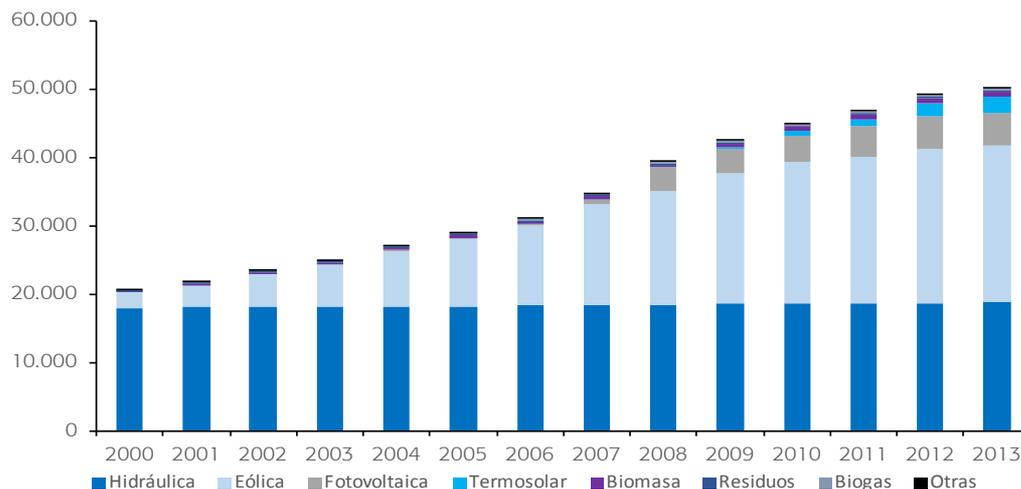
Asimismo, se han ido conquistando con holgura los objetivos fijados de potencia instalada y producción. Los cuadros 5, 6 y 7 recogen los grados de cumplimiento para los diferentes retos. Por lo que se refiere a las metas marcadas en la trayectoria indicativa de la Directiva 2009/28/CE para la cuota de renovables sobre el consumo de energía final, el sector energético español ha cumplido muy por encima de lo exigido. En cuanto a la trayectoria marcada por el Gobierno español en

⁴ El Real Decreto 413/2014 desarrolla la metodología para el cálculo del régimen retributivo específico, y la Orden Ministerial IET/1045/2014 establece los parámetros retributivos de las instalaciones tipo.

Gráfico 1

Evolución de la potencia renovable por tecnologías

(MW)



Fuente: IDAE.

el PER 2011-2020 para dicha cuota, el grado de cumplimiento ha estado muy cerca de los objetivos establecidos.

2014, último año del que se disponen datos, se ha superado el objetivo en prácticamente un 25%.

De la misma forma, se han alcanzado los objetivos fijados para la producción de electricidad con fuentes renovables. Como se observa en el cuadro 6, en prácticamente todos los ejercicios desde el año 2010 se ha cumplido con el objetivo marcado, aunque esto ha estado condicionado por la disposición de recursos hídricos en cada año. Para el

En lo que se refiere al cumplimiento de objetivos por tecnologías, los resultados varían. Como recoge el cuadro 7, a excepción de la biomasa, en todas las tecnologías se alcanzaron los planes para 2010, y en el caso de la fotovoltaica el nivel de inversión fue extraordinariamente superior al objetivo propuesto. Con respecto al grado de cumplimiento del año 2015, utilizando las cifras

Cuadro 5

Cuota de renovables sobre energía final bruta consumida

(En porcentaje)

	2010	2011-2012	2013-2014
Trayectoria indicativa Directiva ^a	--	11	12,1
Trayectoria objetivo PER ^b	12,1 ^c	14,7	15,9
Trayectoria real	13,8	13,8 ^d	14,5 ^e
Grado cumplimiento:			
- real s/ indicativa Directiva		125	120
- real s/ objetivo PER	114	94	94

Fuentes: PER 2005-2010, PER 2011-2020, Ministerio de Industria, Energía y Turismo e IDAE. (a) Directiva 2009/28/CE; (b) PER 2011-2020; (c) PER 2005-2010. (d) 13,2% en 2011 y 14,3% en 2012. (e) 15,4% para 2013 y 15,3% para 2014 (Informe Estadístico Energías Renovables, MINETUR/IDAE, a mayo de 2015).

Cuadro 6

Cuota de producción de electricidad con fuentes renovables

(En porcentaje)

	2010	2011	2012	2013	2014
Objetivo	32,3 ^a	31,6	31,4	32,1	32,7
Real	34,3	30,7	30,5	40,5	40,8
Grado cumplim.	106,1	97	97	126,1	124,8

Notas: Producción de electricidad con fuentes renovables sobre producción bruta de electricidad para el sistema eléctrico nacional.
^(a) PER 2005-2010.

Fuente: PER 2005-2010, PER 2011-2020 y REE.

reales de 2014 como aproximación, los resultados parecen menos satisfactorios, especialmente para las tecnologías solar y eólica, con niveles de inversión bastante por debajo de lo exigido, posiblemente como consecuencia del cambio de incentivos a la promoción de EE.RR. que se ha producido a partir de 2008, y, especialmente, con la reforma de 2013.

Para ayudar a cumplir los objetivos, el Gobierno español concedió a las EE.RR. más de 35.000 millones de euros durante el período 2000-2013. En el gráfico 2 se presenta la evolución experimentada por esas ayudas en dicho período. Se

observa un crecimiento moderado en una primera fase hasta 2007, con un fuerte incremento en 2008 y, sobre todo en 2009, año en el que crecen un 95% con respecto al año anterior, como resultado de la expansión del parque fotovoltaico. A partir del 2010 el crecimiento de las ayudas es continuo pero más moderado, con la excepción del año 2011 en el que se reducen como consecuencia de la importante disminución de la producción eólica debido al escaso viento en ese año.

Analizando la evolución de las primas por tecnologías, recogidas en el cuadro 8, se observa que

Cuadro 7

Grado de cumplimiento de objetivos de potencia instalada por tecnología

	2010			2015	2014 ^a	
	Potencia objetivo (MW)	Potencia Real (MW)	Grado cumplim. (%)	Potencia objetivo (MW)	Potencia Real (MW)	Grado cumplim. (%)
Hidroeléctrica	18.977	18.573	97,9	19.860	19.898	100,2
Solar fotovoltaica	400	3.787	946,8	5.416	4.672	86,3
Solar termoeléctrica	500	632	126,4	3.001	2.300	76,6
Eólica en tierra	20.155	20.744	102,9	27.847	23.002	82,6
Eólica marina	0	0	--	22	3	13,6
Biomasa, residuos, biogás	2.463	825	33,5	1.162	1.174	101,0
Total	42.494	44.561	104,9	57.308	51.049	89,1

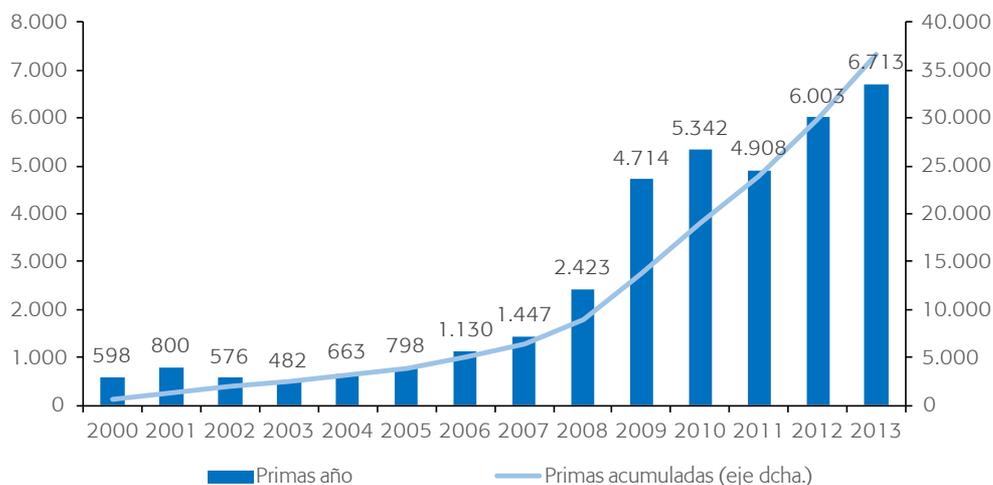
Nota: ^(a) Se utilizan los datos de 2014 para hacer la comparación con el objetivo establecido para 2015.

Fuentes: PER 2005-2010 y PER 2011-2020, IDAE y Ministerio de Industria.

Gráfico 2

Primas anuales a las energías renovables y acumulado

(Millones de euros)



Fuente: Comisión Nacional de la Energía (CNE) y Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).

entre 2000 y 2013 crecieron a una tasa anual del 20%, destacando principalmente el incremento experimentado por la energía fotovoltaica cuya remuneración creció en dicho período más del 103% en tasa anualizada.

En el cuadro 9 se muestra la prima media implícita por tecnología calculada como la diferencia entre la remuneración media total menos

el precio medio de mercado. Durante el período 2000-2013, en el que la remuneración media de la energía renovable fue de 103,4 euros/MWh, la prima media implícita fue de 60,21 euros/MWh. En este cuadro también queda reflejada la extraordinaria prima recibida por la energía solar, principalmente por la fotovoltaica, cuyo importe para el período es más de ocho veces el precio medio del mercado, 386,46 euros/MWh. Esto permitió,

Cuadro 8

Primas a las energías renovables por tecnologías

(Millones de euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tasa crec. anualizada (%)
Solar FV	0	0	1	3	6	14	40	195	991	2.634	2.651	2.282	2.484	2.891	103
Solar Térmica											185	427	926	1.122	23
Eólica	315	464	379	294	452	613	866	1.004	1.156	1.621	1.965	1.711	2.053	2.123	16
Hidráulica	266	289	152	142	150	112	150	147	147	234	297	206	187	228	-1
Biomasa	16	46	44	44	55	59	74	101	129	225	244	282	353	349	27
Total	598	800	576	482	663	798	1.130	1.447	2.423	4.714	5.342	4.908	6.003	6.713	20

Fuente: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) y elaboración propia.

Cuadro 9

Remuneración media de EE.RR. por tecnología. Período 2000-2013

(Euros/MWh)

Período 2004-2013	Prima media	Precio medio mercado	Remuneración media	% Prima. s/Precio
Solar FV	343,27	43,19	386,46	795
Solar TE	259,68	43,19	302,87	601
Eólica	41,45	43,19	84,64	96
Hidráulica	44,71	43,19	87,9	104
Biomasa	54,11	43,19	97,3	125
Total	60,21	43,19	103,4	139

Fuente: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) y elaboración propia.

tal como se señala en del Río *et al.* (2014), que los proyectos de inversión en energía solar fotovoltaica llegaron a alcanzar niveles de rentabilidad entre el 10% y el 15%, muy por encima de las tasas razonables de la economía para inversiones de similar riesgo que se movieron en el entorno del 7%.

Asimismo, el *mix* de tecnologías renovables no se configuró de forma eficiente debido a que las primas sesgaron las inversiones hacia las instalaciones más rentables, sin tener en cuenta ni su nivel de madurez ni su aportación real de producción al sistema. Destaca en especial la intensa actividad inversora en energía fotovoltaica como consecuencia de las elevadas primas otorgadas a dicha tecnología. Este gran incremento de la capacidad fotovoltaica, que representó cerca del 60% del incremento de capacidad renovable del año 2008, es causa de la duplicación del volumen de las primas del año 2009.

Se puede concluir, por tanto, que el mecanismo de incentivos utilizado en España para la promoción de energías renovables durante el período 1998-2013 ha sido poco eficiente, otorgando una remuneración por producción excesiva, y dando lugar a un *mix* tecnológico inadecuado. El gráfico 3 lo confirma. La prima media obtenida por las EE.RR. en España en 2012 fue de las más altas de la UE, únicamente por detrás de Alemania e Italia, con un importe de 20,7 euros/MWh frente a los

13,7 euros/MWh de media de la UE.

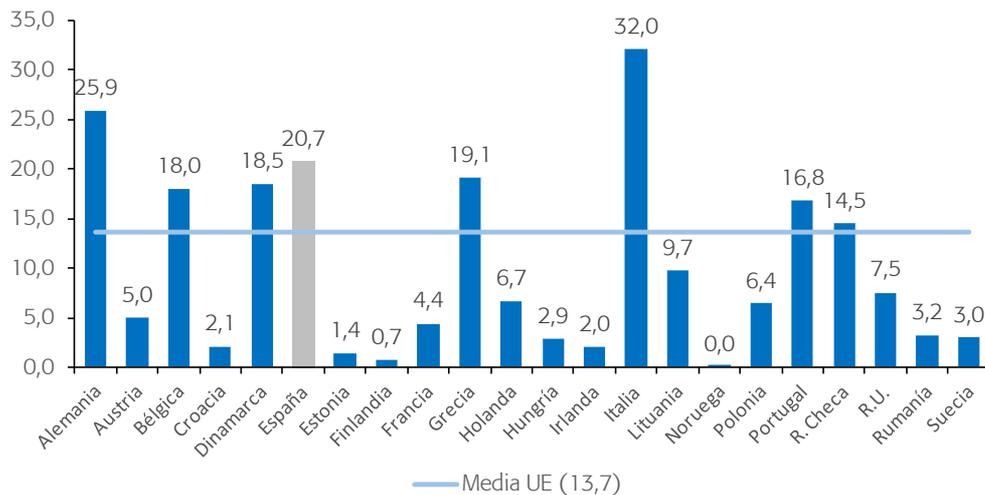
En términos de eficiencia, el único elemento positivo del instrumento de promoción de EE.RR. utilizado hasta 2013 ha sido su contribución al desarrollo de tecnologías poco maduras, como es el caso de la fotovoltaica. Sin embargo, el elevado y coyuntural mecanismo de remuneración ha impulsado un exceso de inversión en sistemas de producción que no han agotado completamente las ganancias de aprendizaje. De esta forma, no se ha realizado la mayor inversión en plantas renovables cuando los costes fueron menores. Por ello, tampoco se puede considerar al sistema como exitoso desde el punto de vista de la eficiencia dinámica.

Este incremento exponencial de las primas a las renovables junto a los beneficios extraordinarios obtenidos por las instalaciones hidráulicas y nucleares, perceptoras de un precio de energía muy por encima de sus costes de producción (Comisión Europea, 2012), han sido las principales causas del fuerte aumento experimentado por los costes de producción de la electricidad en España. Ese incremento de costes y la falta de adecuación de las tarifas eléctricas, único mecanismo de cobertura de los conceptos de costes incluidos en la factura eléctrica, ha generado un déficit presupuestario que ha puesto en peligro la propia estabilidad del sistema eléctrico español. En el gráfico 4 se puede observar el importe anual

Gráfico 3

Prima media a EE.RR. en los países de la UE en 2012

(Euros/MWh)



Fuente: Council of European Energy Regulators (CEER, 2015).

del déficit y su nivel acumulado que ha superado la cifra de 40.000 millones de euros en 2014.

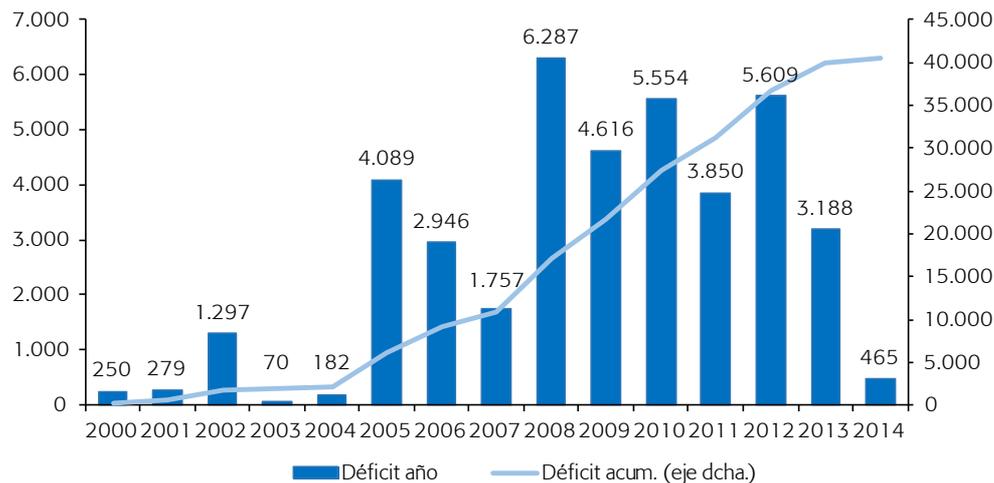
las plantas renovables han desplazado a muchas instalaciones convencionales como consecuencia de su prioridad de acceso al despacho, especialmente a centrales de ciclo combinado, que han reducido ostensiblemente sus horas de funcionamiento, y muchas han entrado en una delicada

76 Por otra parte, el instrumento de apoyo utilizado también ha influido en el funcionamiento del mercado en diversos aspectos. En primer lugar,

Gráfico 4

Déficit de tarifa por año y acumulado

(En millones de euros)



Notas: : Nota resumen del saldo de la deuda del sistema eléctrico, 2013. Liquidaciones de actividades reguladas (definitivas hasta 2007, provisional 14 de 2008 a 2014).

Fuente: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).

posición financiera. Al mismo tiempo, el desplazamiento de la curva de oferta por la entrada de las plantas renovables con costes marginales menores ha provocado una reducción de precios en el mercado mayorista (Sáenz de Miera, 2008; Gelabert *et al.*, 2011; Ciarreta *et al.*, 2014). En segundo lugar, la intermitencia y

El incremento exponencial de las primas a las renovables junto a los beneficios extraordinarios de las instalaciones hidráulicas y nucleares, perceptoras de un precio de energía muy superior a sus costes de producción, han sido las principales causas del fuerte aumento de los costes de producción de la electricidad en España.

variabilidad de la producción con fuentes renovables ha dificultado la operación de equilibrio del sistema, por lo que ha sido más necesaria la utilización de servicios complementarios de ajuste para evitar desequilibrios entre producción y demanda (Pérez-Arriaga y Batlle, 2012).

El recorte de las primas y la limitación del número de horas que dan derecho a subvención de las centrales renovables instaladas a partir de 2009, junto a la suspensión de incentivos a las nuevas instalaciones en 2012, no lograron eliminar el déficit, lo que impulsó la reforma de 2013.

Reforma de 2013: mayor sostenibilidad financiera pero gran incertidumbre

El nuevo instrumento de apoyo a las energías renovables establecido con la reforma de 2013 mejora extraordinariamente la sostenibilidad financiera del sistema de incentivos al introducir un control absoluto sobre la potencia instalada y el nivel de apoyo. Pero esto a costa de una gran intervención y discrecionalidad que afectan negativamente

a la confianza de los inversores. La revisión a la baja con carácter retroactivo de las retribuciones de las plantas en funcionamiento⁵, que pueden poner en serias dificultades financieras a muchos proyectos y que están provocando un aluvión de denuncias en los tribunales nacionales e internacionales, junto a las características del nuevo instrumento, complejo y poco transparente en muchos aspectos, aumentan de forma considerable la incertidumbre, lo que deteriora el clima general de inversión y pone en peligro el alcance de los objetivos declarados.

Con el nuevo mecanismo la retribución otorgada a las instalaciones renovables se basa en diferentes parámetros que caracterizan a una instalación tipo eficiente y bien gestionada. En la medida en que estos parámetros reflejen adecuadamente la evolución real de los ingresos y los costes de la planta, su remuneración y rentabilidad permanecerán controlados. Es decir, las empresas tendrán incentivos a operar la planta de forma eficiente y las reducciones de costes conseguidas se traducirán en una reducción de las subvenciones a través de la actualización y revisión de los parámetros. De esta forma se garantiza que las instalaciones estén remuneradas al menor coste (eficiencia estática). Además, el valor de inversión de las nuevas instalaciones también estará ajustado al venir determinado por un procedimiento de concurrencia competitiva.

Al mismo tiempo, como el nuevo sistema de incentivos garantiza la misma rentabilidad a las diversas instalaciones tipo, que se diferencian por tecnología, tamaño, antigüedad y zona geográfica, no sesga las decisiones de inversión hacia ninguna opción tecnológica. De esta forma, se está fomentando la configuración de un parque renovable eficiente al ir incorporando las tecnologías en función de sus niveles de maduración, lo que permite aprovechar todas las ganancias de la curva de aprendizaje. Aunque, por otro lado, al no incentivar la inversión en tecnologías incipientes pero

⁵ La reforma ha implicado una reducción aproximada de 1.700 millones de euros en la retribución percibida por las instalaciones con derecho a prima, con un impacto distinto por tecnología, siendo la hidráulica la más perjudicada al perder entre el 50% y el 90% de su retribución anterior (CNMC, 2014).

con gran capacidad de mejora, se podría estar perjudicando la configuración futura del parque, debilitando la eficiencia dinámica.

Por otra parte, al ser completamente intervencionista, el nuevo mecanismo deja poco espacio al mercado. Si en el modelo anterior se fijaba la prima y se permitía que la empresa libremente decidiese su rentabilidad a través de su comportamiento, con el nuevo modelo subvención y rentabilidad están restringidas, lo que desincentiva cualquier actuación que genere mayores rentas. Por otra parte, desaparece el papel del precio mayorista como señal de inversión u operación dado que los ingresos permanecerán ligados a la instalación tipo. Destacan positivamente, no obstante, la instauración de un procedimiento competitivo para la selección de nuevas instalaciones, y la participación obligatoria de las instalaciones en el mercado.

Con el nuevo instrumento las empresas tampoco tienen incentivos en introducir mejoras tecnológicas en sus plantas, por ejemplo a través de

El nuevo sistema de incentivos fomenta la configuración de un parque renovable eficiente al ir incorporando las tecnologías en función de sus niveles de maduración, lo que permite aprovechar todas las ganancias de la curva de aprendizaje. Pero, al no incentivar la inversión en tecnologías incipientes pero con gran capacidad de mejora, se podría estar perjudicando la configuración futura del parque, debilitando la eficiencia dinámica.

repotenciones, porque las ganancias de productividad no se traducen en mayores rentas al estar la rentabilidad acotada y ser los períodos de revisión muy cortos. Asimismo, las plantas tampoco están interesadas en incrementar sus horas de funcionamiento por encima del número máximo remunerado, lo que implicará una menor producción que la que habría si no existiera dicha restricción, en detrimento del cumplimiento de los objetivos comunitarios de energía renovable.

Pero la gran debilidad del nuevo mecanismo es que presenta varios aspectos de diseño que contribuyen a generar incertidumbre entre los potenciales inversionistas. En primer lugar, el proceso de configuración de las instalaciones tipo y su asignación a cada planta, que tienen una importante influencia en los ingresos futuros de las instalaciones renovables, no es transparente, lo que aumenta el riesgo de la inversión. En segundo lugar, la tasa de rentabilidad que se garantiza con el apoyo se asocia de forma arbitraria al rendimiento de los bonos del Estado más un diferencial sin tener en cuenta la especificidad de las inversiones en activos renovables. Sería más apropiado, como sugiere el informe CNE (2013), que dicho diferencial estuviera determinado con una medida más apropiada del coste del capital para este tipo de inversiones como puede ser el coste medio ponderado de capital (*Weighted Average Cost of Capital (WACC)*). En tercer lugar, no están suficientemente claros los criterios por los que se actualizarán y revisarán los parámetros y la tasa de rentabilidad, por lo que los inversores que soliciten o renegocien sus créditos bancarios se enfrentarán a incrementos del coste de capital para compensar una mayor prima de riesgo. Finalmente, también se incrementará el riesgo de inversión al no estar garantizado el despacho prioritario de las energías renovables, las cuales deberán competir con tecnologías no renovables de similares condiciones económicas.

En definitiva, la alta incertidumbre del nuevo mecanismo y el temor a futuros cambios con carácter retroactivo están afectando a la reputación regulatoria y jurídica de España por lo que se presagia una ralentización de las inversiones en EE.RR. y un encarecimiento de los proyectos realizados. Los datos parecen confirmarlo. En 2014, primer año completo con el nuevo mecanismo, la potencia renovable instalada en España ha sido de tan solo 51 MW. A esto hay que añadir las restricciones que se van a imponer a la generación distribuida con la introducción de un peaje de respaldo, lo que reducirá de forma importante su desarrollo.

Con las nuevas reglas de retribución se puede dificultar el cumplimiento de las directrices de la

Comisión Europea en materia de energías renovables. Ya lo apunta en uno de sus informes la Agencia Europea de Medio Ambiente (EEA, 2014) que considera improbable, a la vista de los datos actuales, que España consiga el objetivo de que el 20% del consumo final de energía proceda de fuentes renovables en 2020. Por ello, señala que

La incertidumbre del nuevo mecanismo y el temor a futuros cambios con carácter retroactivo han afectado a la reputación regulatoria y jurídica de España, por lo que se presagia una ralentización de las inversiones y se puede dificultar el cumplimiento de las directrices de la Comisión Europea en materia de energías renovables.

el Gobierno español tendrá que realizar una inversión importante y diseñar nuevas medidas para conseguir los objetivos. Asimismo, la Comisión Europea, en su informe sobre la situación en materia de energías renovables (Comisión Europea, 2015, pág. 7), advierte que España necesita valorar si sus políticas y herramientas son suficientes y efectivas para satisfacer sus objetivos de energías renovables.

Conclusiones

Las políticas de promoción a las EE.RR. en España se centraron durante muchos años en alcanzar de forma rápida los objetivos marcados por la UE, tratando de aprovechar, al mismo tiempo, otros beneficios adicionales asociados al fomento de las renovables (desarrollo industrial y económico, creación de empleo), pero prestando poca atención a la evolución de la capacidad renovable instalada y al importe de las subvenciones. Cuando estas se dispararon, como consecuencia de la burbuja inversora de mediados de los 2000, el reto de los gobiernos fue mantener la efectividad del mecanismo con el propósito de cumplir los requerimientos de la UE, pero introduciendo modificaciones que lo hicieran sostenible financieramente

y más eficiente. Durante el período 2008-2013 se implantaron diversas medidas para contener el importe de las primas y evitar el aumento del déficit tarifario, desde el cambio de algunas condiciones para optar a los incentivos, pasando por la reducción de las tarifas y por el diferimiento del déficit tarifario a ejercicios futuros, hasta la supresión de los incentivos económicos a nuevas instalaciones desde enero de 2012 (R.D.L. 1/2012). Pero estas medidas no fueron suficientes para corregir el déficit tarifario creciente, lo que, junto a otros acontecimientos, impulsó la reforma del mecanismo de apoyo a las energías renovables.

La reforma del mecanismo era, por tanto, indispensable. La guía de recomendaciones elaborada por la Comisión Europea para el diseño de mecanismos de apoyo ofrecía las líneas adecuadas de cambio (Comisión Europea, 2013). La modificación del diseño del mecanismo FIT utilizado hasta ese momento habría sido suficiente para ajustarse a dichas recomendaciones y resolver los problemas de sostenibilidad financiera. En primer lugar, incluir procedimientos transparentes de revisión y actualización de los principales parámetros para adaptarse a los avances tecnológicos evitando revisiones discrecionales que puedan afectar a la seguridad jurídica de las inversiones. En segundo lugar, introducir medidas de contención del nivel de subsidios ligadas a la evolución de variables como la capacidad instalada, la cuota de producción renovable o el importe de las subvenciones (*degression mechanism*). En tercer lugar, establecer un impuesto al carbono para cofinanciar los subsidios a las EE.RR. y al mismo tiempo penalizar las fuentes fósiles en beneficio de las renovables.

Sin embargo, el Gobierno, acuciado por un déficit público alto y persistente, se centró en diseñar un instrumento de apoyo que fuese financieramente sostenible. Para ello, introdujo un excesivo nivel de control sobre los parámetros relevantes del mecanismo (tasa de rentabilidad, producción) y planteó procedimientos discrecionales de revisión de la retribución, lo que ha creado una enorme incertidumbre en los inversores. Si no se incluyen instrumentos adicionales que ofrezcan una mayor seguridad regulatoria existe un alto riesgo de que no se cumplan los requerimientos de energía

renovable establecidos en la Directiva comunitaria 2009/28/EC.

Con el propósito de mejorar el nuevo mecanismo de incentivos, primero, es recomendable fijar una tasa de rentabilidad razonable para toda la vida del proyecto, que refleje adecuadamente el coste de oportunidad de la inversión en el momento en el que esta se realiza. Para su cálculo debería utilizarse alguna medida de costes más apropiada como el valor presente del coste total de construir y operar una planta a lo largo de toda su vida útil, usando el concepto de coste *medio ponderado de capital* (WAAC) como aproximación al coste de capital. Segundo, es indispensable introducir incentivos para una utilización plena de la capacidad productiva, dado que con el nuevo mecanismo las plantas no obtienen mayores beneficios por generar electricidad por encima de la producción de referencia. Tercero, los procesos de actualización y revisión de los parámetros principales (costes de explotación, horas de funcionamiento, valor de inversión) deben regirse por criterios transparentes y no discrecionales. Para evitar descontroles financieros del sistema de apoyo solo se necesita imponer límites a las subvenciones condicionados a objetivos declarados de potencia instalada, cuota de producción o volumen de subvención. Es decir, el mecanismo de apoyo debe tener alguna flexibilidad para adaptarse a circunstancias cambiantes, pero de forma predecible para evitar incertidumbre innecesaria a los potenciales inversores. Cuarto, debe regularse adecuadamente la energía distribuida para que ayude a cumplir los objetivos comunitarios sobre renovables, además de crear competencia que contrarreste el fuerte poder de mercado de las grandes empresas eléctricas verticalmente integradas. Quinto, es necesario un rediseño del mercado mayorista que tenga en cuenta la creciente importancia de la intermitente energía renovable y posibilite la recuperación de los costes fijos de las plantas convencionales que suministran capacidad de reserva al sistema. Finalmente, se debe realizar un gran esfuerzo para restaurar la seguridad jurídica y reducir el riesgo regulatorio deteriorados con las medidas de carácter retroactivo adoptadas con el cambio de mecanismo de apoyo.

Referencias

- AIE (2014), *Medium-Term Renewable Energy Market Report 2014, Market Analysis and Forecasts to 2020*, International Energy Agency, París.
- APPA (2015), *Estudio del Impacto Macroeconómico de las Energías Renovables en España 2014*, Asociación de Empresas de Energías Renovables.
- CEER (2015), "Status Review of Renewable and Energy Efficiency Support Schemes in Europe in 2012 and 2013", Ref. C14-SDE-44-03, Council of European Energy Regulators.
- CIARRETA A.; ESPINOSA, M.P., y C. PIZARRO-IRIZAR (2014), "Is green energy expensive? Empirical evidence from the Spanish electricity market", *Energy Policy*, 69: 205-215.
- COMISIÓN EUROPEA (2013), "European Commission guidance for the design of renewables support schemes", SWD (2013) 439 final.
- (2014), "RECOMENDACIÓN DEL CONSEJO relativa al Programa Nacional de Reformas de 2014 de España y por la que se emite un dictamen del Consejo sobre el Programa de Estabilidad de 2014 de España," Comisión Europea (2014) 410 final, Comisión Europea.
- (2015), "Informe de situación en materia de energías renovables", Comisión Europea (2015) 293 final.
- COMISIÓN NACIONAL DE LA ENERGÍA (CNE) (2013), "Informe 18/2013 de la CNE sobre la propuesta de Real Decreto por el que se regula la actividad de producción de energía eléctrica a partir de fuentes de energía renovables, cogeneración y residuos", Comisión Nacional de Energía, 4 de septiembre.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMC) (2014), "Informe sobre la propuesta de Orden por la que se aprueban los parámetros retributivos de las instalaciones tipo aplicables a determinadas instalaciones de producción de energía eléctrica a partir de fuentes de energía renovables, cogeneración y residuos, y se establece la metodología de actualización de la retribución a la operación," Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, abril.
- COSTA, M., y E. TRUJILLO-BAUTE (2014), "Retail Price Effects of Feed-In Tariff regulation", *Documents de Treball*

- de Institut d'Economia 2014/29, Universitat de Barcelona.
- CULLEN, J. (2013), "Measuring the Environmental Benefits of Wind Generated Electricity", *American Economic Journal: Policy*, 5(4): 107–133.
- EEA (2014), "Energy support measures and their impact on innovation in the renewable energy sector in Europe", *EEA Technical Report* No 21/2014.
- GELABERT, L.; LABANDEIRA, X., y P. LINARES (2011), "An ex-post analysis on the effect of renewables and cogeneration on Spanish electricity prices", *Energy Economics*, 33, S59-S65.
- HELD, A.; RAGWITZ, M.; GEPHART, M.; DE VISSER, E., y C. KLESSMANN, (2014), "Design features of support schemes for renewable electricity", ECOFYS, European Commission, DG ENER.
- KONIDARI, P., y D. MAVRAKIS (2007), "A multi-criteria evaluation method for climate change mitigation policy instruments", *Energy Policy*, 35: 6235–6257.
- NOVAN, K. (2012), "Valuing the Wind: Renewable Energy Policies and Air Pollution Avoided", *E3 WP-027*, UC Center for Energy and Environmental Economics.
- PÉREZ-ARRIAGA, I.J., y C. BATLLE (2012), "Impacts of Intermittent Renewables on Electricity Generation System Operation". *Economics of Energy & Environmental Policy*, 1(2): 3–18.
- RAGWITZ, M., *et al.* (2007), OPTRES – Assessment and optimisation of renewable energy support measures in the European electricity market; Final report of the research project OPTRES, with support from the European Commission, DGTREN under the Intelligent Energy for Europe – Programme.
- REN21 (2015), "Renewables 2015 Global Status Report", Renewable Energy Policy Network for the 21st Century.
- RÍO, P. DEL (2008), "Ten years of renewable electricity policies in Spain: An analysis of successive feed-in tariff reforms", *Energy Policy*, 36: 2917-2929.
- RÍO, P. DEL, y P. MIR-ARTIGUES. (2014), *A cautionary tale: Spain's solar PV investment bubble*, International Institute for Sustainable Development.
- SÁENZ DE MIERA, G.; RÍO, P. DEL, y P.I. VIZCAÍNO (2008), "Analysing the impact of renewable electricity support schemes on power prices: The case of wind electricity in Spain", *Energy Policy*, 36: 3345-3359.

Otro giro en la reestructuración bancaria europea

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

El sector bancario europeo está viviendo un 2016 algo convulso, con variaciones importantes en los mercados bursátiles. La situación financiera global y el inusitado y enrarecido ambiente de un mercado con tipos de interés reales negativos tiene mucho que decir al respecto. En este artículo se pasa revista a algunos de los principales problemas y fuentes de incertidumbre a los que se enfrenta la banca europea y se revisa el proceso y perspectivas de reestructuración. Los cierres de oficinas y reducción de personal están siendo generalizados. Además, la industria bancaria en todo el mundo –y la europea no es una excepción– se enfrenta a un cambio de modelo motivado por una transformación tecnológica, un exceso de capacidad mantenido durante demasiado tiempo, una pesada herencia de las pérdidas de la crisis y una presión significativa a la baja sobre la rentabilidad. España cuenta con la ventaja de haber iniciado hace años un proceso ordenado de cambio y, como se muestra en algunas estimaciones de este artículo, con un potencial importante de ahorros en costes con el aumento del tamaño medio de las entidades financieras. Lo que el sector tiene aún que determinar es hasta qué punto esas economías de escala se verán acompañadas por las de gama, porque la combinación exitosa ente productos tradicionales y nuevos servicios bancarios asociados a la digitalización está aún por emerger.

Situación internacional: tipos negativos y búsqueda de rentabilidad

En lo que llevamos de año, las grandes pérdidas bursátiles de los primeros meses se han visto

seguidas de una recuperación posterior, para caer finalmente en un terreno de volatilidad e incertidumbre. No es que las fuentes de riesgo hayan cambiado sustancialmente a peor. Factores como la inestabilidad en los emergentes, cambios geoestratégicos en los mercados energéticos y tipos de interés reales negativos siguen ahí. Lo que ocu-

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

re es que continúa sin divisarse cuál es la senda de largo plazo de la economía ante un panorama financiero internacional inédito por el volumen de deuda acumulado, la inundación de liquidez "oficial" y unos parámetros de rentabilidad de los activos enrarecidos.

El sector bancario se ha convertido en uno de los receptores fundamentales de esta volatilidad, especialmente en Europa, donde las dudas sobre la fortaleza del proceso de recuperación, la efectividad de las políticas monetarias y la capacidad de coordinación de las fiscales, siguen siendo muy importantes.

Precisamente, el comité ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE) señaló en su reunión de abril que su política monetaria expansiva tendría que serlo aún más. En particular, el comunicado oficial señalaba que *en lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, como se decidió el 10 de marzo de 2016, hemos comenzado a incrementar las compras mensuales en el marco de nuestro programa de compras de activos a 80.000 millones de euros, frente al importe anterior de 60.000 millones de euros. Está previsto que estas compras continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Asimismo, en junio, llevaremos a cabo la primera de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II) de nuestra nueva serie e iniciaremos las compras en el marco de nuestro programa de compras de bonos corporativos (CSPP).*

Por lo tanto, aun cuando el BCE estimaba que *la transmisión del estímulo de la política monetaria a las empresas y los hogares, especialmente a través del sistema bancario, se está reforzando*, abría la puerta a nuevos instrumentos, con la importante novedad de compras de bonos corporativos. También señalaba que *no obstante, persisten las incertidumbres mundiales*. En esta línea se expresaba también el Fondo Monetario

Internacional (FMI) en su *Informe Global de Estabilidad Financiera* de abril, con varias alusiones a los riesgos relativos al sector bancario. En particular, el informe señalaba que *el valor bursátil de los activos bancarios ha descendido en línea con la mayor parte de los mercados de valores mundiales, poniendo incluso en niveles récord el descuento estimado (relación precio-valor) en los títulos bancarios de Estados Unidos*. Sin embargo, se hacía referencia al sector bancario europeo como el receptor del *golpe más duro, en particular, en Grecia e Italia y, en menor medida, en Alemania*. Los problemas bancarios son estructurales para el FMI y están relacionados con *un exceso de capacidad, altos niveles de morosidad y una pobre adaptación de los modelos de negocio al nuevo entorno competitivo*.

Desde una perspectiva más técnica, el informe del FMI distingue tres áreas específicas de preocupación actual y potencial sobre la banca europea:

- **Activos problemáticos:** con una rentabilidad reducida, es más difícil afrontar los problemas de la herencia de créditos fallidos de la crisis, porque es más complicado aumentar los colchones de capital cuando no se generan reservas. Esto implica una debilidad estructural para algunos sectores bancarios. Se estima que los bancos europeos todavía tienen créditos morosos del orden de un billón de euros. En perspectiva, los casos de Grecia e Italia se estiman como especialmente problemáticos.
- **Transformación del negocio:** el cambio hacia nuevos modelos de negocio puede ser costoso para algunos bancos. Para reducir su exposición a determinados sectores no solo tienen que absorber las pérdidas heredadas de inversiones anteriormente realizadas, sino importantes costes de litigios. Asimismo, las turbulencias en los mercados no están ayudando tampoco porque hay pocas alternativas para generar rentabilidad.
- **Cambios regulatorios:** hay una clara exigencia de solvencia a los bancos, no solo para cum-

plir con los mínimos regulatorios sino para ir más allá, aportando importantes colchones. La cuestión no es ya solamente aumentar el capital y las reservas o prepararse para los requisitos de apalancamiento y liquidez que vendrán con Basilea III hasta 2019. Ahora también hay que tener en mente la necesidad de contar con activos que sean potencialmente usables para responder a pérdidas con ellos (*bail-in*) en lugar de con el dinero del contribuyente (*bail-out*). Entre ellos destacan los nuevos requerimientos de absorción de pérdidas (*total loss-absorbing capacity* o TLAC) y los requerimientos de fondos propios y de pasivos elegibles (*minimum requirements for own funds and eligible liabilities* o MREL). Estas disposiciones componen un entramado regulatorio a todas luces necesario pero que, en aspectos específicos y en la confluencia de presiones legales desde diferentes fuentes, complica significativamente la gestión bancaria y el cumplimiento normativo de los bancos europeos.

Como sugiere el FMI, estos cambios normativos tienen también un reflejo en el valor de los activos bancarios, sobre todo de aquellos en situaciones de estrés. Menciona explícitamente *el bail-in con deuda subordinada que algunos bancos italianos han experimentado el pasado año, así como la preocupación entre los inversores por el tratamiento a los tenedores de deuda sénior*

de Novo Banco (Portugal), ya que han extendido una percepción de una dureza desigual sobre el tratamiento de los pasivos bancarios y han reducido, en general, la confianza.

El FMI distingue tres áreas de preocupación sobre la banca europea: la presencia de activos problemáticos (se estima que los bancos europeos todavía tienen créditos morosos del orden de un billón de euros); el cambio hacia nuevos modelos de negocio, que puede ser costoso para algunos bancos; y los numerosos cambios regulatorios, que complican la gestión bancaria y el cumplimiento normativo.

En todo caso, la posición de solvencia del sector bancario europeo ha mejorado de forma significativa tras la crisis financiera. Y la situación relativa del sector bancario español en este contexto parece, también, favorable. Como muestra el cuadro 1, la rentabilidad sobre el capital (RoE) de los principales bancos cotizados en España se encontraba en 2015 en el 7,5%, por encima del promedio de la Eurozona (6,5%) y también la situación era más destacada en rentabilidad sobre activos (0,5% frente a 0,28%). Aun con una presión significativa a la baja sobre los tipos de interés, el margen de intereses en España (2,51%) sigue siendo de los más elevados de la eurozona.

Cuadro 1

Rentabilidad, eficiencia y solvencia en los principales bancos cotizados europeos, 2015

	Rentabilidad sobre el capital (%) (RoE)	Rentabilidad sobre activos (%) (RoA)	Margen de intereses/ (%) Activo	Ratio coste/ ingresos	CET1/APR (%)	Ratio Morosidad (%)	APR/ Activo
Estados Unidos	9,5	0,93	2,4	0,58	11,7	0,7	0,59
Reino Unido	5,6	0,35	1,93	0,66	12,6	2,8	0,37
Eurozona	6,5	0,28	1,51	0,55	12	0,3	0,29
Italia	5,8	0,39	1,57	0,57	11,8	11	0,48
España	7,5	0,5	2,51	0,51	12,5	6,7	0,47
Japón	6,9	0,34	1,02	0,54	nd	nd	0,39

Fuente: *Global Financial Stability Outlook*, abril 2016 (FMI) y elaboración propia..

Asimismo, la ratio “coste/ingresos” que marca la eficiencia, sitúa a los grandes bancos españoles en una posición aventajada (0,51% frente a 0,55% del promedio de la zona del euro). En cuanto a la solvencia, la ratio *Core Equity Tier 1* (CET1) era del 12,5% frente al 12% del promedio del área de la moneda única.

Un aspecto siempre polémico es la consideración del nivel de riesgo del balance, aproximada por los llamados activos ponderados por riesgo (APR). La ratio “APR/activos totales” de los bancos españoles era 0,48 frente al 0,29 del promedio de la eurozona. Esta discusión puede enmarcarse también en el debate ahora abierto en torno al tratamiento de la deuda pública en balance. Con datos del BCE, la exposición de los bancos italianos a la deuda pública es del 10,5% del balance y del 8,8% en el caso español. Aun cuando parezca plausible establecer algún tipo de límite al respecto, sería bueno también considerar hasta qué punto tiene sentido penalizar esas tenencias en lugar de atajar los problemas de riesgo soberano en su raíz (sostenibilidad fiscal). Más aún cuando el propio BCE está comprando estos activos en cantidades muy importantes como parte de su estrategia de expansión monetaria.

Descendiendo a un plano más coyuntural, en lo que se refiere a la salud del sector bancario europeo y las dudas aún existentes, hay dos casos recientes que han concitado una especial preocupación: la polémica generada por la exposición de Deutsche Bank a productos estructurados y la situación general de la industria bancaria italiana, con la creación de una sociedad de gestión de activos o “banco malo”.

Mucho tiempo ha pasado ya desde el rescate de Hypo Real State en Alemania en 2008 y, en realidad, persisten los recelos sobre la exposición de la banca alemana a productos estructurados, no ya de las hipotecas *subprime* sino, en general, de derivados complejos. Las entidades financieras alemanas no han sido las que más han destacado por su voluntaria participación en ejercicios de transparencia aumentada (como las distintas

pruebas de estrés realizadas a escala europea). Los esfuerzos más recientes han apaciguado algunas dudas pero han estado lejos de ser suficientes para eliminar la incertidumbre. En el trasfondo del problema está esa capacidad de absorción de pérdidas anteriormente comentada. Deutsche Bank es, de hecho, el primer gran banco europeo que ha tenido que enfrentarse a pérdidas muy importantes para los tenedores de sus CoCos (bonos convertibles contingentes).

Lo que se conoce, aunque tampoco de forma muy clara, es que Deutsche Bank tiene productos derivados por valor de unos 50 billones de euros, unas 17 veces el PIB alemán. Si se calcula el riesgo neto “real” (la cancelación o compensación de todos esos riesgos) la exposición de la entidad alemana se reduciría hasta los 500.000 millones de euros. Pero el mayor problema sería qué efectos de contagio tendrían pérdidas en esos productos sobre terceros, porque en los derivados el apalancamiento implica contagio. Lo sabemos bien desde 2008.

Hay dos casos recientes que han concitado una especial preocupación: la polémica generada por la exposición de Deutsche Bank a productos estructurados y la situación general de la industria bancaria italiana, con la creación de una sociedad de gestión de activos o “banco malo”.

En el caso de Italia, estamos ante un mercado bancario donde la morosidad, lejos de estar controlada, sigue aumentando de forma preocupante. El volumen de préstamos morosos se elevaba a principios de 2016 a 360.000 millones de euros y lo preocupante es que la tendencia seguía siendo al alza, al tiempo que la rentabilidad y la capacidad de absorción de pérdidas de la banca italiana sigue menguando. En enero, el Gobierno italiano ya alcanzó un acuerdo con la Comisión Europea para la creación de una sociedad de gestión de estos activos deteriorados. El 20 de abril, se aprobó

finalmente. Se trata de un fondo al que se ha denominado "Atlante" y en el que participan los propios bancos italianos en el capital, con una aportación de hasta 4.000 millones de euros en total, según las últimas estimaciones. El fondo tiene una estructura novedosa dentro de lo que conocemos como "bancos malos". Lo que Atlante pretende no es gestionar los activos deteriorados directamente sino "desbloquear el mercado" para que los bancos italianos puedan hacerlo. Atlante invertiría en acciones de entidades financieras italianas que, a su vez, ampliarían capital en Bolsa a tal fin. Al mismo tiempo, el Gobierno garantiza parte de las participaciones en Atlante, al menos en los tramos sénior de los participantes del fondo. Atlante también podría apoyar planes de reestructuración individuales de cada banco. El BCE ya ha advertido los riesgos de esta operativa, señalando que, sin un aumento de capital, el banco tendría difícil recurrir a los acreedores para mejorar sus niveles de solvencia. La ventaja y la desventaja de este modelo de gestión es la misma: todo se pone en manos del propio sector, sin intervención y sin segregación clara de activos. Si el deterioro continúa y la rentabilidad no remonta, la viabilidad de este vehículo estará en entredicho.

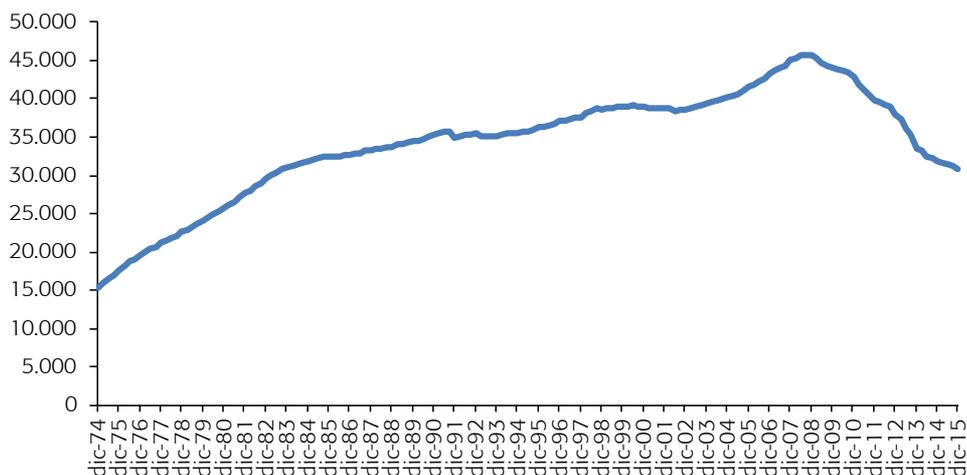
El esfuerzo reciente y las perspectivas de la reestructuración bancaria en Europa

Es habitual ver estas semanas en la prensa económica europea noticias de entidades bancarias que anuncian planes de reestructuración. Fundamentalmente, cierres de oficinas y reducción de personal. En el caso de las entidades bancarias españolas es una prolongación menos traumática de un proceso de cambio ordenado que se inició durante la crisis. En otros países europeos, sin embargo, la ausencia de una reestructuración anterior significativa está llevando a muchas entidades a adoptar soluciones considerablemente drásticas en cortos espacios de tiempo.

En el número 250 de *Cuadernos de Información Económica* de enero de 2016, los autores de este artículo ofrecían un repaso de la evolución reciente y proyecciones del proceso de reestructuración bancaria en España. En particular, se señalaba que el número de empleados ha pasado de 231.389 en 2012 a 194.688 estimados a finales

Gráfico 1

Evolución histórica del número de oficinas bancarias en España, 1974-2015



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de 2015. Por otro lado, las oficinas se han reducido desde las 37.903 de 2012 hasta las 31.021 de 2015. Y se destacaba que, en el horizonte 2019, las oficinas podrían situarse en torno a 28.000 y los empleados en 180.000.

Algo de perspectiva histórica puede ayudar a entender mejor la magnitud de estas transformaciones en España. Entre 1974 y 2000 los bancos españoles multiplicaron por 2,5 sus oficinas (gráfico 1). Entre 2003 y 2008, antes de la manifestación de la crisis financiera en España, se abrieron en España 6.898 oficinas, más que en los 18 años anteriores. A finales de 2015, el número de sucursales se encontraba ya en niveles de la década de 1980.

Algo similar puede concluirse respecto a los empleados bancarios pero aquí el ajuste es algo más suave. Las plantillas de las entidades financieras se mantuvieron relativamente estables durante la década de 1990 y al comienzo del siglo XXI. Coincidiendo con el *boom* crediticio, entre 2003 y 2008 se contrató a 31.752 empleados en la banca española. Sin embargo, entre 2009 y 2015, ese número ha descendido en 73.025.

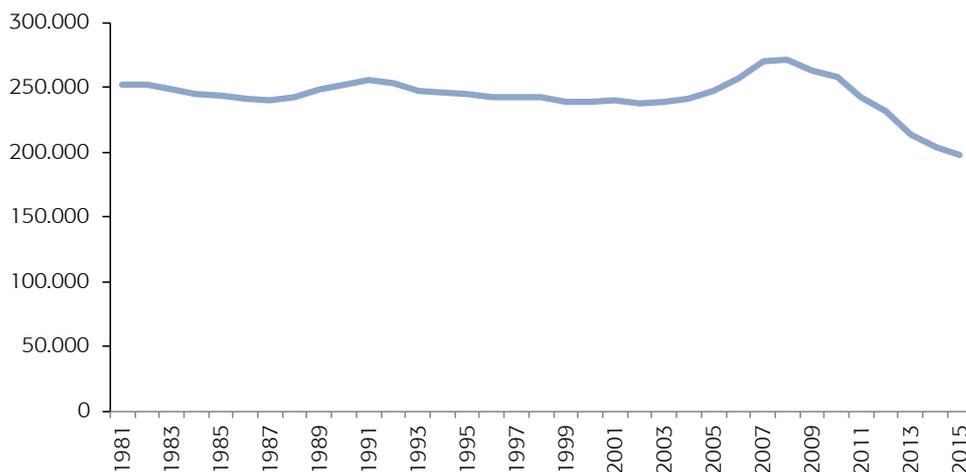
Aunque el ajuste ha sido y sigue siendo necesario en toda Europa, cabe citar algunas peculiaridades de la infraestructura bancaria española a partir de varios indicadores de capacidad (gráfico 3) ofrecidos por el BCE en su *Informe de Estructura Bancaria* de 2015 (con los últimos datos disponibles a 2014 pero útiles al fin y al cabo a efectos comparativos).

Cada empleado bancario español gestiona una media de 14,7 millones de euros, completamente en línea con los 15,4 millones de la eurozona, pero superior a los 12,1 millones de Alemania o los 13,5 millones de Italia.

En España, cada entidad bancaria se corresponde con un promedio de 205.593 habitantes, mientras que en la eurozona lo hace con 60.046. Sin embargo, el elevado número de oficinas explica que la atención sea muy personalizada y cercana, 1.452 habitantes por oficina frente a los 2.111 en la zona del euro. Y algo similar ocurre con los cajeros, 892 por persona en España frente al promedio de 1.078 en la eurozona. Por lo tanto,

Gráfico 2

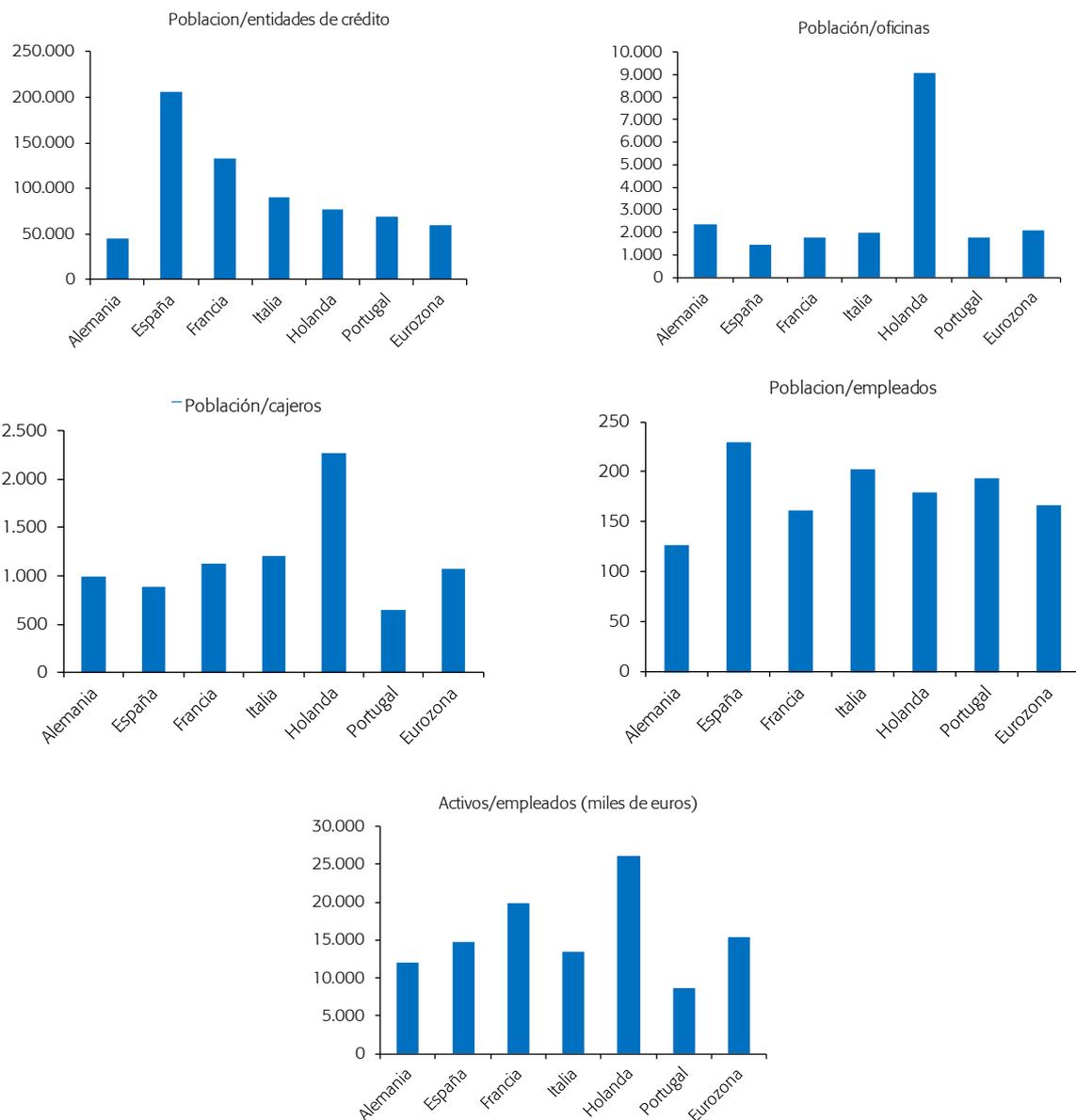
Evolución histórica del número de empleados bancarios en España, 1981-2015



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 3

Indicadores de capacidad del sector bancario en Europa



Nota: Datos correspondientes a 2014.

Fuente: Report on Bank Structures 2015 (BCE).

la “apuesta” en España ha sido por muchas oficinas de menor tamaño que en Europa pero con menos empleados por oficina. Esto se traduce en una ratio de población atendida por empleado de 230 en España y 166 en la Eurozona. En todo

caso, cabe destacar la productividad relativa de este modelo, dado que cada empleado bancario español gestiona una media de 14,7 millones de euros, completamente en línea con los 15,4 millones de euros de la zona del euro pero superior a

los 12,1 de Alemania o los 13,5 millones de euros de Italia.

Fusiones: vuelven las economías de escala. A la espera de las de gama

Los cambios en la estructura bancaria también están relacionados con cambios en la concentración del sector. Los procesos de adquisición y fusión suelen aumentar de forma significativa tras las crisis financieras. En la actualidad, la persistencia de un exceso de capacidad en muchos países se acentúa con la crisis de rentabilidad en un entorno de tipos de interés reales negativos. No resulta sorprendente que, como muestra el gráfico 4, la cuota de mercado que mantienen las cinco mayores entidades bancarias haya aumentado en los principales sistemas financieros de Europa. En Holanda, ese porcentaje es ya del 85%, en Portugal el 69%, en España el 58% y en el promedio de la eurozona el 48%.

En todo caso, es un error asociar el grado de concentración en un sector con la intensidad competitiva. Puede haber países en los que casi todo el negocio se reparta entre menos de cinco

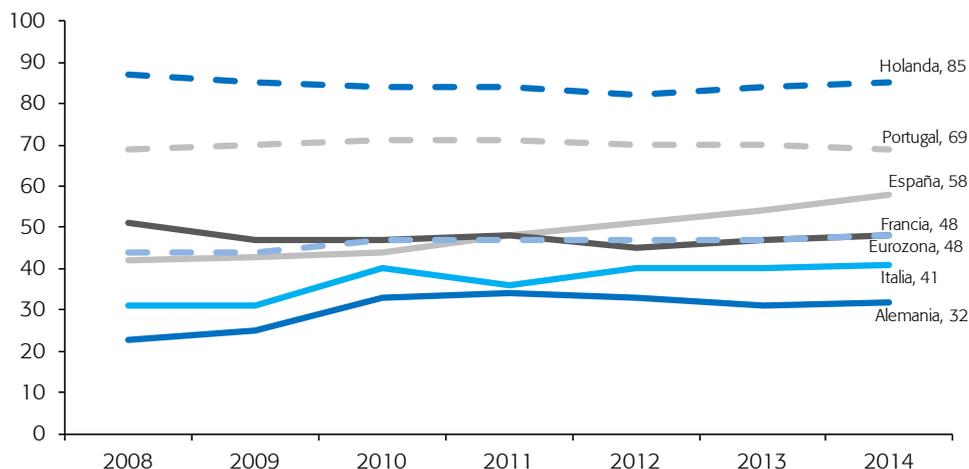
entidades –como es el caso de Canadá– y, sin embargo, la competencia sea muy intensa entre ellas. Y otros, como Estados Unidos, donde aunque operen miles de instituciones, la intensidad competitiva depende mucho de la capacidad para fijar precios en mercados locales de los diferentes operadores. Son cada vez más los estudios que sugieren que en mercados como España, la competencia la determina la rivalidad y no el número de competidores ni la concentración de mercado (véase, por ejemplo, Carbó, Rodríguez y Udell, 2009). Es más, la importancia de la concentración de mercado está llamada a disminuir aún más a medida que el negocio bancario se oriente más a tecnologías relacionadas con la digitalización en lugar de a la localización geográfica en oficinas.

Se podría argumentar que las fusiones y adquisiciones que están afectando y afectarán al sector bancario español y europeo vienen explicadas por el exceso de capacidad y por el cambio tecnológico que esa digitalización está implicando. Aun cuando ambos factores tienen un peso importante, se trataría de una explicación incompleta. La consolidación financiera tiene también que ver con un cambio en la interacción entre entidades y mercados financieros y en la recuperación de economías de escala (ahorros en costes con

Gráfico 4

Cuota de mercado de las cinco mayores entidades bancarias

(En porcentaje)



Fuente: Report on Bank Structures 2015 (BCE).

Cuadro 2

Economías de escala: ahorro en costes en la banca española por aumentos de tamaño de activo

Categoría de activos	Rango de ahorro en costes (%)		
	2007	2013	2015
Más de 200.000 millones euros	5-14	7-26	8-27
100.000-200.000 millones de euros	3-10	5-22	6-24
50.000-100.000 millones de euros	1-8	3-19	4-19
20.000-50.000 millones de euros	1-5	1-12	1-12
10.000-20.000 millones de euros	(-2)-3	(-1)-4	(-1)-4
Menos de 10.000 millones de euros	(-3)-2	(-1)-2	(-1)-2

Fuente: Estimaciones de los autores a partir de Carbó y Rodríguez (2014).

aumentos del tamaño de las instituciones) que se consideraban, en buena medida, agotadas desde la década de 1990.

En Carbó y Rodríguez (2014) se ofrece una metodología para explicar cómo calcular economías de escala bancarias en un entorno de negocio bancario complejo como el actual. Evitando excesivos tecnicismos, en esa metodología se consideran las ventajas de diversificación de riesgo a medida que se aumenta el tamaño del negocio. También se considera la relación entre deuda externa y fondos propios. Esto es importante porque, si no se considerara, implicaría que dos

El desafío pendiente sigue siendo cómo explotar economías “de gama”, aquellas que surgen de sinergias en la combinación de productos tradicionales con otros nuevos. La incorporación de alternativas fintech al mix bancario es una posibilidad clara en este sentido.

bancos con idéntico activo –pero uno de ellos con más deuda en relación al capital– se considerarían igualmente eficientes. Si se emplea la metodología de Carbó y Rodríguez para ver el potencial de crecimiento en el sector bancario español y el ahorro de costes resultantes, puede comprobarse que estos ahorros han aumentado de forma muy importante entre 2007 y 2014. En particular, el

cuadro 2 muestra cuánto podrían reducirse los costes para diferentes categorías de activos en la industria bancaria española.

Los resultados sugieren rangos muy importantes de reducción de costes, de entre el 8 y el 27%, incluso, para entidades con activos de más de 200.000 millones de euros. El rango que probablemente afecta más posibilidades de integración financiera en España es el que comprende instituciones de entre 50.000 y 100.000 millones de euros, donde el ahorro al alcanzar ese tamaño puede estar entre el 4 y el 20%.

La conclusión general de estas estimaciones es que la banca española puede beneficiarse de los procesos de integración consiguiendo ahorros en costes con una mayor escala. El desafío pendiente sigue siendo, en todo caso, cómo explotar economías “de gama” aquellas que surgen de sinergias en la combinación de productos tradicionales con otros nuevos. La incorporación de alternativas fintech al mix bancario es una posibilidad clara para las economías de gama en ese sentido. Lo que ocurre es que está aún por determinarse qué tecnologías y servicios serán los que proporcionen esas ventajas.

Referencias

CARBÓ, S., y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2014), “El sector bancario español ante un nuevo paradigma:

reconsideración del valor del tamaño”, *Papeles de Economía Española*, número extraordinario “Nuevos negocios bancarios”: 19-30.

CARBÓ, S.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F., y G. UDELL (2009), “Bank market power and SME financing constraints”, *Review of Finance*, 13: 309-340.

Shock regulatorio y debilidad del negocio: una peligrosa interacción para los bancos

Angel Berges y Francisco J. Valero*

El inicio del año ha sido especialmente adverso para los bancos europeos en términos de pérdida de valor de sus acciones y de otros instrumentos financieros emitidos en los mercados, especialmente todos aquellos susceptibles de absorber pérdidas en caso de resolución. El motivo se debe a una peligrosa combinación entre un entorno de negocio extremadamente debilitado –nulo crecimiento, con tipos de interés en cero o incluso negativos– y la entrada en vigor de unos cambios regulatorios que alteran de forma radical el esquema de absorción de pérdidas en caso de resolución bancaria, y que imponen serias limitaciones al pago de dividendos y/o cupones a los instrumentos financieros emitidos por los bancos. En nuestra opinión, no es tanto la emergencia de ese nuevo marco regulatorio, sino las incertidumbres existentes en cuanto a su efectiva aplicación lo que el mercado ha penalizado, especialmente en ese contexto macroeconómico escasamente favorable al negocio bancario. El comportamiento diferencial de la valoración bursátil de los bancos de algunos países, como Alemania e Italia, tiene mucho que ver con los cambios e incertidumbres sobre la regulación bancaria.

Regulación financiera: función básica y respuestas a la crisis

La regulación es una parte consustancial del negocio bancario, y tiene importantes implicaciones sobre el riesgo y rentabilidad de los bancos. Al mismo tiempo, la regulación forma parte del contrato social entre el sistema bancario y la sociedad:

las entidades financieras materializan la función intermediadora del sistema financiero, función que se ejerce en un entorno regulador, que tiene dos objetivos básicos (véase Afi, 2015):

- La estabilidad del sistema financiero en su conjunto, que, fundamentalmente, pasa por defenderlo de perturbaciones, externas o

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

internas, que puedan alterar negativamente su estabilidad, por asegurar el buen funcionamiento regular de sus distintos mercados, y por la vigilancia de la solvencia y el adecuado control de los riesgos de las entidades participantes en el sistema;

- La protección de los consumidores de los servicios financieros, especialmente de aquellos más necesitados de esta protección, los consumidores minoristas, que, en general, no disponen de los conocimientos necesarios o de los recursos adecuados para actuar en este ámbito con las garantías suficientes.

En el primer objetivo, aunque siempre ha existido esta dimensión, la crisis actual ha puesto claramente de manifiesto la necesidad de una adecuada estabilidad del sistema financiero como tal, más allá del estado de salud de las entidades individuales, que ha sido tradicionalmente el objeto de la regulación y la supervisión financieras.

Esta realidad ha dado lugar al denominado riesgo sistémico, que puede definirse como lo hace el Reglamento 1092/2010, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea (UE) y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS): *un riesgo de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real.*

Una vez que se reconoce este riesgo, la supervisión macroprudencial tiene por objeto la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera que surge de la evolución del sistema financiero, y teniendo en cuenta la evolución macroeconómica, de modo que se eviten episodios de perturbaciones financieras generalizadas.

Hemos querido poner el énfasis en esta supervisión no solo por su novedad, sino, sobre todo, porque está pendiente de desarrollarse en España, que en estos momentos carece de una autoridad macroprudencial claramente definida

(disposición adicional 18 de la Ley 10/2014), independientemente de la atribución temporal de algunas competencias de este tipo al Banco de España (disposición transitoria 1 del Real Decreto 84/2015), y del ejercicio de las competencias macroprudenciales que posee el BCE respecto a las entidades significativas.

La reciente crisis financiera ha dado lugar a una intensa actividad reguladora que supone un cambio muy intenso sobre la situación preexistente, no solo por la profundidad de las modificaciones, sino por abarcar ahora ámbitos nuevos o que apenas estaban contemplados con anterioridad.

La protección del consumidor se justifica por el propio interés del sistema financiero, en quien no confiarían aquellos consumidores que no se sintieran debidamente protegidos por la regulación del sistema.

La crisis actual ha traído diversas iniciativas reguladoras para aumentar esa protección a la vista de las situaciones que se han dado en algunos países, y más concretamente en España. Dos han sido básicamente los ejes en los que dichas iniciativas se han traducido, como son el de los créditos hipotecarios, y el de malas prácticas en la distribución de determinados instrumentos financieros. En todo caso, el eje de la protección de los consumidores va más allá de la regulación, en la medida en que se ha traducido en una pérdida de reputación que exige una política más proactiva hacia los clientes.

Por otra parte, la crisis actual ha provocado la puesta en funcionamiento de instituciones nuevas, no previstas anteriormente, que lógicamente han exigido su propia normativa, al mismo tiempo que estas instituciones contribuyen a la emergencia de nueva regulación en el ejercicio de sus funciones.

No vamos a tratar específicamente en este trabajo toda esta normativa porque nos llevaría a una

extensión excesiva, pero conviene recordar que afecta a:

- La ya citada JERS y las Autoridades Europeas de Supervisión (AES: EBA, EIOPA o ESMA, por sus siglas en inglés).
- La unión bancaria, que en estos momentos tiene dos pilares, mientras sigue pendiente un posible fondo de garantía de depósitos europeo:
 - El Mecanismo Único de Supervisión (MUS), a cargo del BCE, que ya ha dado lugar a un desarrollo normativo específico muy completo, lo que no impide que se vaya ajustando a su evolución y necesidades.
 - El Mecanismo Único de Resolución (MUR), que descansa en la Junta Única de Resolución y en el Fondo Único de Resolución, que todavía debe desarrollarse.

Dado que la resolución de crisis bancarias no era un tema armonizado en la UE, salvo por sus implicaciones para las ayudas públicas, se ha procedido previamente a la aprobación de la Directiva 2014/59, sobre recuperación y resolución de bancos (BRRD, por sus siglas en inglés), que ha introducido un importante cambio en la atribución de los costes de la crisis hacia los inversores (*bail in*) desde el sector público (*bail out*), como se había venido haciendo hasta ahora. Sus consecuencias deben todavía comprobarse en la crisis de una entidad real importante, aunque en España tenemos alguna experiencia parcial debido al Memorándum de entendimiento suscrito con el resto de países de la eurozona para obtener fondos para solucionar la crisis de nuestro sistema bancario.

Por otro lado, la solución que se pretende dar a la crisis de un grupo de entidades italianas, que va por caminos diferentes al anterior, muestra las dificultades de poner en práctica un cambio tan radical, que eleva el coste para los accionistas e inversores de las entidades bancarias, dificultando su financiación.

También debe mencionarse que, dado que uno de los problemas detectados en la crisis ha sido la desigual aplicación de la regulación de la UE por parte de sus Estados miembros, dicha regulación se ha materializado en buena parte en reglamentos, que son obligatorios y directamente aplicables, en lugar de las tradicionales directivas, que no han desaparecido del todo.

Sin embargo, un reglamento puede dejar algunos de sus elementos al desarrollo de los Estados miembros o de sus autoridades, lo que se denominan las *opciones nacionales*, lo que ha dado lugar a una intervención del BCE, como autoridad competente del MUS para las entidades consideradas significativas en su ámbito, a regular de forma unificada las opciones que ha podido, aumentando así la regulación sobre este tema¹.

Complejidad e incertidumbres en los procesos regulatorios

Esas reflexiones, así como las que cabría realizar sobre la cantidad y calidad de la regulación, no se pueden separar de los procedimientos mediante los cuales se aprueba la regulación y del contexto en que esta se modifica.

La crisis actual ha exigido, y todavía requiere, muchas modificaciones normativas de diverso alcance, pero que, en general, suponen un cambio muy intenso sobre la situación preexistente, no solo por la profundidad de las alteraciones en

¹ Véase el Reglamento 2016/445 del Banco Central Europeo, de 14 de marzo de 2016, sobre el ejercicio de las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión, y la Guía del BCE sobre las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión, que no es un instrumento normativo (disponible en español en: https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/reporting/ecb_guide_options_discretions.es.pdf).

la regulación anterior, sino también por abarcar ahora ámbitos nuevos o que apenas estaban contemplados previamente, como es el caso de las remuneraciones o del riesgo de liquidez.

Independientemente de lo bien que pueda estar elaborada, por ejemplo en términos de su coherencia interna, la nueva regulación debe comprobar su eficacia en la realidad y, al igual que le sucedió con la antigua, motivo por el cual precisamente se cambia, es previsible que, más tarde o más temprano, tenga que modificarse si, a la postre, no funciona como se esperaba, o no es capaz de enfrentarse adecuadamente a problemas nuevos.

Esto no impide, sino todo lo contrario, que todo proyecto de regulación deba someterse a las pruebas de calidad que le sean posibles, por ejemplo en términos de:

- Ir acompañada de estudios de impacto, que intenten estimar sus efectos, tanto para las entidades afectadas como, muy especialmente, para la economía real. Estos estudios de impacto estarán basados en hipótesis que, como tales, no siempre se corresponderán con la realidad.
- Ser sometida a procesos de consulta por un tiempo razonable durante el cual las entidades afectadas, por sí mismas, o a través de sus asociaciones representativas, puedan alegar las observaciones que estimen oportunas. Estas deben ser evaluadas por el órgano regulador antes de aprobar las nuevas normas.

- Pasar por los controles que la propia regulación ha previsto, como es el caso, dentro de la que corresponde a la UE, del control de subsidiariedad por los parlamentos nacionales².

La Comisión Europea (CE) tiene activo un programa de mejor regulación, *Regulatory Fitness and Performance programme* (REFIT³), que a mediados de abril de 2016 se vio completado por un acuerdo interinstitucional sobre mejor regulación⁴ entre las tres principales instituciones de la UE sobre las que descansa la mayor parte de la normativa de primer nivel: Parlamento Europeo, Consejo de la UE y Comisión.

- Prever la normativa de desarrollo necesaria, con las delegaciones oportunas a la CE y, en su caso, el trabajo previo de alguna de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES⁵) a través de las correspondientes normas técnicas de regulación o de ejecución. Las primeras dan lugar a actos delegados y las segundas a actos de ejecución.

Esto último se fundamenta en el propio Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE), tras el Tratado de Lisboa, tal y como refleja el cuadro 1, que viene a configurar actualmente lo que había anticipado el enfoque Lamfalussy⁶, iniciado en el ámbito de los mercados de valores y posteriormente aplicado a todas las ramas de servicios financieros.

En todo caso, se trata de un enfoque que incrementa mucho el número de normas de la UE con respecto a la situación anterior para un mismo ámbito, pero no hay que olvidar el diferente nivel

² Protocolo nº 2, sobre la aplicación de los principios de subsidiariedad y proporcionalidad.

³ http://ec.europa.eu/smart-regulation/refit/index_en.htm

⁴ http://ec.europa.eu/smart-regulation/better_regulation/documents/iia_blm_final_en.pdf

⁵ Estas AES cuentan con sendos grupos de partes interesadas (consumidores y usuarios, entidades financieras, empleados, académicos, pequeñas y medianas empresas), a través de los cuales se fomenta la participación de las mismas en la preparación de este tipo de regulación.

⁶ Propuesto en el informe elaborado por *The committee of wise men on the regulation of European securities markets*, presidido por Alexandre Lamfalussy, de 15-2-2001, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

Cuadro 1

Actos delegados y de ejecución

Tipo de acto	Art. del TFUE	Objeto	Institución
Delegado	290	Adopción de actos no legislativos de alcance general que completan o modifican determinados elementos no esenciales de un acto legislativo, siempre que este delegue en la CE los poderes para ello	Comisión Europea
De ejecución	291	Otorgamiento por actos jurídicamente vinculantes de la UE de competencias de ejecución cuando se requieran condiciones uniformes de ejecución de dichos actos	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Comisión Europea ➤ Consejo de la UE – Casos específicos debidamente justificados – Política exterior y de seguridad común

Fuente: TFUE.

de esta normativa. En estos momentos, ya existe una profusión de normas de desarrollo de CRR/CRD IV, que no quiere decir que haya concluido dicho desarrollo, pero apenas ha comenzado la tarea con la resolución de crisis bancarias, sobre la que debemos ver más normas de este tipo en el inmediato futuro.

Los actos delegados tienen una característica que, generalmente, les hace ver la luz meses después de haber sido aprobados por la CE, sean originarios de esta o sean normas técnicas de alguna AES. Y es que deben ser convalidados por los dos colegisladores dentro de un plazo, sin lo cual no pueden ser publicados. Por consiguiente, se produce un retraso más o menos importante en su aplicación.

Por otra parte, no debemos olvidar que la mayor parte de la nueva regulación desarrollada en Europa está en principio coordinada a nivel mundial por el G-20, con el Financial Stability Board y el Basle Committee on Banking Supervision como instituciones encargadas de su desarrollo, pese a que ambas no tienen expresamente la capacidad de elaborar actos jurídicamente vinculantes. Esta realidad otorga, desde luego, una mayor legitimidad internacional, aunque no garantiza por sí misma su adecuación y coherencia.

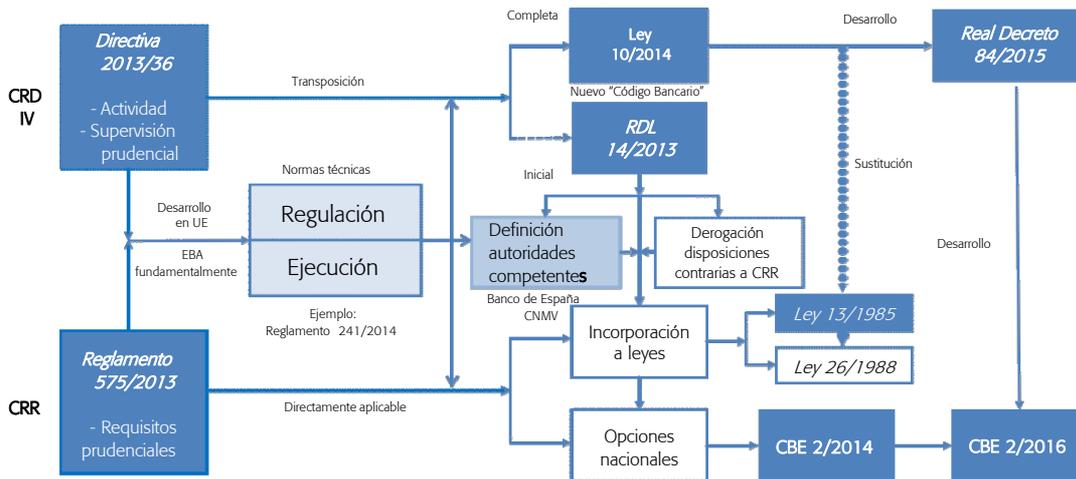
En el ámbito de la UE tenemos, en general, un doble nivel de regulación, el propiamente europeo y el correspondiente a los Estados miembros, lo que origina una dualidad de normas cuyas relaciones conviene tener muy en cuenta para comprender su alcance y sus relaciones mutuas. A tal efecto pueden ser útiles esquemas gráficos del tipo que incluimos en este trabajo para la regulación bancaria en general y de solvencia en particular (gráfico 1) y para la resolución de crisis de estas entidades (gráfico 2).

En estos momentos, no podemos decir que esta regulación vaya a concluir pronto, incluso cuando acaben los períodos transitorios previstos, por ejemplo, en Basilea III, que todavía tiene algunos temas por cerrar como la ratio de apalancamiento o la ratio de liquidez a medio plazo. Todo ello sin contar la emergencia de asuntos inicialmente no previstos, como el tratamiento adecuado de los riesgos soberanos, que tiene especial interés para los países de la eurozona y en particular para España.

Sí tenemos claro que cualquier nueva reforma reguladora, incluyendo la posibilidad de desmantelar o reducir algunos de los cambios efectuados, no debería hacerse sin la experiencia adecuada de los mismos y un análisis de las modificaciones que deberían introducirse.

Gráfico 1

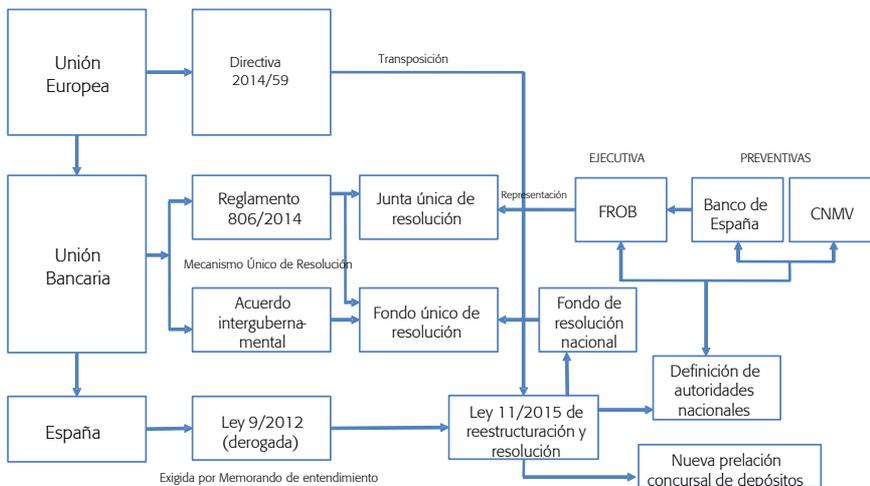
Normativa general y de solvencia de las entidades de crédito españolas



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 2

La resolución de entidades de crédito en España



Fuente: Elaboración propia.

Incertidumbre regulatoria en el actual marco de negocio bancario

A la luz de las consideraciones anteriores, no parece que en estos momentos pueda darse por concluida la nueva regulación destinada a paliar los efectos de la crisis y evitar en lo posible su repetición en el futuro. Aunque se ha avanzado mucho

en los últimos años, quedan todavía importantes aspectos por desarrollar y, al mismo tiempo, algunas de las normas no han sido testadas frente a la realidad, todo lo cual implica novedades normativas durante un tiempo.

Ello da lugar a importantes incertidumbres en cuanto a la evolución futura de la regulación, y

muy especialmente de algunos desarrollos reglamentarios en los que puedan existir diferencias de interpretación de algunos parámetros clave, como analizaremos en esta sección. Esa incertidumbre no es buena para la valoración de las entidades financieras, ni mucho menos para su capacidad de atraer nuevos capitales, especialmente en un contexto de negocio fuertemente cuestionado, al convivir escenarios de no crecimiento de negocio con tipos de interés en cero o incluso negativos.

Tipos de interés a cero, y mucho más en negativo, son extraordinariamente dañinos para el negocio bancario, en la medida en que la reprecación a la baja en el interés cobrado de los préstamos no es íntegramente trasladable a la retribución pagada por los pasivos, especialmente en los constituidos por depósitos de familias y empresas, lo cual ejerce una intensa presión a la baja sobre el margen de intermediación.

Esa vulnerabilidad de los bancos –y también de las compañías de seguros– ante tipos de interés en terreno negativo ha sido objeto de debate en las ruedas de prensa del Banco Central Europeo cada vez que en los últimos meses llevaba a cabo descensos adicionales de tipos de interés. La respuesta que el presidente del BCE venía dando a interpelaciones sobre dicha vulnerabilidad era, por un lado que el BCE no tiene como mandato ayudar a los márgenes bancarios, y por otro, que esa vulnerabilidad no es generalizada, y varía de unos países a otros en función del modelo de negocio y de la sensibilidad relativa de activos y pasivos a tipos cero o negativos.

La incertidumbre regulatoria no es buena para la valoración de las entidades financieras, ni mucho menos para su capacidad de atraer nuevos capitales, especialmente en un contexto de negocio de bajo crecimiento y con tipos de interés cero o incluso negativos.

Pues bien, el Fondo Monetario Internacional ha abordado de forma directa esa vulnerabilidad, y en su *Global Financial Stability Report* (GFSR)⁷

lleva a cabo un ejercicio de simulación para saber cuáles son los sistemas bancarios más expuestos a ese escenario de tipos negativos, y qué margen de actuación tendrían de cara a contrastar esos efectos con crecimiento del crédito.

La vulnerabilidad será tanto mayor cuanto más sensible a los tipos de referencia sea la rentabilidad del activo, y cuanto más insensible sea el coste de los pasivos; y desgraciadamente el sistema bancario español sale entre los más perjudicado por ambos lados, al contar con un elevado peso de activos (sobre todo préstamos hipotecarios) con retribución vinculada a los tipos de referencia, y con un elevado peso de depósitos de hogares y empresas, en los que puede resultar extraordinariamente difícil cruzar a la baja la barrera del tipo de interés cero.

Los bancos europeos incluidos en el Eurostoxx han perdido un 17% de su valor desde el inicio de 2016, casi el doble de lo perdido por el agregado del índice (un 9%).

La constatación del entorno de negocio bancario extraordinariamente difícil en toda Europa, que sin duda ha cobrado mucha mayor carta de naturaleza en el arranque del presente año, se pone de manifiesto al analizar el comportamiento bursátil de los bancos, en relación al observado por otros sectores de actividad. El gráfico 3 ilustra cómo los bancos europeos (incluidos en el índice Eurostoxx) han perdido un 17% de su valor desde el inicio de 2016, es decir casi el doble de lo perdido por el agregado del índice (un 9%).

Dicho peor comportamiento diferencial de los bancos europeos respecto a otros sectores es sin duda el reflejo de cómo el negocio bancario se ve mucho más afectado por un contexto económico débil, y escenario de tipos cero, que probablemente es beneficioso para el resto de sectores.

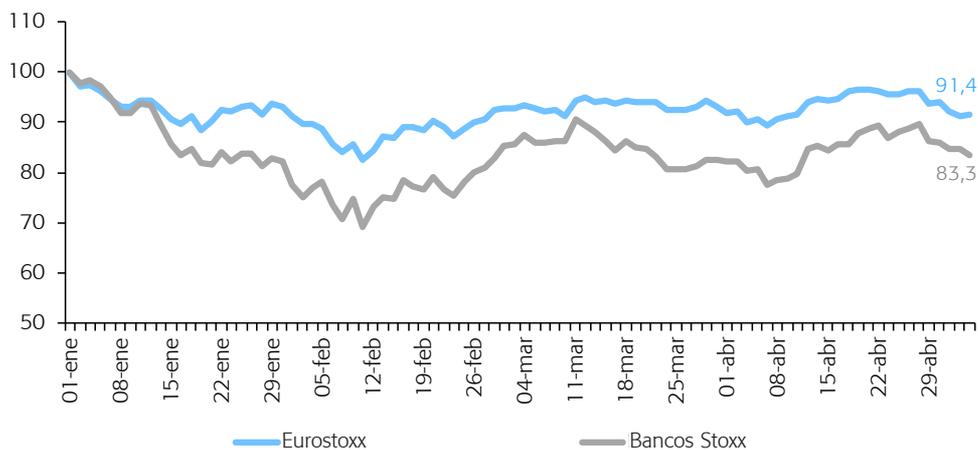
En dicho marco general desfavorable para el negocio bancario, estamos interesados en inferir si

⁷ <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2016/01/pdf/text.pdf>.

Gráfico 3

Valoración relativa - Bancos versus Eurostoxx

(Base 100 = 1/1/2016)



Fuente: Factset, Afi.

la valoración bursátil de los bancos se ve adicionalmente afectada por los cambios en la regulación bancaria, así como la incertidumbre asociada a la misma. Para ello consideramos apropiado diferenciar entre países, con especial énfasis en aquellos que han experimentado –o todavía lo están haciendo– mayores cambios regulatorios y/o incertidumbres asociadas a la implantación de los mismos, fundamentalmente Italia y Alemania por las razones que más adelante explicamos.

Los gráficos 4a, 4b, 4c y 4d muestran el comportamiento diferencial en Bolsa de los bancos versus el respectivo índice general, en los cuatro grandes países de la eurozona, es decir Alemania, Francia, Italia y España. En primer lugar cabe destacar, como patrón general, que en todos ellos el comportamiento diferencial de los bancos es más adverso que el índice general. De hecho, el índice general muestra una evolución muy similar en Alemania, Francia y España (caídas en torno al 7%-9%), y tan solo Italia muestra una evolución general más desfavorable, con descenso del 16%.

La valoración de los bancos, sin embargo, sí que muestra dos perfiles claramente diferentes

en los cuatro grandes países de la eurozona, y en nuestra opinión tiene mucho que ver con los cambios e incertidumbres sobre la regulación bancaria.

La menor pérdida de valor relativa tiene lugar en los bancos españoles, un 14%, seguida muy de cerca por los bancos franceses, que pierden un 17%. No deja de ser paradójico que, siendo el sistema bancario español el más sensible a tipos de interés cero o negativos, como hemos mencionado anteriormente al analizar el informe del

Los bancos españoles se encuentran entre los que han sufrido una menor pérdida de valor (un 14%, frente al 17% de los franceses, el 31% de los alemanes y el 38% de los italianos). Una posible explicación descansaría en que son los que mayor esfuerzo de saneamiento han realizado desde el inicio de la crisis, lo que les deja menos expuestos a cambios regulatorios que impongan medidas adicionales de capitalización.

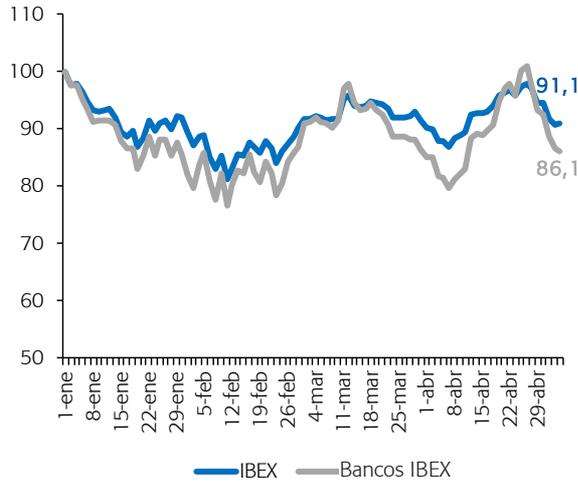
FMI, sea el que menos ha sido castigado por los mercados en cuanto a su valoración rela-

Gráfico 4

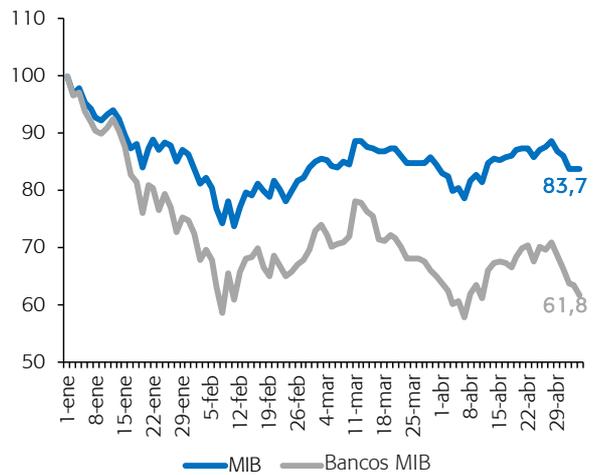
Valoración relativa - Bancos versus índices nacionales

(Base 100 = 1/1/2016)

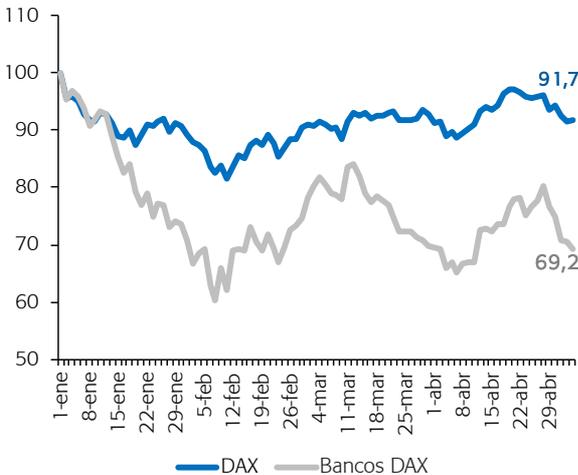
4.a - España



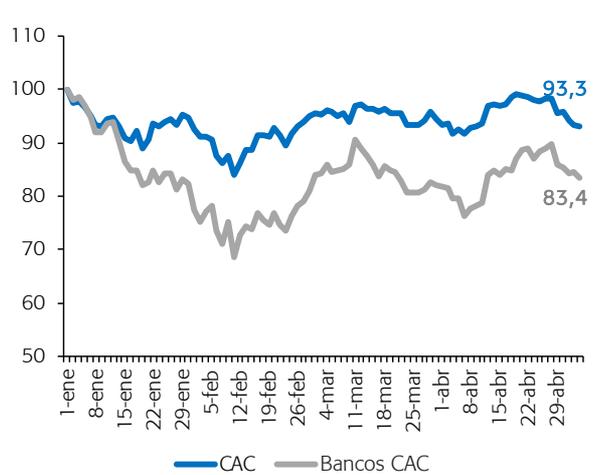
4.b - Italia



4.c - Alemania



4.d - Francia



Fuente: Factset, Afi.

tiva. Una posible explicación a tal paradoja descansaría en que el sistema bancario español es el que más esfuerzo de saneamiento previo ha hecho desde el inicio de la crisis, lo que probablemente le deja actualmente menos expuesto a cambios regulatorios que impongan medidas adicionales de capitalización y/o incertidumbres en cuanto a riesgos a soportar en tales casos por los accionistas y otros inversores en general.

Dejando de lado el caso francés, cuya evolución relativa ha sido muy similar a la española,

cabe destacar el fuerte impacto adverso en la valoración bursátil de los bancos alemanes e italianos, que han perdido un 31% y 38%, respectivamente, desde el inicio del año. En nuestra opinión, ese adverso comportamiento diferencial en esos países está estrechamente relacionado con el impacto de varios cambios regulatorios, con efectos especialmente intensos sobre los bancos de Italia y Alemania, y que arrastran importantes elementos de incertidumbre en cuanto a su efectiva implantación, y por tanto en su efecto potencial sobre los bancos afectados.

Con el inicio de 2016 entraban en vigor una serie de novedades regulatorias que cambian radicalmente las reglas del juego en cuanto a riesgo asumido por los inversores en diferentes instrumentos financieros emitidos por los bancos.

Ese cambio en las “reglas del juego” descansa en dos principios básicos. En primer lugar, que el coste de futuras crisis bancarias sea soportado por los diferentes tipos de inversores en los bancos con problemas, en vez de por los contribuyentes, como ha sido el caso en la reciente crisis. Es decir, pasar de un esquema de *bail-out* a uno de *bail-in* en la resolución de bancos con problemas.

Junto a ello, y desde el principio básico de regulación macroprudencial anteriormente analizado, la imposición de límites a los importes distribuibles por parte de las entidades de crédito (el principio conocido como *Maximum Distributable Amounts*, o MDA), y en particular restricciones al pago de dividendos a las acciones, o de cupones a las obligaciones contingentemente convertibles (los denominados CoCos, que recientemente se han erigido como el principal instrumento de reforzamiento del capital, en la categoría de *Additional Tier 1*).

Pues bien, el inicio del año ha puesto de manifiesto dos casos claramente ilustrativos de los problemas que cambios tan radicales, y sobre todo con incertidumbres en cuanto a su implantación operativa, puede traer consigo: Italia y Alemania son, respectivamente, ejemplos de los efectos colaterales del primero y segundo de los dos principios mencionados (*bail-in* y MDA).

En el caso italiano, la constatación de que su sistema financiero afronta unas elevadas necesidades de saneamiento (sus créditos morosos se elevan a 350.000 millones de euros, frente a los 130.000 en el caso español, siendo los dos sistemas bancarios similares en tamaño), emerge justo cuando entra en vigor el nuevo marco de resolución bancario en Europa, desde el pasado uno de enero. De acuerdo con dicho marco, cualquier tipo de apoyo público al saneamiento bancario en Italia (sea mediante recapitalización, o avales en la

creación de un “banco malo” al que traspasar los activos dudosos) requiere previamente un ejercicio completo de *bail-in* en el que los inversores (en acciones, en primer lugar, pero a continuación en bonos convertibles, y eventualmente en bonos sénior) en los bancos afectados, incurrirían en importantes pérdidas.

El caso de Deutsche Bank constituye un fiel exponente de la exposición a un cambio regulatorio drástico y que incorpora importantes dosis de incertidumbre en su concreción operativa.

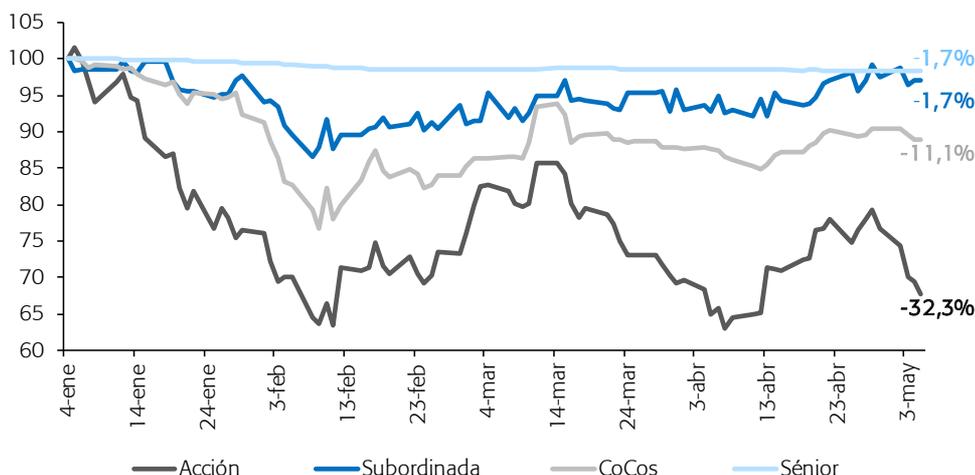
Bajo dicho marco, los intentos del Gobierno de Italia de someterse al procedimiento de “ayudas de Estado”, pasa por un esquema de “mutualización de pérdidas”, en el que los bancos buenos apoyarían a los malos mediante vehículos para capitalizar a estos últimos. En tal caso, las pérdidas a los tenedores de valores bancarios no se circunscribirían a los bancos con problemas sino al conjunto del sistema, de tal manera que los accionistas de los “bancos buenos” pasarían a soportar indirectamente las pérdidas de los malos, para evitar un masivo *bail-in* en valores sénior (bonos, o incluso depósitos) de los bancos más problemáticos. En nuestra opinión, es ese riesgo de generalización de pérdidas en el accionariado de la totalidad de la banca italiana lo que está detrás de las importantes pérdidas de valor registradas en las acciones de todos los bancos cotizados de dicho país.

En el caso alemán, por su parte, los problemas relacionados con la nueva regulación, e incertidumbres sobre la misma, están mucho más acotados al mayor banco de dicho país, Deutsche Bank (DB). Presionado por las crecientes exigencias de capital, sobre todo para cumplir una ratio de apalancamiento en el que dicho banco sistemáticamente ha estado muy por debajo de los estándares internacionales, DB ha sido desde el inicio de la crisis uno de los más activos emisores de instrumentos de capital contingentes (CoCos o AT1), con un importe vivo cercano a 5.000 millones al cierre de 2015. En dicho contexto, DB anun-

Gráfico 5

Deutsche Bank: pérdida de valor de acciones y otros valores

(Base 100 1/1/2016)



Fuente: Factset, Afi.

ciaba en febrero unas elevadas pérdidas (más de 5.000 millones) correspondientes al ejercicio de 2015, motivadas en gran medida por sanciones y provisiones relacionadas con actuaciones poco ortodoxas en mercados mayoristas (manipulación de índices, etc.).

Con independencia del carácter extraordinario de dichas pérdidas, no extrapolable al potencial de negocio futuro de DB, lo cierto es que ponían en tela de juicio la capacidad de dicho banco para hacer frente al pago de cupones sobre sus CoCos, provocando una auténtica estampida en el mercado para dicho instrumentos, que registraba una intensa caída en precio, pero sobre todo un auténtico colapso en su actividad de nuevas emisiones. De hecho, y como muestra el gráfico 5, no solo los mencionados CoCos, sino la totalidad de instrumentos financieros emitidos por DB registraban descensos en su valoración.

El temor a esa generalizada contaminación a instrumentos financieros (CoCos, subordinadas, bonos sénior) hasta ahora considerados seguros llevó a la dirección de DB a tomar decisiones de recompra de dichos instrumentos, con el fin

de frenar el riesgo de contagio. Pero esa recompra implica trasladar un mayor riesgo de absorción de pérdidas a los accionistas, como así lo refleja la evolución de unos y otros tipos de instrumentos financieros. La recuperación registrada en CoCos y subordinadas se ha visto compensada por una recaída en el precio de las acciones, que se dejan más de un 32% en lo que va de año. El elevado peso de DB en el índice bancario alemán, pero también un cierto efecto "barbas del vecino", según el cual otros bancos de dicho país podrían enfrentarse a una situación similar, estaría detrás de ese generalizado descenso en la valoración bursátil de los bancos de dicho país, y sin duda constituye un fiel exponente de la exposición a un cambio regulatorio drástico, y que incorpora importantes dosis de incertidumbre en su concreción operativa, en cuanto a posición relativa a la hora de soportar los riesgos.

Referencias

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (Afi) (2015), *Guía del sistema financiero español*, 7ª edición, dirigida por D. MANZANO y F.J. VALERO, patrocinada por Funcas.

Referéndum de Reino Unido sobre la permanencia en la UE: consecuencias para las economías británica, de la UE y española

Nick Greenwood*

El referéndum de Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea tiene consecuencias económicas y políticas que se extienden más allá de sus fronteras. Un resultado a favor de abandonar la UE (*Brexit*) podría tener importantes repercusiones económicas, además de poner en entredicho el proyecto global de la Unión. La economía española no es inmune a estos efectos. Los flujos de personas –tanto del turismo como migratorios–, así como las interconexiones financieras, son especialmente intensos entre ambos países.

El 23 de junio, Reino Unido celebrará un referéndum para decidir si continúa siendo miembro de la Unión Europea (UE). Como segunda mayor economía de la UE, si Reino Unido decide marcharse (*Brexit*), las consecuencias económicas, tanto para el propio país como para el conjunto de la UE, podrían ser de gran calado. En este artículo analizamos los principales factores que podrían determinar el resultado del referéndum y las posibles consecuencias económicas tanto para Reino Unido como para el conjunto de la UE. Para terminar, nos centraremos en las conexiones entre las economías británica y española.

Factores que influyen en el resultado

Parece que el referéndum de Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea será un proceso muy reñido. Los sondeos de opinión

señalan una estrecha diferencia entre los que están a favor de permanecer y los que prefieren marcharse, y alrededor del 15%-20% de los votantes siguen indecisos. Los mercados financieros, por el contrario, tienen una percepción más optimista sobre las perspectivas de que Reino Unido decida permanecer en la UE.

El debate sobre la pertenencia de Reino Unido a la UE viene a sustituir una discusión más amplia en torno a los costes y los beneficios de la globalización. Reino Unido está particularmente expuesto a la globalización, ya que tiene una economía abierta que ha seguido un programa liberal muy favorable al mercado.

Los sondeos de opinión sugieren que existen cuatro grupos principales de argumentos que permitirán determinar el sentido del voto del electo-

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Problemas señalados como importantes a la hora de decidir el voto en el referéndum

(En porcentaje)



Fuente: Ipsos Mori, Afi

rado (véase el gráfico 1). Por un lado están los *argumentos de índole económica*, relativos a si la economía de Reino Unido y la situación económica personal de los ciudadanos se verán beneficiadas o perjudicadas en caso de que el país abandone la UE o decida permanecer. También están los *argumentos sobre la inmigración*, que se centran en si Reino Unido tendrá mayor o menor capacidad de controlar la entrada de inmigrantes procedentes de la UE o de otras regiones. Los *argumentos sobre la soberanía* se refieren a si Reino Unido será capaz de ejercer mayor o menor control sobre las políticas que afectan al país dentro o fuera de la UE. Por último están los *argumentos sobre la influencia*, es decir, si la voz de Reino Unido se oíría más dentro o fuera de la UE.

Los sondeos sugieren que los argumentos de índole económica y sobre inmigración son especialmente importantes para los electores a la hora de decidir la dirección de su voto y, por tanto, constituyen el campo de batalla para la actual campaña sobre el *Brexit*. El gráfico 2 resume los principales argumentos esgrimidos por los defensores y los detractores de la salida de Reino Unido.

El principal reto para la campaña a favor de la permanencia es motivar a los electores para que

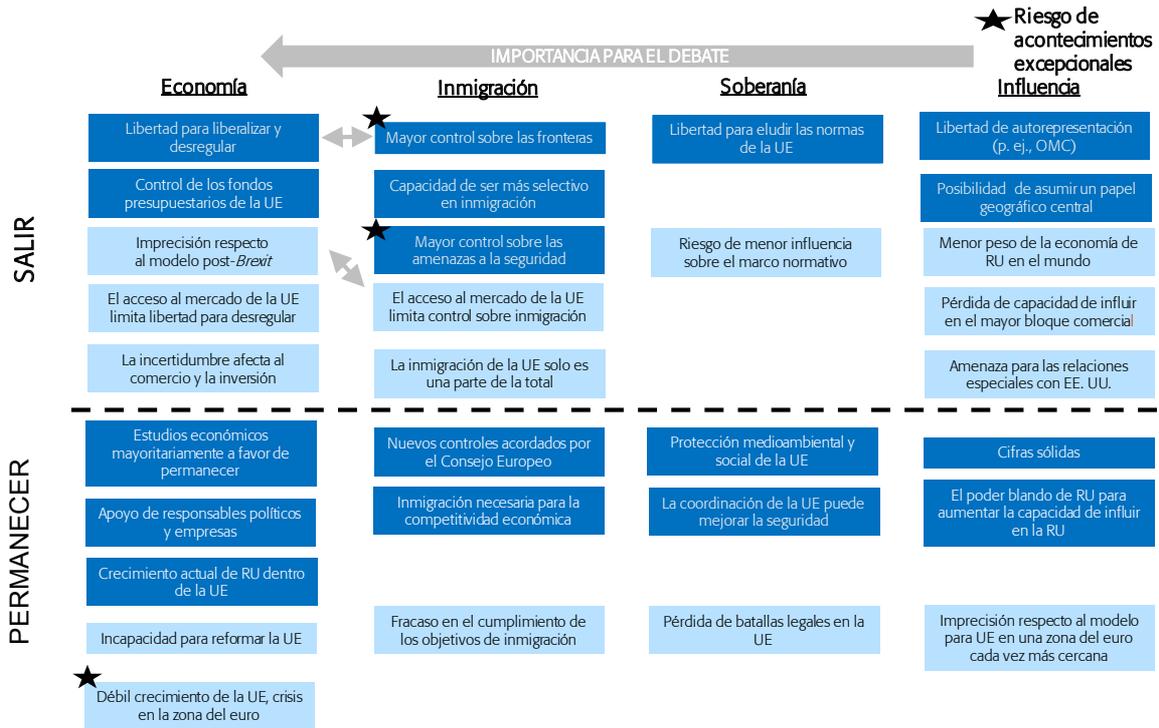
apoyen un *status quo* que muchos consideran imperfecto. En lugar de glorificar los méritos de la Unión Europea, los defensores de la permanencia se dedican a subrayar los riesgos económicos asociados a una salida de la UE (el llamado “proyecto miedo”).

Los sondeos sugieren que los argumentos de índole económica y sobre inmigración son especialmente importantes para los electores y constituyen, por tanto, el campo de batalla para la actual campaña sobre el Brexit.

Por el contrario, los que apuestan por la salida se enfrentan al reto de explicar una alternativa coherente que mejore la posición global de Reino Unido con respecto al *status quo*. Los defensores de abandonar la Unión Europea se centran en la (hipotética) mayor libertad que tendría Reino Unido para controlar los flujos de inmigración, así como para eliminar la regulación indeseada de la UE, negociar acuerdos de libre comercio y repatriar las contribuciones de Reino Unido al presupuesto de la UE.

Gráfico 2

Principales argumentos esgrimidos en el debate sobre el *Brexit*



Fuente: Afi.

Consecuencias económicas para Reino Unido

La interacción de estos argumentos se recoge en numerosos estudios publicados en los últimos meses, en los que se analizan las posibles repercusiones del *Brexit* para la economía de Reino Unido (véase el gráfico 3).

Estos estudios llegan a la conclusión de que la incertidumbre a corto plazo, justo antes y después del referéndum sobre el *Brexit*, perjudicará a la economía británica al lastrar la confianza, posponer las decisiones de inversión y generar una fuerte volatilidad financiera.

A medio plazo, la volatilidad financiera podría tener consecuencias más graves para la economía real, a medida que el endurecimiento de las con-

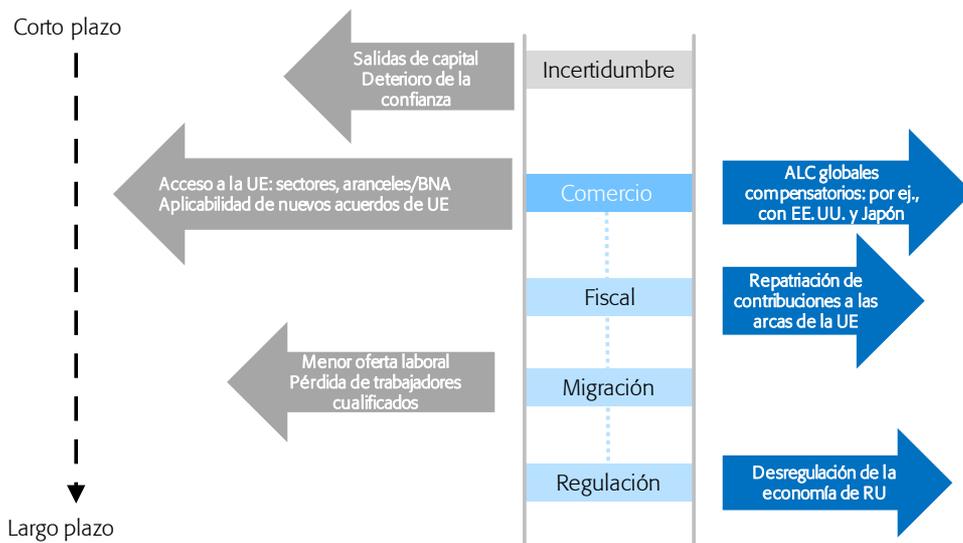
diciones financieras y la caída de la confianza se trasladan a la actividad y los agentes económicos afronten mayor incertidumbre (por ejemplo, en relación con las normas en materia de comercio).

No obstante, las consecuencias a más largo plazo dependerán del grado en que las relaciones comerciales de Reino Unido con la UE se vean permanentemente alteradas y de si Reino Unido es capaz de adoptar medidas compensatorias (por ejemplo, mediante la desregulación, la repatriación de fondos del presupuesto de la UE y la celebración de acuerdos de libre comercio con otras regiones). Esto será lo que en última instancia determine el impacto sobre el crecimiento y la competitividad a largo plazo de la economía británica.

En términos generales, la mayoría de los análisis económicos llegan a la conclusión de que el

Gráfico 3

Factores que influyen en el impacto económico del *Brexit* sobre la economía de Reino Unido



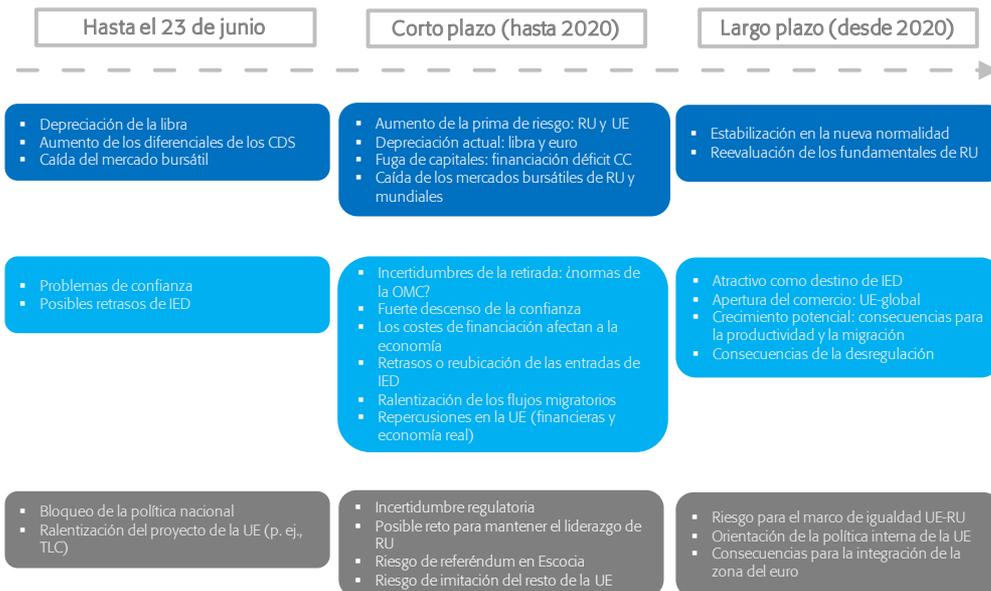
Fuente: Afi.

Brexit posiblemente tenga consecuencias negativas a largo plazo para la economía de Reino Unido (gráfico 4). Aunque las estimaciones varían,

el consenso general parece señalar un impacto a largo plazo estimado de una caída del PIB de entre el 1% y el 3% respecto a un escenario de refe-

Gráfico 4

Resumen de las principales consecuencias económicas del *Brexit*



Fuente: OECD, Afi.

Gráfico 5
Modelos de acceso a los mercados de la UE y obligaciones correspondientes

	Acceso al mercado único de bienes y servicios			Obligaciones		Influencia
	Comercio exento de aranceles	Unión aduanera y comercio exterior	Marco de igualdad/BNA	Otras políticas y regulación	Contribuciones económicas	
UE	Total	Total. Sin costes aduaneros. Acceso a los ALC de la UE	Total	Todas	Todas	Total
Situación actual de RU	Total	Total. Sin costes aduaneros. Acceso a los ALC de la UE	Total	Todas, pero no miembro de la zona euro	Total, pero con cheque británico	Total
EEE (Noruega)	Sigue habiendo aranceles para productos agrícolas y pesqueros	Ninguno. Existencia de costes aduaneros. Sin acceso a los ALC de la UE	Los productos agrícolas y pesqueros no están sustancialmente cubiertos	Acepta la mayoría de normas de la UE, incluida la libre circulación de personas	Contribuyente parcial	Ninguna
	Ciertos aranceles sobre productos agrícolas	Ninguno. Existencia de costes aduaneros. Sin acceso a los ALC de la UE	Minimiza las BNA en áreas cubiertas. Cobertura limitada de servicios. Ningún pasaporte para servicios financieros.	Normas de la UE en sectores cubiertos. Participación en la libre circulación de personas	Contribuyente parcial	Ninguna
Acuerdos bilaterales	De aplicación solo en productos manufacturados y productos agrícolas procesados	Sin costes arancelarios para productos manufacturados. Obligación de alinear la política comercial	Retirada de la mayoría de barreras para comercio de bienes. Sin acceso a pasaporte para servicios o servicios financieros.	Adopción de normativas de la UE sobre productos, compromiso con normas de competencia equivalentes	Receptor de ayudas de la UE	Ninguna
	Algunos aranceles sobre productos agrícolas, aranceles transitorios sobre productos manufacturados	Ninguno. Existencia de costes aduaneros. Sin acceso a los ALC de la UE	Liberalización parcial de los servicios. Sin pasaporte para servicios financieros	Las empresas que comercian con la UE cumplen las normativas de la UE. Aplicación de acuerdos internacionales	Ninguna	Ninguna
Pertenencia a la OMC	Aplicación de aranceles exteriores de la UE	Ninguno. Existencia de costes aduaneros. Sin acceso a los ALC de la UE	Normas internacionales. Sin pasaporte para servicios financieros	Las empresas que cumplen con la UE cumplen las normativas de la UE. Aplicación de acuerdos internacionales	Ninguna	Ninguna

Fuente: Afi a partir de información del Departamento del Tesoro.

rencia –suponiendo un resultado razonable en las negociaciones entre Reino Unido y la UE– .

Los análisis económicos concluyen que la incertidumbre a corto plazo perjudicará a la economía británica, al lastrar la confianza, posponer las decisiones de inversión y generar una fuerte volatilidad financiera.

La disyuntiva a la que tendría que enfrentarse Reino Unido entre aumentar su libertad de acción y seguir teniendo acceso a los mercados de la UE respalda estas conclusiones. En 2015, la UE representaba alrededor de un 44% de las exportaciones de bienes y servicios de Reino Unido.

Tal y como muestra el gráfico 5, los países con mayor nivel de acceso a los mercados de la UE, como Noruega, deben cumplir la mayoría de las normas de la UE, incluido aceptar la libre circulación de personas y contribuir al presupuesto de la Unión. A su vez, tienen una influencia mucho menor sobre la formulación de dichas normas.

Otros países con acuerdos bilaterales de comercio con la UE, como es el caso de Suiza, Canadá o Turquía, entran en una categoría de países con mayor libertad de movimientos que se ve contrarrestada por un menor acceso a los mercados de la UE. En el lado más extremo se encuentra la pertenencia a la Organización Mundial de Comercio (OMC), donde Reino Unido estaría básicamente exento del cumplimiento de las normas de la UE, pero sí estaría sujeto a los aranceles y costes aduaneros de la Unión.

En general, los análisis económicos parecen apoyar la campaña a favor de la permanencia, una postura que se habría visto reforzada con las advertencias de índole económica lanzadas por varias organizaciones internacionales, como el FMI¹ y la OCDE² . Por el contrario, la campaña a favor de abandonar la UE se enfrenta al reto de expli-

car un modelo alternativo que minimice los costes económicos que acarrearía un menor acceso a los mercados de la Unión, y que a su vez incremente la libertad de actuación de Reino Unido.

Consecuencias para la UE

Las consecuencias económicas y políticas en caso de que Reino Unido abandone la UE van más allá de la pérdida de un Estado miembro que representa el 17,6% del PIB de la zona. Se distinguen varios canales por los que los Estados miembros de la UE se verían afectados en distintos grados:

A largo plazo, otras capitales financieras de la UE podrían intentar competir con Londres, sobre todo si Reino Unido ya no puede emitir un pasaporte que ofrezca a las entidades financieras de terceros países acceso automático a la UE. Sin embargo, reproducir el ecosistema del sector financiero londinense no será sencillo.

- **Canal del comercio:** La UE mantiene un superávit comercial con Reino Unido de alrededor del 0,8% del PIB de la zona. El superávit se sostiene por la demanda de bienes por parte de Reino Unido; sin embargo, la UE mantiene un déficit con Reino Unido en la balanza de servicios, principalmente debido a la fortaleza del sector financiero de este último (gráficos 6a y 6b).

A corto plazo, la depreciación de la libra y la menor confianza de los consumidores podrían afectar a la demanda de Reino Unido de importaciones procedentes de la UE. A largo plazo, todo acuerdo comercial que introduzca aranceles y barreras no arancelarias perjudicaría a los flujos comerciales entre estas economías, con consecuencias negativas para ambas partes (aunque serían más acusadas para Reino Unido, ya que la UE representa el 44% de sus exportaciones,

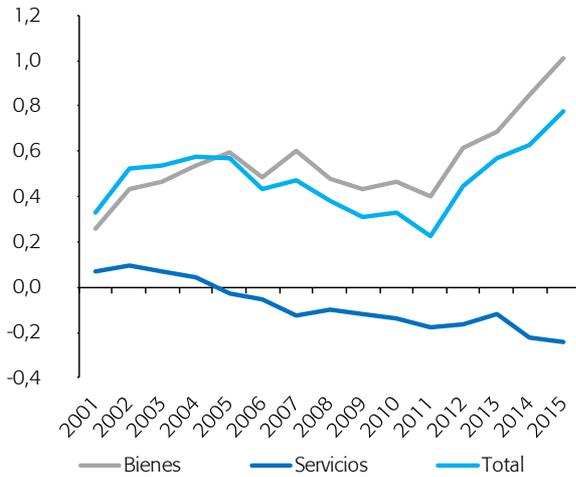
¹ PEM del FMI (abril de 2016): <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

² <http://www.oecd.org/economy/to-brex-it-or-not-to-brex-it-a-taxing-decision.htm>

Gráfico 6a

Balanza comercial de la UE con Reino Unido

(En porcentaje del PIB de la UE)



Fuente: Eurostat, Afi.

mientras que Reino Unido representa en torno al 16% de las exportaciones de bienes de la UE). Con el tiempo, puede que otras economías de la UE estén en condiciones de sustituir las exportaciones de RU, especialmente en el sector servicios, aunque posiblemente a un coste mayor.

- **Canal de la inversión exterior directa (IED):** Reino Unido es el primer destino de los flujos de IED que entran en la UE; la mitad de las sedes europeas de las empresas de países no pertenecientes a la UE se encuentran en el país (según datos del Gobierno británico³). También es uno de los principales mercados para los flujos de IED que salen de los Estados miembros de la UE, especialmente en los sectores de automoción, suministros y minería e industrias extractivas.

La depreciación de la libra y la menor confianza podrían debilitar las remesas de las inversiones de la UE en Reino Unido y

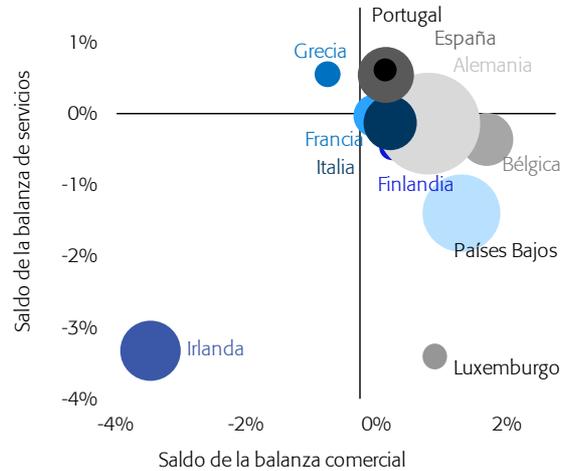
³ Gobierno de Reino Unido, *Review of the Balance of Competences between the UK and the EU: The Single Market*, junio de 2013.

⁴ CEP *Brexit Analysis No. 3: The impact of Brexit on foreign investment in the UK*, <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/brexit03.pdf>

Gráfico 6b

Distribución de la balanza comercial de los principales países de la UE con Reino Unido

(En porcentaje del PIB nacional)



Fuente: Macrobond, Afi.

generar riesgos de contagio si el PIB británico se contrae. A largo plazo, Reino Unido podría perder su atractivo como destino de IED. Un reciente estudio elaborado por CEP⁴ estimaba que abandonar la UE podría reducir los flujos entrantes de IED en torno a un 22%. No obstante, la capacidad de otras economías de la UE de atraer IED también dependerá de las medidas compensatorias que adopte Reino Unido (por ejemplo, reduciendo la regulación y la tributación). El *Brexit* también podría reducir el atractivo del mercado de la UE en su conjunto para los inversores extranjeros.

- **Canal financiero:** Los bancos de la UE tienen inversiones en el sistema bancario de Reino Unido por valor de 1,3 billones de dólares, según datos del Banco de Pagos Internacionales (gráfico 7). Reino Unido también es un centro financiero clave para la financiación mayorista y de empresas de gran capitalización de la UE. El 78% de las operaciones en

el mercado de divisas tienen lugar en Reino Unido⁵.

Los bancos de la UE con exposición a Reino Unido podrían enfrentarse a riesgos de contagio mediante un incremento de la ratio de morosidad y menores contribuciones a sus cuentas de resultados de las operaciones con Reino Unido. En un escenario de corrección extrema del PIB, también podría ser necesario transferir capital a entidades británicas. A largo plazo, otras capitales financieras de la UE, como Fráncfort y París, podrían intentar competir con Londres, sobre todo si Reino Unido ya no puede emitir un pasaporte que ofrezca a las entidades financieras de terceros países acceso automático a la UE. Sin embargo, reproducir el ecosistema del sector financiero londinense (jurídico, de tecnologías de información, etcétera) no será sencillo y podría provocar un incremento a corto plazo de los costes

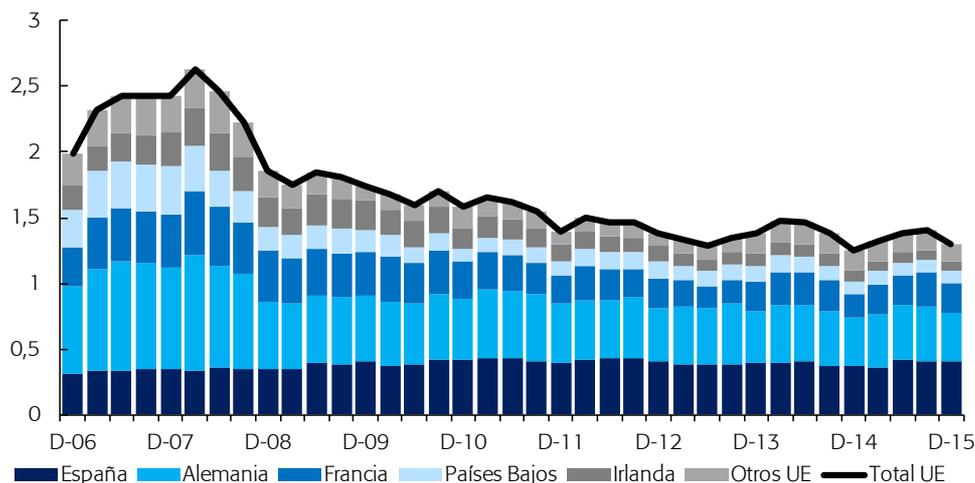
de financiación para las empresas de la UE. Además, los bancos transnacionales podrían verse afectados por unos requisitos regulatorios divergentes.

- **Consideraciones estratégicas:** Reino Unido detenta un considerable poder tanto *soft* como *hard*. Según el Instituto Elcano⁶, es el país que más contribuye a la proyección global de la UE. Cuenta con el quinto mayor presupuesto de defensa después de EE. UU., China, Arabia Saudí y Rusia. Reino Unido también es contribuyente neto al presupuesto de la UE y es un miembro importante del bloque liberal en el seno de la Unión. El *Brexit* podría reducir la capacidad de las economías con mentalidad liberal de influir en la política de la UE, pudiendo dar lugar a un modelo más intervencionista.
- **Consideraciones políticas:** Por último, dado el creciente descontento con la UE, tanto en

Gráfico 7

Inversiones de bancos de la UE con contrapartes de Reino Unido

(Billones de dólares)



Fuente: Eurostat, Afi.

⁵ *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives*, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/517415/treasury_analysis_economic_impact_of_eu_membership_web.pdf

⁶ Informe Elcano de presencia global 2015: <http://www.19.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2015/15494es.pdf>

Cuadro 1

Principales elecciones en la UE en los próximos dos años

Fecha	País	Votos del partido euroescéptico (%)
26 de junio de 2016	España (Parlamentarias)	POD e IU: 20-25
Marzo de 2017	Países Bajos (Parlamentarias)	PfF: 17-20
Abril de 2017	Francia (Presidenciales)	FN: 25-30*
Septiembre de 2017	Alemania (Parlamentarias)	AfD: 10-14
Febrero 2018	Italia (Parlamentarias)	5*M: 25-28 LN: 14-15

Nota: * Elecciones presidenciales.

Fuente: Afi.

las economías centrales como en las periféricas (gráfico 8), el *Brexit* podría servir de ejemplo para que otros países sigan caminos semejantes. A este respecto, el auge de los partidos euroescépticos en varios países de la UE podría ofrecer el vehículo mediante el cual otros Estados miembros traten de perfilar sus propios acuerdos con la UE o incluso convocar referéndums. Por otro lado, una

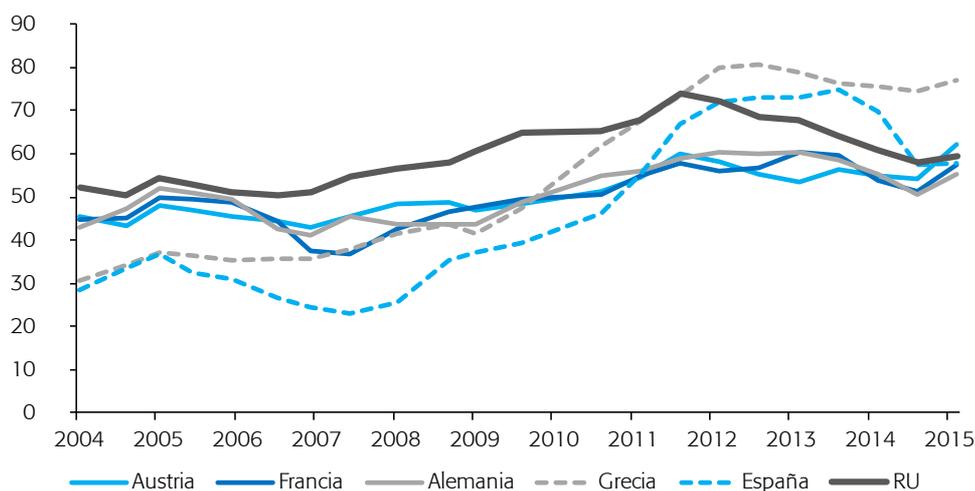
salida de Reino Unido podría dar un impulso a la integración, especialmente en ámbitos donde la resistencia de Reino Unido había sido anteriormente un obstáculo, como es el caso de la política social.

Conexiones entre Reino Unido y España

Gráfico 8

Proporción de encuestados que tienden a "no confiar" en la UE

(En porcentaje)



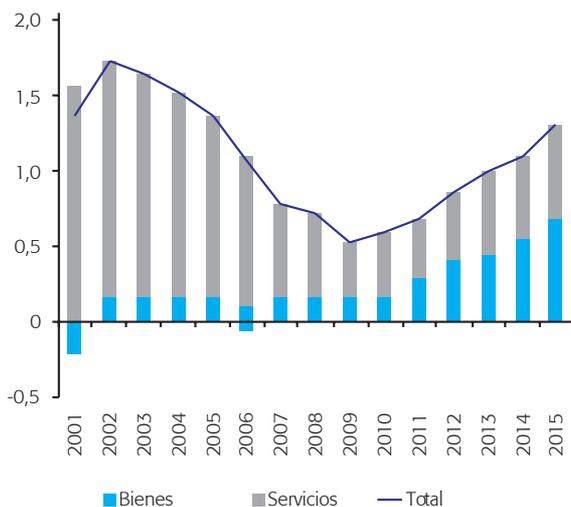
Fuente: Eurobarómetro, Afi.

España no es inmune a los efectos de un *Brexit*, debido a sus fuertes conexiones con Reino Unido, tanto en términos de flujos de personas (del turismo y migratorios) como de interrelaciones con el sector financiero.

La economía española mantiene un superávit comercial con Reino Unido por valor del 1,3% del PIB (gráfico 9a). A diferencia de otras economías de la UE, España mantiene superávit tanto en la balanza de bienes como de servicios. Reino Unido es el cuarto mercado más importante para las exportaciones de productos españoles, y representa un 7,3% del total. Asimismo, es un mercado especialmente importante para las exportaciones españolas en los sectores del transporte (automóviles, trenes y aeronáutica) y alimentario (frutas y verduras), tal como se aprecia en el gráfico 9b.

El superávit de la balanza de servicios de España refleja la fuerte entrada de turistas británicos al país. Reino Unido es el principal mercado para los servicios turísticos españoles. El año pasado, 15,8 millones de personas visitaron España, cifra que representaba el 21,1% del gasto turístico total en dicho período.

Gráfico 9a
Balanza comercial de España con Reino Unido
(En porcentaje del PIB)



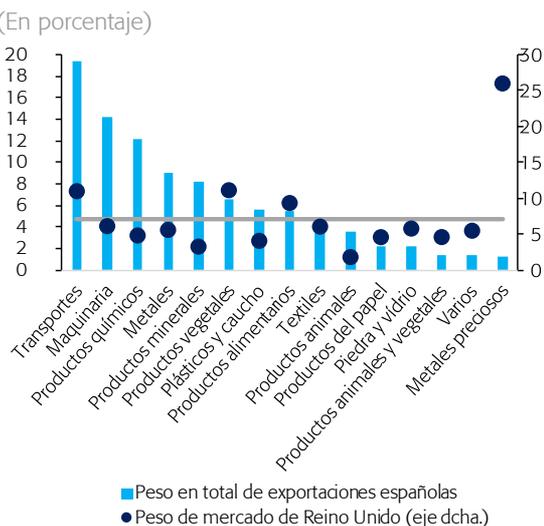
Fuente: Eurostat, Afi.

Los flujos migratorios entre los dos países también son considerables, aunque con perfiles diferentes. Se estima que entre 800.000 y 1.000.000 de británicos viven al menos una parte del año en

España no sería inmune a los efectos de un Brexit, debido a sus fuertes conexiones con Reino Unido, tanto en términos de flujos de personas (del turismo y migratorios), como de interrelaciones con el sector financiero.

en España. Esta población está representada principalmente por grupos de mayor edad con una fuerte dependencia del sistema de la Seguridad Social. Estos grupos podrían ser vulnerables a un escenario de *Brexit*, dada la posibilidad de que su acceso a los sistemas sanitarios de la UE se vea limitado. Por otro lado, Reino Unido es el principal destino para los emigrantes españoles, aunque se trata principalmente de personas jóvenes en busca de oportunidades laborales.

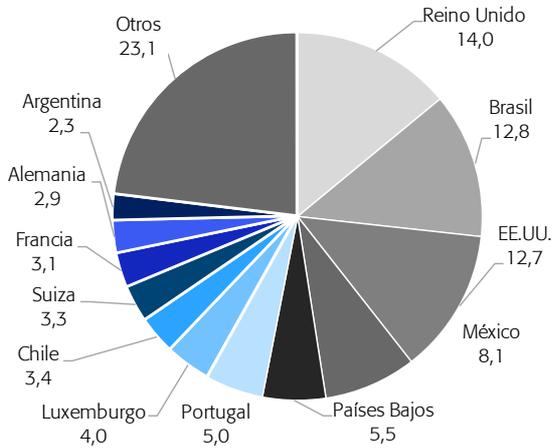
Gráfico 9b
Peso de los sectores en las exportaciones españolas y cuota de mercado de Reino Unido para dichas exportaciones
(En porcentaje)



Fuente: OEC, ITC, Afi.

Gráfico 10a

Distribución de los flujos salientes de IED española por países
(En porcentaje)



Fuente: Datainvox, Afi.

Reino Unido es también el principal destino de los flujos salientes de inversión directa extranjera y representa el 14% del total de las salidas de IED española (gráfico 10a). Las inversiones españolas se centran específicamente en los sectores financiero, de telecomunicaciones y de suministro energético (gráfico 10b). Por su parte, Reino Unido es el quinto mayor inversor en España, donde posee importantes inversiones en los sectores de telecomunicaciones y tabaco.

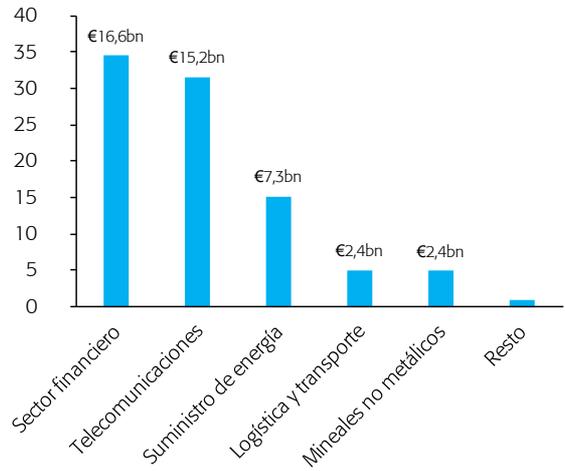
La inversión española en el sector financiero de Reino Unido es especialmente importante (gráfico 11). De todos los países europeos, el sector bancario español tiene las mayores inversiones en el sector bancario privado de Reino Unido, solo por detrás de EE. UU. Estas exposiciones se canalizan a través de dos bancos, cuyas entidades británicas representaban entre el 21% y el 28% del activo total y entre el 25% y el 28% del beneficio neto en el primer trimestre de 2015.

Resumen y conclusiones

Los argumentos de índole económica y sobre inmigración tendrán un gran peso a la hora de

Gráfico 10b

Distribución sectorial del stock de IED española en Reino Unido
(En porcentaje)

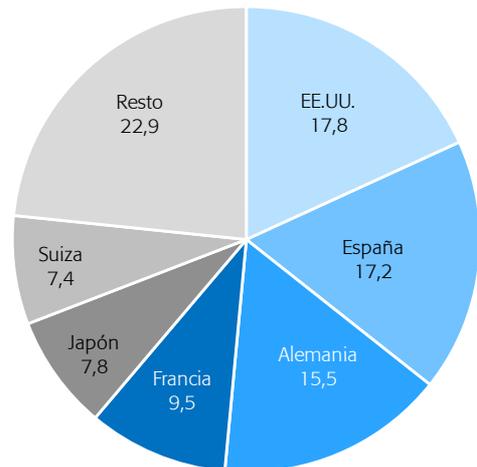


Fuente: ONS, Afi.

determinar si los electores británicos preferirán permanecer o no en la Unión Europea. En este artículo nos hemos centrado en las consecuencias económicas del *Brexit*, tanto para Reino Unido como para la UE. En general, los estudios

Gráfico 11

Distribución de inversiones de bancos extranjeros en Reino Unido por país de la contraparte
(En porcentaje)



Fuente: BIS, Afi.

económicos señalan que el *Brexit* tendría repercusiones negativas tanto para Reino Unido como para la UE.

Aunque existen ciertas oportunidades compensatorias para ambas partes, en el caso de Reino Unido, estas se verán constreñidas por la necesi-

dad de mantener un elevado grado de acceso a los mercados de la UE. Las consecuencias de la pérdida de su segunda mayor economía se sentirán en la UE y también en España, donde las conexiones en términos de flujos de personas y financieros con Reino Unido son especialmente importantes.

La política monetaria y de tipo de cambio de China en la transición hacia un nuevo modelo económico

Juan Calvo Vérguez*

De un tiempo a esta parte China persigue incentivar su consumo interno liberalizando el mercado con la finalidad de introducir un cambio de su modelo de crecimiento económico a través del incremento de la demanda interna y el desarrollo del sector servicios. Dicho cambio de modelo coincide en el tiempo con la desaceleración de su economía, especialmente pronunciada a lo largo de los dos últimos años. Tratando de hacer frente a la citada desaceleración, el Banco Popular de China (BPCh) ha recurrido a herramientas reguladoras poco convencionales, tales como operaciones de liquidez de corto plazo, líneas de crédito permanentes y contratos de recompra, con la finalidad de impulsar la oferta monetaria. En paralelo, las sucesivas devaluaciones del yuan han pretendido aumentar el papel del mercado en la formación del tipo de cambio, si bien sus efectos sobre la competitividad de las exportaciones parecerían poner en cuestión el proceso de cambio del modelo de crecimiento. Este artículo realiza un repaso de las principales medidas de política monetaria adoptadas por el BPCh y de las devaluaciones efectuadas, en claro contraste entre las declaraciones que manifestaban la transición hacia un cambio de modelo de crecimiento y las urgencias por combatir la desaceleración económica a corto plazo.

El difícil tránsito de un modelo basado en las exportaciones a otro fundamentado en el consumo interno

A lo largo de los dos últimos años China ha venido experimentando una considerable desaceleración económica que se explica, en cierta

medida, por el conjunto de reformas promercado impulsadas por el Gobierno y destinadas a lograr que su modelo económico dependa menos de las exportaciones y de la demanda externa y más del consumo interno. Los cambios, a pesar de que han sido implementados de forma muy progresiva, han motivado que las últimas tasas de crecimiento de China sean las más bajas tras décadas de aumentos anuales de más de dos dígitos y

* Universidad de Extremadura.

parece razonable además estimar que dicha tendencia bajista se mantendrá durante un período prolongado de tiempo.

Entre los principales riesgos financieros que debe afrontar la economía china se sitúan los relativos a la situación del mercado inmobiliario, el crecimiento de la deuda de las administraciones locales y el exceso de capacidad de algunas industrias. Ello obliga a acelerar la implementación de políticas fiscales proactivas (caso, por ejemplo, de la reducción de impuestos para las microempresas y del aumento del gasto público¹) y a efectuar un uso flexible de políticas monetarias prudentes, a las que nos referiremos a lo largo del presente trabajo.

El bajo crecimiento de la demanda externa y la existencia de una cuota de mercado considerable en buena parte de sus productos han impedido a China fundamentar su crecimiento más reciente en un aumento de las exportaciones. Y ello con independencia del reforzamiento acometido por el Ejecutivo chino de las inversiones realizadas por sus socios comerciales en infraestructuras con la finalidad de fortalecer los mercados externos. Tal y como ha señalado Spence (2015): *las inversiones pueden impulsar un crecimiento sostenible mientras no haya una caída drástica de la rentabilidad. Para las inversiones públicas, esto implica que el valor actual del incremento en la trayectoria futura del PIB (calculado con una tasa de descuento social) sea mayor que la inversión misma.*

El conjunto de medidas antideflacionistas adoptadas por el Ejecutivo chino ha conducido a un exceso de oferta en el mercado inmobiliario y a la acumulación de capital ocioso en el sector industrial, habiéndose debilitado además la demanda de exportaciones chinas desde Europa y Estados Unidos. En todo caso, la sucesiva caída de los precios y el control de la inflación han terminado motivando que las autoridades chinas no

se limiten únicamente a adoptar medidas de estímulo económico y políticas de estímulo fiscal y de aumento del gasto público. Así, y en tanto en cuanto la economía china se halla afectada por la existencia de una crisis de crédito, el Banco Popular de China (BPCh) ha introducido diversos estímulos monetarios contundentes a corto plazo.

Entre los principales riesgos financieros que debe afrontar la economía china se sitúan los relativos al mercado inmobiliario, el crecimiento de la deuda de las administraciones locales y el exceso de capacidad de algunas industrias. A su vez, China se encuentra inmersa en un proceso de cambios estructurales en su economía, con la aparición de nuevos sectores y un mayor vuelco hacia los servicios.

En definitiva, la economía china ha venido sufriendo un importante proceso de ralentización que ha terminado frenando su ritmo de crecimiento, produciéndose un importante declive en el Índice de precios al productor y concurriendo además otros factores tales como la caída de la inflación, la corrección en el mercado inmobiliario (que parece no responder a la eliminación de los límites a los créditos) o el debilitado crecimiento del crédito. China se encuentra inmersa en pleno proceso de aplicación de profundos cambios estructurales en su economía, con la aparición de nuevos sectores y un mayor vuelco hacia los servicios. El principal objetivo del Ejecutivo chino es impulsar su demanda interna agregada. Sin embargo para ello necesita incrementar el consumo de las familias y mejorar la provisión de servicios de más valor.

Dada esta situación se ha hecho necesario que el BPCh proceda a reducir tipos, a impulsar la demanda o a introducir mayores recortes en los requisitos de las reservas bancarias. Tal y como

¹ El XIII Plan Quinquenal de China correspondiente al período 2016-2020 contempla continuar con las reformas fiscales acometidas durante los ejercicios anteriores al objeto de establecer el IVA en todos los sectores de la economía, modificando la distribución de cargas impositivas a empresas y particulares, así como la continuación de las emisiones de bonos de deuda local.

tendremos ocasión de analizar, el BPCh ha procedido a recortar los tipos de interés en numerosas ocasiones para alentar el crecimiento, tratando de mantener el valor de su divisa frente al dólar a pesar de que las fugas de capital han alcanzado niveles récord². Todo ello con el objetivo último de acometer una desaceleración controlada del ritmo de crecimiento y una transición ordenada desde una economía basada en las exportaciones a otra orientada al consumo.

Consideraciones generales acerca de las principales medidas de política monetaria implementadas por el BPCh

Con la finalidad de tratar de frenar las distorsiones y los riesgos de las principales entidades financieras del país, desde el BPCh se ha venido optando por restringir la liquidez en el mercado, lo que ha provocado episodios de elevada tensión en el mercado interbancario, a resultas de lo cual el emisor chino ha optado por efectuar inyecciones de liquidez en dólares destinadas a frenar las tensiones existentes.

Las medidas de control financiero a las que se ha aludido con anterioridad han sido además refor-

zadas disponiéndose su intensificación sobre las operaciones interbancarias mediante la adopción de unas regulaciones que incluyen la limitación del volumen y el vencimiento de los créditos, con el objetivo de contener los riesgos financieros del país y apoyar la economía real.

Desde el Ejecutivo chino se ha buscado aminorar su elevada presencia en la economía fomentando la participación extranjera a la vez que la propiedad mixta, especialmente en el sector financiero. Y ello teniendo presente que la sostenibilidad de su política económica interna pasa necesariamente por un aumento de la iniciativa privada y por la progresiva reducción del intervencionismo del Estado.

Por otro lado, de un tiempo a esta parte China ha estado inmersa en un proceso de reforma de sus mercados de capitales destinado a la creación de canales de financiación adicionales para sus empresas. Tanto el Ejecutivo chino como los propios reguladores financieros del país han tratado de reducir los costes de financiación de las empresas, los cuales han venido acumulando deuda de riesgo en los últimos años, debido en parte al insuficiente acceso a los créditos oficiales. Ahora bien tal y como han puesto de manifiesto Sheng y Geng (2014)³: *la profundización financiera de China no es simplemente una cuestión de abor-*

² Durante el mes de diciembre de 2015 las reservas bajaron en 108.000 millones de dólares, un descenso mensual sin precedentes. En el conjunto de 2015 las reservas menguaron en 512.660 millones de dólares, lo que representaba el primer retroceso desde 1992 y el mayor descenso anual de siempre. Tal y como ha precisado Back (2016), el objetivo de reducir la diferencia entre el valor del yuan fuera y dentro de China era que los inversores dejaran de pensar que el yuan iba a seguir depreciándose; a juicio de este autor *dado que China puede intervenir en cualquier momento para alterar la cotización del yuan, apostar a corto por él podría ser peligroso a corto plazo. Pero la dirección a largo plazo de la divisa sigue siendo a la baja, lo que debería hacer que bajaran también monedas de países exportadores de materias primas.*

³ De cara a lograr una mayor profundización financiera en China, aluden estos autores a la existencia de los siguientes riesgos: *El primer problema es la fragmentación y distorsión del precio del capital. En la situación actual, hay considerables disparidades entre el tipo de depósito a plazo fijo de un año (3%), el tipo de préstamo oficial (6-8%) reservado para empresas estatales (SOEs), grandes corporaciones, e hipotecas, y el tipo de préstamo del mercado (10-20%) pagado por los negocios privados y los proyectos de gobiernos locales que dependen de la banca en la sombra (...). La segunda complicación se deriva del desequilibrio estructural entre el sector bancario (o el mercado de deuda) y el mercado bursátil. En 2008-2013, la financiación de capital total en los mercados bursátiles domésticos supuso solo el 3% de la financiación social total, la mayor parte de la cual se destinó a SOEs y a grandes corporaciones (...). El tercer problema concierne al modelo de crecimiento de China. La mengua de la demanda externa ha debilitado la capacidad del viejo modelo de crecimiento de China, basado en manufacturas y exportaciones, para mantener tasas de crecimiento extremadamente altas. Pero el desplazamiento actual hacia un crecimiento basado en los servicios -y el consumo- está impulsando la demanda de liquidez, al tiempo que la destrucción creativa que lo acompaña está generando una incertidumbre considerable.*

dar la represión financiera. De cara a capacitar al sector corporativo para que administre la transición a una economía moderna basada en el conocimiento, China debe también reequilibrar el sistema financiero llevando a cabo un desplazamiento desde la financiación bancaria y a corto plazo hacia las acciones y los bonos a largo plazo. China está preparada para comenzar su reequilibrio. Con los tipos de préstamo de la banca en la sombra llegando hasta el 20% anual, los tipos de interés en el mercado de crédito privado están ya liberalizados, y muchas pymes son capaces de afrontarlos. Defienden pues los citados autores la necesidad de acometer un cambio estructural canalizando el ahorro doméstico hacia proyectos a largo plazo con grandes beneficios sociales a través de fondos de seguros y de pensiones, estimando que el aumento del capital habría de contribuir a promover el desapalancamiento del sector corporativo, ayudando a proteger al sistema financiero de shocks y proporcionando mayores beneficios reales a los ahorradores.

Alcance de los sucesivos recortes en los coeficientes de caja, inyecciones de liquidez y rebajas en los tipos de interés

El 9 de junio de 2014 el BPCh anunció un recorte de 0,5 puntos porcentuales en el coeficiente de caja que bancos rurales y municipales debían mantener en reserva, al objeto de tratar de apoyar a la pequeña y mediana empresa así como estimular el sector primario y el consumo. Dicha medida entró en vigor el 16 de junio de 2014, siendo de aplicación a dos tercios de los bancos comerciales y municipales, la mayoría de las entidades financieras rurales y compañías de financiación de compra de vehículos, entre otras empresas.

Unos meses después, con fecha 21 de noviembre de 2014, el BPCh anunció una rebaja de tipos de interés, ascendiendo el recorte decretado a un total de 40 puntos básicos en la tasa de préstamo a un año, hasta el 5,6%, y a 25 puntos básicos en los intereses de los depósitos a un año, hasta el

2,75%. La adopción de dichas medidas perseguía reactivar el crecimiento del país, debilitado a tasas inéditas en los últimos 24 años, así como hacer frente a los diversos síntomas de desaceleración que ofrecía la economía china. De este modo el llamado margen de interés neto (diferencia entre lo que los bancos pagan por los depósitos y lo que cobran por los préstamos) se estrechaba en 0,15 puntos porcentuales hasta alcanzar el 2,85%. Con carácter adicional se otorgó un mayor margen de maniobra a los bancos para que fijasen los intereses de sus depósitos, pudiendo alcanzar un máximo de 1,2 veces el nivel de referencia, frente a las 1,1 veces establecidas con anterioridad.

A pesar de los reiterados recortes de los tipos de interés y de las inyecciones de liquidez, el crédito concedido por las entidades financieras sufrió un retroceso a finales de 2015. El volumen de solicitudes de préstamos resultó escaso, debido a que las empresas detectaron pocas oportunidades de inversión en una economía sumida en la ralentización.

Ya en el año 2015, con fecha 28 de febrero el BPCh anunció un recorte de 0,25 puntos en los tipos de interés para los depósitos y los préstamos nacionales hasta situar la tasa en el 5,35%, entrando en vigor la citada medida el 1 de marzo. Se trataba de la segunda medida en esta dirección (esto es, de flexibilización monetaria) que el Banco emisor había adoptado durante el último trimestre ya que, como hemos señalado con anterioridad, durante el mes de noviembre de 2014 el BPCh acordó bajar 0,4 puntos el tipo de interés de los créditos y recortar el de los préstamos un 0,25%. Nada se dispuso sin embargo, por aquel entonces, en relación con la adopción de una eventual rebaja en la ratio de requerimientos de reservas (RRR) del sector bancario. De cualquier manera, a través de este recorte de tipos se perseguía estimular la circulación de capitales, incrementando con ello sus objetivos de crecimiento.

A resultas de dichas actuaciones, a la finalización del mes de febrero de 2015 se había reba-

jado en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia hasta situarlo en el 5,35%. El mismo recorte se había aplicado a los tipos de interés de los depósitos, situándolo en el 2,5%. Dicha decisión tenía como objetivo impulsar la economía del gigante asiático, situándose el yuan en su nivel más bajo desde 2012.

Con fecha 19 de abril de 2015 el BPCh anunció un nuevo recorte de un punto en el coeficiente de caja de los bancos comerciales, persiguiéndose con ello reactivar la economía interna ante las señales existentes de desaceleración. Se trataba del segundo gran recorte adoptado en 2015, en virtud del cual el porcentaje de los fondos que las entidades financieras debían mantener pasaba del 19,5 al 18,5%, lo que en la práctica podía suponer alrededor de 1,2 billones de yuanes más (193.000 millones de dólares) en el mercado monetario.

Menos de un mes después, el 10 de mayo de 2015 el BPCh decidía nuevamente recortar en 0,25 puntos porcentuales los tipos de interés para los depósitos y préstamos nacionales hasta el 5,1 y el 2,25%, respectivamente. Dicho recorte se decidía tras conocerse nuevos datos económicos que volvían a evidenciar la existencia de un proceso de desaceleración así como el hundimiento del comercio exterior. De este modo, se trataba de hacer frente a la existencia de crecientes presiones a la baja a resultas de las cuales el comercio exterior se había hundido un 10,9% interanual en abril de 2015. Por su parte las exportaciones caían un 6,2% en abril de 2015 respecto al mismo mes de 2014 y las importaciones registraban una caída más acusada, del 16,1% interanual. La caída del

comercio disparaba por tanto las expectativas de medidas de estímulo.

Durante la tercera semana de junio de 2015 el BPCh retiró del sistema bancario un total de 300.000 millones de yuanes (48.300 millones de dólares) en fondos a corto plazo, ante la previsión de que pudiera llegar a producirse un eventual colapso del mercado de valores, lo que afectaría a la confianza en un momento en el que China hacía frente a un elevado nivel de deuda e intentaba manejar una difícil transición a una economía orientada a la empresa privada y al consumo en vez de a inversiones en infraestructuras y exportaciones.

Por esas mismas fechas, el 27 de junio de 2015 el BPCh procedía a aprobar un nuevo recorte de los tipos de interés en otros 25 puntos básicos (lo que significaba su cuarta reducción desde noviembre de 2014, con el consiguiente riesgo de fuga de capitales), anunciando además de manera simultánea el recorte en un solo día del porcentaje de coeficiente de caja obligatorio de los bancos chinos desde 2008, el cual quedó reducido en 100 puntos básicos hasta un 18,5%. Esta última medida posibilitaba liberar un total de un billón de yuanes en liquidez al sistema financiero (160.963 millones de dólares)⁴.

Durante la segunda quincena del mes de agosto de 2015, con fecha 19 de agosto el Banco Popular de China procedió a inyectar liquidez por valor de 110.000 millones de yuanes (unos 17.000 millones de dólares, 15.600 millones de euros) en 14 entidades financieras del país a tra-

⁴ Con carácter adicional, con fecha 3 de julio de 2015 las 21 principales corredurías chinas acordaron invertir de forma colectiva al menos 120 millones de yuanes (19.300 millones de dólares), un 15% de sus activos netos, para ayudar a estabilizar los mercados financieros del país, después de una caída de casi el 30% desde mediados de junio de 2015, comprometiéndose además a no vender mientras la Bolsa de Shanghai no recuperara los 4.500 puntos. Paralelamente, el BPCh puso en marcha un plan de préstamos a medio plazo de más de 250 millones de yuanes a los bancos destinado a asegurar la liquidez adecuada en el mercado a través de colocaciones de repos, evitando así posibles tensiones de liquidez en la banca. A pesar de ello, con fecha 7 de julio de 2015 más de 200 valores fueron suspendidos de cotización en China en medio del desplome bursátil que sufrían los mercados del país asiático, concluyendo en dicha fecha la sesión el índice *Shanghai Composite* con descensos del 1,26%, hasta los 3.728 puntos. Estas suspensiones de cotización detuvieron la actividad en la mitad del mercado bursátil chino. La finalidad de dicha suspensión no era otra que impedir que el precio de las acciones de las compañías cotizadas continuara desplomándose ante la clara tendencia vendedora instaurada. Todo ello motivó además la paralización de las salidas a Bolsa previstas en el corto plazo y la reducción en el medio plazo del número y la cuantía de las OPV.

vés de créditos a seis meses (préstamos a corto plazo). Dicha intervención venía a sumarse a una inyección previa de casi 19.000 millones de dólares mediante instrumentos a corto plazo. Previamente, como hemos tenido ocasión de precisar, el emisor chino ya había realizado múltiples inyecciones de liquidez destinadas a garantizar la estabilidad del sistema financiero chino en un periodo de turbulencias motivadas por la crisis de la Bolsa, primero, y por las posteriores devaluaciones del yuan. A través de este conjunto de inyecciones de liquidez se perseguía mantener la liquidez adecuada en el mercado así como incentivar que los bancos aumentaran el crédito a las pequeñas y medianas empresas y al sector agrícola.

A resultas de lo anterior a finales del mes de agosto de 2015 el Banco Popular de China abrió una línea de financiación a los bancos chinos a través de acuerdos de recompra inversa, procediendo a inyectar un total de 150.000 millones de yuanes (unos 23.400 millones de dólares, 20.300 millones de euros) en el sistema financiero del país para aumentar su liquidez. En efecto, como consecuencia de la consabida reducción de la liquidez disponible en el mercado causada por la devaluación del yuan el emisor chino abrió una línea de financiación a los bancos chinos a través de acuerdos de recompra inversa (*repos*) por virtud de los cuales se venderían valores condicionados a un compromiso para recomprarlos posteriormente, con un vencimiento a siete días y un interés de un 2,5%.

Asimismo, el BPCh acometió un nuevo recorte del tipo de interés de referencia de préstamos a un año rebajando el mismo en 25 puntos básicos al 4,6%. La tasa de depósitos bajó al 1,75% y la ratio de reservas exigida a la banca (ratio RRR) se redujo en otros 50 puntos básicos, lo que implicaba otra inyección de liquidez en el sistema. A la luz de dichas reformas los bancos asiáticos podrían negociar los intereses que quisieran para los depósitos a un año, lo que afectaba a las cuentas en las que los ahorradores contratan depósitos a un año, con penalizaciones por retirar su dinero antes de plazo. Ahora bien conviene no olvidar que los intereses de los depósitos continuaban estando

regulados, de manera que los bancos no tenían plena libertad para cobrar aquello que desearan.

A principios del mes de septiembre de 2015 el BPCh procedió a renovar la inyección de 150.000 millones de yuanes (23.600 millones de dólares) en el sistema financiero realizada apenas una semana antes y que presentaba un plazo de vencimiento de siete días. Dicha operación se acometió nuevamente a través de acuerdos de recompra inversa (*repos*) por los que se venden valores condicionados a un compromiso para recomprarlos posteriormente. Se trataba de una línea de financiación con un interés de un 2,35% y un vencimiento de siete días destinada a aliviar la falta de liquidez del sistema financiero chino. Estas inyecciones de liquidez volverían a repetirse a principios del mes de febrero de 2016, cuando el BPCh procedió a inyectar otros 110.000 millones de yuanes (14.900 millones de euros) destinados a asegurar la disposición de liquidez durante la festividad por el Año Nuevo Lunar, y a principios del mes de marzo del presente año, inyectándose hasta un total de 100.000 millones de yuanes (15.400 millones de dólares) en el sistema financiero del país para potenciar la concesión de créditos y hacer frente a la reducción de los volúmenes de préstamos efectuada por diversas entidades financieras de cara a poder cumplir con los objetivos de reservas estipulados por la normativa doméstica. Al igual que en las ocasiones precedentes dicha inyección se realizó a través de acuerdos de recompra inversa (*repos*) consistentes en la venta de valores condicionados a un acuerdo para recomprarlos en una fecha posterior.

Por otra parte, con fecha 23 de octubre de 2015 el Banco Popular de China aprobó un nuevo recorte de los tipos de interés, rebajando el tipo de referencia a un año otro 0,25% hasta el 4,35%. Junto a dicha medida, el Banco Central chino también decidió recortar en otros 25 puntos básicos la ratio de reservas exigida a la banca, bajando a su vez la tasa de depósito a un año del 1,75% al 1,5%. Se aprobaba así un nuevo recorte en el coeficiente de reserva de capital exigido a los bancos y una rebaja en el tipo de interés de referencia para los préstamos y los depósitos a un año

con la finalidad de tratar de estimular la actividad de la economía reduciendo el coste de financiación y promoviendo un desarrollo sostenible de la economía real. Se trataba además de la sexta vez desde noviembre de 2014 que China recortaba los tipos de interés para impulsar su crecimiento y cumplir con su objetivo de un aumento del 7% del PIB en 2015.

Lo cierto es, sin embargo, que a pesar de este conjunto de esfuerzos el crédito concedido por las entidades financieras sufrió un importante retroceso durante el mes de octubre de 2015, ya que el total de nuevos créditos concedidos por los bancos cayó un 3,3% con respecto al año anterior. La financiación destinada a gastos sociales (que, con carácter general, incluye varios tipos de “créditos en la sombra”) también se debilitó. Asimismo durante el tercer trimestre de 2015 el crecimiento de la rentabilidad en China fue prácticamente nulo, debido al incremento de las provisiones para préstamos de mala calidad. Tal y como ha puesto de manifiesto Back (2015), el volumen de solicitudes de préstamos resultó escaso debido a que las empresas detectaron pocas oportunidades de inversiones rentables en una economía sumida en la ralentización.

A finales del mes de noviembre de 2015 el Banco Popular de China anunció el recorte de los tipos del instrumento financiero relativo a la facilidad estándar de crédito. Como consecuencia de la citada rebaja, los tipos del citado instrumento se situaron en el 2,75% para los préstamos a un día y en el 3,25% para los préstamos a siete días. A grandes rasgos el objetivo principal perseguido por el BPCh era mantener los tipos de interés a

corto plazo dentro de una determinada horquilla, influyendo así en los tipos a largo plazo.

Por otra parte, tras la crisis vivida en las Bolsas chinas a principios del mes de enero de 2016 el BPCh acordó con fecha 6 de enero de dicho año, en un ambiente de desconfianza, fijar el punto medio de su tipo de cambio en 6,5646 yuanes por dólar, un 0,5% menos, lo que representaba la mayor bajada desde el mes de agosto de 2015 (cuando un descenso del 2% provocó también otra sacudida en las Bolsas). El tipo de cambio se situaba así en el nivel más bajo desde marzo de 2011. Apenas unos días después el Banco Popular de China anunciaba una mayor liberalización de los tipos de interés así como una reforma en el sistema de fijación de los cambios del yuan, de cara a intensificar su internacionalización⁵. Si bien su cotización seguiría siendo mayoritariamente estable, se procedía a mejorar el mecanismo de fijación de los cambios de la divisa y a profundizar en las reformas en el sistema administrativo de control de cambio. Desde el supervisor chino se abogaba así por mantener una política monetaria prudente y un uso flexible de sus herramientas al objeto de sostener una liquidez adecuada en el sistema bancario⁶. Por último, se remarcaba la necesidad de profundizar en la reforma de las instituciones financieras así como del sector financiero a nivel regional, promoviendo la innovación y el desarrollo de la estabilidad financiera y fortaleciendo la infraestructura del sector y su gobernanza.

La política desarrollada por el BPCh consistente en recortar el coeficiente de capital de la banca (que, por otra parte, presentaba una creciente morosidad en sus balances) tuvo su continuidad

⁵ Con fecha 1 de diciembre de 2015 el FMI terminaría aprobando oficialmente la inclusión del yuan en su cesta de monedas de reserva (con efectos a partir del 1 de octubre de 2016), al estimar que la citada divisa cumplía ya todos los criterios existentes para ser incluida en dicha cesta y constituir una divisa de uso libre, esto es, ampliamente utilizada como moneda de pago en transacciones internacionales e intercambiada en los principales mercados de divisas. La decisión del FMI otorga una mayor confianza a las empresas e instituciones de todo el mundo para establecer comercio en yuanes, así como para invertir en activos denominados en esta moneda. No obstante, tal y como precisa Luyet (2015), *a corto plazo es poco probable que la inclusión del yuan tenga implicaciones significativas en su valor los próximos dos o tres años. Para que el yuan chino sea creíble como moneda de reserva y gane altura, es necesario un mayor desarrollo de sus mercados financieros y una moneda más flexible y basada en el mercado.*

⁶ El Ejecutivo chino ha venido imponiendo durante un largo tiempo estrictos controles sobre los flujos de capitales destinados a mantener una paridad entre el yuan y el dólar. Finalmente, sin embargo, se optó por relajar paulatinamente esos controles con el fin de facilitar el acceso al yuan, que además adquirió el estatus de moneda de reserva global.

a finales del mes de febrero de 2016, al proceder el emisor chino con fecha 29 de febrero del citado año a reducir en 50 puntos básicos, hasta el 17%, el coeficiente de reserva de capital exigido a los bancos del país (*ratio* RRR), al objeto de frenar la desaceleración de la economía china y de facilitar mayor liquidez a la banca para estimular el crédito. Con ello se evitaba la introducción de nuevos recortes en los tipos oficiales y, en definitiva, una presión bajista adicional sobre el yuan. En efecto, el objetivo perseguido no era otro que asegurar una liquidez amplia en el sistema financiero, creando un entorno favorable para las reformas estructurales. A pesar de las elevadas tasas de endeudamiento y del exceso de inversión existente a largo plazo, la prioridad del BPCh volvía a ser estimular el crecimiento a corto plazo.

Las sucesivas devaluaciones del yuan y otras medidas adoptadas en el mercado de divisas

Con fecha 17 de marzo de 2014 el Ejecutivo chino acometió una ampliación de la banda de fluctuación del yuan, que se elevaba así al 2% desde el 1% anterior. Tal y como señaló Eichengreen (2014), dicha decisión podía responder, bien al deseo del Gobierno chino de ampliar el papel del yuan en el comercio extranjero y con fines de inversión, al objeto de que la divisa china alcanzase un estatus internacional comparable al del dólar (de cara a lo cual estimaba el citado autor que China tendría que desarrollar sus mercados financieros y abrirlos a los inversores extranjeros), o bien al deseo de impulsar las exportaciones, como respuesta a la existencia de una demanda interna más débil.

Durante la segunda semana de agosto de 2015 el BPCh decidía devaluar el yuan un 1,9%, en lo que representaba su mayor caída diaria desde 1994⁷, con la firme intención de hacer frente a la desaceleración del crecimiento, alejándose además de la tradicional vinculación establecida entre

la divisa asiática y el dólar estadounidense, para dar paso a un nuevo régimen cambiario orientado a que el mercado tuviese más influencia en la determinación del tipo de cambio de su moneda. En todo caso, con la citada devaluación el cambio del yuan pasaba a estar más determinado por los agentes del mercado y dejaba de estar tan centrado en el dólar. Desde nuestro punto de vista esta decisión adoptada por el BPCh respondía a la realidad innegable de que los mercados emergentes y las divisas vinculadas a las materias primas estaban afrontando presiones bajistas, generándose una volatilidad creciente en los flujos de capitales.

Apenas un día después de la citada decisión, el BPCh acordaba una nueva devaluación del 1,62% correspondiente al tipo de cambio de referencia del yuan con respecto al dólar. En palabras del emisor chino esta nueva devaluación reflejaba *no sólo la mejora de la orientación hacia el mercado, sino el rol clave que desempeñan la demanda y la oferta del mercado en la formación del tipo de cambio*. Con carácter adicional el BPCh anunció que en el corto plazo podrían surgir más oscilaciones en el tipo de cambio fijado a diario, estimando que tras un breve periodo de adaptación las fluctuaciones del yuan convergerían en una zona

En agosto de 2015 el BPCh decidía devaluar el yuan un 1,9%, la mayor caída diaria desde 1994, con la firme intención de hacer frente a la desaceleración del crecimiento, alejándose además de la vinculación establecida con el dólar, y dando paso a un nuevo régimen cambiario orientado a que el mercado tuviese un mayor protagonismo en la determinación del tipo de cambio.

razonablemente estable. Dicha decisión volvería a reiterarse el 13 de agosto de 2015, al anunciarse una nueva devaluación de un 1,1%, con lo que la pérdida acumulada de la divisa asiática durante

⁷ Se ha de recordar a este respecto que, con carácter general, el regulador chino fija cada día un precio medio del tipo de cambio del yuan con el dólar (paridad central), permitiendo que fluctúe hasta un máximo de un 2%.

el citado período se situaba alrededor del 4,6%, culminándose así el ajuste en el valor del yuan y descartándose con ello la posibilidad de que el proceso de devaluación fuera a continuar de manera sustancial y persistente. Paradójicamente esta serie de devaluaciones no favorecerían a aquellas empresas que habían acumulado deuda en divisas extranjeras, pudiendo obligarlas a pedir más préstamos para poder realizar sus pagos denominados en dólares.

A resultados del desarrollo de estas devaluaciones sucesivas, las reservas del BPCh consumidas con la finalidad de evitar una caída mayor del yuan descendieron en enero de 2016 en 89.100 millones de euros, una cantidad inferior de lo esperado, después de que en diciembre de 2015 la salida de reservas fuera la más alta registrada jamás, alcanzando los 96.700 millones de euros. Las reservas totales de la entidad se mantenían en 2,89 billones de dólares (una cifra elevada motivada, en buena medida, por la entrada de inversiones extranjeras y exportaciones masivas), si bien se hallaban en el nivel más bajo de los últimos tres años. Debe matizarse no obstante que durante el mes de marzo de 2016 las reservas de divisas de China aumentaron levemente hasta 3,21 billones de dólares, superando los 3,2 billones de dólares de febrero. Dicho aumento supuso el primer incremento desde noviembre de 2015, tras cuatro meses de caídas consecutivas.

Conclusiones

China afronta una situación de desaceleración económica, constituyendo uno de sus principales objetivos que la citada desaceleración no debilita su moneda. A tal efecto, el BPCh ha utilizado herramientas reguladoras poco convenciona-

les tales como operaciones de liquidez de corto plazo, líneas de crédito permanentes y contratos de recompra, con la finalidad de lograr impulsar la oferta monetaria.

El conjunto de decisiones de política monetaria⁸ que hemos tenido ocasión de analizar han provocado que las reservas de divisas extranjeras en China hayan descendido progresivamente. Así, por ejemplo, a finales de agosto de 2015 se situaron en 3,56 billones de dólares, lo que representaba un descenso de casi 100.000 millones de dólares en un solo mes, el mayor descenso de reservas de la historia en un mes. Concretamente las reservas en monedas exteriores bajaron durante el mes de agosto de 2015 en unos 93.900 millones de dólares. Dicho descenso se debió a la intervención del Banco central chino en los mercados domésticos de divisas para apoyar su moneda, el yuan, y evitar así que se depreciara en exceso. China gastó unos 200.000 millones de dólares intentando sostener el precio de las acciones.

A principios del mes de octubre de 2015 el Banco Popular de China informó de que la caída trimestral (julio-septiembre de 2015) de las reservas había marcado un récord, habiéndose producido un gasto de 180.000 millones de dólares para mantener el yuan lo más pegado a un dólar muy fuerte. Así, durante el mes de septiembre de 2015 las reservas cayeron en 43.300 millones de dólares, una cifra que se situaba por debajo de lo estimado. Aunque China está "tirando" de reservas para defender al yuan y controlar la intensidad de su depreciación, dispone de un superávit por cuenta corriente (aunque decreciente en términos de PIB) que le permite amortiguar los flujos netos de salida de capital del país y la venta de yuanes. Y durante el mes de enero de 2016 dichas reservas habían caído hasta los 3,23 billones de dólares,

⁸ A este conjunto de decisiones habría que sumar, además, la relativa al endurecimiento de los controles de capitales, a través de la cual el Gobierno chino está actuando de forma opuesta a sus declaraciones sobre la liberalización del mercado mientras lucha por contener los efectos secundarios de la devaluación del yuan. Concretamente la Administración Estatal de Divisas (SAFE), que constituye la división del BPCh responsable de la gestión de la moneda china, ordenó a principios del mes de septiembre de 2015 a las entidades financieras que reforzaran los controles sobre todas las transacciones en divisas extranjeras. Concretamente la SAFE ordenó a bancos y a entidades financieras que prestaran especial atención a la práctica de facturar más exportaciones de las que en realidad se producen, empleada a menudo para ocultar grandes fugas de capitales.

tras reducirse unos 770.000 millones desde junio 2014. Solamente en diciembre de 2015 descendieron en 108.000 millones de dólares y en otros 99.500 millones de dólares en enero del ejercicio 2016.

En nuestra opinión, a la hora de poder entrar a valorar el éxito de este conjunto de medidas hay que tener presentes factores tales como la evolución de la morosidad y su impacto sobre el sector bancario. A tal efecto, durante el mes de enero de 2016 los bancos chinos establecieron su máximo registro histórico de créditos, alcanzando los nuevos préstamos un importe de 2,51 billones de yuanes (345.000 millones de euros), multiplicando por cuatro los 597.800 millones de yuanes (82.200 millones de euros) de diciembre de 2015. Si bien dicho incremento de los préstamos (que, en definitiva, viene a poner de manifiesto que por parte del Ejecutivo chino se está otorgando prioridad al crecimiento a corto plazo sobre la reducción de la deuda) puede servir para estimular el ralentizado crecimiento económico a corto plazo, también puede conducir a largo plazo a incrementar los riesgos de impago. Por otra parte se hace necesario mejorar la calidad de los activos del sistema bancario (en tanto en cuanto el aumento del volumen de créditos impagados hace que la liquidez de los bancos comerciales vaya debilitándose) y de acelerar la circulación de los activos dentro del sector para apoyar el desarrollo de la economía real.

En principio parece razonable estimar que todas estas sucesivas devaluaciones de la divisa china (que, en principio, no tienen otra finalidad que posibilitar que el yuan termine cotizando a un cambio más acorde con su verdadero crecimiento real y su nivel de endeudamiento⁹) son

igualmente susceptibles de terminar conduciendo a otras situaciones tales como una mayor desinflación y una menor capacidad de importación de otras economías, frenando así el proceso destinado a alterar el modelo de crecimiento económico (Lacalle, 2016).

Está por ver que los efectos derivados de dicha devaluación sean los deseados, esto es, un fortalecimiento de la economía, una mayor competitividad de las exportaciones (las cuales, no obstante, volvieron en marzo de 2016 a la senda positiva, tras sufrir en febrero su mayor caída desde 2009, con una subida del 18,7% con respecto al mismo mes de 2015, mientras que las importaciones bajaron un 1,7% interanual¹⁰) y una reducción de la deflación. Y es que el citado proceso de devaluación habría de perseguir mantener unas condiciones financieras expansivas para facilitar los ajustes de deuda y precios de activos. En cambio sí que se percibe de manera clara la pérdida de competitividad que la adopción de dicha medida implica para los países emergentes en el supuesto de que éstos no devalúen sus monedas paralelamente, resultando comprometido además el precio de las materias primas y del petróleo.

Referencias

- BACK, A. (2015), "China Learns What Pushing on a String Feels Like", www.europe.wsj.com, (consultada el 13 de noviembre de 2015).
- (2016), "China's War on Speculators: Who Will Win the Yuan?", www.europe.wsj.com (consultada el 13 de enero de 2016).
- EICHENGREEN, B. (2014), "¿Se hunde el yuan?", *Diario El Economista*, www.eleconomista.es (consultada el 30 de marzo de 2014).

⁹ Baste señalar a este respecto que la ratio de deuda pública se situó en el 41% del PIB a finales de 2015, frente a niveles del 32,5% en 2012. Indudablemente esta elevada ratio de deuda podría terminar amortiguando la inversión empresarial y agravando las salidas de capital. En este sentido, durante la primera semana del mes de marzo de 2016 la agencia de calificación crediticia Moody's acordó rebajar de "estable" a "negativa" su perspectiva sobre la deuda soberana china.

¹⁰ El dato de las exportaciones correspondiente a marzo de 2016 ha representado el mayor incremento desde septiembre de 2014. Esta recuperación de las exportaciones, alcanzando un valor de 1,05 billones de yuanes (162.800 millones de dólares) ha superado además las expectativas de los analistas, tras el desplome del 20,6% de febrero de 2016, que fue el mayor en casi siete años. Si bien las importaciones continuaron descendiendo, moderaron el ritmo de su caída hasta un 1,7% en comparación con los últimos meses (en febrero de 2016 habían retrocedido un 8% interanual y en enero otro 14,4%), alcanzando un valor de 855.510 millones de yuanes (132.400 millones de dólares).

- LACALLE, D. (2016), "La magnitud del agujero chino que viene... 'muy superior al de las subprime'", *Diario El Confidencial*, www.elconfidencial.com (consultada el 2 de febrero de 2016).
- LUYET, L. (2015), "El largo camino que aún espera al yuan", *Diario El Economista*, www.eleconomista.es (consultada el 11 de diciembre de 2015).
- SHENG, A., y GENG, X. (2014), "La siguiente fase de la profundización financiera de China", *Diario El Economista*, www.eleconomista.es (consultada el 8 de diciembre de 2014).
- SPENCE, M. (2015), "La nueva normalidad 'lenta' de la economía china", *Diario El Economista*, www.eleconomista.com (consultada el 3 de mayo de 2015).

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						
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
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
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
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
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
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

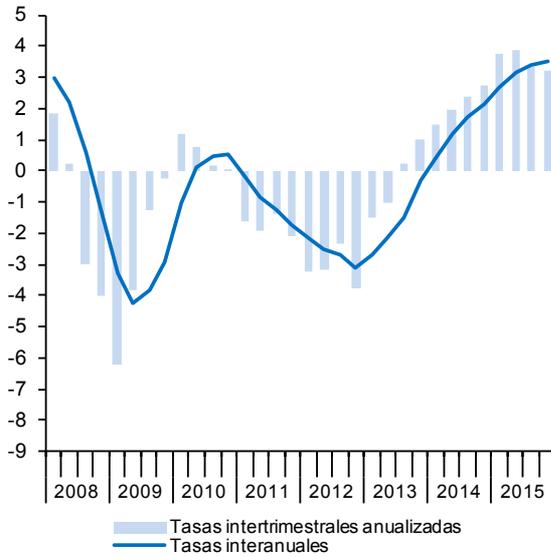


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

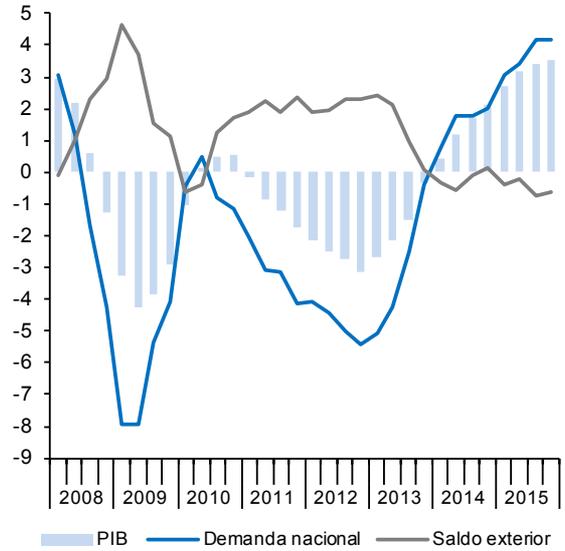


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

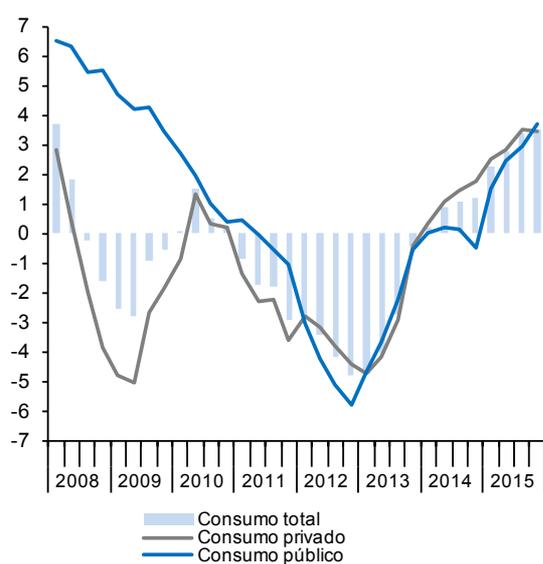
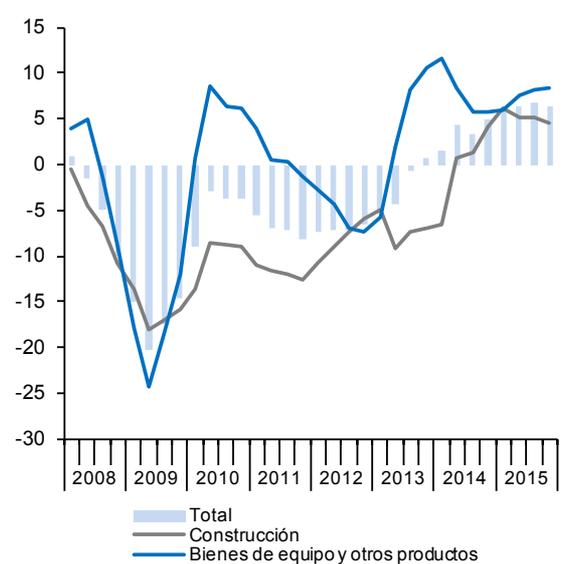


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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	Servicios								
	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales													
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
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas													
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
Porcentaje del VAB a precios corrientes													
	Precios corrientes (mm. euros)												
2009	1006,1	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	1013,4	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	1045,9	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

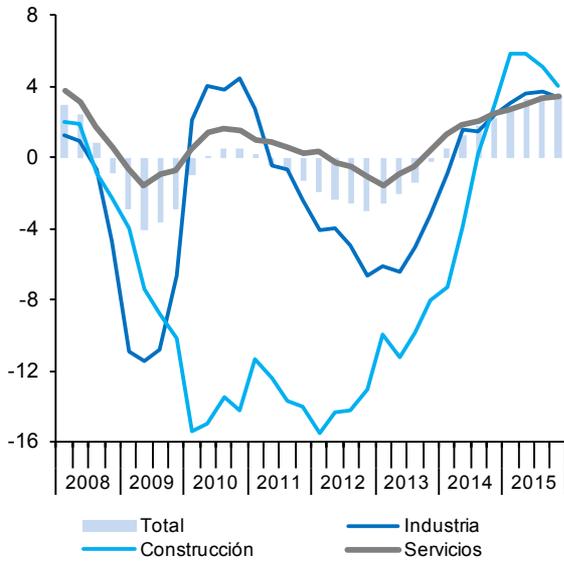


Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

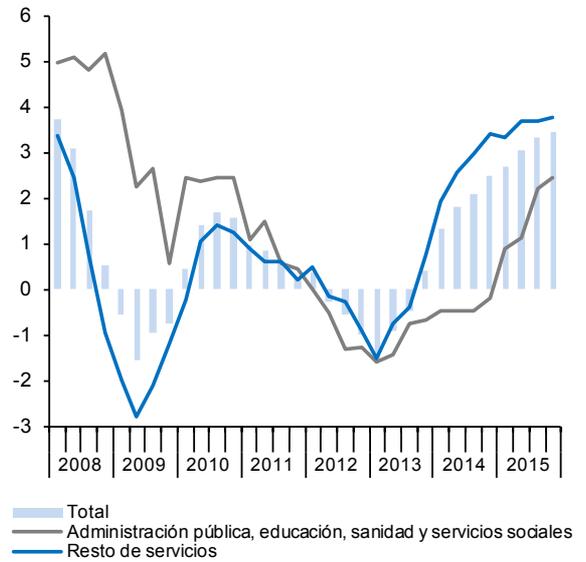


Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales

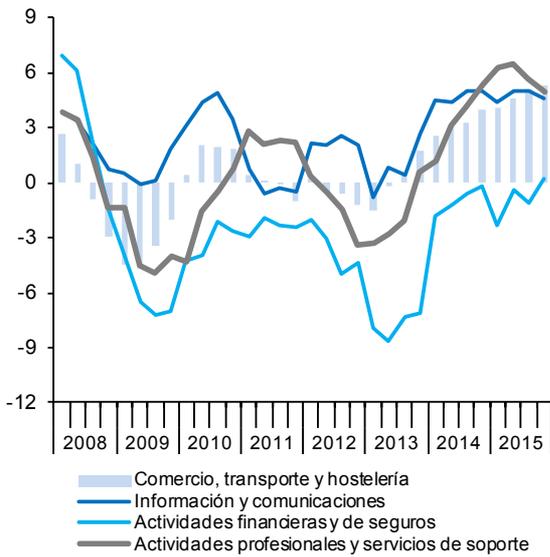
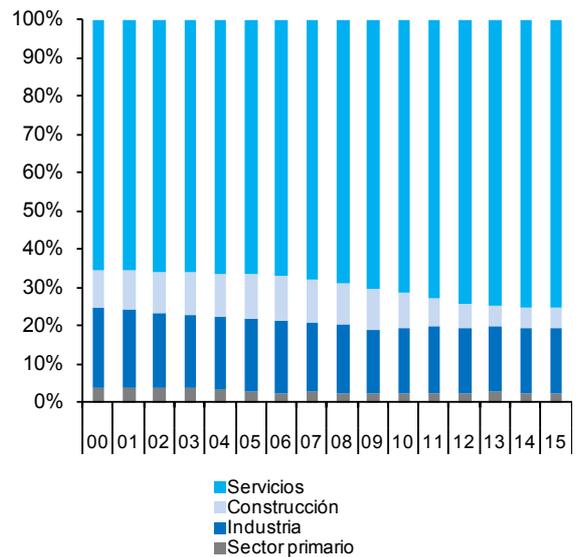


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

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
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
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
Tasas de crecimiento interanuales												
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	2,4	2,4	0,3	0,8	0,6	-0,1	3,1	--	--	--	--	--
2017	2,4	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

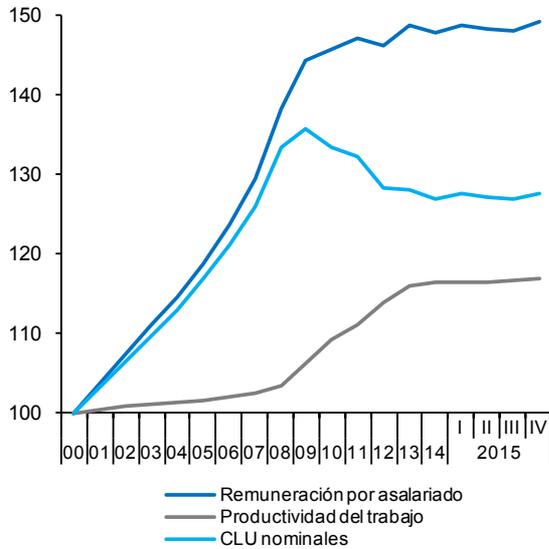
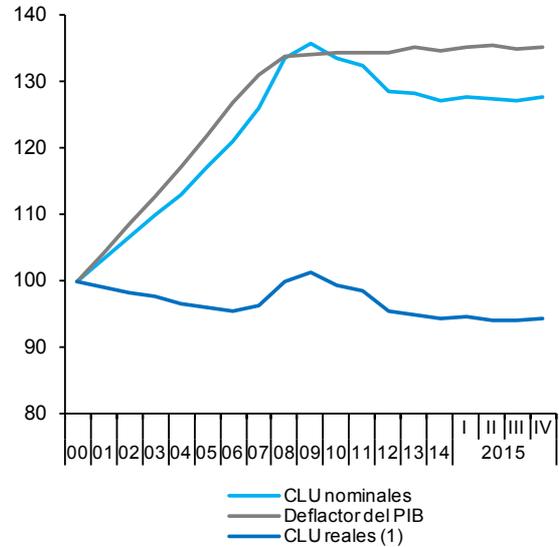


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

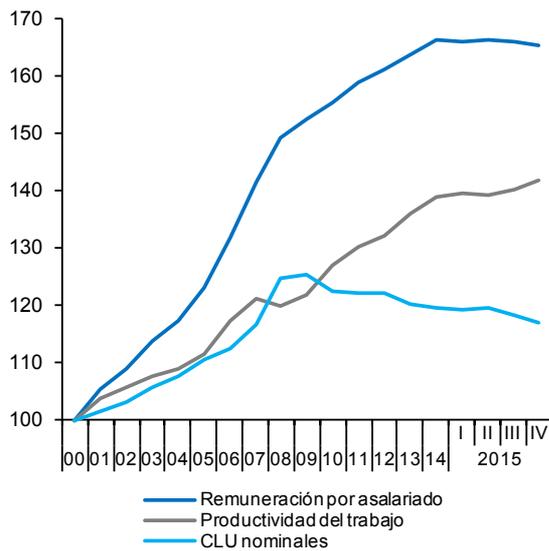
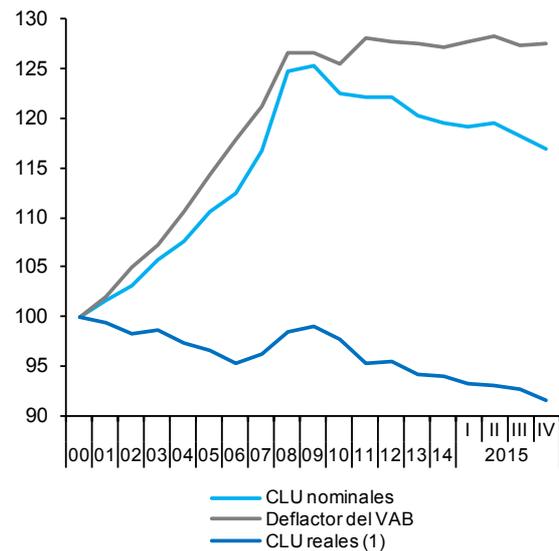


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



(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 transferencias 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	-0,9	1.080,3	-10,9	1.069,4	830,9	238,5	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	-3,6	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	-1,6	1.058,1	-11,3	1.046,8	818,9	227,9	47,1	42,7	10,1
III	1.070,5	504,3	457,6	108,6	-1,0	1.069,5	-10,9	1.058,6	824,9	233,7	47,1	42,7	10,1
IV	1.081,2	509,9	460,2	111,1	-0,9	1.080,3	-10,9	1.069,4	830,9	238,5	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	-79,6	4,2	-4,5	4,3	2,7	10,3	0,0	-0,3	0,3
2016	3,4	3,5	2,8	5,5	-915,9	4,1	6,3	4,1	2,9	8,5	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	5,7	1,8	-15,1	2,0	1,4	4,0	0,2	-0,3	0,1
II	2,6	2,8	1,6	5,8	-73,0	3,0	-13,5	3,2	1,7	8,9	0,1	-0,4	0,3
III	3,3	3,3	2,6	6,0	-84,1	3,8	-7,1	3,9	2,1	11,1	0,0	-0,3	0,3
IV	3,8	3,9	3,1	6,9	-79,6	4,2	-4,5	4,3	2,7	10,3	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

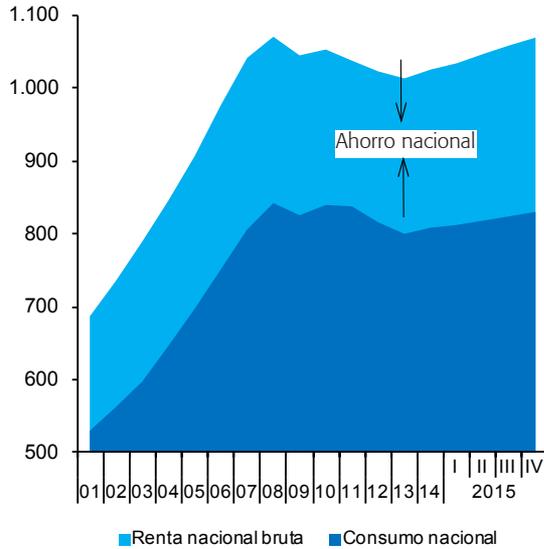


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

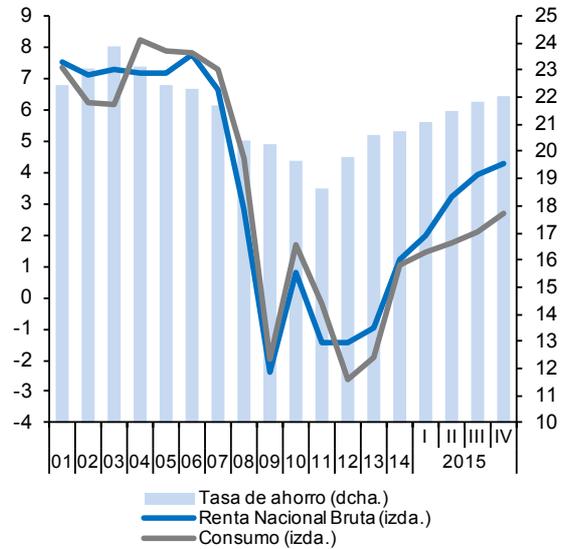


Gráfico 4.3.- Componentes de la renta nacional
Variación interanual en %

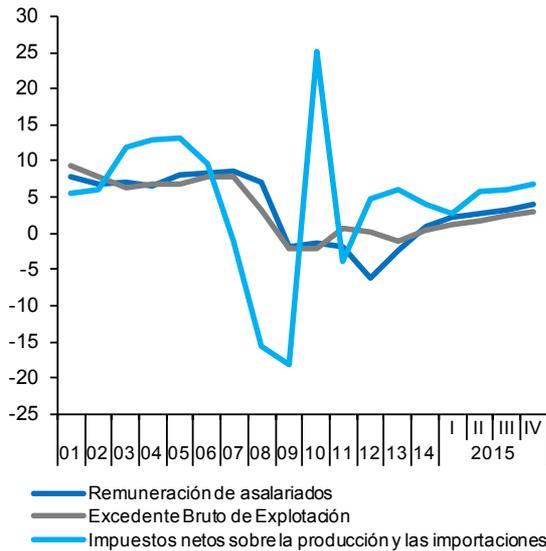
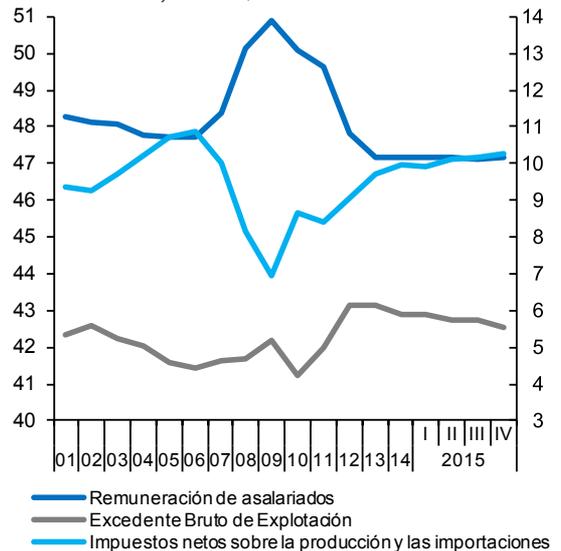


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta
Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



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
MM euros, suma móvil 4 trimestres												
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	-0,9	-10,9	15,1	7,9	23,1	238,5	223,4	15,1
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	-3,6	-11,5	12,3	5,3	17,6	221,2	208,8	12,3
II	27,5	-21,2	28,6	20,2	-1,6	-11,3	14,7	5,8	20,5	227,9	213,2	14,7
III	27,2	-21,7	28,4	20,5	-1,0	-10,9	15,3	7,2	22,5	233,7	218,4	15,3
IV	26,9	-21,6	28,6	20,0	-0,9	-10,9	15,1	7,9	23,1	238,5	223,4	15,1
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres												
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	-1,0	1,4	0,7	2,1	22,1	20,7	1,4
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	1,9	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	-1,0	1,4	0,7	2,1	22,1	20,7	1,4

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

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

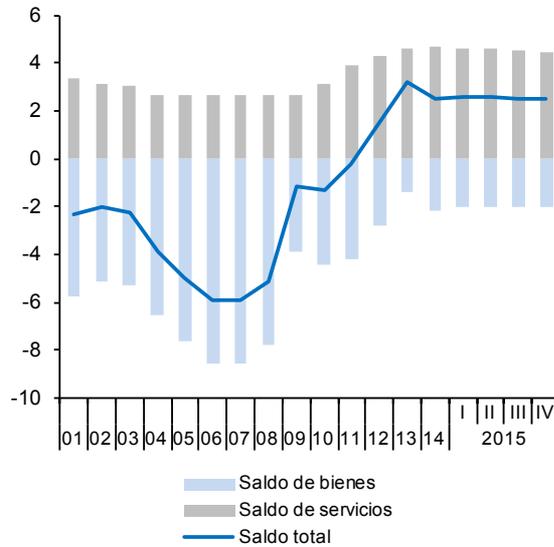


Gráfico 5.2.- Balanza de servicios

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

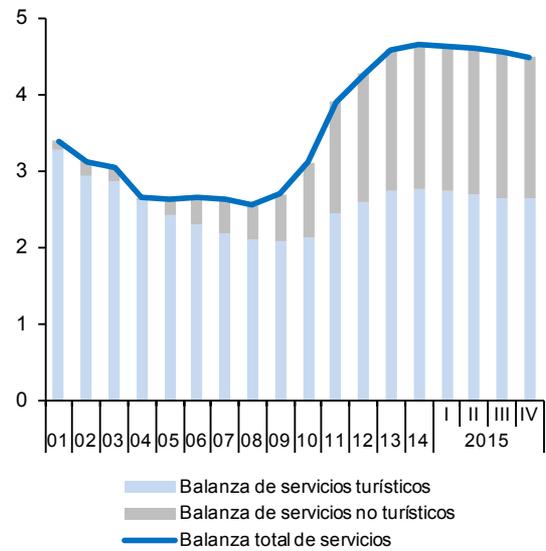


Gráfico 5.3.- Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

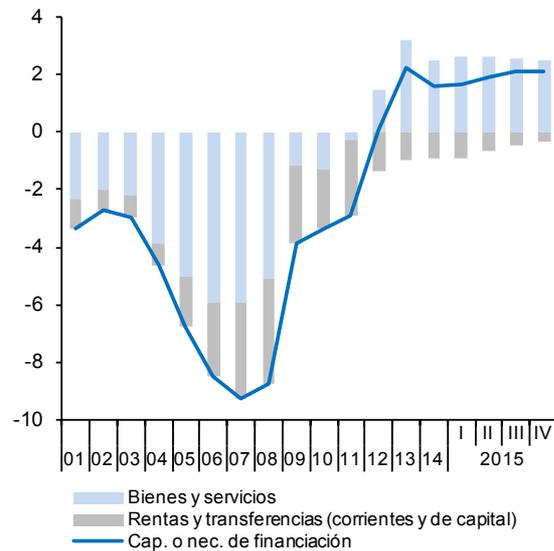
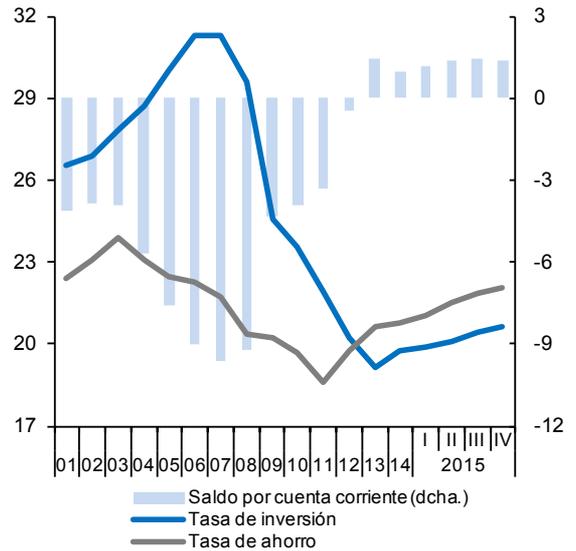


Gráfico 5.4.- Ahorro, inversión y déficit por cuenta corriente

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
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
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	29,1	36,7	3,4
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	676,0	497,1	217,4	241,1	195,9	83,7	609,3	65,2	9,6	4,2	28,3	41,0	3,9
II	680,4	501,6	219,4	241,2	197,8	84,0	613,3	65,8	9,7	3,2	27,7	41,3	3,9
III	682,8	506,4	217,8	241,7	198,8	84,3	618,4	62,9	9,2	3,2	28,2	37,9	3,5
IV	688,3	512,0	218,0	241,5	199,8	83,4	622,2	64,4	9,4	1,4	29,1	36,7	3,4
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres									Diferencia sobre año anterior	Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres			Diferencia sobre año anterior
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	-0,5	-	-0,4
2016	3,3	3,5	4,6	0,9	2,3	2,9	3,0	6,6	0,3	-11,0	6,2	-	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	1,8	2,1	2,3	-2,2	-1,2	0,1	1,7	2,2	0,0	26,3	3,6	-	0,1
II	2,3	2,7	3,3	-1,4	0,5	0,8	1,8	7,3	0,4	-7,0	0,2	-	0,3
III	2,2	3,3	0,9	0,4	1,8	0,5	2,2	2,6	0,0	-2,6	1,1	-	0,0
IV	2,3	3,9	-0,2	0,5	2,3	-0,6	2,5	-0,3	-0,2	-70,2	-0,6	-	-0,4

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

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

Gráfico 6.1.- Hogares: renta disponible bruta

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

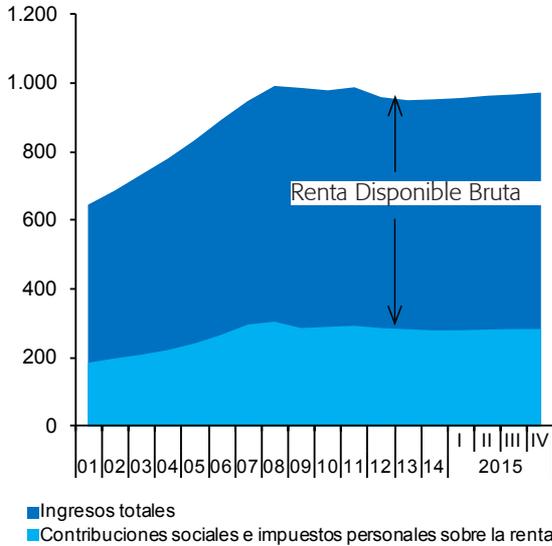
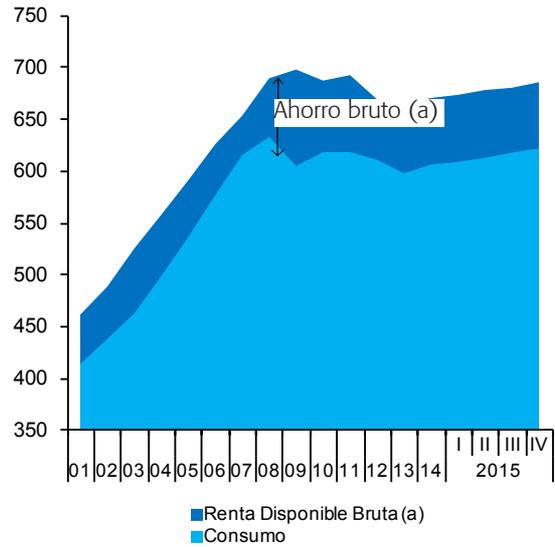


Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



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

Gráfico 6.3.- Hogares: renta, consumo y ahorro

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

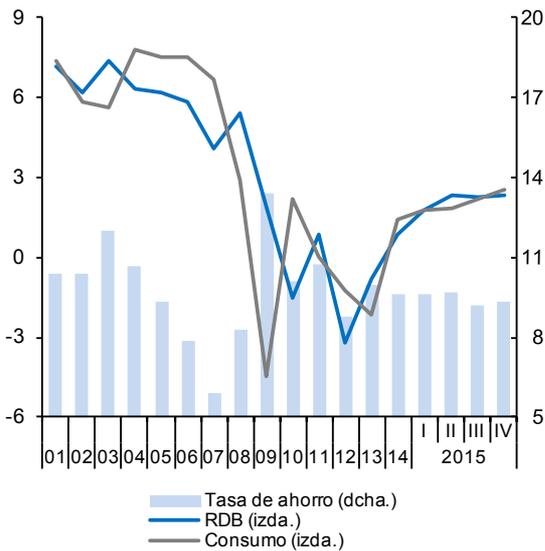
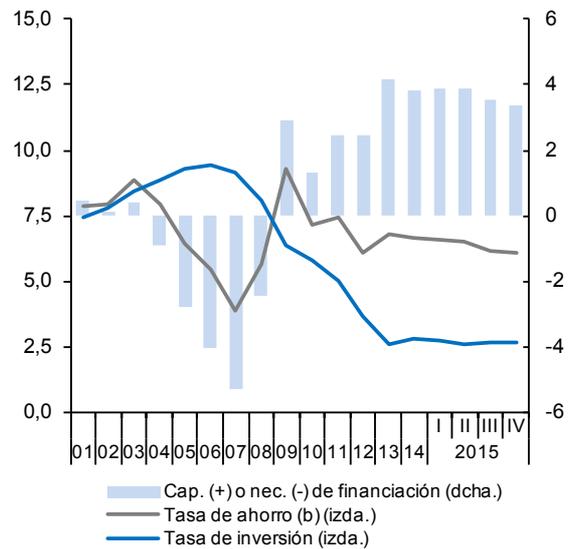


Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit

Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(b) Incluye transferencias netas de capital.

Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (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
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
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	575,7	328,6	247,0	-39,6	-5,2	21,2	181,1	7,0	162,5	25,6	2,4	42,9	28,2
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	556,3	317,4	238,9	-45,2	-6,3	18,0	169,3	4,0	154,3	19,0	1,8	42,9	27,7
II	562,2	320,7	241,5	-44,1	-6,0	19,1	172,4	4,9	160,3	16,9	1,6	43,0	28,5
III	569,6	324,4	245,2	-41,4	-5,5	20,0	178,3	6,0	161,0	23,3	2,2	43,1	28,3
IV	575,7	328,6	247,0	-39,6	-5,2	21,2	181,1	7,0	162,5	25,6	2,4	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
Tasas de crecimiento interanuales, suma móvil 4 trimestres											Diferencia sobre año anterior		
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	4,5	4,5	4,4	-20,1	-21,5	13,9	11,9	53,7	7,7	--	0,9	0,0	0,8
2016	2,7	3,6	1,7	-19,5	15,9	-1,8	6,3	-25,8	9,2	--	-0,6	-0,5	1,8
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	2,0	2,9	0,8	3,2	-23,5	-0,6	1,5	-26,5	7,5	--	-1,0	-0,5	1,4
II	2,7	3,4	1,8	-8,0	-22,6	-1,8	6,2	-1,6	11,8	--	-0,7	-0,4	2,3
III	3,8	4,1	3,5	-16,8	-22,9	4,4	10,9	24,6	10,8	--	0,2	-0,1	1,8
IV	4,5	4,5	4,4	-20,1	-21,5	13,9	11,9	53,7	7,7	--	0,9	0,0	0,8

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

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

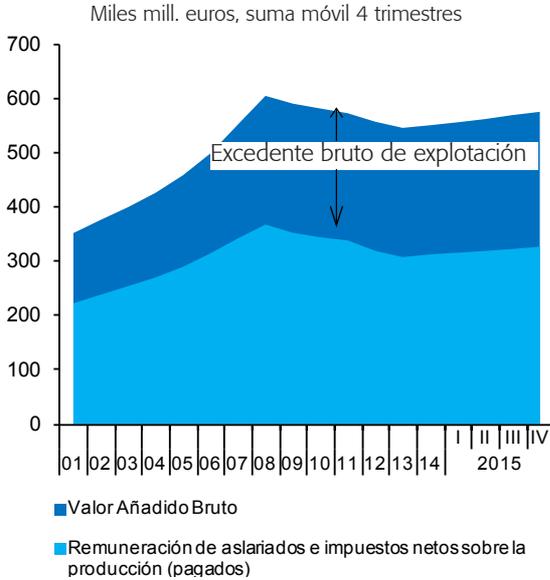


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y Ahorro

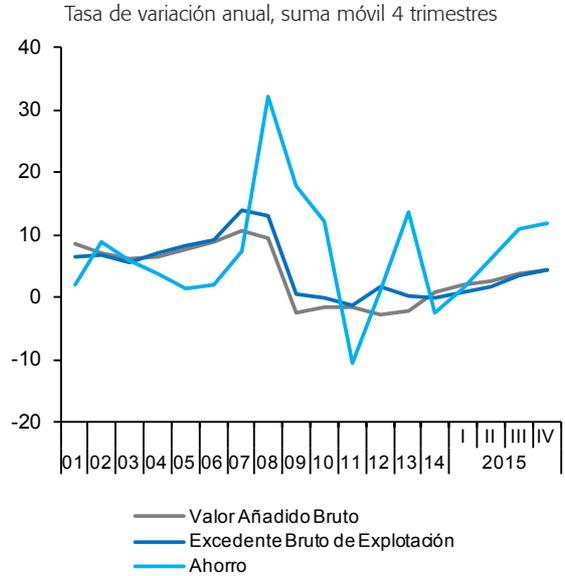


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

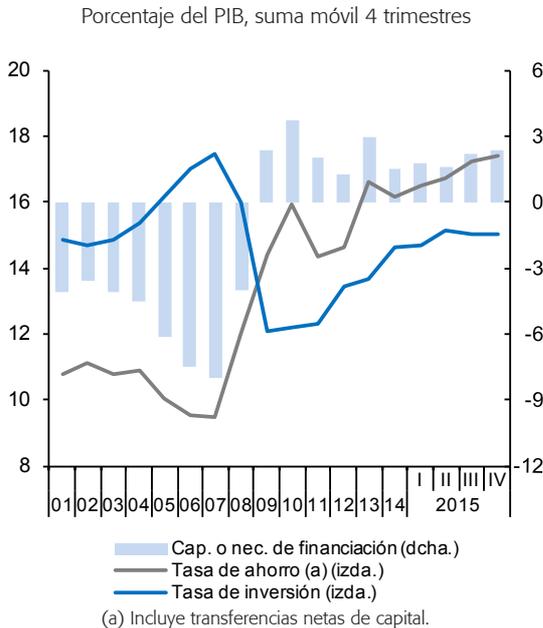
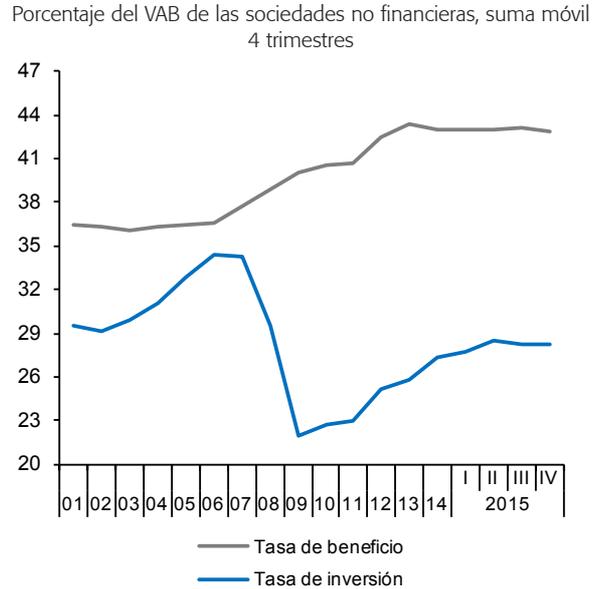


Gráfico 7.4.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión



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
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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	-118,9
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	-102,2
2011	150,3	106,2	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,6	170,7	219,7	-49,0	53,9	-102,9	-99,4
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	-70,6
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	-68,2
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	-60,3
2015	147,1	126,1	109,5	132,3	118,7	24,6	170,3	21,8	179,5	208,7	-29,2	25,8	-55,0	-54,1
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	-66,1
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	-65,6
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	-60,3
2015 I	144,1	119,7	106,1	130,2	115,9	26,1	170,6	21,6	165,9	203,7	-37,8	25,1	-62,9	-61,9
II	145,0	122,6	107,6	131,1	116,8	25,7	170,6	20,8	172,4	205,6	-33,3	25,5	-58,8	-57,7
III	145,5	124,5	109,0	131,5	117,2	25,4	170,7	21,1	176,0	206,6	-30,5	27,6	-58,1	-57,7
IV	147,1	126,1	109,5	132,3	118,7	24,6	170,3	21,8	179,5	208,7	-29,2	25,8	-55,0	-54,1
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
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	-9,5
2011	14,0	9,9	9,5	12,9	11,5	1,5	15,3	2,1	15,9	20,5	-4,6	5,0	-9,6	-9,3
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	-6,8
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	-6,6
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	13,6	11,7	10,1	12,2	11,0	2,3	15,8	2,0	16,6	19,3	-2,7	2,4	-5,1	-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	-6,4
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	-6,4
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	11,4	10,1	12,4	11,0	2,5	16,3	2,1	15,8	19,4	-3,6	2,4	-6,0	-5,9
II	13,7	11,6	10,2	12,4	11,0	2,4	16,1	2,0	16,3	19,4	-3,1	2,4	-5,5	-5,4
III	13,6	11,6	10,2	12,3	10,9	2,4	15,9	2,0	16,4	19,3	-2,8	2,6	-5,4	-5,4
IV	13,6	11,7	10,1	12,2	11,0	2,3	15,8	2,0	16,6	19,3	-2,7	2,4	-5,1	-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

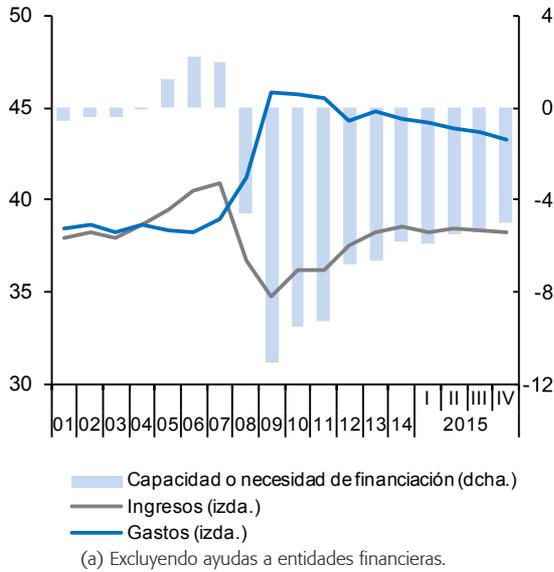


Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

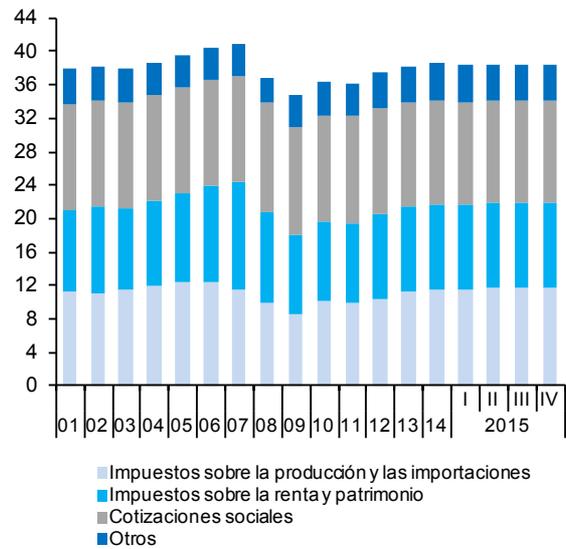


Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

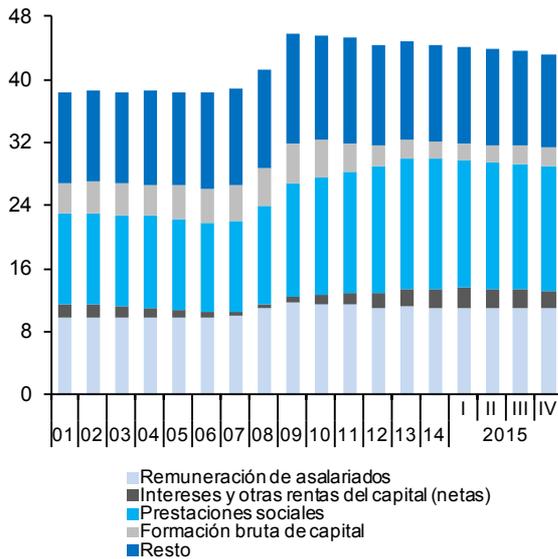
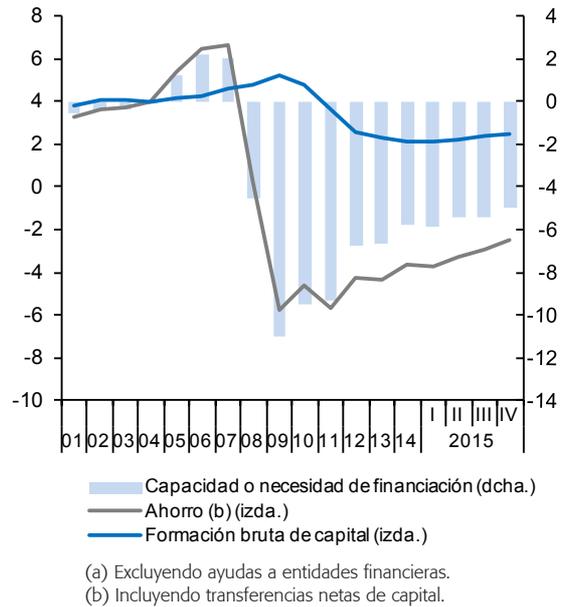


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2009	-99,1	-21,7	-5,9	7,8	-118,9	487,7	92,4	34,7	17,2	568,7
2010	-52,5	-40,2	-7,1	-2,4	-102,2	551,6	123,4	35,5	17,2	649,3
2011	-35,0	-54,8	-8,5	-1,1	-99,4	624,2	145,1	36,8	17,2	743,5
2012	-44,3	-19,4	3,3	-10,2	-70,6	761,9	188,4	44,0	17,2	890,7
2013	-46,2	-16,2	5,7	-11,5	-68,2	837,9	209,8	42,1	17,2	966,0
2014	-37,2	-18,2	5,9	-10,9	-60,3	895,7	236,8	38,3	17,2	1.033,7
2015	-27,3	-18,0	4,8	-13,6	-54,1	940,5	261,5	35,1	17,2	1.072,2
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	-46,9	-16,9	5,3	-10,6	-69,1	866,0	225,0	41,9	17,2	995,7
II	-39,2	-18,3	5,4	-13,8	-65,9	885,1	228,2	42,0	17,2	1.012,5
III	-39,8	-18,2	6,0	-8,3	-60,3	891,8	232,1	40,8	17,2	1.020,1
IV	-38,2	-18,2	5,9	-10,9	-61,3	895,7	236,8	38,3	17,2	1.033,7
2015 I	-40,3	-17,1	6,0	-11,5	-62,9	912,9	240,4	38,3	17,2	1.051,8
II	-35,5	-16,5	6,8	-13,7	-58,8	922,7	249,9	37,7	17,2	1.057,2
III	-32,0	-17,9	5,4	-13,6	-58,1	938,8	253,2	36,9	17,2	1.067,3
IV	-28,2	-18,0	4,8	-13,6	-55,0	940,5	261,5	35,1	17,2	1.072,2
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2009	-9,2	-2,0	-0,5	0,7	-11,0	45,2	8,6	3,2	1,6	52,7
2010	-4,9	-3,7	-0,7	-0,2	-9,5	51,0	11,4	3,3	1,6	60,1
2011	-3,3	-5,1	-0,8	-0,1	-9,3	58,3	13,6	3,4	1,6	69,5
2012	-4,2	-1,9	0,3	-1,0	-6,8	73,1	18,1	4,2	1,6	85,4
2013	-4,5	-1,6	0,6	-1,1	-6,6	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	-2,5	-1,7	0,4	-1,3	-5,0	87,0	24,2	3,3	1,6	99,2
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	-4,6	-1,6	0,5	-1,0	-6,7	84,0	21,8	4,1	1,7	96,6
II	-3,8	-1,8	0,5	-1,3	-6,4	85,7	22,1	4,1	1,7	98,0
III	-3,8	-1,8	0,6	-0,8	-5,8	86,0	22,4	3,9	1,7	98,4
IV	-3,7	-1,7	0,6	-1,0	-5,9	86,0	22,7	3,7	1,7	99,3
2015 I	-3,8	-1,6	0,6	-1,1	-6,0	87,0	22,9	3,6	1,6	100,2
II	-3,3	-1,6	0,6	-1,3	-5,5	87,1	23,6	3,6	1,6	99,8
III	-3,0	-1,7	0,5	-1,3	-5,4	87,7	23,6	3,4	1,6	99,7
IV	-2,7	-1,6	0,5	-1,2	-5,0	87,0	24,2	3,3	1,6	99,2

(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

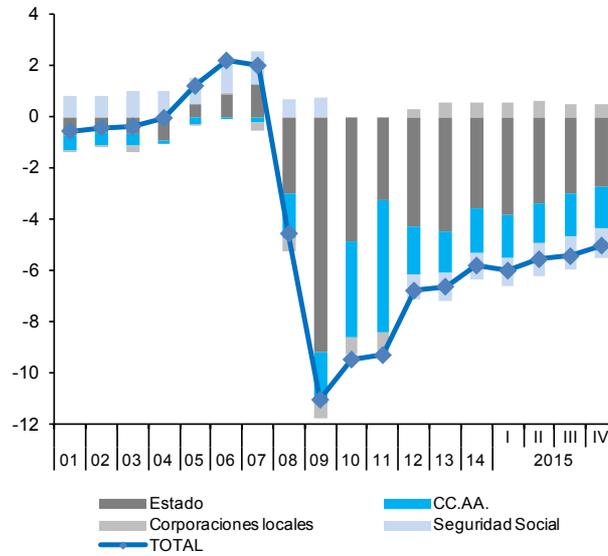
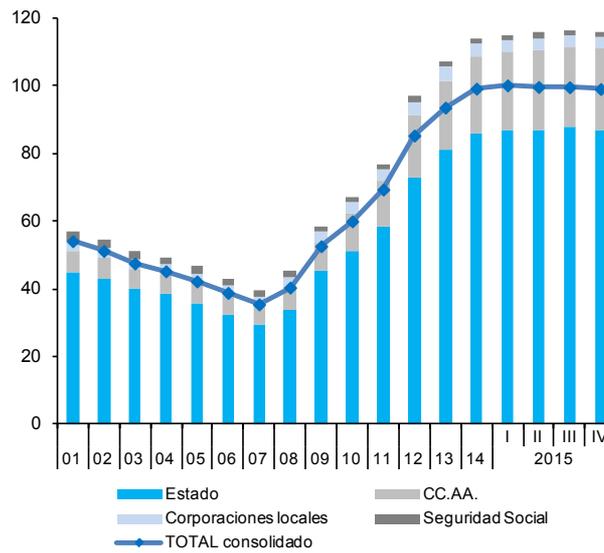


Gráfico 9.2.- Deuda pública

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	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	22,7	33,8
	IV	30,3	23,0	23,0	17,6	17,6	5,5	5,4	75,5	57,6	23,7	51,8	22,4	33,3
2015	I	30,2	22,9	22,9	17,5	17,7	5,4	5,3	75,4	57,3	23,1	50,2	21,9	32,0
	II	30,2	23,0	23,0	17,9	17,8	5,1	5,1	75,6	58,7	22,4	48,9	21,2	31,1
	III	30,2	22,9	22,9	18,0	17,9	4,9	4,9	75,4	59,4	21,6	47,7	20,5	29,9
	IV	30,1	22,9	22,9	18,1	18,1	4,8	4,8	75,3	59,5	20,9	46,2	19,9	28,4
2016	I	30,1	22,8	22,9	18,0	18,2	4,8	4,6	75,5	59,4	20,3	45,3	19,2	28,1
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	II	-1,0	-1,0	0,3	1,1	4,4	-7,0	-11,3	0,1	1,3	-1,6	-2,7	-1,4	-1,6
	III	-0,8	-1,0	-0,4	1,6	1,8	-8,7	-6,9	-0,2	1,3	-1,9	-1,7	-1,6	-3,7
	IV	-0,6	-0,2	1,5	2,5	3,6	-8,1	-5,0	0,3	1,7	-2,0	-3,1	-1,8	-3,2
2015	I	-0,4	0,1	-0,9	3,0	2,3	-8,2	-10,7	0,3	1,8	-2,2	-4,2	-1,9	-4,1
	II	-0,5	0,2	0,4	3,0	4,0	-8,4	-11,1	0,4	1,9	-2,1	-3,8	-1,9	-3,2
	III	-0,5	-0,1	-1,4	3,1	2,6	-10,6	-14,3	0,2	2,1	-2,5	-5,8	-2,2	-3,9
	IV	-0,5	-0,7	-0,6	3,0	3,1	-12,4	-13,2	-0,2	1,9	-2,8	-5,5	-2,5	-4,8
2016	I	-0,5	-0,3	0,5	3,3	3,5	-12,0	-10,5	0,1	2,1	-2,8	-4,9	-2,6	-3,9

(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

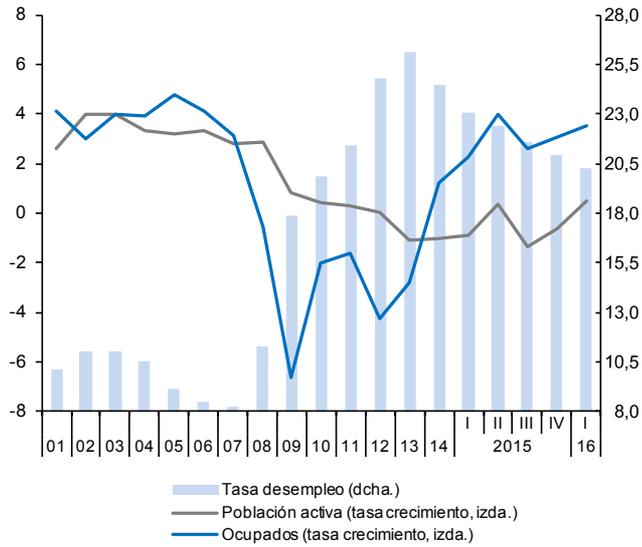
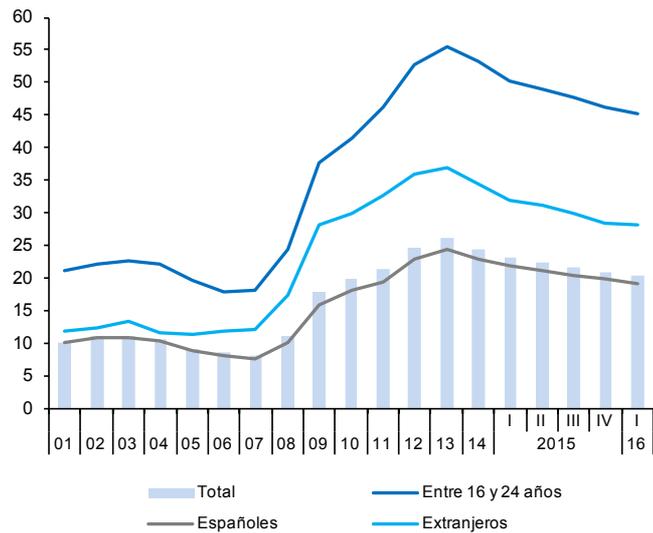


Gráfico 10.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



Cuadro 11

Índice de precios al consumo

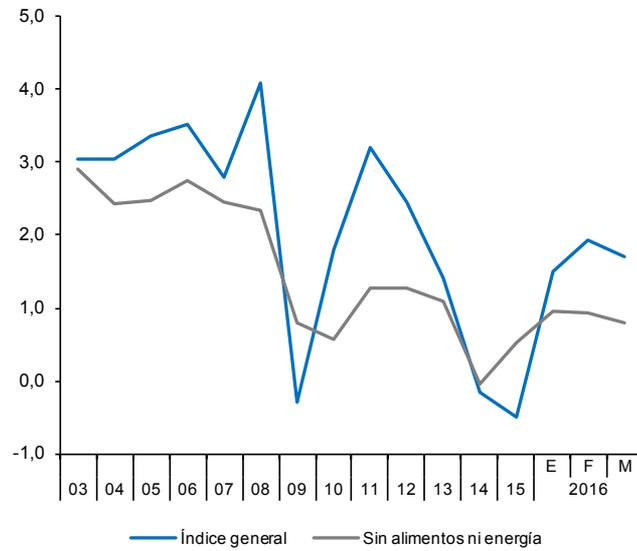
Previsiones en azul

	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	
Índices, 2011 = 100										
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	102,8	103,8	104,7	101,7	105,1	108,9	108,4	88,2	108,8	
2017	104,5	104,7	105,7	102,2	106,3	110,6	110,6	93,8	110,6	
Tasas de crecimiento interanual										
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	-0,4	0,9	1,0	0,5	1,2	1,2	1,9	-10,2	1,4	
2017	1,6	0,9	1,0	0,5	1,1	1,6	2,0	6,3	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	-0,8	1,0	1,1	0,5	1,4	1,3	2,2	-14,8	1,5
	Abr	-1,1	0,8	0,9	0,4	1,0	1,2	2,9	-16,0	1,7
	May	-1,0	0,9	0,9	0,4	1,2	1,2	1,8	-15,3	1,4
	Jun	-1,0	0,9	0,9	0,4	1,2	1,2	1,2	-14,8	1,2
	Jul	-0,7	0,9	1,0	0,5	1,2	1,1	2,6	-13,4	1,6
	Ago	-0,1	1,0	1,0	0,6	1,3	1,1	1,7	-8,7	1,3
	Sep	0,3	1,0	1,0	0,5	1,3	1,1	1,9	-5,5	1,3
	Oct	0,3	0,9	1,0	0,4	1,3	1,0	0,6	-4,1	0,9
	Nov	0,3	0,9	0,9	0,3	1,3	1,0	1,4	-4,3	1,1
	Dic	0,7	0,9	0,9	0,3	1,3	1,1	2,2	-1,8	1,4
2017	Ene	1,5	0,9	1,0	0,5	1,3	1,2	1,5	5,2	1,3
	Feb	1,9	0,9	1,0	0,5	1,3	1,4	2,0	8,8	1,6
	Mar	1,7	0,8	0,9	0,5	1,0	1,5	2,1	7,3	1,7
	Abr	2,0	1,0	1,1	0,5	1,4	1,5	2,1	8,7	1,7
	May	1,7	0,8	0,9	0,4	1,1	1,6	2,1	7,1	1,7
	Jun	1,6	0,8	0,9	0,4	1,0	1,6	2,1	6,2	1,7
	Jul	1,5	0,8	0,9	0,4	1,0	1,6	2,1	5,7	1,8
	Ago	1,5	0,8	1,0	0,4	1,1	1,6	2,1	5,2	1,8
	Sep	1,5	0,8	1,0	0,5	1,1	1,6	2,1	5,2	1,8
	Oct	1,6	0,8	1,0	0,5	1,1	1,6	2,1	5,5	1,8
	Nov	1,6	0,8	1,0	0,5	1,1	1,6	2,1	5,5	1,8
	Dic	1,6	0,8	1,0	0,5	1,1	1,6	2,1	5,5	1,8

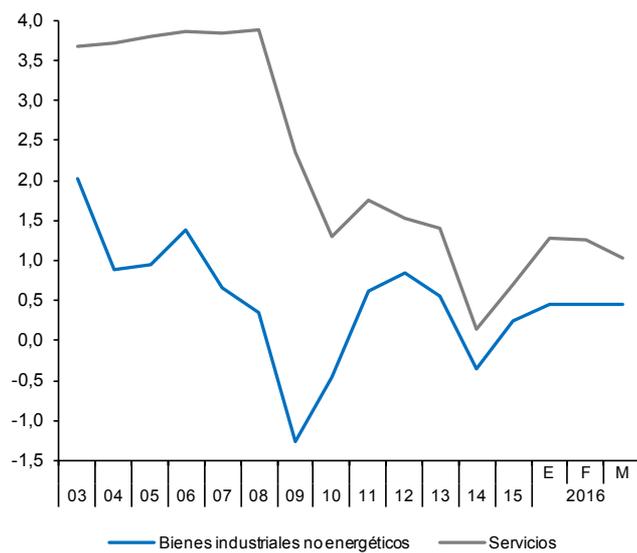
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

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			2000=100				
2008	99,6	99,8	100,5	98,5	100,7	91,1	137,4	134,8	145,6	142,8	--
2009	99,8	96,4	98,2	91,9	93,2	85,8	142,3	139,2	151,8	150,0	--
2010	100,0	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,5	--
2011	100,0	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)	--	102,2	105,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2014 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	--
2016 I	--	102,2	105,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 Jan	--	102,8	105,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	101,6	105,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	102,3	105,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales											
2008	2,1	6,5	4,5	-1,5	0,7	-8,9	4,8	5,1	4,0	5,2	3,6
2009	0,3	-3,4	-2,3	-6,7	-7,4	-5,8	3,5	3,2	4,3	5,1	2,3
2010	0,2	3,7	1,8	-2,0	-3,9	-12,8	0,4	0,9	-1,1	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)	--	-5,2	-0,9	--	--	--	--	--	--	--	1,1
2014 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
2016 I	--	-5,1	-0,7	--	--	--	--	--	--	--	1,1
2016 Jan	--	-4,2	-0,4	--	--	--	--	--	--	--	1,1
Feb	--	-5,7	-0,6	--	--	--	--	--	--	--	1,1
Mar	--	-5,4	-0,9	--	--	--	--	--	--	--	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)

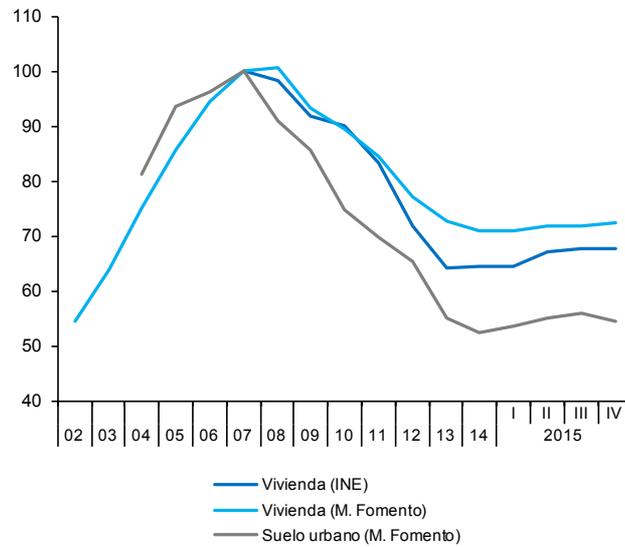
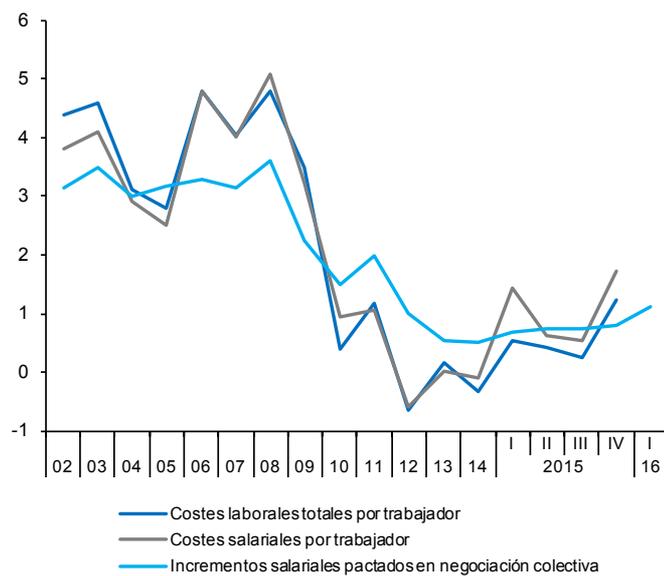


Gráfico 12.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

Desequilibrios: comparación internacional

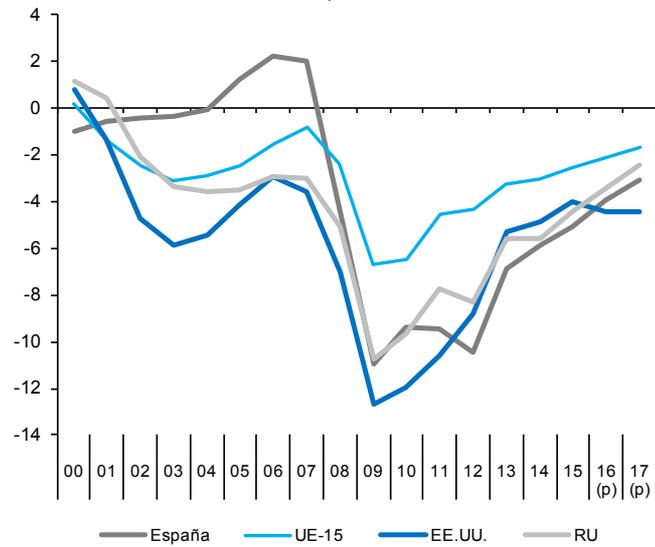
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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
Miles de millones de moneda nacional												
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
Porcentaje del PIB												
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	-5,0	39,4	63,5	72,8	51,7	-9,2	-0,7	-4,7	-3,6
2009	-11,0	-6,7	-12,7	-10,7	52,7	75,4	86,0	65,7	-4,3	0,1	-2,6	-3,0
2010	-9,4	-6,5	-12,0	-9,6	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	-5,6	93,7	90,3	104,8	86,2	1,5	1,6	-2,4	-4,5
2014	-5,9	-3,0	-4,9	-5,6	99,3	91,8	104,8	88,2	1,0	1,7	-2,3	-5,1
2015	-5,1	-2,5	-4,0	-4,4	99,2	90,0	105,9	89,2	1,4	2,1	-3,4	-5,2
2016	-3,9	-2,1	-4,4	-3,4	100,3	89,5	107,5	89,7	1,5	2,4	-2,8	-4,9
2017	-3,1	-1,7	-4,4	-2,4	99,6	88,5	107,6	89,1	1,3	2,4	-3,1	-4,4

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

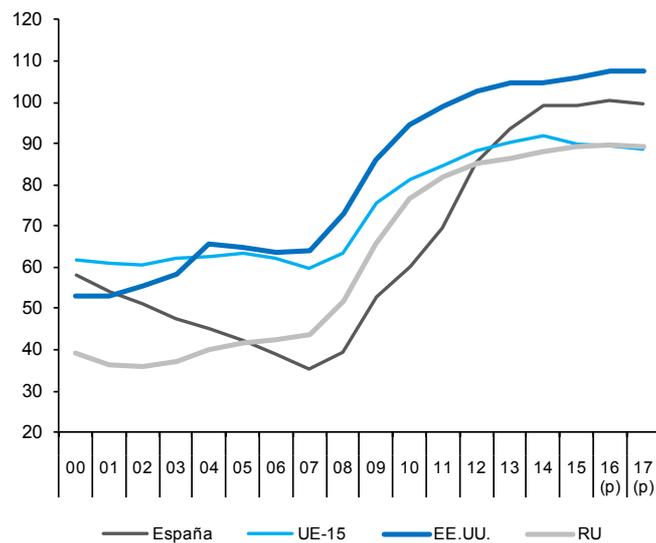
Porcentaje del PIB



(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	79,98	85,60	50,65	26,64	14,08	342.390	36,61
2014	46.771.341	42,14	18,05	80,08	85,58	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	10,2
2008	16.742,0	2,71	12,0	10,24
2009	17.068,2	2,68	12,6	9,88
2010	17.173,9	2,67	12,8	9,93
2011	17.344,1	2,65	13,2	9,79
2012	17.434,4	2,63	13,7	9,91
2013	17.404,2	2,62	13,9	10,29
2014●	18.328,9	2,51	14,2	10,55
2015	18.375,9	2,54		
2016	18.408,3	2,50		

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. CGPJ: 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
2016♦	22,7	6,6	27,8	40,7
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 ^{er} y 2 ^o 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*	1.361.340	139.844		
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.

** Previsión.

♦ Los datos se refieren al primer trimestre.

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	800.232■	5.697.618●	1.036,3●	934.488●	928,1●	2.355.321●	635,5●

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	1.075.071■	254.345■	199.703■	22.242■

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales. IMSERSO: Instituto de Mayores y Servicios Sociales.

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

■ Los datos se refieren a la media del periodo enero-marzo.

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

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 OCDE INCLASNS

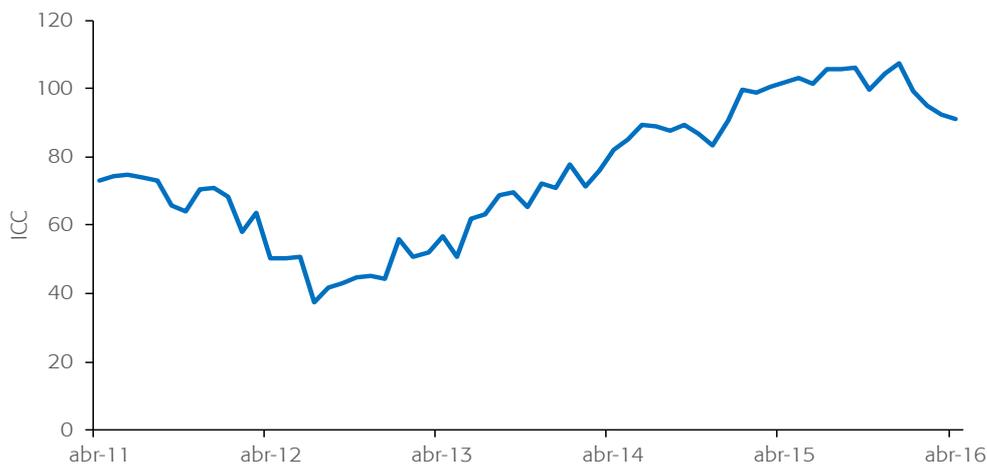
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (abril 2011 - abril 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).

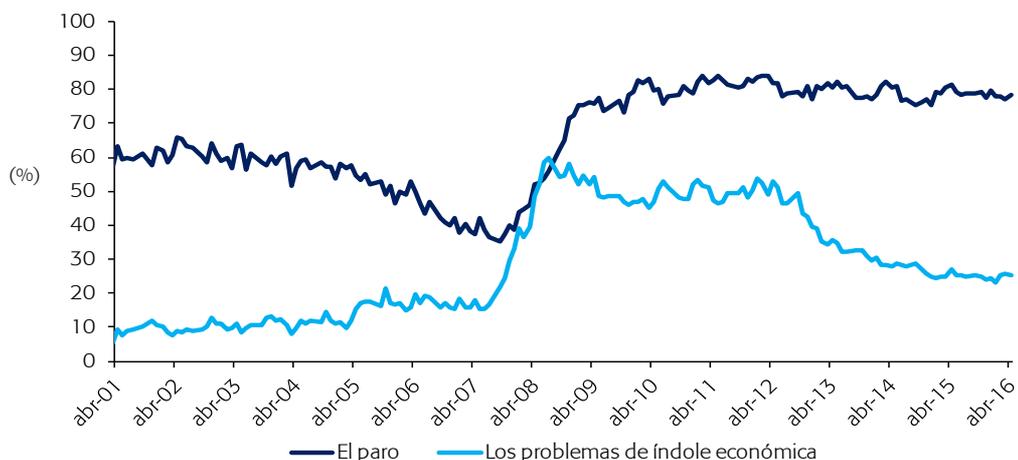
3. FLASH SOCIAL

La mejora de los datos de empleo en los últimos trimestres no ha logrado reflejarse todavía de manera apreciable en la percepción de la población. Según los resultados de los barómetros de opinión mensuales del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), la preocupación por el desempleo se mantiene en cotas muy elevadas y bastante estables (en torno al 80% de la población menciona espontáneamente “el paro” entre los tres principales problemas de España). Esta estabilidad de la opinión contrasta con la tendencia a la baja en la percepción de “los problemas de índole económica”, que desde finales de 2014 se sitúa en torno al 25% (entre la primavera de 2008 y el otoño de 2012 rondó el 50%) [gráfico 2].

Se desprende de estos datos que, en el imaginario colectivo de los ciudadanos, la economía ha perdido cierta intensidad en la “agenda de problemas de España”. Ahora bien, cuando se pregunta directamente sobre la actual situación económica, la mayoría se resiste a juzgarla con más optimismo. En efecto, mientras las menciones a “los problemas de índole económica” han caído considerablemente respecto al periodo más duro de la crisis, la calificación de la situación económica como “mala” o “muy mala” mantiene valores similares a los registrados en 2008-2009, durante la primera fase de la crisis [gráfico 3].

Gráfico 2

Menciones (espontáneas) del “paro” y de “los problemas de índole económica” entre los tres principales problemas de España (abril 2001-abril 2016)



Pregunta: “¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?” (RESPUESTA ESPONTÁNEA).
Fuente: CIS, barómetros de opinión (www.cis.es).

Gráfico 3

Valoración de la situación económica como “mala” o “muy mala” y menciones (espontáneas) de “los problemas de índole económica” entre los tres principales problemas de España (abril 2001-abril 2016)



Preguntas: “Para empezar, refiriéndonos a la situación económica general de España, ¿cómo la calificaría Ud.: muy buena, buena, regular, mala o muy mala?” y “¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe actualmente en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?” (RESPUESTA ESPONTÁNEA).
Fuente: CIS, barómetros de opinión (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de mayo de 2016

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,4	Febrero 2016
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,3	Febrero 2016
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,7	Febrero 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	241.003	Abril 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	129.792	Abril 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	5.798	Abril 2016
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	50,98	Diciembre 2015
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.595,62	Diciembre 2015
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	36.791,09	Diciembre 2015
Ratio "oficinas/entidades"	229,04	Diciembre 2015

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 abril	2016 15 mayo	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	-0,25	-0,26	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,76	0,48	0,17	-0,012	-0,012	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	1,65	1,60	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": En la primera quincena de mayo, el euríbor a tres meses ha seguido reduciéndose, hasta el -0,26%. El tipo a doce meses se mantiene en el mismo registro negativo de abril, el -0,012%. El BCE se ha reafirmado en la política monetaria expansiva y la inflación sigue en registros negativos en la mayor parte de los países de la eurozona. En cuanto al bono del Estado a 10 años, su rentabilidad se ha reducido hasta el 1,60%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 febrero	2016 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	34,6	75,6	75,5	88,80	90,58	(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	77,7	73,2	65,3	57,74	65,16	(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	0,9	2,6	1,3	0,06	-	(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	4,5	4,6	3,4	1,92	1,26	(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	2,3	0,1	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	603,2	1.037,9	1.058,2	1.080,1	1.090,5	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	0,6	0,5	-3,6	6,4	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,7	7,0	-0,2	-20,3	3,77	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	1.026,8	1.042,5	965,1	855,70	880,4(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.767,1	10.528,8	10.647,2	8.461,4	8.721,5(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,2	26,1	15,4	17,3	28,2(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 febrero	2016 marzo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	7,4	21,3	-0,9	201	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	-1,3	-0,2	2,1	-0,9	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,7	0,6	0,1	0,1	0,3	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	4,3	1,3	3,6	-18,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,6	6,4	17,7	-16,2	6,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de mayo 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 hasta el 90,58% y también de las obligaciones del Estado, al 65,16%. Las bolsas han recuperado parte del terreno perdido, con un incremento del IBEX-35 hasta los 8.721 puntos, mientras que el índice general de la Bolsa de Madrid sube hasta los 880 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 18,3%, mientras que se observa un aumento de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones del 6,5%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2007-2012	2013	2014	2015 III T.	2015 IV T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-5,3	2,1	1,0	2,1	2,2	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	0,7	3,7	3,1	3,3	3,6	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	306,4	302,3	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2007-2012	2013	2014	2015 III T.	2015 IV T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	82,1	76,7	72,4	68,6	67,5	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	1,9	6,8	4,8	-1,8	2,3	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	-1,6	-0,6	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el cuarto trimestre de 2015 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía, hasta el 2,2% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero aumentó hasta el 3,6% del PIB desde el 3,3% del tercer trimestre. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 67,5% del PIB, frente al 68,6% del trimestre precedente.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 enero	2016 febrero	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	9,1	-4,6	-4,0	-0,6	-0,4	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	9,0	-1,5	-0,1	0,3	-0,3	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,1	1,2	-15,2	1,7	0,9	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	14,1	-6,8	-6,0	-0,3	-0,2	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	-1,7	-5,9	-5,2	-5,0	-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 2000-2013	2014	2015	2016 enero	2016 febrero	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	40,5	-12,7	-22,4	-0,6	-0,7	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	-0,8	-6,1	-30,8	-10,5	-13,6	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,1	-1,1	-1,8	-0,3	-0,5	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 febrero de 2016, muestra una reducción del crédito al sector privado y de los depósitos del 0,4% y el 0,3%, respectivamente. Asimismo, los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 0,9%, mientras las acciones y participaciones lo redujeron un 0,2%. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 0,7% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2012	2013	2014	2015 septiembre	2015 diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	206	155	138	135	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	64	86	86	81	82	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	249.001	212.998	203.305	-	-	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.630	33.527	31.999	31.176	30.921	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	BE	373.328	665.849	506.285	411.245	241.003(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	41.806	201.865	141.338	132.123	129.792(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 2000-2012	2013	2014	2015 septiembre	2015 diciembre	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	21.288	19.833	21.115	27.164	5.798(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a abril de 2016.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En abril de 2016, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas representaba el 53,85% del total de fondos demandados netos en el conjunto de la eurozona. En términos absolutos, se ha producido un aumento de 203 millones de euros respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2012	2013	2014	2015 septiembre	2015 diciembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	52,27	48,25	47,27	49,02	50,98	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	2.899,17	5.426,09	5.892,09	6.174,30	5.595,62	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	20.102,13	34.472,09	40.119,97	40.263,86	36.791,09	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	199,04	216,30	142,85	144,33	229,04	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,35	6,8	6,52	6,57	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,12	0,16	0,07	0,26	0,28	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,75	0,13	0,49	0,47	0,42	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	11,20	1,88	6,46	5,91	5,62	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante el cuarto trimestre de 2015 se constató 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 148. Las comunidades autónomas dispuestas a crecer

PANORAMA SOCIAL

N.º 22. Un balance social de la crisis

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 251. Incertidumbre económica y exigencias regulatorias

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 5, N.º 2 (2016). Spanish banks: Improved performance in the face of financial turbulence

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 1, Febrero 2016

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 78. Empleo y maternidad: obstáculos y desafíos a la conciliación de la vida laboral y familiar

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

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
www.funcas.es

