

Crecimiento, creación de empleo y deuda

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Recuperación en un
entorno debilitado

Umbral de crecimiento
y creación de empleo

Deuda pública y
crecimiento

Desendeudamiento
por sectores

La solvencia de la banca

El IVA *cultural*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Complejidad y tono de
los informes bancarios

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

La economía social
frente a la crisis

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

253

julio/agosto 2016

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 La recuperación de la economía española en un entorno internacional debilitado
Raymond Torres y María Jesús Fernández
- 15 El umbral de crecimiento para la creación de empleo en España: ¿qué sabemos y qué nos dicen los datos más recientes?
Daniel Fernández Kranz
- 27 Deuda pública y crecimiento económico en España, 1851-2013
Vicente Esteve y Cecilio Tamarit
- 41 Evolución reciente del desendeudamiento por sectores institucionales
Daniel Fuentes Castro
- 51 El progreso de la solvencia bancaria española en el contexto europeo
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 61 Las socimi y el mercado inmobiliario
Noelia Fernández y María Romero
- 67 Una nota sobre el IVA y el consumo de cine, teatro y otros espectáculos
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 77 Complejidad y tono de los informes anuales de los bancos europeos
Nieves Carrera, Jie Mein Goh y Ronny Hofmann

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- Página 91 La economía social frente a la crisis en España
Pierre Perard

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

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

Carta de la Redacción

El crecimiento es, sin duda, el principal indicador para conocer los logros económicos de una sociedad. Del crecimiento de un país depende también su capacidad para crear empleo y las oportunidades para mejorar la distribución de la renta y el bienestar de sus habitantes. El número 253 de *Cuadernos de Información Económica* se abre con tres artículos que, desde diferentes perspectivas, sitúan el foco de su atención en el crecimiento de la economía española. El primero de ellos, de **RAYMOND TORRES** y **MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ**, realiza un detallado análisis del estado actual y de las perspectivas más inmediatas del proceso de recuperación de la economía española. La tasa de crecimiento prevista para 2016 se sitúa en el 3%, por encima de las anteriores previsiones, si bien se anticipa una desaceleración en la segunda mitad del año y en 2017. A ello contribuiría, en primer lugar, el impacto negativo de factores externos como el enfriamiento de las economías emergentes, las turbulencias financieras en Europa ante la situación de la banca de algunos países y la incertidumbre creada por el *Brexit*, la posible subida del precio del petróleo y el debilitamiento de los mercados de exportación. En segundo lugar, también se detecta una cierta desaceleración en los factores internos de crecimiento, desde el consumo de los hogares hasta el consumo público y la inversión en construcción. En todo caso, la economía española crecerá por encima de la media de la zona del euro y seguirá creando empleo a buen ritmo, aun cuando ello no será suficiente para reducir la tasa de paro hasta niveles socialmente aceptables, manteniéndose casi en el doble de la eurozona.

En el escenario de lento crecimiento previsto para los próximos años en las economías avanzadas, una de las

cuestiones que suscita mayor interés es cuál es el umbral de crecimiento del PIB a partir del cual comienza a crearse empleo neto. Si bien hasta fechas recientes, y en lo que se refiere a la economía española, el consenso parecía situar dicho umbral en el 2%, las reformas estructurales de los últimos años y, muy especialmente, la reforma del mercado de trabajo de 2012, habrían dado lugar a una reducción del umbral hasta cifras cercanas o ligeramente superiores al 1%. El artículo de **DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ** proporciona evidencia descriptiva de la relación entre la tasa de crecimiento del PIB y la creación (o destrucción) de empleo, estableciendo la comparación entre los resultados previos y posteriores a 2012, y con la perspectiva de anteriores recesiones y recuperaciones de la economía española. Se observa que los datos de creación de empleo en los inicios de las fases de recuperación son consistentes con la moderación salarial y –concluye el autor– que el mantenimiento de dicha moderación es un factor importante para seguir creando empleo en escenarios con menores tasas de crecimiento.

Con un enfoque de largo plazo, **VICENTE ESTEVE** y **CECILIO TAMARIT** abordan en su artículo las relaciones entre el nivel de deuda pública y el crecimiento económico español para un periodo que abarca desde 1851 hasta 2013. En el debate sobre el ritmo que debería alcanzar el proceso de consolidación fiscal en España, los posibles efectos depresivos de las políticas de austeridad en el corto plazo deberían ponderarse con las probables consecuencias negativas que en el medio y largo plazo puede tener una situación de sobreendeudamiento como la actual. Los resultados de las estimaciones realizadas muestran que el nivel de deuda pública tiene un

efecto negativo y significativo sobre el crecimiento a largo plazo del PIB, si bien las elasticidades obtenidas sitúan en el periodo 1940-2000 el efecto de reducción más elevado: 0,7 puntos de PIB por cada aumento del 10% en la ratio “deuda pública/PIB”. Para un periodo más reciente, 1965-2013, la caída de la tasa de crecimiento con el mismo aumento de la ratio sería algo menor, entre 0,17 y 0,26 puntos de PIB. Aunque no resulta fácil establecer con claridad un umbral determinado en la relación entre deuda pública y crecimiento, los autores concluyen que los negativos efectos de la primera sobre el segundo hacen necesario perseverar en el proceso de consolidación fiscal durante los próximos años.

Desde una perspectiva más general, el elevado endeudamiento privado en los años previos a la crisis ha sido uno de los factores explicativos de su profundidad y de la elevada vulnerabilidad de la economía española. El posterior aumento del endeudamiento público terminó por configurar un cuadro de alto riesgo con cifras globales máximas superiores al 300% del PIB en cuanto a deuda total se refiere. Sin embargo, como puede comprobarse en el artículo de DANIEL FUENTES CASTRO, el desendeudamiento privado ha sido muy intenso en los tres últimos años, especialmente en el sector empresarial, que ya se ha situado en una ratio de endeudamiento inferior al promedio de la eurozona. También en el caso de los hogares se detecta un proceso de desapalancamiento, si bien se está todavía lejos de la media europea. El problema se centra por tanto, y de manera muy especial, en las administraciones públicas y en las dificultades detectadas para situarse en una senda de consolidación fiscal que confirme la cadena de desendeudamiento del conjunto de la economía.

Los dos siguientes artículos examinan otros tantos aspectos de la solvencia del sistema bancario y de los nuevos vehículos de inversión en el sector inmobiliario. El primero, de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ, revela que el sector bancario español ha mejorado sustancialmente sus niveles de solvencia y se encuentra ya muy cerca del promedio de la eurozona. Se trata de una consecuencia en la que se mezclan motivaciones estratégicas de las entidades financieras con la fuerte presión regulatoria dirigida al aumento de los recursos propios. Aunque el contexto de incertidumbre sobre procesos como el *Brexit* o el crecimiento global, junto con la permanencia de tipos de interés reales negati-

vos, auguran una segunda parte del año con numerosas dificultades para el sector bancario europeo, no parece que la solvencia de la banca española pueda constituir un motivo de preocupación, ni de forma aislada ni en perspectiva europea. Adicionalmente, la banca española cuenta con una rentabilidad más elevada que la media de la zona del euro, resultado de unas mejores ratios de eficiencia tras los procesos de reestructuración, y con una clara ventaja en la calidad de sus activos, habida cuenta del proceso de transparencia aumentada por el que ha pasado. Las alertas se centran, en cambio, en la elevada morosidad de la banca italiana y en las limitaciones de las iniciativas adoptadas en ese país para gestionar el deterioro de sus balances bancarios.

Una de las consecuencias de la crisis fue el desplome del mercado inmobiliario español. Con objeto de proporcionar liquidez a los activos inmobiliarios y dinamizar dicho mercado se crearon las sociedades cotizadas de inversión denominadas socimi, que invierten con la obligación de mantener sus activos en alquiler al menos durante tres años. El artículo de NOELIA FERNÁNDEZ y MARÍA ROMERO lleva a cabo una primera valoración de la importancia de las socimi y de su papel como factor de reactivación del mercado inmobiliario, en virtud de sus favorables condiciones en cuanto a fiscalidad, diversificación y liquidez para los inversores. Por el momento, la evolución al alza de su cotización, el importante volumen de capitalización y las notables cifras de inversión acumulada, son un reflejo de la expectativa de revalorización futura de los inmuebles que poseen.

De las recientes reformas impositivas realizadas en los últimos años con objeto de aumentar la recaudación y hacer frente así al déficit público, una de las que más reacciones ha generado por parte del sector afectado ha sido la modificación de la tributación en IVA del consumo de cine, teatro y otros espectáculos, que pasó de estar gravado a un tipo reducido a estar sometido a un tipo normal, con un aumento de 13 puntos, desde el 8% hasta el 21%. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ trata de arrojar luz sobre dos cuestiones principales: el tratamiento que los servicios culturales reciben en el IVA de los países de la Unión Europea y el perfil económico de los consumidores de bienes culturales en España. En relación a lo primero, y tras la reforma de 2012, España se sitúa en un grupo formado por nueve países en los que la tributación es

al tipo general, frente a los restantes diecinueve en los que se aplican tipos reducidos. En cuanto a los consumidores de este tipo de bienes, cabe destacar que el gasto realizado está vinculado a la renta y al nivel de estudios. En particular, los hogares de renta alta gastan en cine, teatro y otros espectáculos 5 veces más en promedio que los de renta baja, y los hogares donde el sustentador principal tiene estudios secundarios y superiores gastan entre 1,5 y 2,6 veces más respectivamente que los hogares donde el sustentador principal tiene estudios primarios o carece de estudios.

El artículo de NIEVES CARRERA, JIE MEIN GOH y RONNY HOFMANN, en la sección de Economía internacional, introduce una cuestión poco tratada en relación con la publicación de los informes anuales de los bancos: la narrativa de dichos informes a través del examen y medición de diferentes atributos léxicos, como la complejidad y el tono de la información. Se trata de un aspecto de creciente importancia para los inversores, puesto que en un contexto de mayor complejidad de la actividad bancaria cobra especial relevancia la divulgación clara y concisa de la información sobre la rentabilidad y posición financiera de las entidades. Las medidas de complejidad sugieren que los bancos europeos no han sido especialmente cuidadosos en las características textuales

de la información cualitativa publicada, a pesar de las demandas de los reguladores. Los bancos españoles, sin embargo, han producido informes más legibles que la media de los restantes bancos europeos.

El último trabajo incluido en este número de *Cuadernos de Información Económica* sintetiza los aspectos más importantes de un libro recientemente publicado por Funcas en la colección Estudios de la Fundación, en el que se examina la trayectoria seguida por la economía social en España durante los años de la crisis. En su artículo, PIERRE PERARD señala que, si bien el sector no pudo evitar los efectos de la recesión económica, con el consiguiente cierre de cooperativas y sociedades laborales, las empresas de economía social han resistido mejor la crisis que el resto. Es más, el sector de la economía social se ha comportado como un amortiguador de la crisis, gracias al sentido de responsabilidad de sus socios con la empresa y a la flexibilidad y capacidad de ajuste de las condiciones laborales y de los salarios. El papel de la economía social en la integración laboral y social se percibe igualmente en los resultados de los centros especiales de empleo y las empresas de inserción, en cuanto al número de personas contratadas y a las características de dichas personas por sus dificultades para insertarse en el mercado laboral ordinario.

La recuperación de la economía española en un entorno internacional debilitado

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La recuperación de la economía española es más fuerte de lo previsto, y se prevé el mantenimiento de un ritmo de crecimiento relativamente elevado hasta el final del año. Sin embargo, para 2017 se espera una significativa ralentización debido al agotamiento del efecto de los factores extraordinarios que han impulsado la recuperación, así como al empeoramiento del contexto internacional. Las perspectivas para la economía mundial se han deteriorado como consecuencia del resultado del referéndum británico sobre la permanencia en la Unión Europea (UE), el resurgimiento de turbulencias asociadas a la situación del sistema bancario europeo, la incapacidad de la UE para estimular el crecimiento y la creación de empleo, y el debilitamiento de las economías emergentes, especialmente China y Latinoamérica. Además, la caída del precio del petróleo, que había sostenido el crecimiento de la renta real en los últimos años, puede haber llegado a su fin.

Contexto internacional

La economía mundial se ha debilitado como consecuencia del enfriamiento de las economías emergentes, las turbulencias que han afectado a los mercados financieros, sobre todo en Europa, y la desaceleración del crecimiento en los mercados de exportación.

En China han surgido nuevas dificultades en el proceso de transición hacia una economía menos dependiente de las exportaciones. El volumen de créditos no recuperables pesa sobre el balance de los bancos y dificulta el crecimiento de la inversión, el consumo y la creación de empresas orientadas

hacia la satisfacción de la demanda interna. El resultado es un menor crecimiento de las importaciones chinas, afectando en especial a otras economías asiáticas como Japón y Corea del Sur.

Las economías de los países exportadores de recursos naturales han experimentado fuertes ajustes debido a la evolución de los precios internacionales. América Latina ha entrado en un período de crecimiento bajo, que en el caso de Brasil se ha traducido en una de las recesiones más profundas de su historia reciente. Rusia, así como los países árabes y de África subsahariana productores de gas y petróleo, han sufrido un acusado enfriamiento en sus economías. Durante los

* Dirección de Coyuntura y Estadística, Funcas.

últimos meses, como consecuencia de problemas de oferta en varios países productores, el precio del petróleo se ha encarecido. Los riesgos geopolíticos en el Norte de África y Oriente Medio siguen siendo elevados, lo que desvía el turismo hacia países más estables como España.

Durante el primer trimestre del 2016, la economía de los EE.UU creció en un 1,1% a ritmo anual, tres décimas menos que el trimestre anterior. No obstante, según los datos para el mes de junio, el empleo crece con intensidad, manteniendo la tasa de paro por debajo del 5%, estimulando la participación en el mercado laboral y el aumento de los salarios. Con todo, se espera que la Reserva Federal emprenda en los próximos meses una senda de endurecimiento gradual de las condiciones monetarias.

La economía de la eurozona por su parte hace frente a nuevas turbulencias, en un contexto de desempleo elevado y que no ha despejado el riesgo de deflación. El crecimiento para el primer trimestre alcanzó el 0,6%. No obstante, se han producido señales de debilitamiento en la actividad industrial. La salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) –el llamado *Brexit*– ha generado un clima de incertidumbre. En Italia, la solidez del sistema bancario ha despertado nuevas dudas por la persistencia de una tasa elevada de morosidad y dificultades para capitalizar las entidades más afectadas.

La salida del Reino Unido de la Unión Europea ha generado un clima de mayor incertidumbre. En Italia, la solidez del sistema bancario ha despertado nuevas dudas por la persistencia de una tasa elevada de morosidad y dificultades para capitalizar las entidades más afectadas.

En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipa un estancamiento del crecimiento de la eurozona en torno al 1,7% y una inflación muy por debajo del objetivo del 2%, lo cual justificaría el mantenimiento de la actual polí-

tica acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE) –tipos de interés negativos, compra de títulos de deuda pública y privada por un monto de hasta 80 mil millones de euros por mes y nuevas rondas de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II).

En definitiva, la economía española se enfrenta a un contexto internacional más incierto, por la perspectiva de un largo periodo de negociación entre la UE y el Reino Unido, la aparición de nuevas turbulencias en los mercados financieros europeos y las debilidades de los países emergentes. Los mercados de exportación experimentan un crecimiento débil y el petróleo se encarece. No obstante, la economía mundial debería evitar una nueva recesión y las condiciones monetarias creadas por el BCE deberían contribuir a contrarrestar parcialmente estas turbulencias.

Evolución reciente de la economía española

El PIB creció un 0,8% en el primer trimestre de 2016, la misma tasa que en el trimestre anterior. En términos anualizados, dicho crecimiento equivale a un 3,1% –en adelante, es en estos términos como se expresarán las tasas intertrimestrales de crecimiento–. El crecimiento interanual fue del 3,4%.

La demanda nacional aceleró su ritmo de crecimiento en comparación con el trimestre anterior, como resultado del mayor crecimiento del consumo, tanto privado como público, así como de la mayor acumulación de inventarios. La contribución a la tasa intertrimestral de crecimiento fue de 4,2 puntos porcentuales, mientras que la aportación neta del sector exterior fue de -1,1 puntos porcentuales.

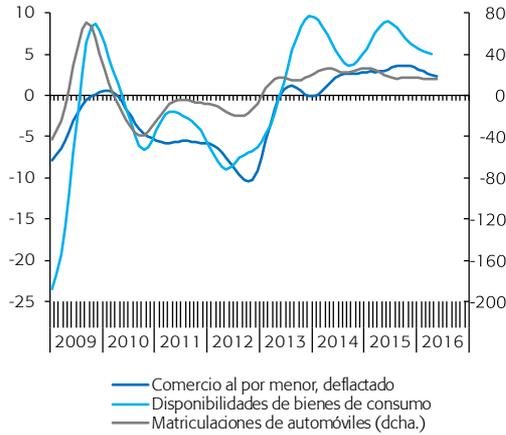
El consumo privado aumentó un 3,8%, por encima del crecimiento registrado el trimestre anterior, y por encima de lo previsto. Los factores que impulsan el crecimiento de esta variable son varios: el aumento del empleo, la rebaja del IRPF y la bajada de precio de los productos energéticos

Gráfico 1

Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo

1.1 - Indicadores de consumo (I)

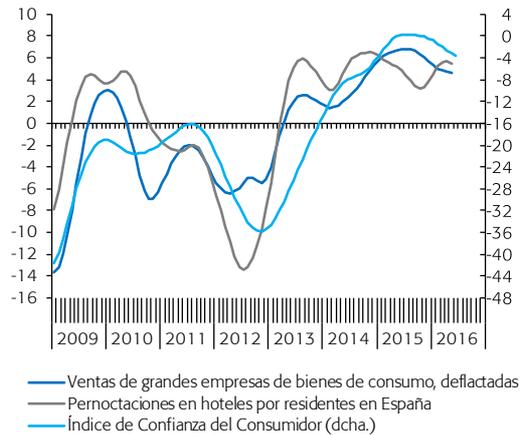
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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

1.2 - Indicadores de consumo (II)

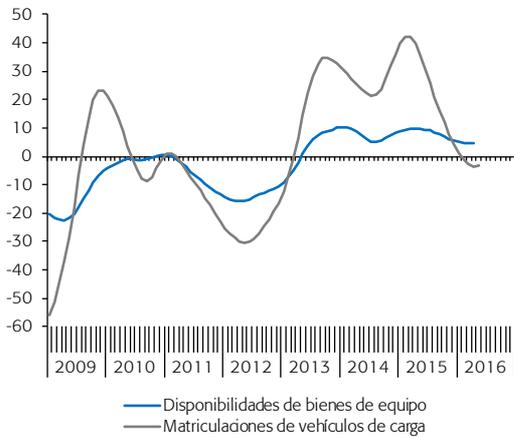
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

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

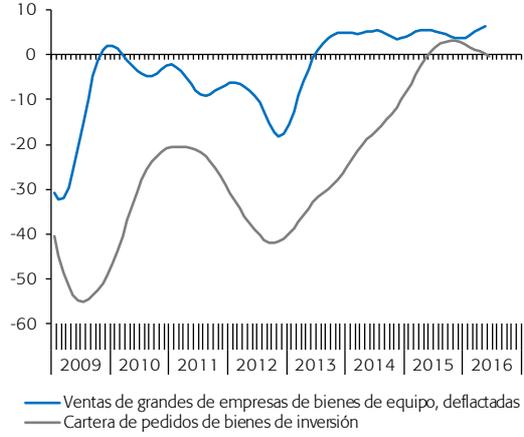
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, DGT y Funcas.

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

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas.

(gráficos 1.1 y 1.2). También intensificó notablemente su crecimiento el consumo público, hasta un tasa del 3,4%, algo que viene siendo habitual desde hace algunos años en el primer trimestre del ejercicio. A precios corrientes el crecimiento fue del 10,7%, si bien en términos interanuales la tasa fue del 1,9%.

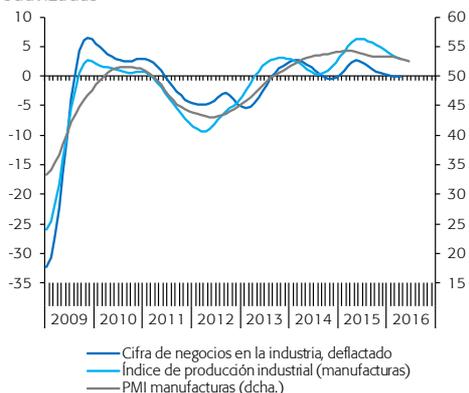
La formación bruta de capital fijo en bienes de equipo moderó su ascenso hasta un 5,4%, la

tasa más reducida desde el primer trimestre de 2013. No obstante, destaca su fortaleza, teniendo en cuenta que este crecimiento de la inversión se está produciendo al mismo tiempo que las empresas se están desendeudando. Los elementos que se encuentran detrás del buen comportamiento de esta variable también son diversos: la recuperación del excedente empresarial, la reducción de costes derivado del descenso de los tipos de interés y del precio de la energía, y la necesidad de

Gráfico 2

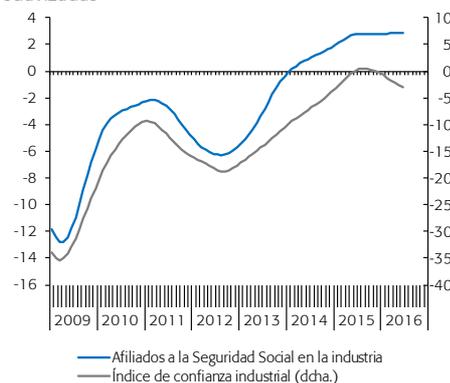
Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

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



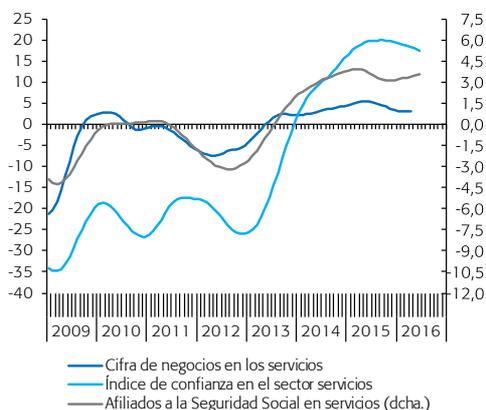
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

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



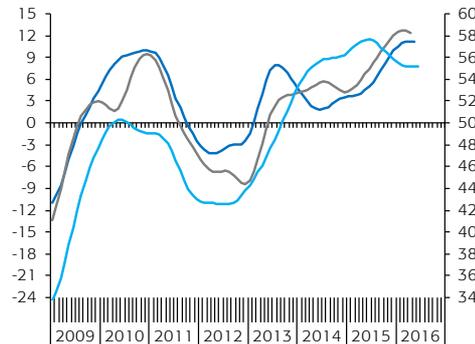
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

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



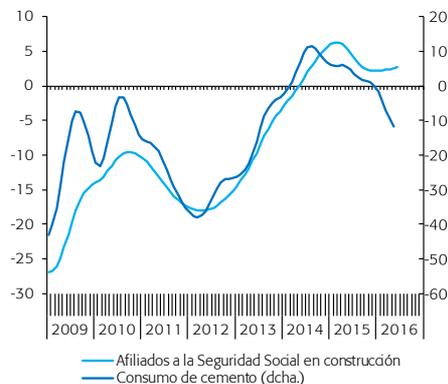
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, INE y Funcas.

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



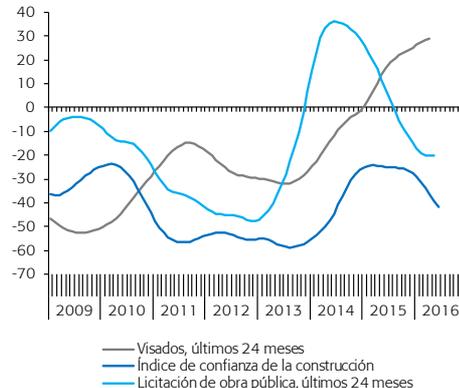
Fuentes: INE, AENA, Markit Economics Ltd. y Funcas.

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



Fuentes: Ministerio de Empleo, Oficemen y Funcas.

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



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

reponer el capital productivo tras el largo periodo de paralización de la inversión durante la crisis (gráficos 1.3 y 1.4).

Destaca la fortaleza de la inversión en bienes de equipo, teniendo en cuenta, especialmente, que el aumento de la misma está teniendo lugar al mismo tiempo que las empresas se están desendeudando.

La inversión en construcción sufrió un retroceso del 0,8%, como consecuencia de la caída de la inversión no residencial, probablemente debido al final de la obra pública ligada a las elecciones —en 2015 la inversión de las administraciones públicas aumentó, por primera vez desde 2009, un 12,7%—. La inversión en construcción de viviendas, por el contrario, aceleró su crecimiento hasta el 5%, reflejando la recuperación del mercado inmobiliario. Las ventas de viviendas aceleraron su crecimiento en el primer trimestre, al igual que los precios, los cuales, conforme a las cifras del Instituto Nacional de Estadística (INE), se elevaron un 6,3% en el mismo periodo en comparación interanual.

Las exportaciones totales se redujeron en el primer trimestre un 2,1%, como consecuencia de la caída de las ventas al exterior de servicios, incluidos los turísticos. Llama la atención el descenso de estos últimos según las cifras de la Contabilidad Nacional, teniendo en cuenta la excelente evolución que registraron durante el mismo periodo los indicadores relacionados con la actividad turística, como la entrada de turistas o el número de pernoctaciones en hoteles (gráfico 3.2). Las exportaciones de bienes presentaron un crecimiento nulo en términos reales, lo cual debe considerarse como un buen resultado teniendo en cuenta que en el mismo periodo las exportaciones mundiales sufrieron una contracción.

En cuanto a las importaciones, las de bienes descendieron mientras que las de servicios crecieron, destacando el intenso ascenso de las de servicios turísticos. El resultado fue un crecimiento

de las importaciones totales del 1,4% en términos reales, aunque a precios corrientes las compras al exterior registraron un descenso del 9,2%, lo que se explica fundamentalmente por la caída de precios de los productos energéticos.

Desde la perspectiva de la oferta, el sector que registró un mayor crecimiento de su valor añadido bruto fue el manufacturero, seguido de los servicios de mercado. Las ramas de servicios más vinculadas al sector público también incrementaron su VAB, mientras que la construcción sufrió una contracción, probablemente como consecuencia de la mencionada caída de la obra pública (gráficos 2.1 a 2.6).

El empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aceleró su ritmo de expansión hasta un 3,7%, siendo las manufacturas el sector donde mayor fue el aumento. En la construcción el empleo sufrió una caída. La tasa de desempleo desestacionalizada descendió seis décimas porcentuales con respecto al trimestre anterior hasta el 20,3%, debido íntegramente al aumento del empleo, ya que la tasa de actividad registró un ligero incremento en el mismo periodo. La población activa continúa presentando una tendencia decreciente debido a la reducción de la población en edad de trabajar (gráficos 4.1 a 4.4).

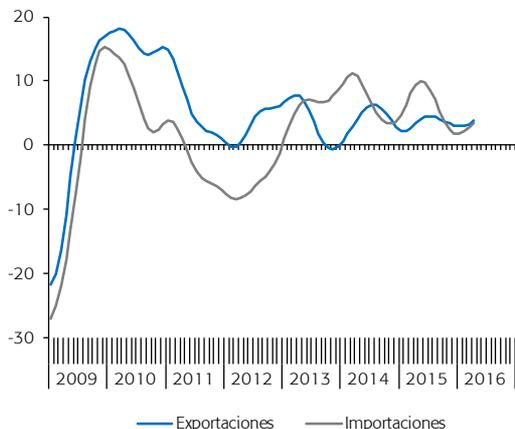
Puesto que el empleo creció a mayor ritmo que el PIB, la productividad descendió en el primer trimestre del año, aunque mantiene un ritmo tendencial de crecimiento de en torno al 0,2%. La remuneración por asalariado se redujo en el primer trimestre, de modo que los costes laborales unitarios registraron una reducción. En el caso del sector manufacturero, los CLU crecieron en el primer trimestre, pero tras varios trimestres de fuertes descensos, de modo que la tendencia sigue siendo decreciente.

Con respecto al segundo trimestre, los indicadores de demanda conservaban un notable vigor a pesar del deterioro sufrido por los índices de confianza. Los relativos al consumo presentaron, en general, buenos resultados en abril, aunque

Gráfico 3
Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

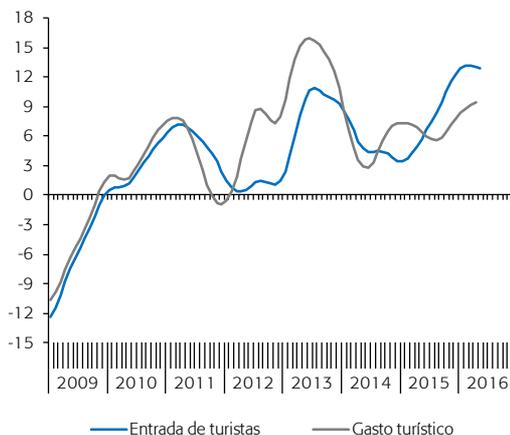
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Economía.

3.2 - Turismo

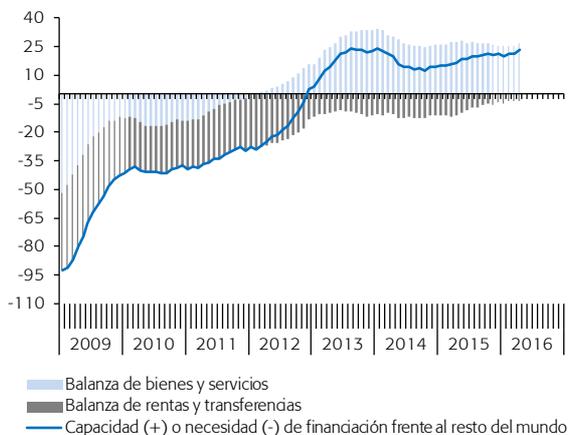
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Economía.

3.3 - Balanza de pagos

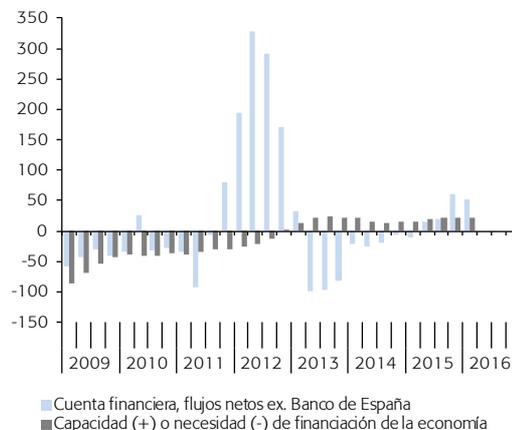
Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

3.4 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros, suma móvil 4 trimestres



Fuente: Banco de España.

empeoraron en mayo, apuntando en conjunto a un ritmo de crecimiento algo menor que en el primer trimestre. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles exhibieron una mejoría. Con respecto al comercio exterior, las exportaciones de bienes se han recuperado al inicio del segundo trimestre en mayor medida que las importaciones, lo que unido al positivo comportamiento del turismo podría suponer una

mejora de la aportación del sector exterior al crecimiento.

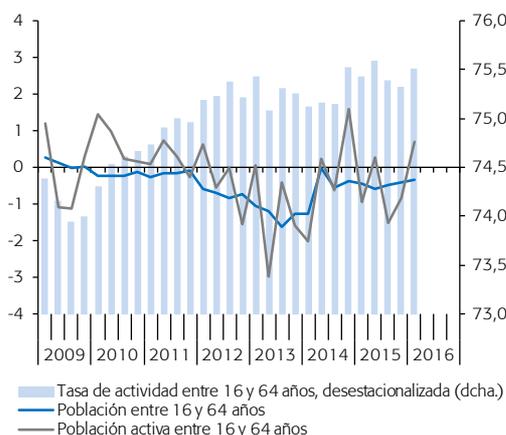
Los indicadores de actividad sectorial, por su parte, apuntan a una ralentización del crecimiento procedente, posiblemente, de la industria, pero sobre todo, de la construcción. Es en este último sector donde los indicios apuntan más claramente a una continuación del deterioro de la actividad.

Gráfico 4

Mercado de trabajo

4.1 - Oferta de empleo

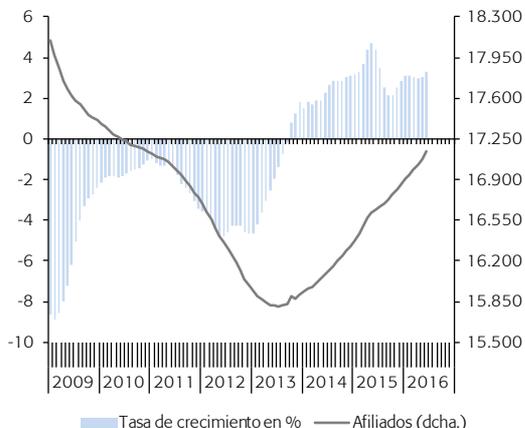
Variación trimestral en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

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

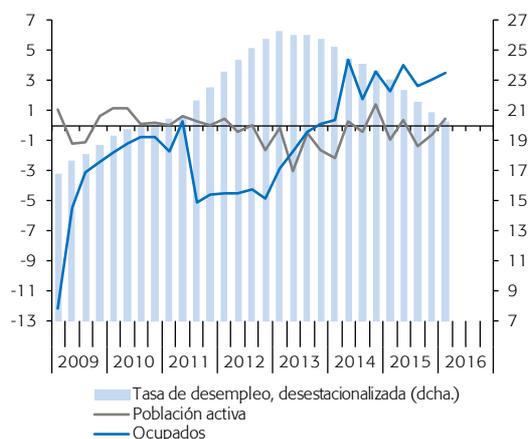


Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

La licitación oficial –la suma móvil de 24 meses como medida aproximada del volumen de actividad de obra pública– cae a tasas cada vez más negativas, al igual que el consumo de cemento. Sin embargo, la construcción de viviendas continúa recuperándose, con una aceleración del crecimiento de los visados de nueva obra –también la suma móvil de 24 meses– y el empleo en el sector sigue aumentando, según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, si bien a un ritmo muy

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

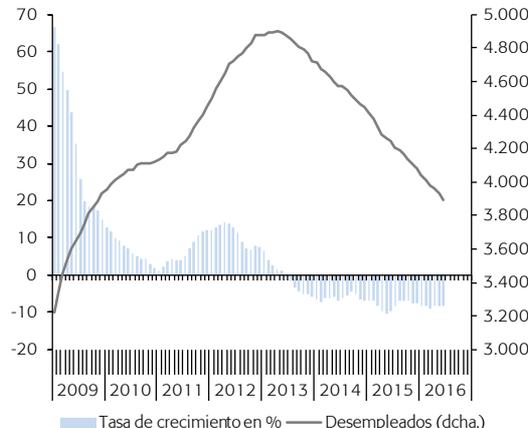
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.4 - Desempleo registrado

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



Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

moderado y decreciente. Cabe concluir, por tanto, a partir de estos indicadores, que la contracción de la actividad en el sector obedece a la caída de la obra pública, que no es contrarrestada, al menos por el momento, por la recuperación de la construcción residencial.

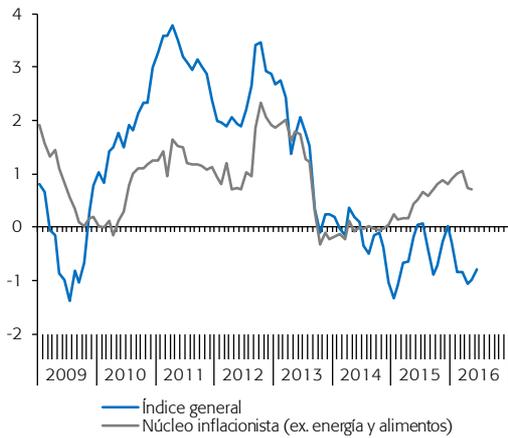
Durante los últimos meses el empleo según las cifras de afiliación a la Seguridad Social ha crecido algo menos que en el 2015. La pérdida de

Gráfico 5

Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios de consumo

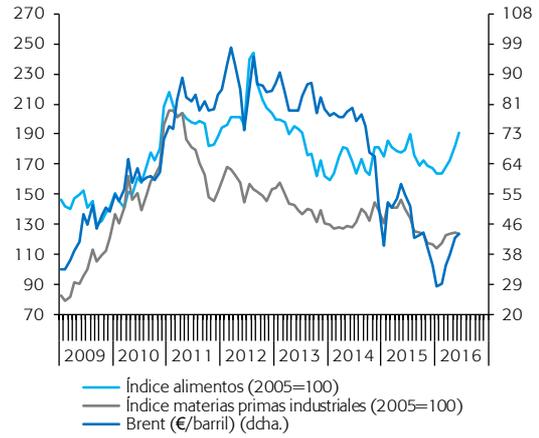
Variación interanual en %



Fuente: INE (IPC).

5.2 - Precios materias primas en euros

Euros e índice



Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

impulso afectó a todos los sectores económicos. El paro registrado también moderó su ritmo de descenso en el mismo periodo del año.

En suma, los indicadores económicos tomados en su conjunto apuntan a un crecimiento del PIB a una tasa que podría alcanzar la registrada en el primer trimestre.

La tasa general de inflación se mantuvo en niveles negativos en los primeros seis meses del

año como consecuencia de la caída de los precios de los productos energéticos. La subyacente, por su parte, continuó en positivo, si bien en los meses de abril y mayo se situó en niveles inferiores a los del inicio del año (gráficos 5.1 y 5.2).

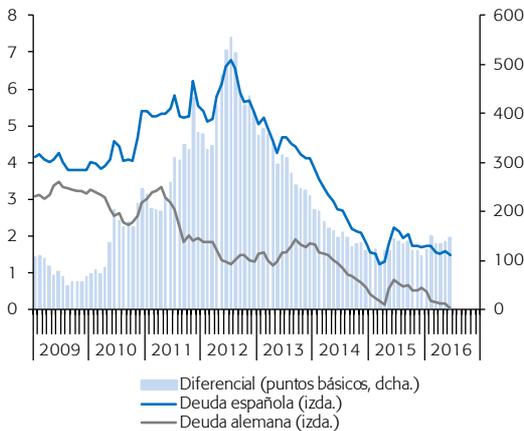
La balanza de pagos por cuenta corriente registró hasta el mes de abril un superávit de 1,5 miles de millones de euros, frente al déficit de 1,9 miles de millones contabilizado en el

Gráfico 6

Indicadores financieros

6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años

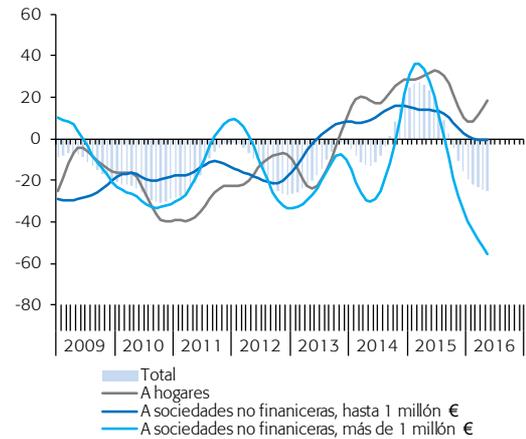
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Crédito nuevo

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



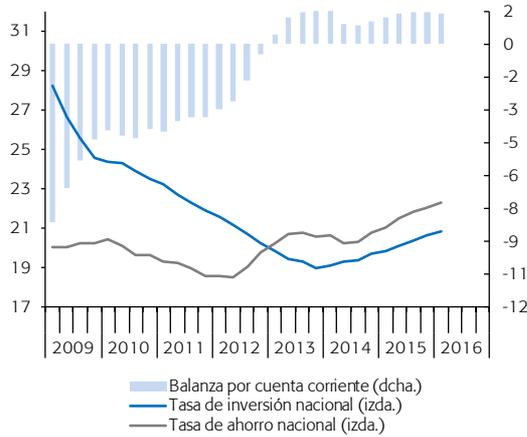
Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

Desequilibrios financieros

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

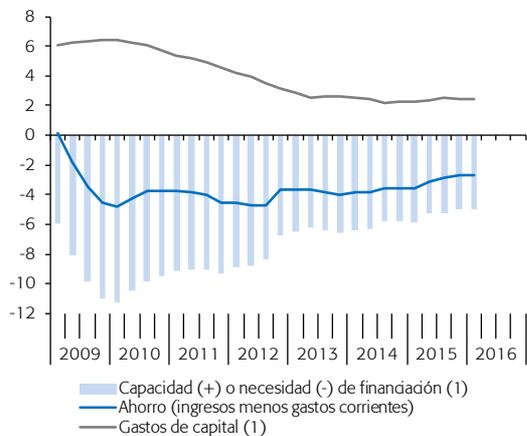
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



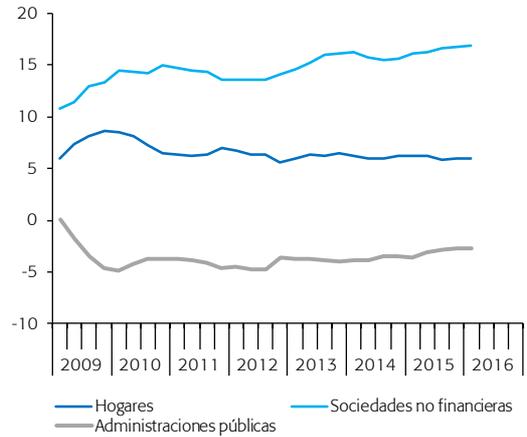
(1) Excluidas ayudas a instituciones financieras

Fuentes: INE (CTNFSI) e IGAE.

mismo periodo del pasado año. La mejora procedió tanto de un descenso del déficit de rentas como de un incremento del superávit comercial de bienes y servicios. Con respecto a la balanza comercial de bienes, el déficit de la balanza energética continuó retrocediendo gracias a la caída del precio del petróleo, mientras que la balanza no energética redujo su superávit. La cuenta financiera excluyendo el Banco de España registró un saldo positivo –salida de recursos– de 4,8 miles de millones de euros. Este saldo fue

7.2 - Tasas de ahorro

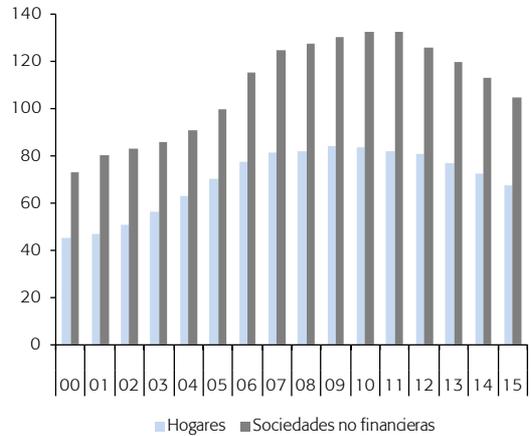
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuentes: INE e IGAE.

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

superior al registrado en el mismo periodo del año anterior como consecuencia del fuerte descenso de la inversión extranjera en España, que no fue contrarrestado por la caída de la inversión española en el exterior (gráficos 3.3 y 3.4).

La tasa de ahorro nacional –la media móvil de cuatro trimestres– fue del 22,3% del PIB en el primer trimestre de 2016, dos décimas porcentuales más que en el trimestre anterior. La tasa de inversión nacional también experimentó un ascenso, de modo que la capacidad de financia-

ción de la economía se ha mantenido en un nivel muy semejante al del trimestre anterior, un 2% del PIB (gráficos 7.1 y 7.2).

Tanto los hogares como las sociedades no financieras mantenían un saldo financiero superavitario en el primer trimestre, aunque en el primer caso descendió hasta el 3,2% del PIB, mientras que en el segundo se mantuvo en el mismo nivel que en el trimestre precedente, un 2,4% del PIB. Dicho excedente se viene destinando desde hace varios años, en gran medida, a la reducción del endeudamiento. En el caso de los hogares, al final de 2015 la deuda suponía el 106% de la renta disponible bruta, 6,1 puntos porcentuales menos que un año antes. La deuda de las sociedades no financieras, por su parte, se redujo en 8,2 puntos porcentuales hasta el 104,6% del PIB (gráfico 7.4).

Las administraciones públicas registraron un déficit en el primer trimestre de 2016 de 8,3 miles de millones de euros, 500 millones más que en el mismo periodo del año pasado. Los ingresos se redujeron un 0,1%, como consecuencia del descenso de la recaudación del IRPF y del impuesto sobre sociedades. En el primer caso, la bajada de la recaudación se debió a la rebaja impositiva que entró en vigor en enero, mientras que en el segundo fue consecuencia, además, del final de ciertas medidas transitorias que supusieron un adelanto de los pagos a cuenta el pasado año. Los gastos crecieron un 0,4% —excluyendo los relacionados con los rescates a las entidades financieras—. Por nivel administrativo, la Administración central y las comunidades autónomas redujeron su déficit, mientras que las corporaciones locales y la Seguridad Social redujeron su superávit. En el mes de abril, excluyendo las corporaciones locales, el resultado consolidado del resto de administraciones mantenía la misma tendencia de descenso de ingresos y aumento de gastos (gráfico 7.3).

La prima de riesgo de la deuda soberana española subió moderadamente durante las turbulencias posteriores al resultado del referéndum británico, como resultado tanto de un repunte de la rentabilidad de la deuda española como de la caída de la alemana. No obstante, en los días

posteriores se normalizó hasta niveles semejantes a los existentes en las semanas anteriores a dicho referéndum, aunque con la rentabilidad de la deuda española en torno al 1,3%, el nivel más bajo desde abril de 2015, lo que podría estar reflejando también la reacción a los resultados de las elecciones españolas (gráfico 6.1).

Previsiones para 2016 y 2017

Para el resto de 2016 y 2017, se prevé que la economía española entre en una fase de desaceleración, aunque seguirá creciendo muy por encima de la media europea. Estas previsiones se han realizado bajo el supuesto de unas condiciones monetarias sin cambios, lo que implica el mantenimiento de la política de compra de activos por el BCE ampliada a títulos de deuda corporativa, nuevas rondas de TLTRO II, así como tipos de interés nulos para el mercado interbancario a doce meses, y de en torno al 1,5% para la deuda pública a diez años. Durante el horizonte de previsión, el euro se cotizaría a su nivel actual, en torno a 1,10 dólares.

En la segunda mitad de 2016 y en 2017, se prevé que la economía española entre en una fase de desaceleración, aunque seguirá creciendo muy por encima de la media europea.

La desaceleración se debe sobre todo a factores externos. El crecimiento anual de los mercados a la exportación, motor esencial de la recuperación económica, podría resentirse del debilitamiento de las economías emergentes así como de la salida del *Brexit*. Para 2017, se anticipa un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios del 4,3%, por encima del crecimiento de los mercados mundiales pero un punto menos que en el 2015.

En este escenario, se prevé que las decisiones de la OPEP en materia de producción sigan teniendo un impacto. El precio del petróleo sería de 45,5 dólares de media anual este año, y de

50 el año próximo. Ello pondría fin a la mejora de la relación de intercambio que sustentó las rentas reales y el consumo durante el 2015.

Las incertidumbres en los mercados financieros junto con la escasez de demanda podrían provocar un frenazo en las inversiones de las empresas. Para el 2017, se prevé un incremento de la inversión en bienes de equipo de 1,1 puntos porcentuales menos que en el 2015. No obstante, la inversión seguiría creciendo con intensidad gracias a la disminución de las cargas financieras facilitadas por la política acomodaticia del BCE y el desendeudamiento de las empresas.

También existen factores internos de desaceleración. Durante la segunda parte del 2016 y en el 2017 se espera un aumento en el consumo de los hogares de entre el 2% y el 2,5% (frente al 3% registrado en el 2015), fruto del impacto del encarecimiento del petróleo sobre la renta real, de la desaceleración en la creación de empleo y de la moderación salarial. La inversión en construcción también podría sufrir una ralentización. Se estima que la tasa de ahorro no debería caer más, teniendo en cuenta la persistencia de un endeudamiento de los hogares relativamente elevado. Por fin, se anticipa una desaceleración en el consumo público, como consecuencia del fin del ciclo electoral.

Con todo, el crecimiento podría alcanzar un 3% en el 2016, tres décimas más de lo previsto en el anterior ejercicio de previsiones, frente al 1,7% previsto por el FMI para el conjunto de la zona del euro. Se mantiene sin cambios la previsión de crecimiento del PIB para 2017, que

El crecimiento podría alcanzar el 3% en 2016, tres décimas más de lo previsto en el anterior ejercicio de previsiones, frente al 1,7% previsto por el FMI para el conjunto de la eurozona. Se mantiene sin cambios la previsión de crecimiento del PIB para 2017, que sigue en el 2,3%, medio punto más que en la zona del euro.

sigue en el 2,3% (medio punto más que en la zona del euro), lo que implica una desaceleración algo

más pronunciada de lo previsto. La ralentización procedería de la demanda nacional, sobre todo del consumo de los hogares y de las administraciones públicas. La aportación del sector exterior seguiría siendo ligeramente negativa (cuadro 1 y gráficos 8.1 a 8.6).

La pauta prevista para el crecimiento económico se reflejaría en el mercado laboral. El empleo debería seguir creciendo con intensidad en el 2016 —en torno al 2,6%— y a un ritmo menor en el 2017 —en el 1,9%. La tasa de paro, aunque en disminución, se mantendría a un nivel muy elevado, casi el doble que en la eurozona, y su reducción seguiría siendo el principal desafío para la economía española.

Pese al aumento del precio de las importaciones, la inflación se mantendría muy por debajo del objetivo del 2%. Para los costes laborales unitarios se prevé una variación moderada, inferior a la experimentada en otros países europeos.

Para el conjunto del ejercicio actual se prevé un superávit de la balanza por cuenta corriente del 1,8% del PIB, lo que supone cuatro décimas más que en el 2015. Para 2017 se prevé el mismo resultado.

La tasa de paro, aunque en disminución, se mantendría a un nivel muy elevado, de casi el doble que en la eurozona, y su reducción seguiría siendo el principal desafío para la economía española.

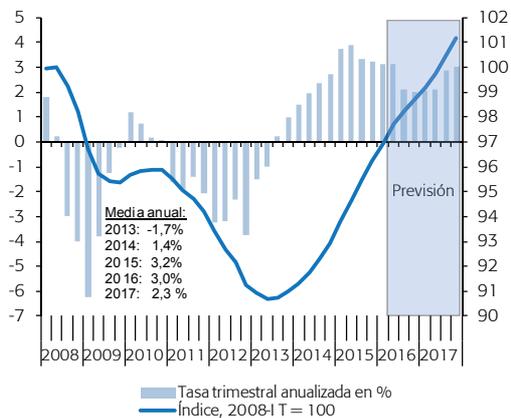
Por fin, las previsiones para el déficit de las administraciones públicas en 2016 se han revisado al alza, y ahora se sitúan en el 3,8% del PIB, mientras que se mantienen para el 2017 en el 3% del PIB, en ambos casos por encima de los objetivos contenidos en la Actualización del Programa de Estabilidad (3,6% y 2,9%). Esta situación ha dado lugar a que la Comisión Europea esté considerando la aplicación de sanciones. La deuda pública se situaría ligeramente por debajo de un año de PIB durante el horizonte de previsión y su reducción constituye después del desempleo uno de los principales retos a los que se enfrenta la economía española.

Gráfico 8

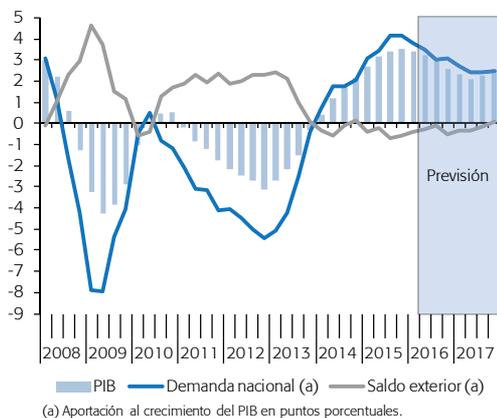
Previsiones para la economía española 2016-2017. Perfil trimestral

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

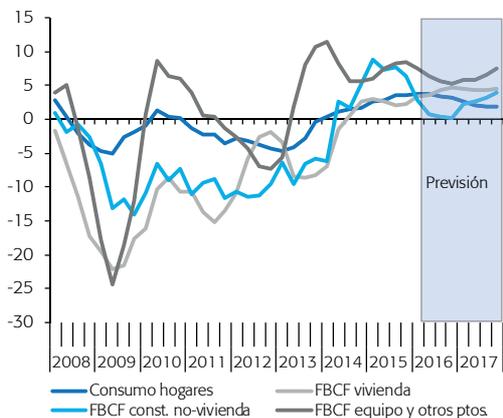
8.1 - PIB



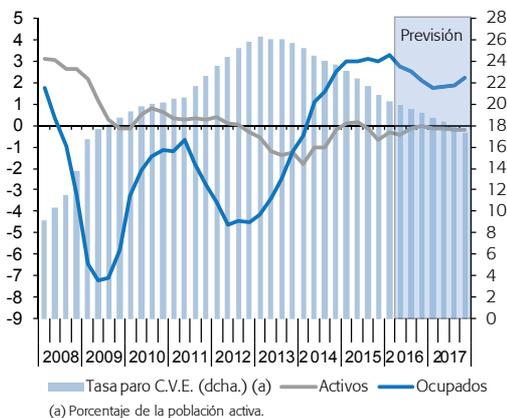
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



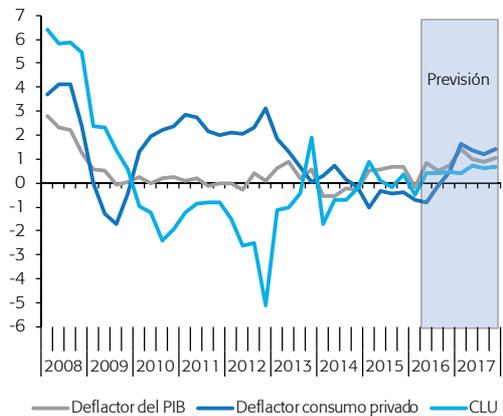
8.3 - Agregados de la demanda nacional



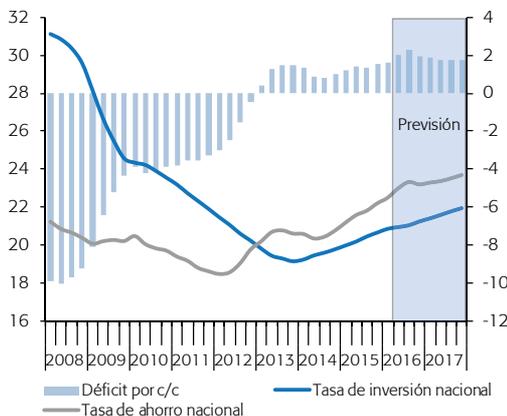
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



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



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

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2016-2017

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB, pm	3,8	-1,3	1,4	3,2	3,0	2,3	0,3	0,0
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	1,2	3,1	3,5	2,1	0,2	-0,5
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	0,0	2,7	2,1	1,0	0,1	-0,3
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,0	3,5	6,4	4,2	5,0	-0,1	1,1
Construcción	5,9	-9,8	-0,2	5,3	2,3	3,6	-1,3	-0,2
Construcción residencial	7,8	-11,2	-1,4	2,4	3,9	4,4	0,3	-1,1
Construcción no residencial	4,2	-8,2	0,8	7,5	1,0	3,0	-2,7	0,6
Equipo y otros productos	7,5	-2,4	7,7	7,5	6,2	6,4	1,1	2,4
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	5,1	5,4	4,0	4,3	0,2	-0,5
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	6,4	7,5	5,4	5,3	-0,3	-0,7
Demanda nacional (b)	4,5	-3,0	1,6	3,7	3,3	2,5	0,1	-0,1
Saldo exterior (b)	-0,7	1,7	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2	0,2	0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	-	-	1.041,2	1.081,2	1.119,2	1.157,3	-	-
- % variación	7,4	-0,8	1,0	3,8	3,5	3,4	0,1	0,0
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	3,5	0,5	-0,4	0,6	0,5	1,1	-0,2	0,0
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	0,2	-0,5	-0,3	1,4	-0,1	-0,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	1,1	3,0	2,6	1,9	0,2	-0,1
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,1	0,1
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	0,9	3,9	3,4	3,0	-0,1	-0,4
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,2	0,4	3,1	3,3	3,4	0,5	0,6
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,4	-0,6	0,5	0,6	1,0	-0,2	-0,3
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	-0,8	0,3	0,2	0,6	-0,4	-0,4
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	24,4	22,1	19,8	18,1	-0,1	-0,1
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,9	20,8	22,1	23,1	23,7	0,1	0,7
- del cual, ahorro privado	18,6	23,1	24,3	24,8	24,9	24,7	0,3	1,0
Tasa de inversión nacional	26,9	23,2	19,8	20,7	21,2	21,9	0,0	0,2
- de la cual, inversión privada	23,0	19,4	17,7	18,2	19,0	19,7	0,2	0,3
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,3	1,0	1,4	1,8	1,8	0,0	0,4
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,6	2,1	2,6	2,5	0,1	0,4
- Sector privado	-2,8	5,9	7,5	7,2	6,4	5,4	-0,1	0,4
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-5,9	-5,1	-3,8	-3,0	0,2	-0,1
- Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. fin.	--	-7,9	-5,8	-5,0	-3,8	-3,0	0,2	-0,1
Deuda pública bruta	52,2	66,8	99,3	99,2	99,5	99,5	-0,3	-0,3
4. Otras variables								
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,2	9,6	9,4	9,6	9,5	0,0	0,5
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,1	127,2	112,1	106,0	100,4	97,3	-0,1	-0,2
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,0	127,9	112,9	104,6	99,1	92,8	-0,1	-0,2
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,2	166,6	167,7	164,2	158,9	-2,4	-4,8
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	2,7	1,7	1,5	1,4	-0,1	-0,7

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

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

Fuentes: 1996-2015: INE y Banco de España; Previsiones 2016-2017: Funcas.

El umbral de crecimiento para la creación de empleo en España: ¿qué sabemos y qué nos dicen los datos más recientes?

Daniel Fernández Kranz*

La discusión sobre el umbral de crecimiento para la creación de empleo es de gran importancia, ya que la mayoría de las previsiones apuntan a una desaceleración en el crecimiento de la economía española con tasas cercanas o incluso inferiores al 2% anual a partir de 2017. El consenso de los economistas hasta fechas recientes era que la economía española no generaba empleo neto si no crecía por encima del 2%. Sin embargo, estudios recientes señalan que la mayor flexibilidad introducida por las reformas estructurales de los últimos años, y en particular por la reforma laboral de 2012, habría resultado en una mayor creación de empleo incluso en periodos de bajo crecimiento. La simple observación de los datos de 2014 permite corroborar en una primera instancia lo que estudios anteriores ya anticipaban. Un examen más detallado de los datos de empleo y crecimiento revela que antes de 2012 la creación neta de empleo se da solo a partir de tasas de crecimiento del 2%, mientras que a partir de ese año basta con crecimientos del PIB cercanos al 1%. Sin embargo, la reforma de 2012 no tendría un efecto diferencial ante crecimientos elevados del PIB, para los cuales el ritmo de creación de empleo sería similar al de anteriores recuperaciones económicas.

El ministro de Economía y Competitividad en funciones, Luis de Guindos, durante su comparecencia el pasado 19 de abril en la Comisión de Economía del Congreso, afirmó que entre 2016 y 2019 la economía española creará medio millón de empleos netos al año, lo que permitiría reducir la tasa de desempleo hasta el 14% de la población

activa en el año 2019. Según la última *Encuesta de Población Activa* (EPA) correspondiente al primer trimestre de 2016, la tasa de desempleo en España se encuentra en el 21%.

Durante los dos últimos años se han creado un millón de empleos netos (al ritmo de medio millón

* Director y profesor asociado del Departamento de Entorno Económico. IE Business School, Madrid.

al año) y el PIB ha crecido a una tasa promedio del 3,25% anual. Las proyecciones del Ministerio de Economía y Competitividad implican el mantenimiento del ritmo de creación de puestos de trabajo durante un período de tiempo para el que los pronósticos apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB. Por ejemplo, en su último informe, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2016) pronostica un crecimiento promedio de la economía española del 2,29% anual entre 2016 y 2019, un punto porcentual menos cada año en comparación al período 2014-2015, y solo ligeramente inferior al pronóstico del Gobierno que se sitúa en el 2,5%. ¿Son esas proyecciones demasiado optimistas? ¿Qué supuestos usa el Gobierno para construir sus proyecciones?

Uno de los supuestos destacados del programa del Gobierno, expuesto en el Programa de Estabilidad 2016-2019, se refiere al umbral de crecimiento para la creación neta de empleo en España. Según el Gobierno, las reformas estructurales emprendidas en los últimos años, principalmente la reforma laboral de febrero de 2012, están permitiendo que la economía española sea más flexible, más competitiva y que en consecuencia sea capaz de generar empleo a tasas más bajas de crecimiento económico que en el pasado. Según el Gobierno, el umbral de crecimiento para la creación de empleo, que hasta hace poco, y según el consenso de analistas, se situaba alrededor del 2%, podría hoy situarse por debajo del 0,7%. En otras palabras, la economía española estaría generando puestos de trabajo netos siempre y cuando crezca por encima del 0,7%.

Antes de 2012 la creación neta de empleo se daba solo a partir de tasas de crecimiento del PIB superiores al 2%. Sin embargo, esto no es así para los datos posteriores a 2012, con tasas positivas de creación de empleo a partir de crecimientos del PIB cercanos o ligeramente superiores al 1%.

La discusión sobre este asunto es de gran importancia pues la mayoría de los pronósticos

apuntan a una desaceleración en el crecimiento de la economía española, con tasas cercanas o incluso inferiores al 2% a partir de 2017. El temor pues es que la economía española, a pesar de crecer a tasas positivas, deje de crear empleo. Sin embargo, este temor se reduce si, tal y como afirma el Gobierno, el umbral de crecimiento para la creación de empleo es significativamente inferior al 2%.

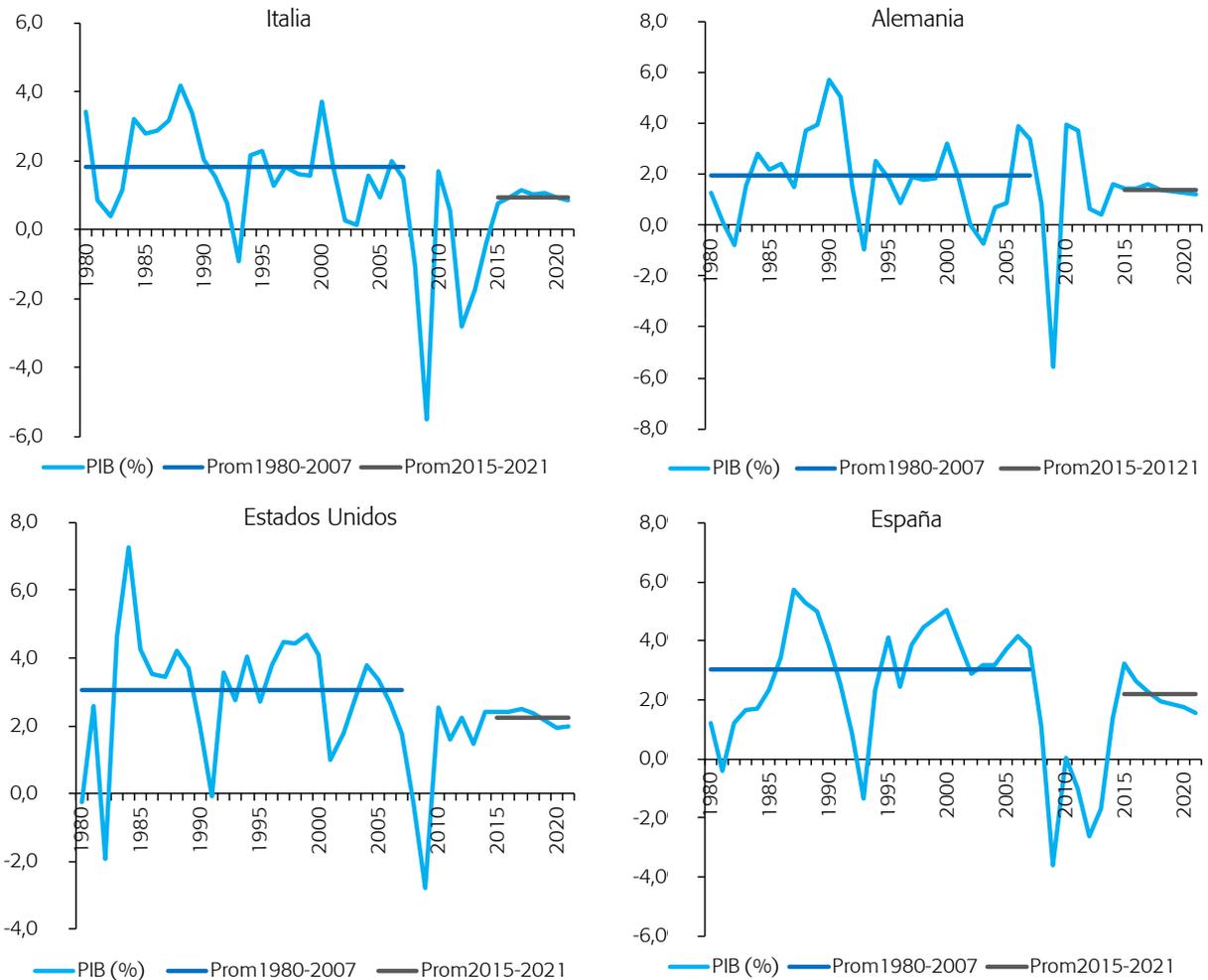
Hay que recordar que la economía mundial, y en especial las economías de los países desarrollados se hallan inmersas en un proceso de lento crecimiento y de despegue lento tras la crisis financiera. Larry Summers, exsecretario del Tesoro norteamericano con el presidente Bill Clinton y expresidente de la Universidad de Harvard, acuñó el término “estancamiento secular” (*secular stagnation*) para referirse al proceso de crecimiento económico permanentemente lento. Los economistas continúan a día de hoy discutiendo la validez o no de este concepto y las posibles causas de tan bajo crecimiento económico. Desde el menor impacto de las nuevas revoluciones tecnológicas, hasta fenómenos demográficos o las secuelas de la terrible crisis financiera, lo cierto es que existen varias teorías para tratar de explicar la regularidad empírica de que la mayoría de las economías desarrolladas están creciendo, y se espera que crezcan, a ritmos significativamente inferiores a los de las últimas décadas.

En el gráfico 1 se muestran las tasas de crecimiento del PIB entre 1980 y 2021 (según proyecciones del FMI a partir de 2016) para Italia, Alemania, Estados Unidos y España. En todos los casos, el promedio de crecimiento para el período 2015-2021 es significativamente inferior al que se obtuvo durante el período entre 1980 y 2007, antes de que estallase la crisis financiera. En el caso de España, la diferencia es de casi un punto porcentual por año. Así, el FMI espera que nuestra economía crezca por debajo del 2% a partir de 2018, con una progresiva desaceleración del ritmo de crecimiento hasta situarlo en tan solo el 1,5% en 2021. Es pues en este contexto en el que la discusión sobre el umbral de crecimiento para la creación de empleo toma gran relevancia.

Gráfico 1

Desaceleración económica en las economías desarrolladas

(Tasa de crecimiento del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de *World Economic Outlook* (FMI, abril 2016).

¿Qué sabemos sobre el umbral de crecimiento para la creación de empleo?

Hasta hace poco el consenso de los economistas era que la economía española no generaba empleo neto si no crecía por encima del 2% anual (Becker, 2011). Con la reforma laboral de febrero de 2012 nuestro mercado de trabajo ganó en flexibilidad interna, es decir, en la posibilidad de ajustar salarios y otras condiciones de trabajo. En

lugar de destruir empleo ante un *shock* negativo de demanda las empresas podían ajustar salarios o las horas trabajadas. Entre otras cosas, la reforma de 2012 reduce los costes de despido de los trabajadores permanentes, facilita que las empresas se descuelguen de los acuerdos salariales en convenio, y amplía los casos en los que el empresario podrá reducir la jornada laboral (y el salario) de sus trabajadores ante un *shock* negativo de demanda. Esta mayor flexibilidad puede haber resultado en una mayor creación de empleo incluso en períodos de bajo crecimiento económico. Estudios

Evidencia descriptiva

En esta sección se pretende ofrecer evidencia descriptiva de la relación entre la tasa de crecimiento del PIB y la creación (o destrucción) de empleo en la economía española. Para ello, me sirvo de los datos sobre PIB de la *Contabilidad Nacional* publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) y de la *Encuesta de Población Activa* (EPA) entre 1987 a 2016 (primer trimestre)¹. El principal interés de este ejercicio descriptivo, y la principal diferencia con otros análisis previos, es incorporar la evidencia de los datos más recientes a fin de poder disponer de una fotografía más exacta del posible impacto de la reforma laboral de 2012. Los gráficos que muestro a continuación son el resultado de calcular las tasas de crecimiento anuales en el nivel de empleo y el PIB. Para ello se comparan los niveles de un determinado trimestre con los niveles del trimestre del

año anterior, eliminando así los posibles efectos de la estacionalidad en la creación de empleo y la actividad económica. Según estos datos, la economía española empieza a crear puestos de trabajo (creación neta) en el segundo trimestre de 2014 y lo sigue haciendo de forma ininterrumpida hasta el último dato disponible, el primer trimestre de 2016. Son, por tanto, ocho trimestres seguidos de creación neta de puestos de trabajo. Asimismo, el PIB empieza a crecer en tasa interanual en el primer trimestre de 2014, al ritmo de un 0,42%. Este ritmo se acelera progresivamente hasta alcanzar el 3,54% en el último trimestre de 2015. El dato del primer trimestre de 2016 apunta a una cierta desaceleración, con la tasa de crecimiento del PIB situándose en el 3,39%. Esta ligera desaceleración es consistente con las proyecciones a más largo plazo que he comentado anteriormente y que apuntan a un descenso del ritmo de crecimiento de la economía española hasta situarlo por debajo del 2% a partir de 2018.

La observación de los datos permite corroborar lo que los estudios anteriores ya anticipaban. Durante 2014, la economía española creó más de 400.000 puestos de trabajo, a pesar de crecer a una tasa promedio de tan solo el 1,36%. Incluso en aquellos trimestres en los que se creció cerca del 1%, el mercado laboral español fue capaz de generar empleos netos.

En el gráfico 2 se muestra la relación entre el ritmo de creación (o destrucción) de empleo (eje vertical) y la tasa de crecimiento del PIB (eje horizontal). Cada punto en el gráfico corresponde con un trimestre, distinguiendo entre los trimestres posteriores a la aprobación de la reforma laboral de febrero de 2012 (en azul) y los trimestres anteriores (en gris). El gráfico incluye también una línea de tendencia bajo el supuesto de una relación lineal entre ambas variables. Tomando como referencia esa línea de tendencia, se observa un cambio de nivel a partir del segundo trimestre de 2012. En otras palabras, a partir de 2012 la

¹ Las series publicadas por el INE sufren un salto en 2005 a raíz del cambio de los valores censales usados para las ponderaciones y las construcciones de las muestras representativas de la población española. Se pasa de basar estos cálculos en el censo de 2001 a usar los valores del censo de 2011. Por este motivo, en los gráficos y análisis que siguen se han omitido los cuatro trimestres de 2005.

economía española destruye menos empleo por cada punto porcentual de decrecimiento del PIB y a la vez es capaz de crear más empleo cuando la economía crece. Es interesante también observar como en el gráfico se percibe claramente el límite del 2% para la creación de empleo antes de 2012. Antes del 2012 (puntos grises) la creación neta de empleo se da solamente a partir de tasas de crecimiento del PIB superiores al 2%. Sin embargo, esto no es así para los datos posteriores a 2012, con tasas positivas de creación de empleo a partir de crecimientos del PIB cercanos o ligeramente superiores al 1%. En el gráfico se percibe también una cierto agotamiento en la relación entre creación neta de puestos de trabajo y crecimiento del PIB. Así, se observa que durante la primera mitad de 2015 la economía española creó empleo neto a ritmos del 3% anual cuando la economía crecía al 2,94%. Sin embargo, durante la segunda mitad del año el ritmo de creación de empleos se estanca en valores cercanos al 3% a pesar de que la tasa de crecimiento del PIB se acelera hasta el 3,5%. Podría darse el caso de que el ritmo de creación de empleo fuese mayor en los inicios de cualquier recuperación, debido, por ejemplo, una mayor moderación salarial en esas etapas del ciclo económico y en comparación a aquellas fases en

las que el crecimiento económico ya se ha consolidado.

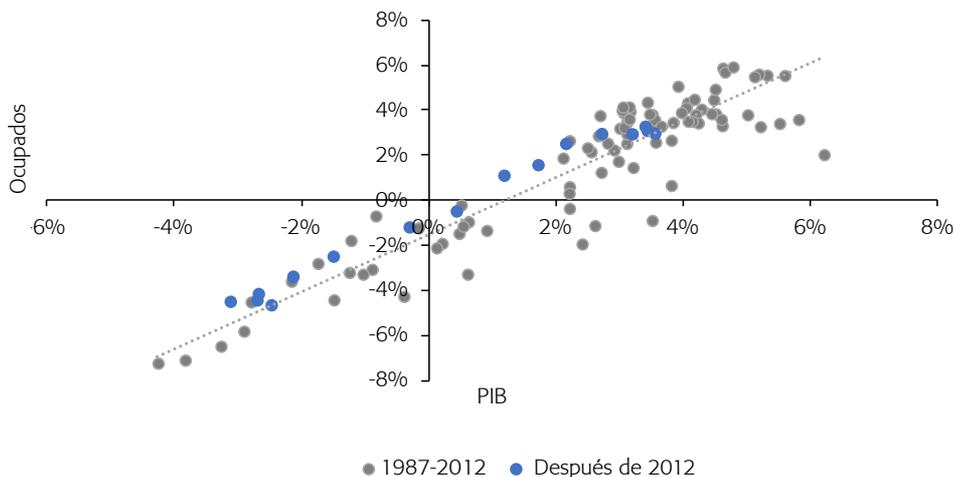
Podría darse el caso de que el ritmo de creación de empleo fuese mayor en los inicios de cualquier recuperación, debido por ejemplo a una mayor moderación salarial en esas etapas del ciclo económico, en comparación con aquellas fases en que el crecimiento ya se ha consolidado. De hecho, en el año 2015, el ritmo de creación de empleo es similar al que se observa en anteriores recuperaciones económicas.

En el gráfico 3 se muestra en color negro los datos que cubren el período entre el último trimestre de 1993 y el primer trimestre de 1996. Este período se corresponde con el inicio de la recuperación económica tras la crisis de los noventa. También se muestra el período de crecimiento económico inmediatamente posterior, entre el segundo trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 1998. Para el primer período de crecimiento ("recu9396") se observa claramente el límite de crecimiento del 2%, a modo de muro infranquea-

Gráfico 2

Creación de empleo neto según el ritmo de crecimiento del PIB: antes y después de la reforma laboral de 2012

Tasas de crecimiento del PIB y del total de ocupados

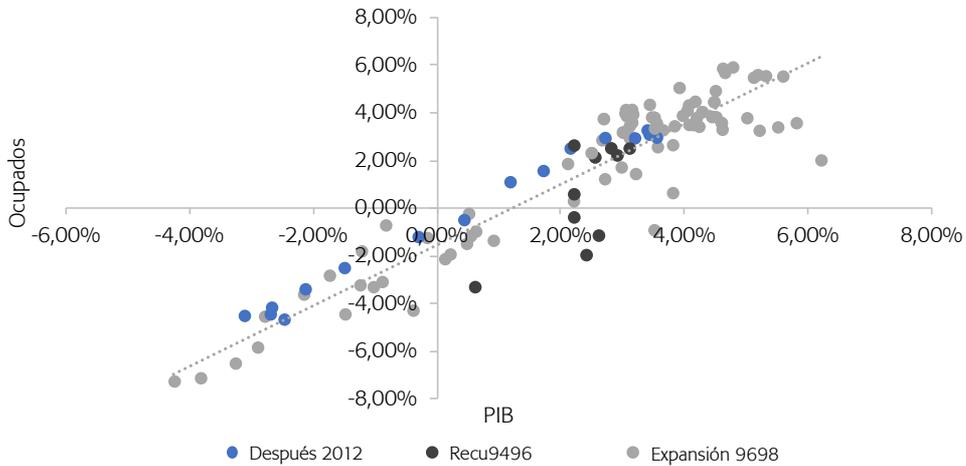


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EPA (INE, 1987-2016).

Gráfico 3

Creación de empleo neto según el ritmo de crecimiento del PIB. Comparación de distintas fases del ciclo económico

Tasas de crecimiento del PIB y del total de ocupados



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EPA (INE, 1987-2016).

ble. Sin embargo, el gráfico no permite apreciar una clara desaceleración del ritmo de creación de empleo para el período inmediatamente posterior. Más bien al contrario, cuando la recuperación se afianza y el PIB crece a tasas superiores

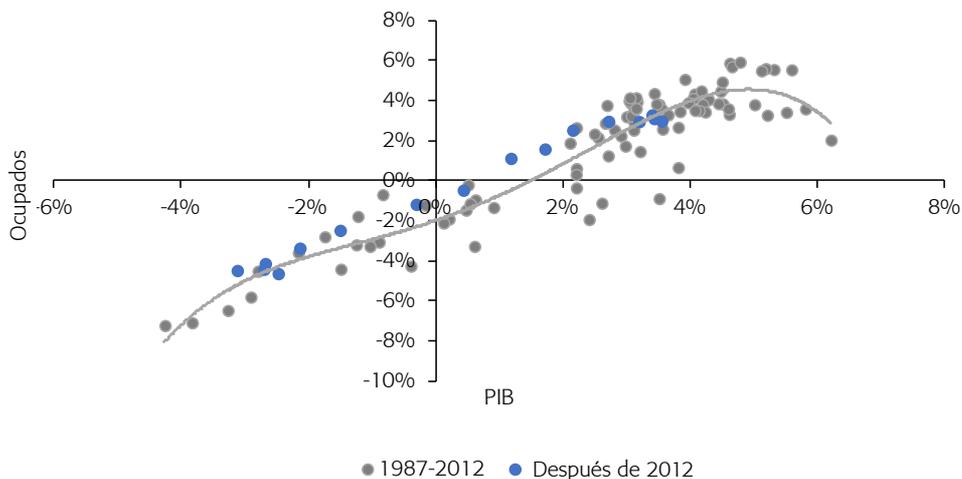
al 3% en 1997, la creación de empleo se dispara alcanzando cotas del 3.5% o incluso 4% anual. Únicamente a partir de ritmos de crecimiento del PIB superiores al 4% (en 1998) es cuando la tasa de creación de empleo se estanca alrededor del

Gráfico 4

Creación de empleo neto según el ritmo de crecimiento del PIB: antes y después de la reforma laboral de 2012.

Tendencia no lineal

Tasas de crecimiento del PIB y del total de ocupados (Tendencia polinómica grado 4)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EPA (INE, 1987-2016).

4%. Resumiendo, si bien el gráfico 2 sugiere que la reforma laboral de 2012 ha resultado en una mayor tasa de creación de empleo a niveles bajos de crecimiento económico, este no es el caso ante crecimientos más elevados del PIB, para los cuales el ritmo de creación de empleo tras la reforma de 2012 es similar al que se observa en anteriores recuperaciones económicas.

El gráfico 4 muestra los mismos datos que el gráfico 2 pero añadiendo ahora una línea de tendencia polinómica de cuarto orden. No hay nada en la teoría económica, ni en la observación de los datos, que justifique una línea de tendencia lineal. En realidad, la observación de los datos anteriores a 2012 sugieren la existencia de una relación no lineal entre el crecimiento económico y la creación de empleo, con niveles de creación de empleo inferiores a la tendencia lineal para tasas de crecimiento menores al 2% y con una cierta aceleración en el ritmo de creación de empleo para tasas de crecimiento superiores. Efectivamente, el gráfico 4 muestra esa relación no lineal y el aplanamiento de la tendencia para los niveles de crecimiento inferiores al 2%. En el gráfico puede verse con claridad el mejor comportamiento de los datos de empleo después de 2012 para niveles de crecimiento del PIB ligeramente negativos o ligeramente positivos (entre -2% y +2%). Estos son los niveles que tienen que ver con el concepto de umbral de crecimiento para la creación de empleo. Sin embargo, el ritmo de creación (o destrucción) de empleo en el período posterior a la reforma es similar al de períodos anteriores cuando el PIB crece o decrece a mayores tasas.

La reforma laboral de 2012 y el análisis por grupos de trabajadores

En esta sección se muestran los resultados por distintos grupos de trabajadores. Con ello se intenta esclarecer cuáles son las palancas para la mayor creación de empleo que se observa en la serie posterior a 2012. ¿Se debe a un mayor dinamismo en el sector privado o en el público? ¿Qué tipo de empleo se está creando y cómo se com-

para con procesos de recuperación anteriores? ¿Se trata de empleo temporal y a jornada parcial?

Esta serie de cuestiones deben entenderse en el marco de la reforma laboral de 2012. Dicha reforma introdujo tres cambios fundamentales en las relaciones laborales². Primero, modificó profundamente el marco de la negociación colectiva poniéndose el énfasis en los acuerdos a nivel de empresa, y no tanto en los acuerdos a nivel sectorial y provincial. Con ello se pretendió dotar de mayor flexibilidad a la negociación colectiva, adaptando los acuerdos a las circunstancias particulares de cada empresa. En segundo lugar, dio muchas más facilidades a las empresas para que ajusten las condiciones laborales, como horarios y tipo de jornada, ante cambios en la demanda de sus productos. Así, la tasa de empleo a tiempo parcial masculina, tradicionalmente muy baja, pasa del 6,1% antes de la reforma al 8,1% en el primer trimestre de 2016 (la tasa de empleo parcial femenina se mantiene prácticamente estable). Finalmente, en relación al tipo de contrato, la reforma de 2012 redujo significativamente los costes de despido para trabajadores con contrato permanente. Sin embargo, siguen existiendo grandes diferencias en el grado de protección entre trabajadores permanentes y temporales. Por tanto, no está claro si la reforma de 2012 ha modificado de forma significativa los incentivos de las empresas a la hora de contratar a sus trabajadores mediante un contrato fijo o temporal y por tanto es interesante ver cuánto del dinamismo en la creación de empleo se debe a la creación de puestos de trabajo bajo uno u otro tipo de contrato.

En los paneles a y b del gráfico 5 se lleva a cabo el análisis distinguiendo entre asalariados del sector público y del sector privado. El contraste es interesante pues muestra como el mayor dinamismo en la creación de empleo durante la actual recuperación se debe en exclusiva al comportamiento del sector privado. Consistente con los procesos de ajuste fiscal que se han venido implementando en España, y en otros países de la eurozona, desde 2011, el empleo en el sector público ha crecido relativamente menos en esta

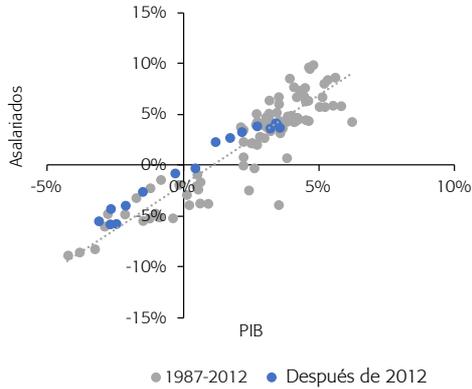
² Para un análisis detallado del contenido de la reforma y de sus efectos, véase García-Pérez y Jensen (2015).

Gráfico 5

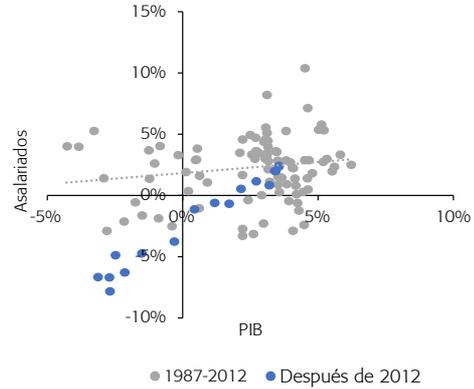
Creación de empleo neto según el ritmo de crecimiento del PIB. Análisis por grupos de trabajadores según empleador, tipo de jornada y tipo de contrato

Tasas de crecimiento del PIB y del total de ocupados o asalariados

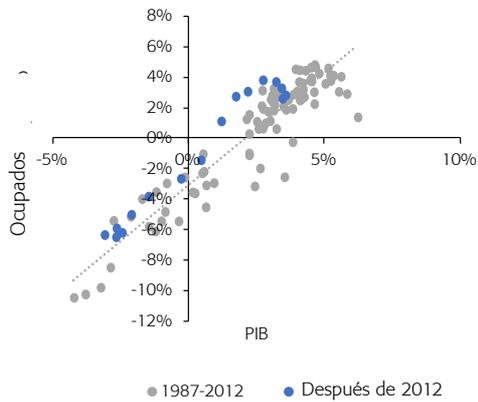
Panel a. Asalariados en el sector privado



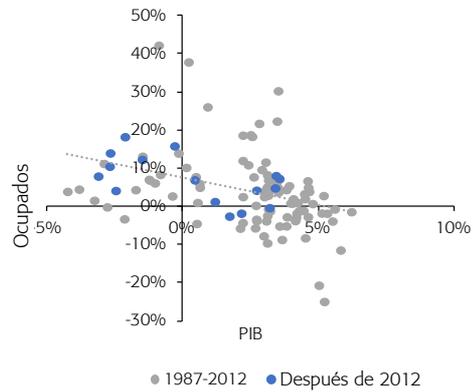
Panel b. Asalariados en el sector público



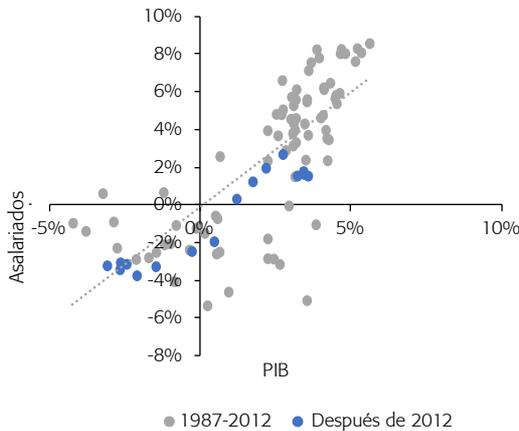
Panel c. Ocupados a tiempo completo (Hombres)



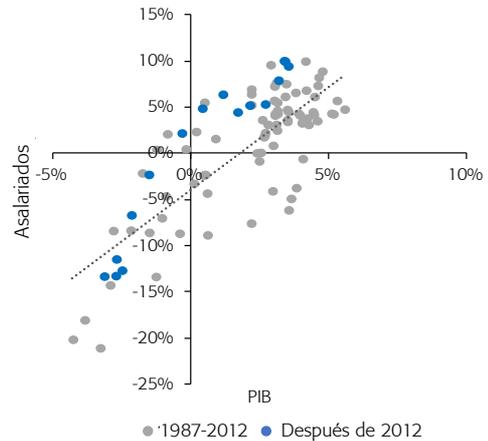
Panel d. Ocupados a tiempo parcial (Hombres)



Panel e. Asalariados con contrato permanente (Desde 1991)



Panel f. Asalariados con contrato temporal (Desde 1991)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EPA (INE, 1987-2016).

fase de recuperación que en etapas anteriores. Consistente también con el mencionado proceso de ajuste fiscal, la evolución del empleo en el sector público durante 2012 y 2013, lejos de actuar como un contrapeso a la destrucción de empleo en el sector privado, ha sido enormemente negativa. Así, entre el segundo trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2013 se destruyeron más de 200.000 empleos netos en el sector público, un tercio del total de empleos perdidos durante ese período de tiempo. Esto contrasta con los más de 150.000 empleos netos creados en el sector público entre el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2012. Si nos centramos en el primer año de la recuperación, 2014, con un muy bajo crecimiento económico, podemos observar como la evolución del empleo en el sector público fue ligeramente negativa y aun sí la economía española fue capaz de crear más de 400 puestos de trabajo, todos ellos en el sector privado.

La reforma laboral de 2012 sí parece haber tenido un efecto sobre la creación de empleos a tiempo parcial en los periodos de recesión. Sin embargo, una vez iniciada la recuperación todo el peso de la mayor creación de empleo recae sobre los contratos a tiempo completo.

La comparativa entre los paneles c y d del gráfico 5 muestra además que el menor umbral de crecimiento para la creación de empleo neto se debe a la creación de empleos a tiempo completo y no parcial, como podría sospecharse por la mayor facilidad para la firma de este tipo de contratos a raíz de la reforma de 2012. La reforma sí parece haber tenido un efecto sobre la creación de empleos a tiempo parcial en los períodos de recesión, en los que este tipo de empleo crece en términos relativos. Sin embargo, una vez iniciada la recuperación no se observa un crecimiento de los contratos a tiempo parcial, sino que todo el peso de la mayor creación de empleo recae sobre los contratos a tiempo completo.

Finalmente, en los paneles e y f del gráfico se observa un comportamiento más positivo de los contratos temporales que de los permanentes³. En el panel f se puede ver claramente como para el período posreforma la creación de empleos con contrato temporal es muy superior a la línea de tendencia que dibujan los datos previos a la reforma de 2012. Sin embargo, en el caso del empleo con contrato permanente el mensaje es un tanto ambiguo. Para niveles bajos de crecimiento económico (crecimiento del PIB <2%) se observan crecimientos del empleo permanente, en contraste con los períodos previos a la crisis en los que este tipo de empleo solo se creaba con crecimientos del PIB superiores al 2%. Sin embargo, para tasas de crecimiento del PIB superiores al 2% el ritmo de creación de empleos con contrato permanente es significativamente inferior al de la línea de tendencia. Esto podría deberse al carácter todavía incipiente de la recuperación económica y será por tanto interesante ver si en un futuro, con la recuperación más afianzada, el empleo con contrato permanente crece a ritmos parecidos o incluso superiores a los que se daban antes de la reforma de 2012.

Análisis por sector

El gráfico 6 muestra el análisis por sectores de actividad. Si nos centramos en la parte del gráfico

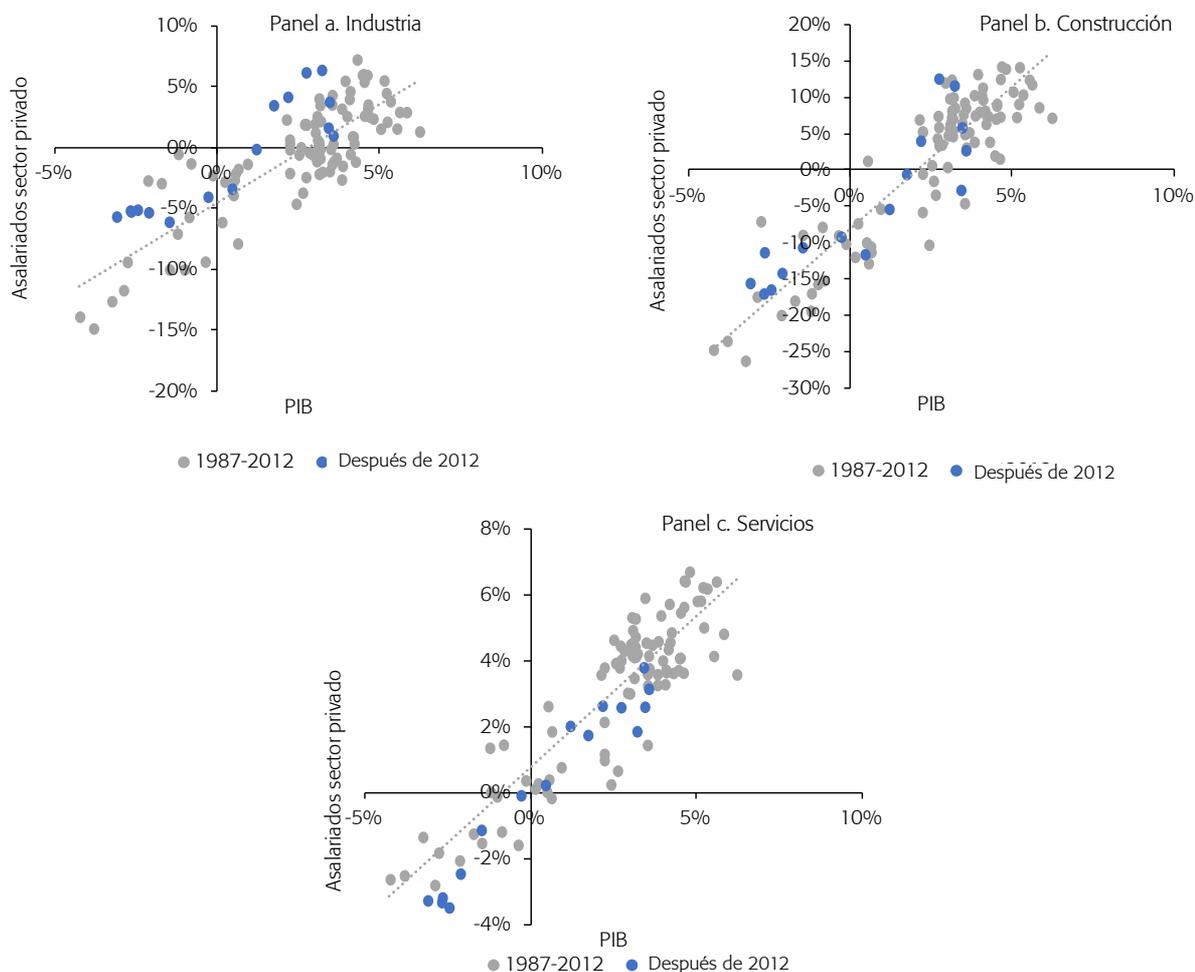
Los datos no permiten afirmar con rotundidad que exista un mayor dinamismo en la creación de empleo estable, con contrato permanente, cuando la economía crece por encima del 2%, y en cambio sí se observan resultados positivos, indicativos de un mayor ritmo de creación de empleo, para los contratos temporales.

correspondiente a niveles bajos de crecimiento económico (inferiores al 2%), observamos como el menor umbral de crecimiento para la creación

³ En estos paneles se analizan los datos a partir de 1991 con el fin de disponer de un período para el cual la contratación temporal, reformada en 1984, estaba ya plenamente asentada en el marco de relaciones laborales españolas.

Gráfico 6

Creación de empleo neto según el ritmo de crecimiento del PIB. Análisis por sector de actividad



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EPA (INE, 1987-2016).

de empleo es un fenómeno que se da principalmente en el sector de la industria y no en los sectores de la construcción y servicios. Una hipótesis es que este mayor dinamismo en la industria se deba al impacto positivo de la moderación salarial tras la reforma de 2012, y el consiguiente crecimiento de las exportaciones españolas.

Conclusiones

Desde distintos ámbitos de la sociedad española se ha venido afirmando últimamente que

nuestro mercado laboral es capaz de generar empleo aun cuando la economía crezca por debajo del 2%. La reducción o no del umbral de crecimiento para la creación de empleo es un tema importante, a tenor de las proyecciones de varios organismos que indican que la economía española podría crecer por debajo del 2% a partir de 2018. La observación de los datos más recientes de crecimiento y de creación de empleo que provienen de la EPA confirma el resultado de estudios anteriores y sugiere que la economía española podría crear empleo neto a partir de tasas de

crecimiento del PIB cercanas al 1%. Este mayor dinamismo en la creación de empleo se concentra

La reducción en el umbral de crecimiento para la creación de empleo es un fenómeno que se da principalmente en la industria y no en los sectores de construcción y servicios.

en el sector privado, en la industria y en el empleo a tiempo completo. Los datos no permiten afirmar con rotundidad que exista un mayor dinamismo en la creación de empleo estable, con contrato permanente, y en cambio sí se observan resultados positivos, indicativos de un mayor ritmo de creación de empleo, para los contratos temporales. Se desconoce en gran medida cuáles son los mecanismos que hay detrás de esta reducción en el umbral de crecimiento para la creación de empleo. Sin embargo, los datos son consistentes con la hipótesis que relaciona este proceso con la moderación salarial observada tras la reforma de 2012, al concentrarse los beneficios en la industria y para los contratos temporales en períodos

de bajo crecimiento económico. La confirmación de esta hipótesis implica que la existencia del menor umbral de crecimiento para la creación de empleo depende del mantenimiento de esa moderación salarial.

Referencias

- BECKER, F. (2011), "El factor institucional en la crisis económica española", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 2/2011: 53-79
- DE CEA, P., y J. J. DOLADO (2013), *Output Growth Thresholds for Job Creation and Unemployment Reduction in Spain*, mimeo, Universidad Carlos III.
- FMI (2016), *World Economic Outlook*, abril.
- GARCÍA-PÉREZ J. L. y M. JENSEN (2015), "Reforma laboral de 2012: ¿Qué sabemos sobre sus efectos y qué queda por hacer?", *Fedea Policy Papers*, 2015/04.
- MINISTERIO DE EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL (2013), *Informe de Evaluación del Impacto de la Reforma Laboral*, Madrid.

Deuda pública y crecimiento económico en España, 1851-2013

Vicente Esteve* y Cecilio Tamarit**

El análisis de las relaciones entre nivel de deuda y crecimiento económico resulta especialmente oportuno en el caso de España, cuyo elevado nivel de endeudamiento requiere determinar una senda creíble y políticamente posible de ajuste fiscal. Por una parte existe el temor de que los altos niveles de endeudamiento puedan dañar el crecimiento económico, prolongando el periodo temporal de salida de la crisis y generando un estancamiento de la economía. Por otra, una implicación importante de la política de austeridad fiscal es que puede aumentar la ratio de la deuda a corto plazo, ya que las ganancias fiscales pueden desvanecerse parcialmente por la caída en la producción. Aunque este efecto no tenga duración a medio plazo y el nivel de endeudamiento vaya reduciéndose de forma progresiva, sí puede tener efectos negativos si los mercados financieros se centran en los efectos a corto plazo sobre la ratio de deuda o si las autoridades económicas insisten en tomar medidas fiscales contractivas para alcanzar los objetivos oficiales en términos de ratio de la deuda. Este artículo tiene como principal objetivo estimar las relaciones de largo plazo entre el endeudamiento público y el crecimiento real de la economía española, utilizando bases de datos que incluyen los periodos 1851-2000 y 1964-2013.

La crisis financiera comenzada en EE.UU. en verano del 2007 se trasladó rápidamente por los mercados financieros internacionales a la Unión Europea. De hecho, en 2008 la eurozona entra en recesión y la Comisión Europea estableció, de forma algo sobrevenida, un Plan Europeo de Recuperación Económica (PERE) de carácter key-

nesiano en diciembre de dicho año con el fin de coordinar los planes nacionales que ya estaban en marcha.

Dado que el reto a corto plazo para la economía europea era mantener la liquidez y la solvencia del sistema financiero para evitar un colapso

* Unidad Mixta de Investigación sobre Integración Económica-(Inteco), Universidad de Valencia e IAES, Universidad de Alcalá.

** Unidad Mixta de Investigación sobre Integración Económica-(Inteco), Universidad de Valencia.

económico y que existía un gran consenso internacional sobre la necesidad de articular políticas económicas expansivas (tanto a nivel del G20 como de la propia UE), el papel de la política monetaria pasó a ser el de reducir al mínimo los tipos de interés e inyectar dinero masivamente para evitar una contracción de la economía de una magnitud socialmente inaceptable. Por su parte, las políticas fiscales pasaron, en primer lugar, a estabilizar los mercados financieros (a través de inyecciones de capital público, compra de activos y operaciones de aval), en segundo término, a permitir un uso flexible de los estabilizadores automáticos y, por último, a aplicar medidas discrecionales expansivas. Lógicamente, el resultado ha sido el aumento del déficit y de la deuda pública provocados por una caída de ingresos impositivos (muy ligados en algunos países, como España, al mercado inmobiliario y la revalorización de activos financieros) y a un aumento del gasto. Este hecho ha sido especialmente crítico para aquellos países muy endeudados externamente, como Grecia, Irlanda, Portugal o España. Si bien estas acciones de política fiscal pueden haber ayudado a suavizar el ciclo económico, las medidas fiscales de naturaleza discrecional y los rescates bancarios contribuyeron en buena medida a un rápido incremento de la ratio de la deuda pública respecto al PIB en numerosos países. Ante este hecho, autores como Reinhart y Rogoff (2010) han señalado los efectos negativos sobre el crecimiento que pueden tener los niveles elevados de deuda.

Desde un punto de vista de la política económica, el análisis de esta relación es un elemento crucial que se encuentra en el epicentro del debate sobre la estrategia de consolidación fiscal actual en Europa. Existe un amplio consenso en que el proceso de consolidación fiscal se debe mantener en la mayor parte de los países europeos mediante importantes mejoras en las posiciones fiscales que consigan estabilizar y reducir los elevados niveles de deuda en aquellos países donde la sostenibilidad de sus finanzas está en peligro (FMI, 2013). Sin embargo, el consenso es menor en cuanto al ritmo de este proceso de consolidación. Para fijar una senda óptima en la consolidación fiscal dos son los ele-

mentos principales a tener en cuenta: en primer lugar, el crecimiento esperado de la economía y el multiplicador fiscal a corto y, en segundo lugar, la brecha de sostenibilidad, es decir, la magnitud del ajuste fiscal que se necesita hacer a medio plazo. Sobre el primero, hay un cierto acuerdo en que el multiplicador fiscal depende de la variable fiscal, el país y el periodo considerados. *Ceteris paribus*, esperaremos multiplicadores mayores en situaciones de baja actividad, falta de apoyo monetario y restricción de crédito. En principio, la existencia de no linealidad en términos de crecimiento económico como consecuencia de los ajustes fiscales implicaría extender el periodo de consolidación y desendeudamiento para evitar estrategias de salida prematuras, como suele ser considerado el caso de Japón a finales de los años 90 (Koo, 2008). Sin embargo, aunque la consolidación fiscal puede tener efectos negativos a corto plazo, los costes de no llevarla a cabo pueden ser mayores al generar expectativas de suspensión de pagos o de crisis de liquidez (Corsetti, 2012). Por lo que respecta al segundo elemento, el margen o brecha de sostenibilidad, es una cuestión simplemente aritmética y los cálculos actuales parecen indicar que esta se encuentra en unos niveles singularmente altos según datos históricos (Comisión Europea, 2012).

Este es el contexto en el que se enmarca la temática abordada en este artículo. Para ello, en el primer apartado se analiza la evolución y situación actual del endeudamiento público en España. A continuación se realiza una revisión de la literatura empírica que examina las consecuencias económicas del sobreendeudamiento. El artículo se completa con una estimación de las relaciones de largo plazo entre el endeudamiento público y el crecimiento real de la economía española utilizando dos bases de datos que incluyen los periodos 1851-2000 y 1964-2013. En el último apartado se presentan algunas conclusiones.

Evolución y situación actual del endeudamiento público en España

El Gobierno se muestra satisfecho con el ajuste fiscal, cuando ya ha acumulado a finales de 2015

un montante de 1.081.108 millones de euros de deuda pública (101% del PIB), más de 65 puntos porcentuales de PIB por encima de la observada en 2007 (35,5% del PIB). Las últimas proyecciones de la UE prevén que el *stock* de deuda pública se estabilice en los próximos dos años en porcentaje del PIB (2016: 100,3%; 2017: 99,6%), pero a 40 puntos porcentuales del objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (60% del PIB)¹.

También se mantiene un elevado déficit público total a finales de 2015 de 55.136 millones de euros (5,1% del PIB), si bien se ha reducido la magnitud de este desequilibrio en más de 6 puntos porcentuales, desde el máximo alcanzado en 2009 (11% del PIB). Este déficit público registrado en 2015 incumple las proyecciones de otoño que hizo la UE (4,7% del PIB, noviembre de 2015) y del propio Plan de Estabilidad del Gobierno español 2015-2018 (4,2%, abril de 2015).

Un volumen tan elevado del *stock* de deuda pública implica serios problemas para la política fiscal. En primer lugar, genera elevadas necesidades de refinanciación en los mercados de capitales (nacionales e internacionales), lo que incrementa la vulnerabilidad de la economía española, tal y como se hizo patente durante la crisis de deuda soberana de la zona del euro a partir de 2010. Con más detalle, cada año, las administraciones públicas (AA.PP.) españolas tienen que pedir fondos por encima del 20% del PIB, lo que supone una gran dependencia de los mercados de capitales.

En segundo lugar, un volumen tan elevado de deuda pública supone, a pesar de los valores actuales bajos (y anómalos) de los tipos de interés nominales de la deuda pública, un elevado montante de pagos de intereses del *stock* de deuda pública acumulado (3,3% del PIB en 2015, 35.676 millones de euros).

En tercer lugar, para compensar los pagos por intereses de la deuda y alcanzar un equilibrio presupuestario del déficit público total y reducir o, al menos estabilizar, el *stock* de deuda pública, se obliga a las AA.PP. a generar importantes superávits públicos primarios (sin incluir el servicio de la

deuda). Pero ello implica subidas de impuestos o reducciones del gasto público productivo, fundamentalmente la inversión pública, que pueden afectar muy negativamente al crecimiento económico y, en última instancia, al empleo.

Un volumen muy alto de deuda pública genera elevadas necesidades de refinanciación en los mercados de capitales, lo que incrementa la vulnerabilidad de la economía española en situaciones de crisis financieras.

Por último, estos altos niveles de deuda pública reducen significativamente el papel contracíclico de la política fiscal dentro de una Unión Económica y Monetaria (UEM), puesto que la política monetaria está en manos del Banco Central Europeo (BCE) y no existe la posibilidad de devaluación de la moneda nacional.

No cabe duda de que las finanzas públicas caminan en una senda temporal difícilmente sostenible si no se profundiza en el proceso de consolidación fiscal, pero este problema no es nuevo. La economía española presenta diferentes episodios recurrentes en los que no ha sido posible mantener el equilibrio presupuestario y el nivel del *stock* de deuda pública sin diversas medidas extraordinarias: quiebras, impagos del servicio de la deuda, quitas, canjes y reestructuración de la deuda pública soberana, y utilización del impuesto inflacionario. La lista de estos episodios es interminable: Felipe II: 1557, 1560, 1575, 1597; Felipe III: 1607; Felipe IV: 1627, 1647, 1652, 1662; Carlos II: 1666; Carlos IV: 1798; Cortes de Cádiz: 1812-1813; Fernando VII: 1814, 1817, 1823, 1825, 1828; Isabel II: 1835, 1841, 1844, 1851, 1867; Sexenio Democrático y I República: 1871; Alfonso XII: 1876, 1881; Alfonso XIII: 1900, 1915-1919, 1927-1928; II República: 1935, 1939.

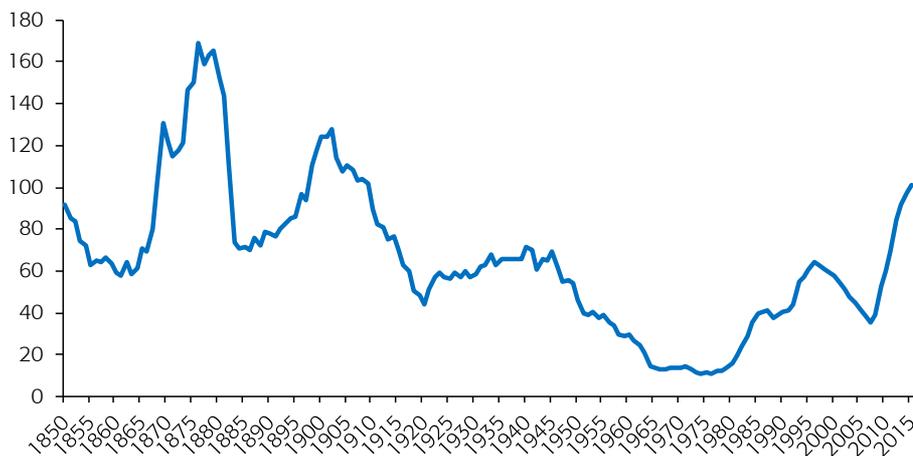
En el gráfico 1 se muestra la evolución temporal del *stock* de deuda pública sobre el PIB (en porcentaje) desde 1850 a 2015. La situación actual de la dinámica de la deuda pública, si bien

¹ En este artículo se utilizan las proyecciones de la Comisión Europea (2016a, 2016b y 2016c).

Gráfico 1

Stock de deuda pública española 1850-2015

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de Carreras y Tafunell (2005) y Banco de España (2014).

se encuentra lejos de los peores episodios de nuestra reciente historia económica —asociados a la I Guerra de Cuba de 1868-1878 en el reinado de Alfonso XII y a la II Guerra de Cuba-Crisis de 1898 durante la regencia-reinado de su hijo Alfonso XIII—, presenta una inquietante pendiente de crecimiento, muy por encima del promedio del siglo pasado.

No menos importante históricamente es la situación actual del nivel del déficit público total en relación al PIB: nunca se había visto tal magnitud desde 1850, tal y como muestra el gráfico 2. Y estas cifras recientes de déficit público total no incluyen² las innumerables emisiones de deuda precisas para cubrir las necesidades de financiación de diversos “Fondos Especiales” a los que ha tenido que hacer frente el Tesoro español (es el llamado “efecto ajuste déficit-deuda” que más adelante comentaremos).

La dinámica de la ratio de deuda pública sobre el PIB puede descomponerse utilizando la siguiente expresión en tres componentes:

$$b_t = \frac{(i_t - g_t)}{(1 + g_t)} b_{t-1} - d_t + add_t \quad [1]$$

donde b_t representa el *stock* de deuda (en porcentaje del PIB), d_t el superávit o déficit público primario (en porcentaje del PIB, sin incluir intereses de la deuda), i_t los tipos de interés nominales implícitos de la deuda pública, g_t la tasa de crecimiento nominal de la economía (tasa de crecimiento real + tasa de inflación) y add_t el componente “ajuste déficit-deuda”.

La expresión anterior implica que, si se quiere estabilizar el *stock* de deuda pública en relación al PIB, se deben dar tres condiciones no excluyentes: (1) la tasa de crecimiento nominal de la economía

Si se quiere estabilizar la ratio “Deuda pública/ PIB” se deben dar tres condiciones: la tasa de crecimiento nominal de la economía tiene que ser superior al tipo de interés nominal implícito de la deuda, se tienen que generar superávits públicos primarios y se debe eliminar o reducir el componente “ajuste déficit-deuda”.

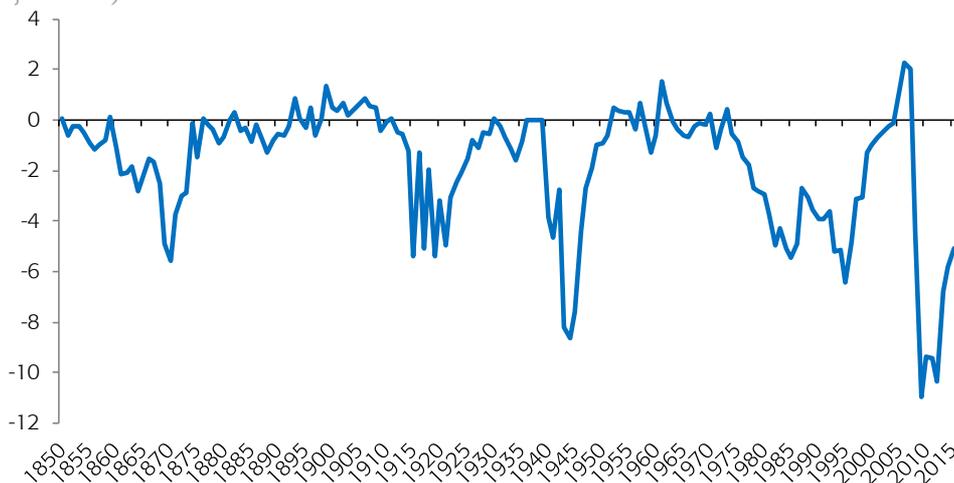
(de hecho, la deflación hace aumentar la deuda) tiene que ser superior al tipo de interés nomi-

² Sí que lo están en el caso de las cifras de *stock* de deuda pública.

Gráfico 2

Déficit público total español 1850-2015

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de Carreras y Tafunell (2005) y del Banco de España (2014).

nal implícito de la deuda pública (componente o “efecto bola de nieve” de los intereses de la deuda); (2) se tienen que generar superávits públicos primarios (componente de “ajuste fiscal”); (3) se debe eliminar o reducir el componente “ajuste déficit-deuda” ($add_t = 0$).

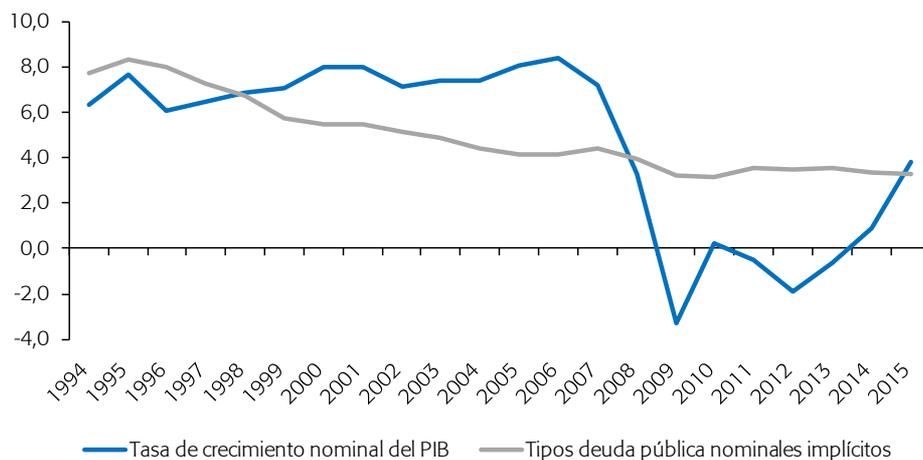
El primer elemento de la dinámica temporal de la deuda pública es el llamado “efecto bola de

nieve”. En el gráfico 3 se presenta la evolución de este componente desde 1994 a 2015. El tipo de interés nominal implícito de la deuda se ha obtenido por la ratio del servicio de la deuda y el *stock* de deuda pública. El “efecto bola de nieve” que hace aumentar el *stock* de deuda pública (los tipos de interés de la deuda son superiores a la tasa de crecimiento nominal) apareció en 2008 al inicio de la crisis financiera internacional. Desde

Gráfico 3

El efecto “bola de nieve” en la economía española 1994-2015

(Porcentaje)

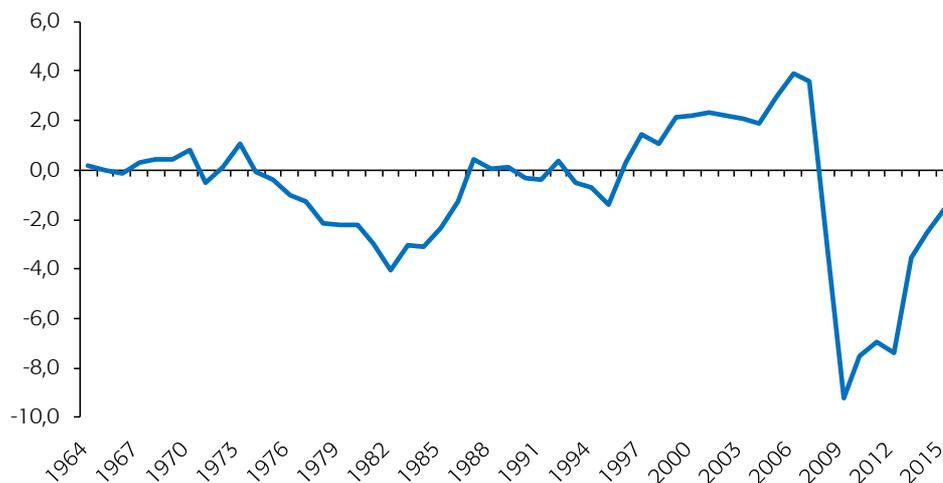


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España (2014).

Gráfico 4

Superávit o déficit público primario español 1964-2015

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España (2014).

2012 se ha ido reduciendo y a finales de 2015 se ha cerrado la brecha, por lo que si se mantiene en estos niveles a partir de 2016 no tendría ningún efecto sobre el *stock* de deuda pública. Es imprescindible para que el efecto se vuelva negativo y presione a la baja el volumen de deuda que la economía crezca más a tasas nominales, bien porque se crece más a tasas reales o se genera más inflación, o ambas cosas.

El segundo elemento de la dinámica temporal de la deuda pública es el superávit o déficit público primario, cuya evolución temporal se muestra en el gráfico 4 desde 1964 a 2015. Los superávit primarios de la etapa del *boom* inmobiliario (1996-2007) se tornaron en déficit primarios a partir de 2008, con un máximo del -9,3% del PIB registrado a finales de 2009. Y a pesar de los ajustes fiscales efectuados el superávit fiscal se resiste, de forma que a finales de 2015 aún se ha registrado un déficit del 1,6% del PIB. Las últimas previsiones de la Unión Europea prevén un ligero déficit primario del 0,6% del PIB en 2016 y un ligero superávit primario a finales de 2017 (+0,2% del PIB).

El tercer elemento de la dinámica temporal de la deuda pública es el llamado “efecto ajuste déficit-deuda”. En este elemento se incluyen todas aquellas emisiones de deuda pública que no computan como déficit público (no tienen su origen en la diferencia entre ingresos y gastos públicos) pero sí como deuda pública. Su origen está en la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros por parte del Estado no directamente relacionados con el presupuesto público. La lista (no exhaustiva) es la siguiente³:

- ✓ FEEF (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera), préstamos al rescate de Irlanda, Grecia y Portugal.
- ✓ Fondo de Apoyo a la República Helénica (bilateral).
- ✓ Participación en el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera), sustituye al FEEF para futuros rescates.

³ Pero no el FLA (Fondo de Liquidez Autonómica) destinado para vencimientos de deuda o para financiar necesidades de financiación del ejercicio autorizadas en las comunidades autónomas (no aumenta la deuda consolidada de las AA.PP.).

- ✓ FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria).
- ✓ FAAF (Fondo de Adquisición de Activos Financieros).
- ✓ Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP).
- ✓ FADE (Fondo de Adquisición del Déficit Eléctrico).
- ✓ ¿Rescate a las autopistas de peaje quebradas en 2016 (2.400-5.000 millones de euros)?
- ✓ ¿Tercer rescate a Grecia en 2016 (desembolsos en este año del total de los 10.500 millones de euros que le tocan a España)?

Recordemos que las adquisiciones netas de activos financieros para financiar los fondos mencionados han provocado entre 2008 y 2015 un aumento de la deuda pública (no relacionada con las necesidades de financiación del déficit público) de 33.270 millones de euros (3% del PIB), lo que equivale al 50% del ajuste del déficit público realizado entre 2009 y 2015 (5,9 puntos porcentuales del PIB).

Por último, en las estadísticas de deuda pública queda fuera la “deuda contingente” de las AA.PP., que constituyen la concesión de avales y otras garantías sobre las deudas contraídas por otros sectores institucionales. Estos avales y garantías no se registran como pasivos en las cuentas de las AA.PP., dado que la deuda garantizada es registrada entre los pasivos del agente que recibe la garantía.

No obstante, estas garantías suponen unos pasivos contingentes para las finanzas públicas, de modo que, si la garantía fuese ejecutada total o parcialmente, las AA.PP. asumirían la totalidad de la deuda, se registraría como contrapartida una transferencia de capital pagada al deudor original y, por lo tanto, se incrementaría el déficit y la deuda de las AA.PP.

A finales de 2015 el volumen de pasivos contingentes se situaba en algo más de 10 puntos del PIB (107.913 millones de euros), como resultado de los distintos avales concedidos al sistema bancario (avales a emisiones de deuda bancaria a medio plazo, 2008-2009), al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) en el marco del proceso de reestructuración bancaria, a las emisiones del Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, y a las emisiones de Fondos de Titulización para financiación pyme, entre otros.

Las consecuencias económicas del sobreendeudamiento: ¿qué nos dice la literatura empírica?

La relación entre deuda pública y crecimiento económico es un tema fundamental tanto desde un punto de vista teórico como empírico dado que, si bien puede ser cierto que un crecimiento elevado de la economía puede suavizar el ajuste fiscal a corto plazo, no es menos probable que, una alta y persistente ratio de deuda respecto al PIB a lo largo del tiempo puede dañar ampliamente el crecimiento potencial de una economía.

La mayor parte de los estudios empíricos tienden a confirmar de forma general la existencia de un umbral de deuda más allá del cual el crecimiento económico se ralentiza rápidamente. Reinhart y Rogoff (2010) lo sitúan en el 90% del PIB, magnitud que ha sido parcialmente confirmada por otros trabajos posteriores.

Es evidente que la relación entre crecimiento económico y deuda pública es compleja, debido a la existencia de interconexiones y efectos bidireccionales entre ambas variables tanto a corto como a largo plazo. Por tanto, intentar desenmarañar este nexo entre ambas variables y cuantificar su importancia es un tema de crucial importancia. En este

apartado revisamos las principales conclusiones de la literatura empírica⁴.

La literatura empírica reciente ha intentado precisar y explicar la posible relación negativa y no lineal entre la deuda pública y el crecimiento económico. Sin embargo, la evidencia sigue siendo relativamente escasa y no concluyente. La mayor parte de los trabajos tienden a confirmar de forma general la existencia de un umbral de deuda o *turning point* más allá del cual el crecimiento económico se ralentiza rápidamente. En un estudio seminal Reinhart y Rogoff (2010) analizan, usando correlaciones estadísticas, la relación entre deuda pública y la tasa de crecimiento a largo plazo del PIB en una muestra de 20 países desarrollados a lo largo de un periodo que abarca más de dos siglos (1790-2009). Estos autores encuentran que la relación entre ambas variables es débil para ratios menores al 90% y que, por encima de dicho umbral, la mediana de la tasa de crecimiento cae en un punto porcentual y la media también se reduce, en este caso, de forma considerablemente mayor (en torno a 4 puntos porcentuales). La magnitud de este umbral ha sido confirmado parcialmente por otros estudios. Cecchetti *et al.* (2011) encuentran un umbral en el 86% del PIB para un grupo de 18 países de la OCDE entre 1980 y 2010, mientras que Padoan *et al.* (2012) encuentran resultados similares para una muestra próxima de países aunque para un periodo más largo que comprende desde 1960 a 2010. Woo y Koomar (2015) sitúan el umbral en el 90% para un conjunto de países avanzados y emergentes y Checherita y Rother (2010) y Baum *et al.* (2013) encuentran resultados similares para un conjunto de países de la zona del euro, mostrando evidencia significativa de una relación de concavidad (con forma de "U" invertida) a partir de la estimación de una función cuadrática. Sin embargo, Caner *et al.* (2010) y Elmeskov y Sutherland (2012) señalan que el punto de inflexión es seguramente más bajo, entre el 77% y el 66%, respectivamente, para un conjunto de países de la OCDE. En una contribución reciente, Panizza y Presbitero (2014) argu-

mentan que la correlación negativa entre ambas variables no implica causalidad y que un crecimiento menor puede dar lugar a mayores niveles de deuda sobre el PIB, sin que pueda establecerse un efecto del nivel de deuda sobre el crecimiento a medio plazo. En la misma dirección, Égert (2015), utilizando técnicas de panel con umbrales, no encuentra evidencia concluyente para un conjunto amplio de países, dependiendo los resultados de la dimensión temporal estudiada, de los grupos de países analizados, así como del número mínimo de observaciones. Por último, Eberhardt y Presbitero (2015) obtienen que existe una relación negativa entre ambas variables, pero que la misma cambia según los países, especialmente a la hora de determinar el umbral de cambio. Según estos autores, el umbral de 90% puede que sea el resultado de una mala especificación empírica al usar modelos *pooled* en lugar de "heterogéneos" y, por tanto, los resultados obtenidos pueden haberse malinterpretado.

Desde un punto de vista econométrico, mientras algunos trabajos fijan de forma exógena los puntos de corte o umbrales (Reinhart y Rogoff, 2010), otros los buscan de forma endógena. Por ejemplo, Chang y Chiang (2009) utilizan una generalización del modelo de Hansen (1999) para un panel no dinámico con umbrales de regímenes múltiples. Por otra parte, mientras algunos trabajos realizan estimaciones estáticas (como el propio estudio de Chang y Chiang, 2009), otros toman en cuenta la dinámica en la relación entre las variables, por ejemplo, a través de la generalización de la metodología de Caner y Hansen (2004) para paneles (Baum *et al.*, 2013), lo que permite tener en cuenta la persistencia en la tasa de crecimiento.

El enfoque adoptado en nuestro trabajo intenta hacer frente a problemas econométricos no considerados adecuadamente en la literatura previa. En primer lugar, utilizamos una metodología muy flexible que permite analizar la relación entre las dos variables sin establecer ningún supuesto *a priori* sobre la forma funcional; en segundo lugar,

⁴ Una revisión de la literatura teórica, en Esteve y Tamarit (2016).

permite evitar transformaciones de variables que posiblemente tienen una naturaleza no estacionaria. No hacerlo así en estudios precedentes puede haber conducido a obtener relaciones espurias. Nosotros utilizamos los avances recientes en técnicas de cointegración de series temporales para solucionar los posibles problemas de endogeneidad propios de una variable como la deuda. Otros estudios previos han intentado solucionar este problema mediante valores retardados de la variable (Cecchetti *et al.*, 2011), estimaciones GMM con instrumentos (Woo y Kumar, 2015) o tomando otros instrumentos *ad hoc* (Checherita-Westphal and Rother, 2012). Aunque estas soluciones van bien encaminadas, creemos que no han sido suficientes para solucionar el problema de endogeneidad. El uso de variables retardadas es problemático porque tanto la deuda como el crecimiento son variables con persistencia temporal, lo que limita la validez de instrumentos internos como los estimadores desarrollados por Arellano y Bond (1991). Otro problema encontrado en la literatura es que los polinomios utilizados para estudiar la posible no linealidad bajo formas cúbicas o cuadráticas son muy rígidos y, por ejemplo, no permiten que las elasticidades del crecimiento del PIB varíen de forma significativa a lo largo del tiempo conforme aumenta el nivel de deuda/PIB, aunque siempre tomen un valor positivo (caso de un efecto de "saturación" de un curva con forma de "S" o de un posible "desacoplamiento" en la relación). Otro elemento distintivo de nuestro análisis es que se centra en el estudio de un solo país, evitando varios de los problemas que normalmente están presentes en este tipo de estudios: en primer lugar, evitamos los efectos derivados de las correlaciones entre países en las estimaciones; segundo, evitamos problemas de búsqueda de homogeneidad en el equilibrio a largo plazo por países o de valores similares en el umbral de deuda. Por último, nuestra investigación se enmarca en la aproximación histórica tal y como aparece en los trabajos de Reinhart y Rogoff (2010) y Balassone *et al.* (2001) para el caso de Italia. El alcance de nuestro estudio, sin embargo, es más reducido. En concreto, nos

concentramos en la deuda pública y, al contrario que en Cecchetti *et al.* (2011) y en Reinhart *et al.* (2012), no investigamos las complejas relaciones entre deuda pública y privada.

Deuda pública y crecimiento económico en España: evidencia empírica para el periodo 1851-2013

Nuestro estudio se enmarca en la literatura empírica sobre el análisis de la relación entre deuda pública y crecimiento económico. Para ello analizamos un periodo temporal excepcionalmente largo para la economía española que abarca desde 1851 a 2013. Frente a otros estudios que utilizan datos de panel y cortos espacios temporales, nuestro enfoque es de serie temporal para un solo país, usando técnicas avanzadas de cointegración, que nos permiten detectar posibles puntos de ruptura, así como la existencia de inestabilidad paramétrica sin imponer ninguna forma funcional *a priori*. Asimismo, estimamos las elasticidades para los diferentes regímenes encontrados⁵.

En el estudio hemos utilizado datos de series temporales de la economía española para dos periodos: 1851-2000 y 1964-2013. Las fuentes de los datos son:

- 1851-2000: a) deuda pública, pasivos totales, B_{1t} , de Carreras y Tafunell (2005), Tabla 12.34, serie 2895; b) PIB en términos reales, y_{1t} , de Carreras y Tafunell (2005), Tabla 17.6, serie 4741; c) PIB en términos nominales, Y_{1t} , de Carreras y Tafunell (2005), Tabla 17.7, serie 4744; d) tasa de crecimiento real del PIB, g_{1t} ; e) ratio deuda pública/PIB, $b_{1t} = B_{1t}/Y_{1t}$.
- 1964-2013: a) deuda pública de las AA.PP., pasivos totales, B_{21t} , de Banco de España (2014), Tabla 2.15a; b) deuda pública según el PDE, B_{22t} , de Banco de España (2014),

⁵ Para más detalle de la estimación véase Esteve y Tamarit (2016).

Tabla, 2.15a; c) PIB en términos reales, y_{2t} , de Banco de España (2014), Tabla 1.3; d) tasa de crecimiento real del PIB, g_{2t} ; e) PIB en términos nominales, Y_{2t} , de Banco de España (2014), Tabla 1.1; f) ratio deuda/PIB (pasivos totales), $b_{21t} = B_{21t}/Y_{2t}$; g) ratio deuda/PIB (PDE), $b_{22t} = B_{22t}/Y_{2t}$.

Para contrastar la relación de largo plazo entre deuda pública y crecimiento económico real los estudios empíricos utilizan habitualmente un modelo de regresión lineal representado por la expresión:

$$g_t = \alpha + \beta b_t + \varepsilon_t \quad [2]$$

donde g_t es la tasa de crecimiento real del PIB y b_t representa el *stock* de deuda en porcentaje del PIB.

En primer lugar, estimamos la ecuación de cointegración [2] utilizando el método *Dynamic Ordinary Least Squares* (DOLS) propuesto por Stock y Watson (1993) y siguiendo la metodología propuesta en Shin (1994). Este método de estimación corrige de manera robusta la posible presencia de endogeneidad de las variables explicativas y la correlación en el término de error de la clásica estimación OLS (*Ordinary Least Squares*). Además, para solucionar el problema del bajo poder de los contrastes clásicos de cointegración, Shin (1994) propone nuevos contrastes en los que la hipótesis nula es la cointegración. En una primera etapa estimamos una ecuación de cointegración dinámica incluyendo retardos y adelantos de las variables explicativas:

$$g_t = c + \Phi t + \gamma b_t + \sum_{j=-q}^q \gamma_j \Delta b_{t-j} + \nu_t \quad [3]$$

En una segunda etapa, el contraste de Shin (1994) se basa en el cálculo de un estadístico de Lagrange, C_μ , obtenido de los residuos de la ecuación de cointegración determinística (cuando la tendencia t es nula) [3]. El parámetro es el coeficiente que mide la relación de largo plazo (o de cointegración) entre la ratio del *stock* de deuda pública/PIB y la tasa de crecimiento real de la economía. Los resultados de la estimación aparecen en los cuadros 1 y 2 para el periodo de la muestra

Cuadro 1

Estimación de las relaciones de largo plazo: contrastes de cointegración de Stock-Watson-Shin 1851-2000, $[g1, b1]$

Parámetros estimados	Muestra completa 1851-2000	Primer Periodo 1851-1939	Segundo Periodo 1940-2000
c	5,51 (6,0)	0,35 (0,1)	6,74 (5,3)
γ	-0,038 (-3,2)	0,011 (0,5)	-0,070 (-2,1)
R^2	0,38	0,19	0,72
C_μ	0,072	0,060	0,050

Nota: Estadísticos t entre paréntesis.

completa, 1851-2000 y 1965-2013, respectivamente.

Los resultados implican que no se puede rechazar la hipótesis nula de cointegración determinística entre g_t y b_t , en los tres casos planteados al 1% de significatividad. Además, el valor estimado de la elasticidad de largo plazo, γ , es siempre negativo y significativamente distinto de cero. Desde el punto de vista económico, los resultados estimados de la elasticidad suponen que un aumento de 10 puntos porcentuales del *stock* de deuda en proporción del PIB provocaría una caída de entre 0,17 y 0,38 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento económico real. Esta estima-

Cuadro 2

Estimación de las relaciones de largo plazo: contrastes de cointegración de Stock-Watson-Shin 1965-2013

Parámetros estimados	Muestra completa	
	$[g2, b21]$	$[g2, b22]$
c	4,42 (6,8)	4,35 (7,3)
γ	-0,026 (-1,7)	-0,017 (-1,5)
R^2	0,83	0,83
C_μ	0,094	0,094

Nota: Estadísticos t entre paréntesis.

ción aportaría evidencia empírica de que el endeudamiento público tiene un efecto negativo sobre el crecimiento real de la economía española. Por ejemplo, en el periodo 2007-2013 el *stock* de deuda pública medido como el total de pasivos en proporción del PIB, $b_{2,t}$, creció 84 puntos porcentuales, lo que de acuerdo con nuestras estimaciones estaría asociado con una caída de la tasa de crecimiento real acumulado de 2,18 puntos porcentuales.

En segundo lugar, hemos contrastado la posibilidad de que la relación de largo plazo entre endeudamiento público y crecimiento económico real haya cambiado a lo largo del periodo muestral. Para tal fin, hemos utilizado la metodología propuesta por Arai y Kurozumi (2007), Kejriwal (2008) y Kejriwal y Perron (2010). Por un lado, los resultados muestran que ha habido un cambio estructural en la relación de largo plazo en la muestra del periodo 1851-2000 en el año 1939, lo que supone la posible existencia de dos regímenes en la relación de cointegración: 1851-1939 y 1940-2000. Por otro lado, también en la muestra del periodo 1964-2013, en los dos casos contemplados en el *stock* de deuda pública, encontramos un cambio estructural en el año 1971, lo que supone la posible existencia de dos regímenes en la relación de cointegración: 1965-1971 y 1972-2013.

Tomando el periodo 1940-2000, los resultados muestran que un aumento de 10 puntos porcentuales del stock de deuda pública en relación al PIB provocaría una caída de 0,70 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento económico real.

Con el objetivo de ver la evolución temporal de la elasticidad de largo plazo, en el cuadro 1 hemos vuelto a estimar el parámetro en los dos subperiodos de la muestra 1851-2000⁶. Los resultados muestran para ambos subperiodos que no es posible rechazar la hipótesis nula de cointegra-

ción determinística entre g_t y b_t , al 1% de significatividad. Además, el coeficiente en el primer régimen (1851-1939) es positivo, pero muy bajo y poco significativo. Por el contrario, en el segundo régimen (1940-2000) el coeficiente de largo plazo es negativo y significativo, y desde el punto de vista económico supone que un aumento de 10 puntos porcentuales del *stock* de deuda en proporción del PIB provocaría una caída de 0,70 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento económico real. Este valor es más de dos veces el estimado para la muestra completa 1851-2000 (0,38 puntos porcentuales).

Los resultados son coherentes con la existencia de un comportamiento no lineal de la política fiscal española, de forma que las autoridades solo reducirían los déficits (y la deuda acumulada) cuando estos son elevados y ponen en peligro la sostenibilidad de las finanzas a largo plazo. Sin embargo, no resulta fácil establecer con claridad un umbral determinado en la relación entre deuda y crecimiento.

En tercer lugar, hemos contrastado la posible existencia de una relación no lineal entre el endeudamiento público y el crecimiento económico real. En este caso hemos utilizado la metodología propuesta por Hansen y Seo (2002) basada en la estimación de un modelo de cointegración umbral con dos regímenes. Los contrastes de cointegración umbral permiten rechazar la misma a favor de un régimen no lineal con dos periodos. Estos resultados son coherentes con la existencia de un comportamiento no lineal de la política fiscal española, de forma que las autoridades fiscales solamente reducirían los déficit (y la deuda acumulada) cuando son elevados y cuestionan la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Sin embargo, no resulta fácil poder establecer con claridad un nivel de umbral determinado en la relación entre deuda y crecimiento.

⁶ Para la muestra del periodo 1965-2013 no hay suficiente datos para realizar la estimación DOLS en el primer régimen, 1965-1971.

Conclusiones

A pesar de los avances conseguidos en el proceso de consolidación fiscal, el descenso del endeudamiento público aún no ha comenzado a finales de 2015. La prioridad de la política fiscal debe seguir siendo, primero la estabilización y, posteriormente, la reducción gradual de la ratio del *stock* de deuda pública sobre el PIB hacia niveles reducidos y cercanos al objetivo del 60%, lo cual hace necesario que el proceso de consolidación fiscal continúe en los próximos años.

Por un lado, los resultados encontrados permiten establecer una relación de cointegración lineal entre la ratio deuda pública/PIB y el crecimiento real del PIB con un vector (1, -0,038) para total del periodo muestral analizado (1851-2000). Para el periodo más reciente (1965-2013) hemos utilizado dos definiciones distintas de la deuda pública bruta, según se considere o no la metodología del Procedimiento de Déficit Excesivo o los pasivos totales de las AA.PP. En el primer caso, el vector es (1, -0,026), mientras que en el segundo es de (1, -0,017). Estos resultados implican que un incremento de un 10% en la ratio deuda pública/PIB estaría asociado con un menor valor del crecimiento del PIB entre 0,17% y 0,38%. Por tanto, el nivel de deuda pública tiene un efecto significativo sobre el crecimiento del PIB. Por ejemplo, la deuda pública en el periodo 2007-2013 se incrementó en un 84%, por lo que, de acuerdo con nuestras estimaciones, este aumento podría estar asociado con hasta 2,18 puntos porcentuales menos en el crecimiento a largo plazo del PIB.

Por otro lado, nuestros resultados indican que las relaciones de cointegración han cambiado a lo largo del tiempo. La estimación de la elasticidad de largo plazo en el modelo con un cambio estructural muestra un tendencia a disminuir a lo largo del tiempo, indicando la existencia de un proceso de "fatiga" o "saturación" fiscal (desde un no significativo 0,011 a un -0,07), lo que indicaría que en el segundo subperiodo un incremento de la ratio de deuda del 10% estaría asociado a una reducción del crecimiento de 0,7 puntos porcentuales. Este valor viene a ser el doble del estimado para

el total del periodo (-0,038). De hecho, para el primer subperiodo, nos encontramos con la existencia de "desacoplamiento" (donde la deuda no afecta al crecimiento de forma significativa pero con una coeficiente positivo) o de "saturación" (en el que la elasticidad del crecimiento respecto a la deuda se va reduciendo a lo largo del tiempo, menos que proporcionalmente, pero con un coeficiente positivo), mientras que en el segundo subperiodo la elasticidad a largo plazo pasa a convertirse en negativa y significativa. La Guerra Civil española explica el punto de corte en 1939. Tras la Guerra Civil, el Banco de España comenzó un proceso de monetización del déficit público y de la deuda (impuesto inflacionario), que redujo el valor real de la deuda pública. Dicha monetización de la deuda se produjo en paralelo con un repudio de los pasivos emitidos por el gobierno republicano durante la Guerra Civil. Tras este proceso comienza un largo periodo temporal caracterizado por una baja ratio de deuda/PIB y de crecimiento sostenido que dura hasta 1975.

De forma similar, los análisis de cointegración con la segunda base de datos para el periodo 1965-2013 muestran la existencia de dos regímenes de cointegración con una ruptura en 1971 coincidiendo con las tensiones monetarias que desembocaron en la primera crisis del petróleo y el fin de la era de Franco.

Además, los contrastes de cointegración permiten rechazar la misma a favor de un régimen no lineal con dos periodos. Estos resultados son coherentes con la existencia de un comportamiento no lineal de la política fiscal española, de forma que las autoridades fiscales solamente reducirían los déficits (y la deuda acumulada) cuando estos son elevados y ponen en peligro la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Sin embargo, no resulta fácil poder establecer con claridad un umbral determinado en la relación entre deuda y crecimiento.

Referencias

- ARAI, Y., y E. KUROZUMI (2007), "Testing for the Null Hypothesis of Cointegration with a Structural Break", *Econometric Reviews*, 26(6): 705-739.

- ARELLANO, M., y S. BOND (1991), "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *Review of Economic Studies*, 58: 277-297.
- BALASSONE, F.; FRANCESE, M., y A. PACE (2011), "Public Debt and Economic Growth in Italy", *Quaderni di Storia Economica*, 11.
- BANCO DE ESPAÑA (2014), *Cuentas Financieras de la Economía Española 1980-2013*, Banco de España, Madrid.
- BAUM, A. M.; CHECHERITA-WESTPHAL, C., y P. ROTHER (2013), "Debt and growth: New evidence for the euro área", *Journal of International Money and Finance*, 32 (1): 809-821.
- CANER, M., y B. E., HANSEN (2004), "Instrumental variable estimation of a threshold model", *Econometric Theory*, 20: 813-843.
- CANER, M.; GRENNES, T., y F. KOEHLER-GEIB (2010), "Finding the tipping point – when sovereign debt turns bad", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 5391.
- CARRERAS, A., y X. TAFUNELL (2005), *Estadísticas Históricas de España: Siglos XIX y XX*, Fundación BBVA, Bilbao, 2ª edición.
- CECCHETTI, S. G.; MOHANTY, M. S., y F. ZAMPOLLI (2011), "The real effects of debt", *Review of Financial Studies*, 22 (september): 25-27.
- CHANG, T., y G. CHIANG (2009), "The behavior of OECD public debt: a panel smooth transition regression approach", *The Empirical Economics Letters*, 8 (1).
- CHECHERITA-WESTPHAL, C., y P. ROTHER (2012), "The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro área", *European Economic Review*, 56 (7): 1392-1405.
- COMISIÓN EUROPEA (2012), Fiscal sustainability report 2012, *European Economy*, 8 de diciembre.
- (2016a), *Cyclical Adjustment of Budget Balances*, primavera.
- (2016b), *General Government Data*, primavera.
- (2016c), *Statistical Annex of European Economy*, primavera.
- CORSETTI G. (2012), "Has austerity gone too far?", *VoxEU*, 2 de abril.
- EBERHARDT, M., y A. F. PRESBITERO (2015), "Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity", *Journal of International Economics*, 97 (1): 45-58.
- ÉGERT, B. (2015), "Public debt, economic growth and nonlinear effects: myth or reality?", *Journal of Macroeconomics*, 43: 226-238.
- ELMESKOV, J., y D. SUTHERLAND (2012), *Post-Crisis Debt Overhang: Growth and Implications across Countries*, OECD Economics Department, mimeo (<http://www.oecd.org/dataoecd/7/2/49541000.pdf>).
- ESTEVE, V., y C. TAMARIT (2016), "Public debt and economic growth in Spain, 1851-2013", *Documento de Trabajo*, nº 779, Funcas.
- FMI (2013), *Global Prospects and Policy Challenges, Note for the Group of Twenty*, febrero.
- HANSEN, B. (1999), "Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing and Inference", *Journal of Econometrics*, 93: 345-368.
- HANSEN, B. E., y B. SEO (2002): "Testing for two-regime threshold cointegration in vector error-correction models", *Journal of Econometrics*, 110: 293-318.
- KEJRIWAL, M. (2008), "Cointegration with Structural Breaks: An Application to the Feldstein-Horioka Puzzle", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 12(1).
- KEJRIWAL, M., y P. PERRON (2010): "Testing for Multiple Structural Changes in Cointegrated Regression Models", *Journal of Business & Economic Statistics*, 28 (4): 503-522.
- KOO, R. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Wiley.
- PADOAN, P. C.; SILA, U., y P. VAN DEN NOORD (2012), "Avoiding debt traps: Fiscal consolidation, financial backstops and structural reforms", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2012/1 (http://dx.doi.org/10.1787/eco_studies-2012-5k8xbnjb9hl).

- PANIZZA, U., y A. F. PRESBITERO (2014), "Public debt and economic growth: Is there a causal effect?", *Journal of Macroeconomics*, 41: 21–41.
- REINHART, C. M.; REINHART, V. R., y K. S. ROGOFF (2012), "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800", *Journal of Economic Perspectives*, 26 (3): 69–86.
- REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2010), "Growth in a time of debt", *American Economic Review*, 100 (2): 573-78.
- SHIN, Y. (1994), "A Residual-Based Test of the Null of Cointegration Against the Alternative of No Cointegration", *Econometric Theory*, 10 (1): 91-115.
- STOCK, J. H., y M. W. WATSON (1993), "A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems", *Econometrica*, 61 (4): 783-820.
- WOO, J., y M. S. KUMAR (2015), "Public Debt and Growth", *Economica*, 82 (328): 705–739.

Evolución reciente del desendeudamiento por sectores institucionales

Daniel Fuentes Castro*

El boom crediticio previo al estallido de la crisis se tradujo en tasas de endeudamiento privado muy superiores a las registradas en las principales economías de nuestro entorno. Estas tasas se han reducido de manera considerable en los últimos años, especialmente en el caso de las empresas, que se han situado incluso por debajo del promedio de la eurozona, pero el incremento del endeudamiento público hace que la ratio de endeudamiento del conjunto de sectores residentes todavía constituya un elemento de vulnerabilidad de la economía española. En suma, aunque el sector privado se ha desapalancado de manera notable, la ratio de endeudamiento del total de sectores todavía supera el 300% del PIB.

La capacidad o necesidad de financiación, la posición de inversión internacional neta y la deuda externa

La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo alcanzó los 22.700 millones de euros en 2015. Se trata de un desempeño excepcional en la serie histórica, que viene de la mano de la evolución del precio del petróleo, de los buenos registros del sector servicios y de un comportamiento menos deficitario de las rentas de la inversión que en años anteriores.

La mejora de la capacidad de financiación en 2015 (2% del PIB frente a 1,4% en 2014) está relacionada principalmente con la disminución de la factura energética, que se redujo al 2,5% del PIB desde el 3,8% registrado en 2014. Esto ha permitido compensar el impacto negativo del incremento de las importaciones (síntoma de una

demanda interna que ha recobrado su fortaleza) y el ligero deterioro de la balanza de servicios.

La mejora de la capacidad de financiación (gráfico 1) y el crecimiento del PIB nominal han permitido una reducción de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) de 5,3 puntos, hasta el 90,5% del PIB. Se trata todavía de una ratio elevada en el contexto europeo, condicionada en gran medida por los efectos de valoración, pero que muestra síntomas de una moderación paulatina.

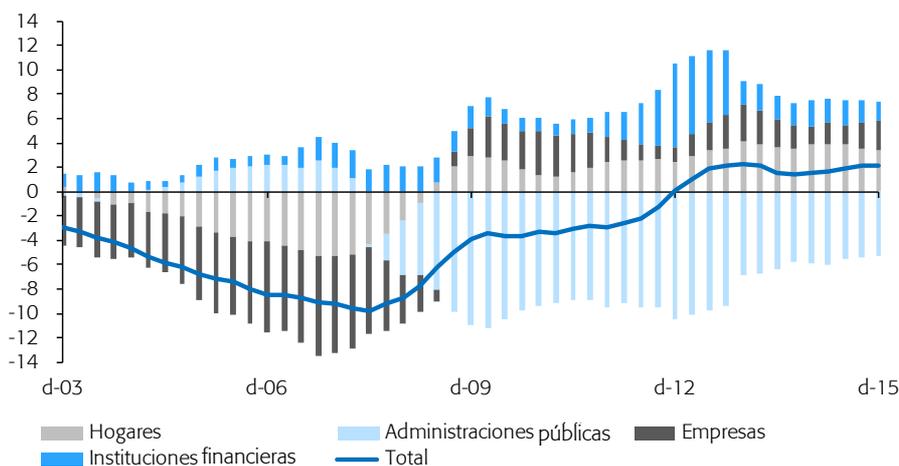
El desglose de la PIIN por sectores institucionales pone de manifiesto el deterioro de la posición deudora de las administraciones públicas, que se incrementa en 2,8 puntos, hasta el 46,4% del PIB, mientras se reduce en el caso de los hogares y de las sociedades no financieras. Las administraciones públicas por sí solas representan casi la mitad de la PIIN total de la economía. Si se excluye el

* Afi - Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

Capacidad o necesidad de financiación por sectores institucionales

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de España, INE y Afi.

Banco de España (que incrementa su posición deudora frente al eurosistema), la PIIN de la economía española se situaría en el 79,9% del PIB.

A diferencia de la PIIN, que corresponde al saldo entre los activos exteriores de los sectores residentes menos sus pasivos frente al resto del mundo, la deuda externa bruta contabiliza únicamente los pasivos frente a no residentes “que impliquen la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros)” (Banco de España, 2016). La deuda externa de la economía española equivale actualmente al 167,9% del PIB, una ratio superior a la de Alemania pero inferior a la de Francia. Si se excluyen los pasivos del Banco de España (no sujetos a riesgos de refinanciación), la deuda externa se sitúa en el 140,1% del PIB, una ratio de endeudamiento intermedia en el entorno europeo (Banco de España, 2016).

El endeudamiento del conjunto de sectores institucionales

El endeudamiento conjunto de los sectores institucionales no financieros de la economía

española alcanzó un máximo del 323% del PIB en el tercer trimestre de 2014, unos 80 puntos por encima del registro correspondiente al inicio de la crisis económica (gráfico 2). En los cuatro años posteriores a 2008 el endeudamiento privado apenas se ajustó, sino muy moderadamente, observándose en cambio un notable incremento del endeudamiento público que se ha prolongado hasta la actualidad.

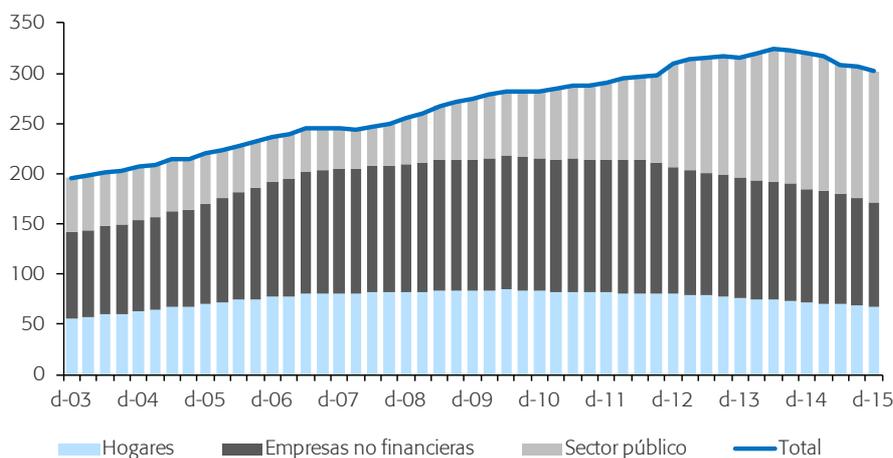
Aunque el sector privado se ha desapalancado de manera notable, la ratio de endeudamiento del total de sectores supera todavía el 300% del PIB, debido al crecimiento de la deuda de las administraciones públicas

El papel de los estabilizadores automáticos ha sido determinante en el proceso de transferencia de deuda entre sectores. En este sentido, dos factores destacan entre los demás: la caída de la recaudación pública (desde el 40,9% del PIB en 2007 al 34,8% en 2009, para recuperarse paulatinamente en los seis años posteriores hasta el 38,2% de 2015) y el incremento del gasto en desempleo, que se duplicó entre 2007 y 2010.

Gráfico 2

Ratio de endeudamiento por sectores institucionales

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de España, INE y Afi.

A estos dos factores hay que añadir el proceso de explosividad de la deuda pública (el coste de los intereses ha pasado de unos 17.000 millones de euros corrientes en 2008 a 35.000 millones en 2015) y el incremento del gasto en pensiones (desde 98.000 millones aproximadamente en 2008 a unos 132.000 millones en 2015), este último determinado por razones de carácter estructural no directamente relacionadas con la crisis económica.

En los últimos tres años, especialmente desde el inicio de la recuperación económica, el endeudamiento privado ha evolucionado de manera muy significativa, hasta el punto de situarse las sociedades no financieras en una ratio de deuda que ya es inferior al promedio de la eurozona. Pese a esto, la ratio de endeudamiento del total de sectores residentes no financieros se sitúa todavía por encima del 300% del PIB.

El endeudamiento de los hogares

El endeudamiento de los hogares españoles se ha reducido en unos 30 puntos desde el máximo registrado en el segundo trimestre de

2008, para situarse actualmente en el 106% de su renta bruta disponible (gráfico 3). Esta ratio de endeudamiento todavía es 11,4 puntos superior al promedio de la eurozona, si bien la brecha de endeudamiento entre los hogares españoles y el promedio de la zona del euro llegó a superar los 40 puntos. Desde este punto de vista, los hogares aún tienen por delante un esfuerzo significativo para aproximarse a las ratios de endeudamiento propias de las principales economías de nuestro entorno.

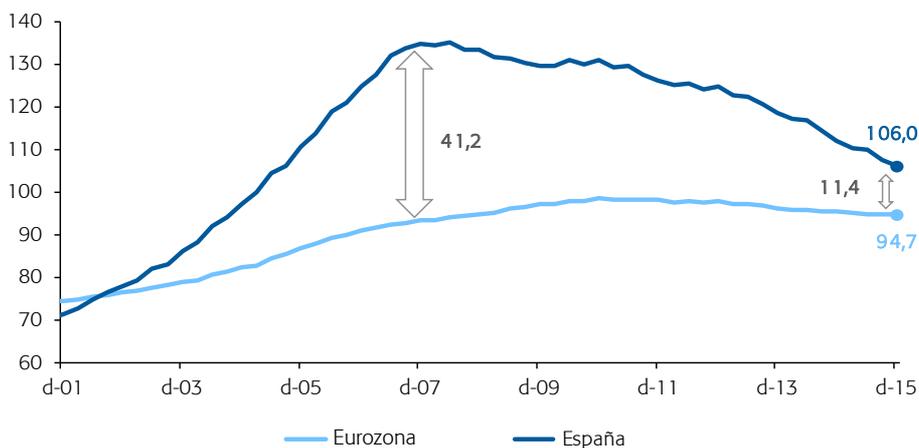
El endeudamiento de los hogares españoles ha pasado del 135% de su renta bruta disponible en el segundo trimestre de 2008 al 106% a finales de 2015, aunque todavía se sitúa 11,4 puntos porcentuales por encima del promedio de la eurozona.

Tras un fuerte incremento de la tasa de ahorro, que llegó a alcanzar un techo del 13% de la renta bruta disponible (medida en periodo móvil de cuatro trimestres), sin duda por motivos de precaución en las fases más agudas de la crisis, los hogares vienen ahorrando aproximadamente

Gráfico 3

Evolución del endeudamiento de los hogares en España y en la eurozona

(Porcentaje RBD)



Fuentes: Banco Central Europeo y Afi.

la décima parte de su renta. El valor actual de la tasa de ahorro de los hogares, 9,4% en el cuarto trimestre de 2015, no dista sustancialmente de los valores de referencia previos al estallido del boom crediticio.

llegado a su fin. Tras una disminución gradual en los primeros años de la crisis, la tasa de inversión parece haber tocado suelo en el 4,3%, registro en el que ha permanecido los dos últimos años, muy inferior a los valores de referencia en el periodo de precrisis (gráfico 4).

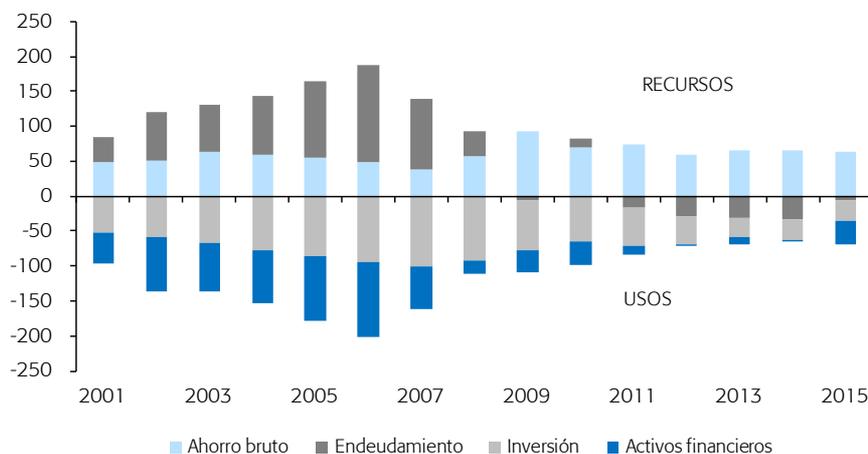
La tasa de inversión de los hogares, en cambio, se sitúa en mínimos históricos, síntoma de que el proceso de despalancamiento todavía no ha

La política monetaria del BCE ha sido importante para facilitar el proceso de despalancamiento de

Gráfico 4

Renta bruta disponible de los hogares: usos y recursos

(Miles de millones, acumulado 12 meses)

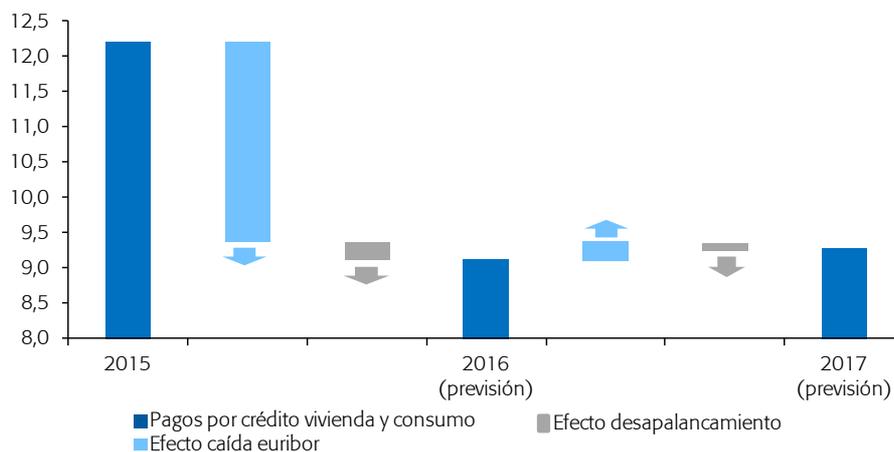


Fuentes: Banco de España y Afi.

Gráfico 5

Estimación del impacto de la caída del euríbor en los pagos por crédito vivienda y consumo de los hogares

(Miles de millones)



Fuentes: Banco de España, INE y Afi.

los hogares, especialmente cuando se tiene en cuenta la elevada proporción de crédito ligada a tipos variables en España (según el FMI, el 98% de las hipotecas en España son a tipo variable).

La caída del euríbor ha facilitado una disminución de las rentas de la propiedad pagadas por los hogares, liberando de esta manera renta disponible adicional muy por encima de lo que habría correspondido al efecto exclusivo de la reducción del *stock* de deuda (gráfico 5).

El impacto de la caída del euríbor hacia tipos negativos podría permitir a los hogares liberar aproximadamente 2.800 millones de euros adicionales este año. Pero a partir de 2017 este efecto dejará de tener impacto adicional, reflejando el hecho de que los tipos de crédito son extremadamente reducidos en España.

Visto desde la perspectiva del sector bancario, esta disminución de las rentas de la propiedad pagadas por los hogares tiene su reflejo en una caída importante de sus ingresos financieros (aquellos relacionados con el crédito a los hogares).

El impacto de la caída del euríbor a 12 meses hacia tipos negativos podría permitir a los hogares liberar aproximadamente 2.800 millones de euros adicionales este año. Sin embargo, a partir de 2017, este efecto dejará de tener impacto adicional, reflejando el hecho de que los tipos de crédito en España son extremadamente reducidos (los segundos más bajos entre los bancos europeos).

El endeudamiento de las sociedades no financieras

Si el desendeudamiento de los hogares se inició con el estallido de la burbuja crediticia y ha seguido una evolución gradual desde entonces, el proceso de despalancamiento de las sociedades no financieras se inició con posterioridad pero también con mayor dinamismo.

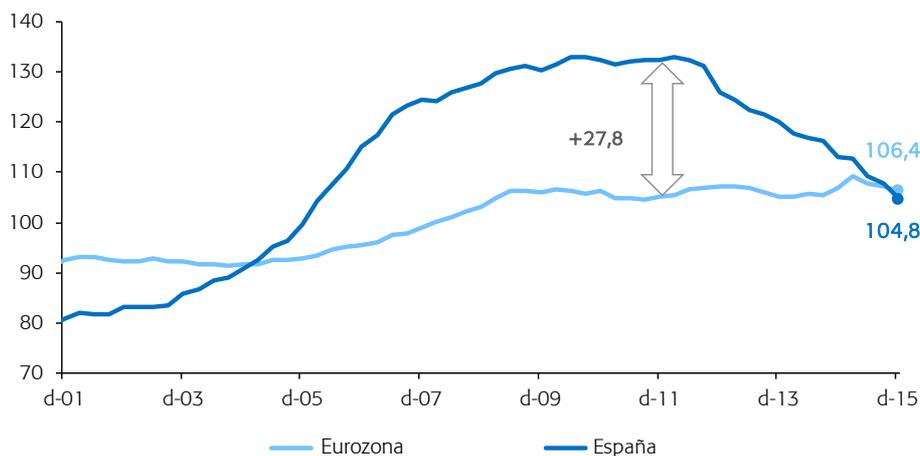
En tres años y medio, las empresas españolas se han desendeudado el equivalente a 28 puntos de PIB, hasta situar su ratio de endeudamiento por debajo del promedio de la eurozona.

En el segundo trimestre de 2012 la ratio de deuda se encontraba en máximos del 133% del

Gráfico 6

Evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras en España y en la eurozona

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Central Europeo y Afi.

PIB, para situarse en el 104,8% a finales de 2015. En tres años y medio, las empresas españolas se han desendeudado el equivalente a 28 puntos de PIB, hasta situar su ratio de endeudamiento por debajo del promedio de las empresas de la eurozona (gráfico 6).

En un primer momento, el desapalancamiento empresarial vino acompañado de una severa contracción de la actividad, que tuvo su reflejo en una fuerte destrucción de empleo. Posteriormente, el proceso fue entrando de manera gradual en un círculo virtuoso en el que la deuda ha continuado reduciéndose al mismo tiempo que se incrementaban paulatinamente los niveles de inversión.

En cuanto a la tasa de inversión de las empresas, parece haberse estabilizado en torno al 90% de su renta bruta disponible, un valor que parece constituir una nueva normal, inferior al promedio del ciclo expansivo inmediatamente anterior a la crisis (superior al 150%, con un pico del 203% en 2007).

El proceso de desendeudamiento empresarial continuará en los próximos años, aunque quizás con menor intensidad. No existe un criterio técnico con el que definir formalmente la ratio de

endeudamiento óptima para el conjunto de las sociedades no financieras, pero la literatura económica apunta a niveles ligeramente superiores a los observados en el periodo de precrisis y que entonces rondaban el 80% del PIB.

En todo caso, estos números son indicativos de una corrección de balances en las empresas españolas, con efectos benéficos sobre su competitividad y sobre la resiliencia ante futuros *shocks*.

El programa de compra de bonos corporativos del BCE

El peso de los bonos en la estructura de financiación del conjunto de las empresas españolas es muy residual. Entre las pymes tienen una presencia casi nula. En las empresas con facturación superior a 50 millones de euros su importancia es solamente del 6% del total de financiación ajena. Lógicamente, en las empresas del Ibex35 (excluyendo las financieras) el peso de la deuda materializada en valores es muy superior, alcanzando el 40%.

El montante total de créditos bancarios en el balance de las empresas no financieras del Ibex35

suma alrededor de 150.000 millones de euros. La mayor parte corresponde a préstamos sindicados, en los que la presencia de la banca extranjera como acreedora es relevante. Asumiendo que el 50% de ese montante estuviera en manos de entidades financieras españolas, supondría una cuota cercana al 14% del total de crédito a empresas no financieras residentes (540.000 millones de euros). Esta cifra supone un importe máximo a la sustitución de préstamos por deuda en mercados para empresas del Ibex35, que en todo caso no se alcanzará puesto que siempre se mantendrá un peso relevante de la financiación bancaria. Por otro lado, es obvio que este proceso de sustitución será gradual en el tiempo, lo que limitará su impacto.

Habría que añadir al importe máximo arriba indicado aquella parte de los créditos concedidos por la banca española a grandes empresas del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) que también pudiera sustituirse por financiación en mercados. Un buen número de empresas del IGBM también tiene capacidad de salir al mercado de capitales a emitir bonos, convirtiéndolas en candidatas a incorporarse a ese proceso de sustitución de fuentes de financiación.

El endeudamiento de las administraciones públicas

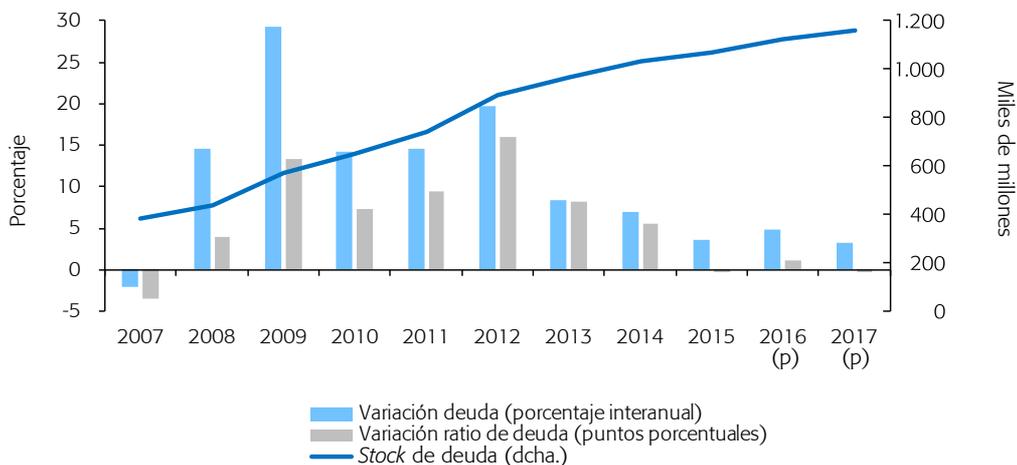
El déficit del ejercicio 2015 para el conjunto de las administraciones públicas alcanzó el 5,0% del PIB, sin incluir ayudas financieras, ocho décimas por encima del 4,2% fijado como objetivo en el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). Así pues, de los 1,6 puntos de consolidación fiscal esperados (el déficit de 2014 se situó en el 5,8%), se han corregido siete décimas.

Por subsectores, las desviaciones se han concentrado en las comunidades autónomas (-1,66% de déficit sobre PIB respecto a un objetivo del -0,7%) y la Seguridad Social, que registra un déficit superior al de 2014 (-1,26% del PIB en 2015 frente al -1,04% del PIB en 2014).

Por el contrario, la Administración central ha registrado un déficit dos décimas mejor que su objetivo (-2,7% frente a -2,9%), y las corporaciones locales mantienen su registro de superávit de años anteriores, si bien algo inferior al de los ejercicios precedentes (0,44% del PIB), permitiendo compensar sólo parcialmente la desviación de las comunidades autónomas y la Seguridad Social.

Gráfico 7

Evolución de la deuda pública

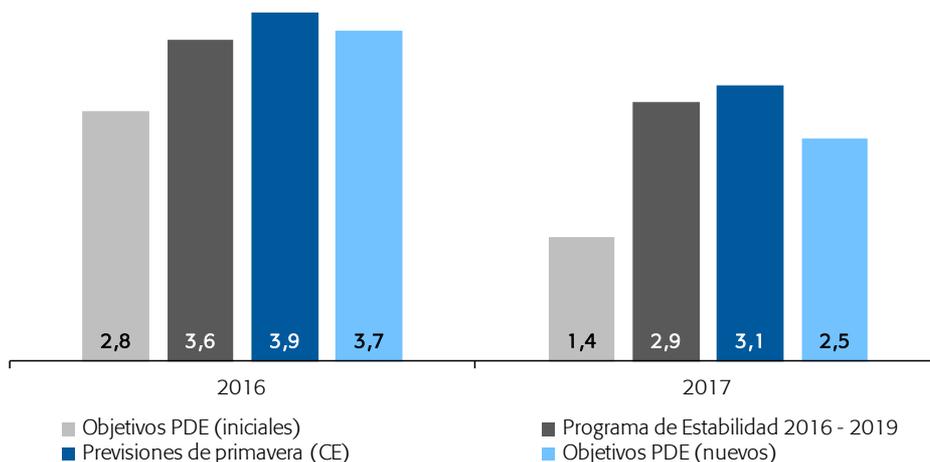


Fuentes: Programa de Estabilidad 2016 – 2019, Comisión Europea y Afi.

Gráfico 8

Objetivos de déficit público

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Programa de Estabilidad 2016 – 2019, Comisión Europea y Afi.

En términos de deuda, el *stock* crece un 3,5% interanual en 2015, si bien se desacelera desde el 7,0% de 2014 y el 8,5% de 2013. Esta evolución de la deuda no se traduce en un aumento de la ratio de endeudamiento, pues el PIB nominal creció a una tasa superior (3,8%). Es más, por primera vez desde el inicio de la crisis, la ratio de deuda experimenta una ligera mejoría: 99,2% en 2015 frente a 99,3% en 2014 (gráfico 7).

No obstante, con un déficit tan elevado como el registrado en 2015, hubo otro factor relevante que provocó que la ratio de deuda se estabilizase en lugar de crecer por encima del 100%, tal y como apuntaban algunas previsiones. Aunque el Estado registró un déficit de 28.200 millones, su deuda neta únicamente se incrementó en 8.000 millones. Este efecto se explica, principalmente, por la diferencia entre los valores de emisión y reembolso de la deuda emitida.

Así pues, la disminución de la ratio de endeudamiento público no viene explicada por la evolución del saldo primario, que cerró 2015 en el -2% del PIB, sino por el crecimiento nominal y por efectos de valoración en la deuda pública.

El consenso de analistas apunta todavía a un incremento del *stock* de deuda en 2016 y posi-

blemente 2017, con una ratio que ya superaría el 100% del PIB. Un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda pública muestra que sería necesario un superávit primario en el entorno del 1,5% del PIB y un crecimiento nominal de, al menos, el 3% anual para alcanzar una ratio de deuda del 60% en un horizonte de veinte años (criterio de Maastricht).

Hacia una nueva senda de déficit público

En lo que se refiere a la nueva senda de déficit público, toda vez que la desviación con respecto a los objetivos de 2015 imposibilita alcanzar el 2,8% en 2016 y el 1,4% en 2017, como estaba previsto, el Programa de Estabilidad 2016–2019 apunta a un déficit de 3,6% en 2016 y 2,9% en 2017. Esto supone prorrogar un año la consecución del objetivo del 3%, necesario para poder abandonar el brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El Programa de Estabilidad 2016–2019 también prevé que el déficit primario se reduzca hasta el 0,8% del PIB en 2016, con un descenso de seis décimas más en 2017. El superávit prima-

rio se alcanzaría en 2018, llegando a alcanzar 0,9 puntos de PIB en 2019.

En cuanto a los objetivos de consolidación fiscal por sectores de las administraciones públicas, se relajan las exigencias a la Seguridad Social, pese a que tendrá que reducir su déficit en seis décimas de PIB hasta alcanzar el 0,7% en 2019. Las comunidades autónomas deberán alcanzar el equilibrio fiscal en 2019 y el Estado espera registrar un déficit del 0,9% del PIB en 2019 (gráfico 8).

El déficit público, presionado por los estabilizadores automáticos y el incremento tendencial del gasto en pensiones, constituye el eslabón débil en la cadena de desendeudamiento de la economía española.

La estrategia fiscal en términos de ingresos y gastos no sufre modificaciones. Se persigue mantener la ratio de ingresos sobre PIB “ligeramente por encima del 38% del PIB”, y “una ratio de gasto decreciente en más de 3 puntos de PIB, desde el 43,2% del PIB de 2015 (sin ayuda financiera) al 40,1% en 2019”.

Por su parte, la Comisión Europea estima que el déficit de las administraciones públicas españolas se situará en el 3,9% en 2016 y en el 3,1% en 2017 por lo que, si no se acometen medidas adicionales, el déficit público no franquearía el objetivo del 3% hasta 2018. La Comisión considera que si se implementan ajustes adicionales por importe de dos décimas del PIB en 2016 y de seis décimas en 2017 se podría alcanzar un déficit del 3,8% este año y del 2,5% el próximo.

Este diagnóstico no difiere en lo esencial del expuesto por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en su informe del pasado 10 de mayo. En síntesis, la AIReF estima que el objetivo de déficit público del 3,6% sería alcanzable en 2016 a condición de un esfuerzo adicional de consolidación fiscal de unas cuatro décimas de PIB.

Conclusiones

La política monetaria del BCE ha sido importante para facilitar el proceso de desapalancamiento de los hogares, especialmente cuando se tiene en cuenta la elevada proporción de crédito ligada a tipos variables en España. La caída del euríbor ha facilitado la disminución de las rentas de la propiedad pagadas por los hogares, liberando de esta manera renta disponible adicional muy por encima de lo que habría correspondido al efecto exclusivo de la reducción del stock de deuda. Pese al camino recorrido, los hogares aún tienen por delante un esfuerzo significativo para aproximarse a las ratios de endeudamiento propias de las principales economías de nuestro entorno.

En tres años y medio, las empresas españolas se han desendeudado el equivalente a 28 puntos de PIB, hasta situar su ratio de endeudamiento por debajo del promedio de las empresas de la eurozona. El proceso de desendeudamiento empresarial continuará en los próximos años, aunque quizás con menor intensidad, presumiblemente hacia niveles ligeramente superiores a los observados en el periodo de precrisis y que entonces rondaban el 80% del PIB.

En cuanto a la estabilización de la ratio de deuda pública, el consenso de analistas apunta todavía a un incremento del *stock* de deuda en 2016 y posiblemente 2017, con una ratio que ya supera el 100% del PIB. Un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda pública muestra que sería necesario alcanzar un superávit primario en el entorno del 1,5% del PIB (-2% en 2015) y un crecimiento nominal de, al menos, el 3% anual para alcanzar una ratio de deuda del 60% en un horizonte de veinte años.

Referencias

AIReF (2016), *Informes sobre las Previsiones Macroeconómicas y del Proyecto de Actualización del Programa de Estabilidad (APE) del Reino de España 2016-2019*, 15 de mayo.

BANCO DE ESPAÑA (2016), “La balanza de pagos y la posición de inversión internacional de España”.

"Informe trimestral de la economía española",
Boletín Económico, mayo.

GOBIERNO DE ESPAÑA (2016), *Actualización del Programa de Estabilidad 2016–2019*, abril.

COMISIÓN EUROPEA (2016), "Spring 2016 Economic Forecast: Staying the course amid high risks",
Institutional Paper 025, mayo.

MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2016), "Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera",
Boletín Económico, abril.

El progreso de la solvencia bancaria española en el contexto europeo

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

Las ampliaciones de capital son procesos tan necesarios en el contexto actual como interpretativamente delicados. En Europa se han producido algunas en los últimos meses, siempre con lecturas controvertidas. Sea como fuere, en España ha tenido lugar de forma relativamente rápida un incremento de la solvencia (ratio de capital CET1 por encima del 12%, cerca ya del 13% de promedio de la eurozona) que se ha visto reforzado por dos elementos adicionales. En primer lugar, un proceso de transparencia aumentado que permite calibrar de forma bastante certera la calidad de los balances. En segundo lugar, un esfuerzo de racionalización de costes que ha permitido mantener las ventajas de eficiencia (costes/ingresos) de la banca española (48,64% frente al 61,64% del promedio de la eurozona) y mayores niveles de rentabilidad (con una ROE dos puntos porcentuales por encima). En todo caso, desde principios de 2016, la consolidación de tipos de interés reales negativos y las incertidumbres sobre procesos como el *Brexit* o el crecimiento global, auguran una segunda parte del año donde la incertidumbre seguirá siendo muy importante para el sector bancario. En este contexto, no parece que la solvencia de la banca española pueda constituir un motivo de preocupación, ni de forma aislada ni en perspectiva europea.

Inestabilidad creciente, preocupaciones desenfocadas

Algunas entidades financieras europeas han anunciado recientemente ampliaciones de capital. En España también se han producido estos anuncios. Sin embargo, se ha desatado un cierto nerviosismo –perceptible en los medios y, de forma temporal, en algunas cotizaciones bursátiles–

sobre las motivaciones que podrían haber llevado a ese reforzamiento de la solvencia. En términos generales, se ha observado una cierta pérdida de enfoque que no puede explicarse sino por problemas de información asimétrica, especialmente agudos en un entorno de mercado algo convulso.

En particular, el sector bancario europeo se encuentra entre los más castigados desde prin-

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

cipios de año en las valoraciones de mercado de unas bolsas que no han acabado de levantar cabeza. Sin embargo, los principales problemas se han referido a las dudas sobre la valoración de algunos activos en Alemania e Italia. Que las entidades aumenten sus recursos propios tiene un sentido lógico en un momento en el que tanto la regulación como el mercado exigen mayores niveles de solvencia. Las razones para aumentar capital pueden obedecer también a otras motivaciones de tipo estratégico, como anticipar una provisión o anticipar un cambio de valoración en los activos, reforzarse para emprender movimientos de adquisición o protegerse ante potenciales ofertas de absorción.

El reto de fondo para la industria bancaria sigue siendo el mismo: la rentabilidad. Pero no puede obviarse que esas dudas sobre la calidad de ciertas inversiones y activos en algunos países europeos (especialmente en Alemania e Italia) deberían clarificarse en mayor medida de lo que se ha hecho.

El resultado a favor de la salida de Reino Unido de la Unión Europea (UE) en el referéndum a tal efecto va a añadir una considerable incertidumbre. Esto supone aún una mayor preocupación para el sector bancario europeo. La exposición de muchos bancos radicados en otros países de la UE al Reino Unido es importante pero los principales cuentan con detallados planes de contingencia. Sin embargo, preocupa tanto la exposición cruzada entre bancos británicos y europeos como los efectos que el *Brexit* podría tener sobre las tenencias de deuda pública. El caso italiano se torna especialmente delicado en la medida en que su banca es la que cuenta con una mayor exposición a la deuda pública y una elevación de las primas de riesgo podría complicar aún más los deteriorados balances de las entidades financieras italianas. Los bancos de la tercera economía europea tienen préstamos problemáticos identificados del orden de 360.000 millones de euros, pero deuda pública en balance de 419.000 millones de euros.

Como se comentará más adelante, las fuentes de riesgo son variadas en las principales industrias bancarias europeas pero se observa, asimismo, un grado importante de heterogeneidad en la transparencia y la capacidad de identificación de esas fuentes de incertidumbre. En este punto, se mostrará como los riesgos del sector bancario español no solo gozan de una elevada cobertura sino que sus balances son, probablemente, de los más transparentes, precisamente por haberse sometido a un grado de escrutinio mayor.

En todo caso, las instituciones financieras españolas comparten preocupaciones y estrategias con sus homólogas europeas. Mientras el desafío de la rentabilidad se resuelve, la principal acción de corto y medio plazo se centra en mejorar la eficiencia. Una nota reciente de 13 de junio de Fitch Ratings sobre la banca española resulta ilustrativa sobre la visión del mercado respecto a estos retos. La agencia alaba el esfuerzo de reestructuración de la banca española, no solo de forma retrospectiva sino también por los anuncios realizados a futuro de nuevos ajustes. Como en otras plazas europeas, Fitch indica que “la generación de ingresos será complicada en la segunda mitad de 2016 puesto que los persistentemente reducidos tipos de interés siguen presionando sobre los márgenes y el crecimiento del crédito sigue siendo contenido a pesar del crecimiento económico. Las oportunidades para realizar operaciones de *carry trade* ya no son tan sencillas y los márgenes se estrecharán aún más”. Confiaba también Fitch en que el progreso en la reducción del peso de los activos problemáticos acabaría repercutiendo positivamente sobre la rentabilidad.

Las referencias del escrutinio supervisor apuntan en direcciones similares. En abril de 2016, el último informe del *Risk Dashboard* de la Autoridad Bancaria Europea (ABE), empleando datos de los bancos supervisados por ella a diciembre de 2016 sugiere que:

- Las ratios de capital continúan aumentando.
- La calidad de las carteras de préstamos mejora de forma “modesta pero sigue siendo una preocupación”.

- La rentabilidad sigue siendo reducida.
- El apalancamiento sigue reduciéndose pero la ratio créditos/depositos aún sigue en un 120,9% promedio.

En una referencia más reciente y coyuntural, en la *Revista de Estabilidad Financiera* del Banco Central Europeo (BCE) correspondiente a mayo de 2016, se señala que “el golpe de las turbulencias de los mercados en los primeros meses de 2016 ha tenido un fuerte impacto en la valoración de mercado de los bancos (...) aunque los riesgos sistémicos se han mantenido bajo control”. En línea con los argumentos señalados anteriormente, el BCE estima que las perspectivas de mejorar la rentabilidad son escasas con un crecimiento nominal reducido de la economía y tipos negativos o nulos. También se señala que, “entre los problemas estructurales, el elevado *stock* de activos problemáticos en algunos países también daña su rentabilidad y reduce su capacidad para conceder préstamos (...) La sobrecapacidad instalada también se indica como un factor limitativo de la rentabilidad”.

El BCE estima que las perspectivas de mejorar la rentabilidad en el sector bancario europeo son escasas con un crecimiento nominal reducido y tipos de interés negativos o nulos.

En relación al razonamiento expuesto anteriormente sobre los problemas de transparencia en algunos sectores bancarios europeos, es interesante el comentario del BCE de que “es difícil realizar una valoración completa de los riesgos para la estabilidad financiera cuando la información proporcionada dista de ser homogénea en su calidad en los distintos países.” En este sentido se hace una llamada a una mejora en la calidad de la supervisión macroprudencial en los próximos meses.

Entre tanto, la referencia en la liquidez de los mercados sigue siendo el propio BCE. Los últimos datos del Banco de España sobre financiación del

eurosistema publicados el 14 de junio indican que los bancos europeos obtuvieron 311.043 millones de euros a través de los programas de compra de activos del BCE entre enero y mayo de 2016. En el mismo período, los bancos españoles obtuvieron 42.259 millones de euros en el mismo programa.

Sea como fuere, la volatilidad continúa en los valores bancarios y acontecimientos como el *Brexit* pueden hacer necesario reforzar la acción monetaria expansiva.

Búsqueda de rentabilidad: la eficiencia como puente

El reto de la rentabilidad bancaria se encuentra a medio camino entre un período de transformación y la asunción de una nueva realidad de negocio. Las rentabilidades por acción (o por activo) previas a la crisis eran, tal vez, demasiado elevadas como para mantenerse a largo plazo. Sin embargo, el mercado y el accionista demandan una rentabilidad mayor que la actual lo que, en principio, es bastante complicado en un entorno de tipos de interés reales negativos. De forma excepcional en una perspectiva histórica, abunda la liquidez pero los márgenes que pueden obtenerse con ella son reducidos.

Este desafío de la rentabilidad bancaria es global y, en Europa, no es, en absoluto, específico de la banca española. De hecho, los bancos

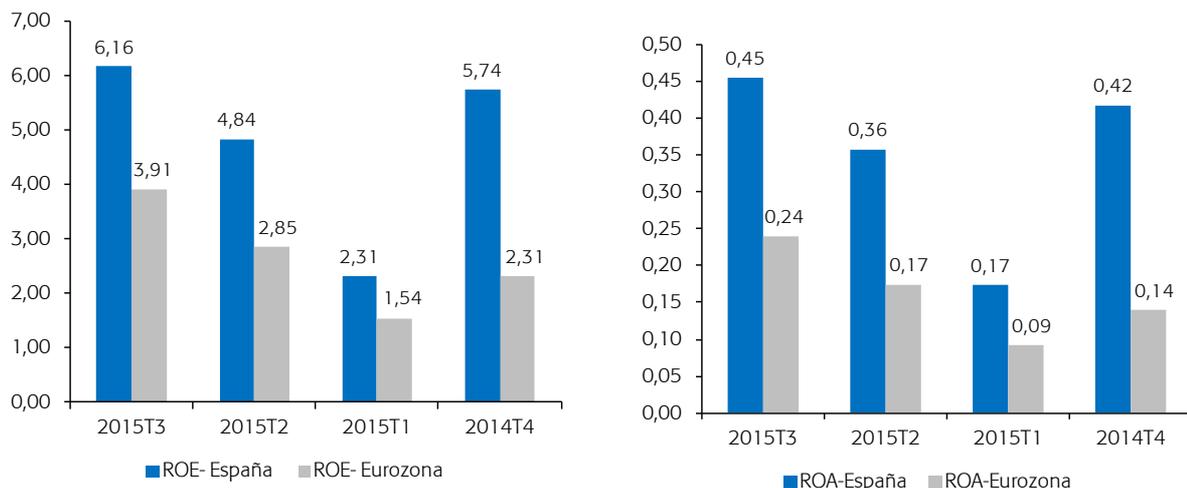
La ratio de eficiencia (costes/ingresos) del sector bancario español se sitúa en el 48,64% frente al 61,64% del promedio de la eurozona. Esto significa que en España los bancos deben consumir significativamente menos margen bruto para atender a los gastos de explotación.

españoles están manteniendo mayores niveles de rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y sobre activos (ROA) que sus homólogos de la eurozona. En la parte superior del gráfico 1 se observa que

Gráfico 1

Rentabilidad bancaria en España y la eurozona

(En porcentaje)



Nota: ROA: *Return on assets* (rentabilidad sobre activos); ROE: *Return on equity* (rentabilidad sobre recursos propios).

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

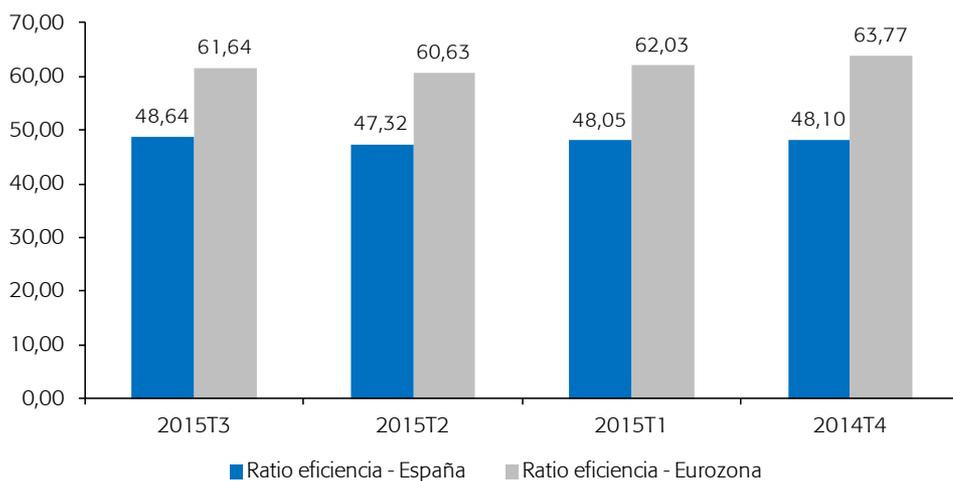
la ROE de las entidades financieras españolas se mantiene alrededor de dos puntos porcentuales por encima del promedio de la eurozona y, en el tercer trimestre de 2015 (último dato disponible)

alcanzaba el 6,19% frente al 3,91%. En cuanto a la ROA, la de la banca española duplica a la europea y, al final del período considerado, se sitúa en el 0,45% frente al 0,24%.

Gráfico 2

Eficiencia bancaria en España y la eurozona

(Ratio "costes/ingresos")



Nota: Ratio "costes/ingresos": gastos de explotación/margen bruto.

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

En tanto en cuanto la vía de los ingresos encuentra restricciones por la situación de los mercados y la necesidad de transformación del negocio, los bancos europeos se encuentran en un *impasse* en el que deben avanzar en términos de reestructuración para corregir el exceso de capacidad. Como se ha documentado en números anteriores de *Cuadernos de Información Económica*, la simplificación de estructuras está ya muy avanzada en España respecto a otros países europeos. No es de extrañar, en este sentido, que el sector bancario español siga estando entre los que presentan mayores niveles de eficiencia. Como se muestra en el gráfico 2, la ratio de eficiencia en España se sitúa en el 48,64% frente al 61,64% del promedio de la eurozona. Esto significa que en España los bancos deben consumir significativamente menos margen bruto para atender a los gastos de explotación.

en términos de rentabilidad y eficiencia respecto al promedio europeo. ¿Qué sucede con los niveles de solvencia? ¿Existen motivos para la preocupación derivados de los procesos de ampliación de capital? Para responder a estas cuestiones, lo primero que debe plantearse es el nivel de partida. Las instituciones financieras españolas tuvieron que realizar importantes saneamientos durante la crisis.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que el sector en España se ha sometido a un proceso de

La banca española, tras el saneamiento y recapitalización de los últimos años, se encuentra en niveles de solvencia –medidos por la ratio CET1– muy cercanos al promedio de la eurozona (12,18% frente al 13,05%) y, en cualquier caso, significativamente por encima de los mínimos regulatorios.

Solvencia: algo más que ratios de capital

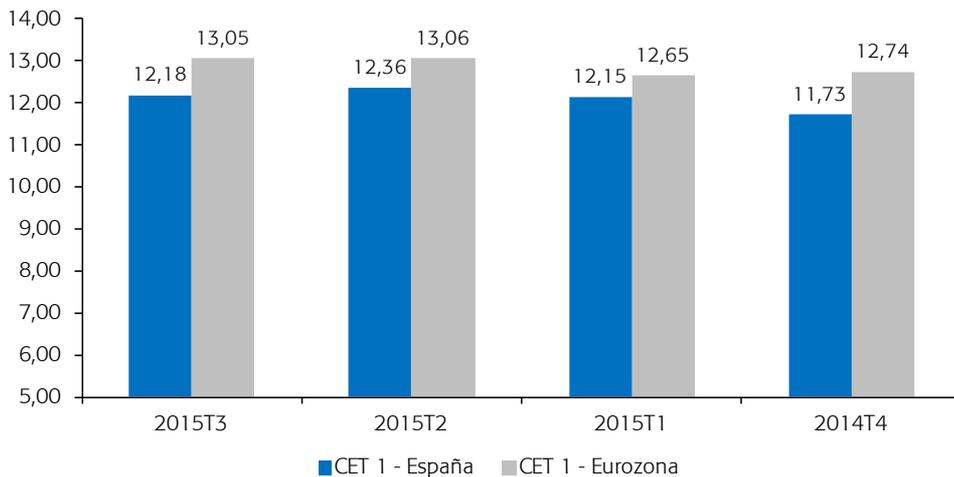
Los datos del apartado anterior sugieren que la industria bancaria española cuenta con ventajas

transparencia aumentada sobre la calidad de sus activos casi sin parangón en Europa.

Gráfico 3

Ratio de solvencia en España y la eurozona

(Ratio CET1)

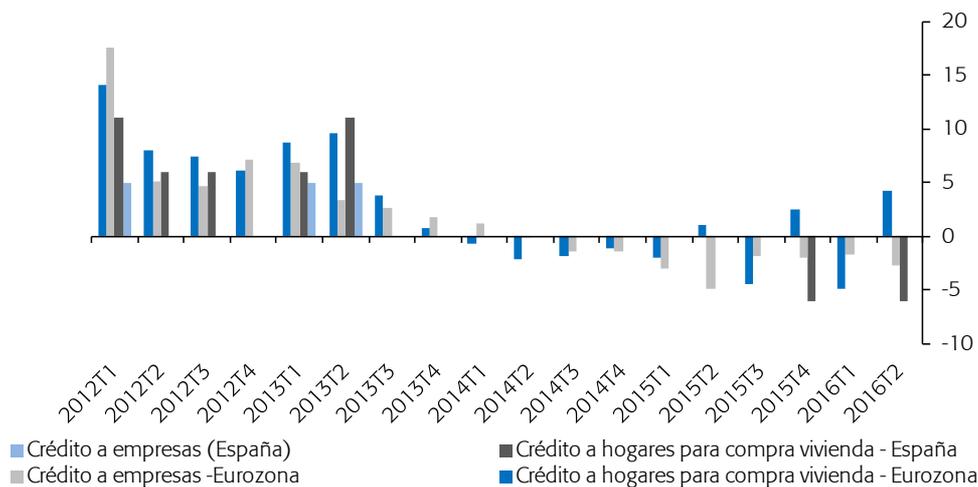


Nota: Ratio CET1: *common equity Tier 1* (porcentaje sobre activos ponderados por riesgo).

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 4

Grado de endurecimiento/laxitud en la concesión de crédito al sector privado en España y la eurozona



Nota: El gráfico muestra el promedio de opiniones sobre el comportamiento en la concesión de crédito en los tres meses anteriores, como la diferencia entre el porcentaje que estimaba un endurecimiento (valores positivos) frente a una mayor laxitud (valores negativos).

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Un tercer aspecto relevante es que las ratios de solvencia son una referencia construida a partir de supuestos sobre una calidad homogénea de la valoración de los activos que, como hemos señalado anteriormente, está en cuestión en otros países. No se trata de que esa calidad sea mayor

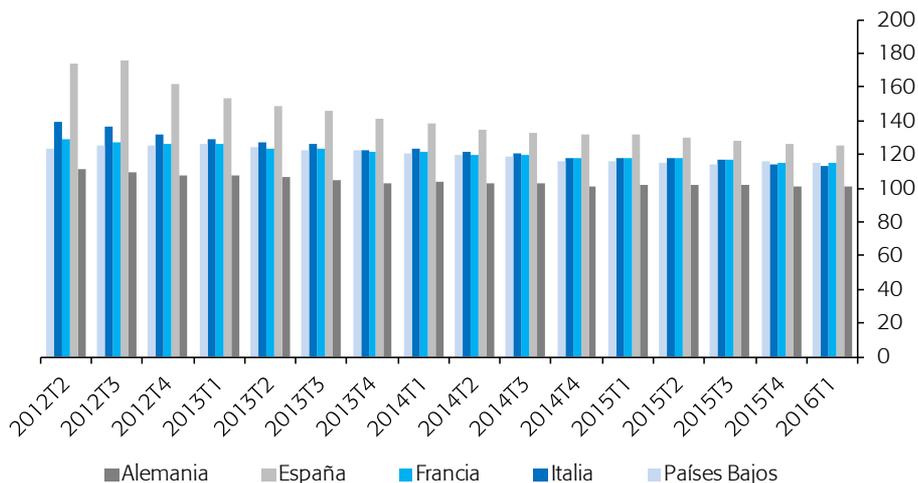
o menor, sino de que esté debidamente valorada y cubierta con provisiones.

El gráfico 3 sugiere que la banca española, tras el fuerte saneamiento y recapitalización de los últimos años, se encuentra ya en niveles de solvencia

Gráfico 5

Ratio "créditos/depositos" en España y en la eurozona

(En porcentaje)



Nota: Ratio "costes/ingresos": gastos de explotación/margen bruto.

Fuente: Autoridad Bancaria Europea y elaboración propia.

–medidos según la ratio empleada a tal efecto, *common Tier 1 capital ratio, CET1*– muy cercanos al promedio de la eurozona y, en cualquier caso, significativamente por encima de los mínimos regulatorios. Empleando los datos homogéneos del BCE, el último dato disponible muestra una ratio CET1 del 12,18% frente al 13,05% del promedio de la eurozona.

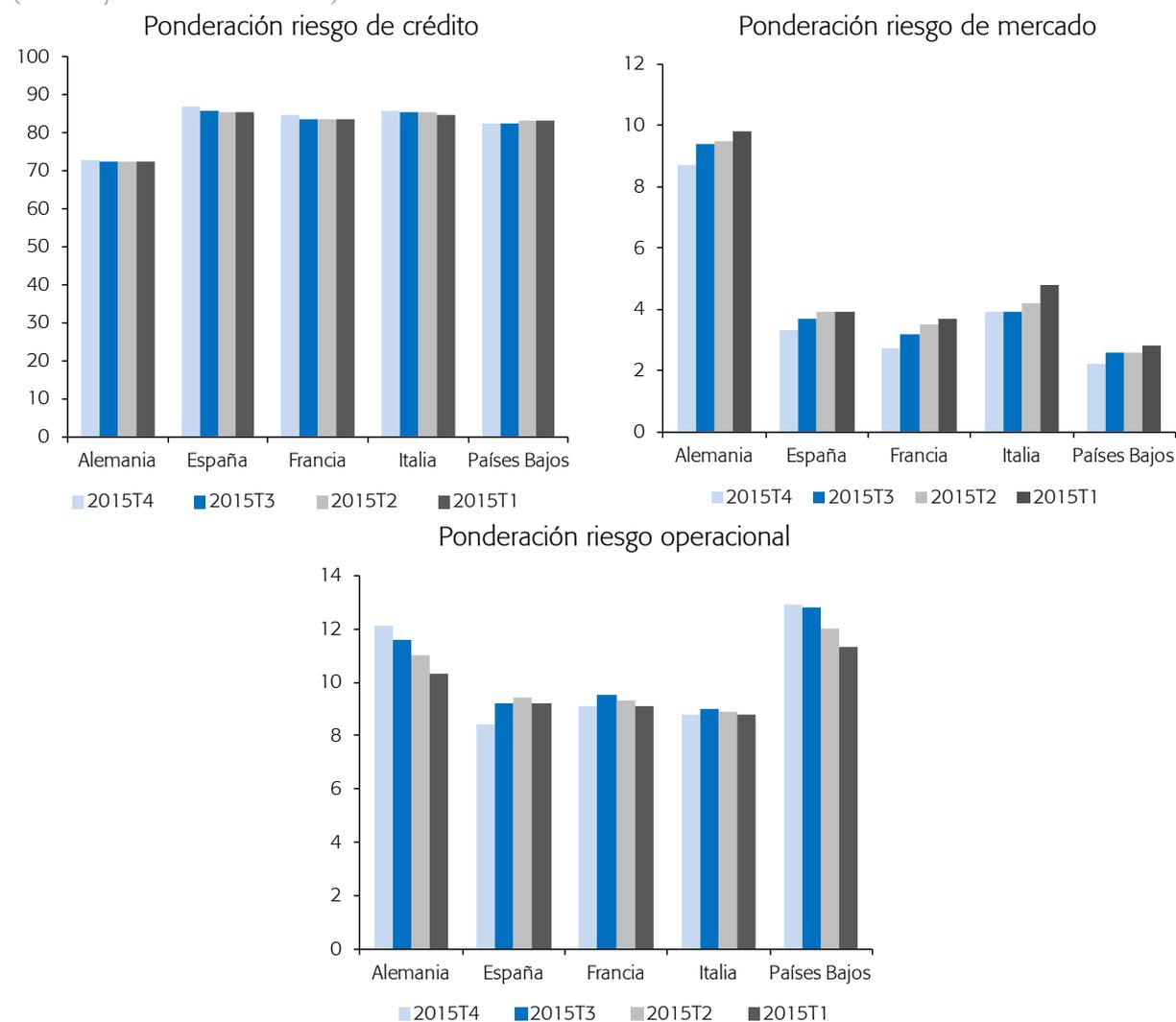
No parece tampoco que la exposición al riesgo haya cambiado sustancialmente en los

últimos meses. Si se atiende a los resultados de las encuestas de préstamos bancarios del BCE se puede comprobar que en 2014, 2015 y el comienzo de 2016 ha habido una relajación progresiva pero bastante prudente de los criterios de concesión de crédito, tras los años de tensiones de riesgo soberano. El gráfico 4 muestra el grado de endurecimiento/laxitud de los criterios de concesión de crédito como diferencia entre el porcentaje de valoraciones positivas (endurecimiento) y negativas (relajación), confirmando una progresiva

Gráfico 6

Distribución de activos ponderados por riesgo (APR) en la banca española y de la eurozona

(Porcentaje sobre el total de APR)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea y elaboración propia.

pero muy moderada tendencia a relajar los estándares para favorecer el crédito.

Otra de las medidas que sirven para calibrar la exposición al riesgo es la ratio "créditos/depositos". España partía de un nivel muy elevado de este indicador antes de la crisis, que sugería un crecimiento muy elevado del crédito en relación al ahorro captado. Como se observa en el gráfico 5, España converge progresivamente hacia el promedio de otros países europeos en el entorno del 120%.

Parte de la heterogeneidad en las valoraciones de la calidad de los activos procede de la composición de los activos ponderados por riesgo (APR) que son el denominador de las ratios de capital. Más allá de la desigual consideración de los APR para las distintas jurisdicciones en la eurozona –un tema polémico que requeriría un análisis pormenorizado– existen diferencias en la composición de los APR muy ilustrativas, como indica el gráfico 6. Como cabría esperar, el riesgo asociado a la cartera crediticia supone la mayor parte de los APR. Sin embargo, este riesgo es del orden del 80-90% en la mayor parte de los países considerados con la excepción de Alemania, donde se sitúa en el 70%. En este sentido, en el sector bancario germano,

tiene un mayor peso en los APR que en la mayoría el riesgo de mercado (9-10%), una exposición cuya valoración es más compleja y sobre la que ha habido significativamente menos atención y transparencia. El riesgo operacional –incluido el riesgo legal y todos aquellos relativos a procedimientos que pueden entrañar diferencias entre la valoración actual y potencial de los activos– tiene también un peso elevado en Alemania o Países Bajos (12-13%) en relación al resto de sectores considerados (todos ellos en el entorno del 8-10%).

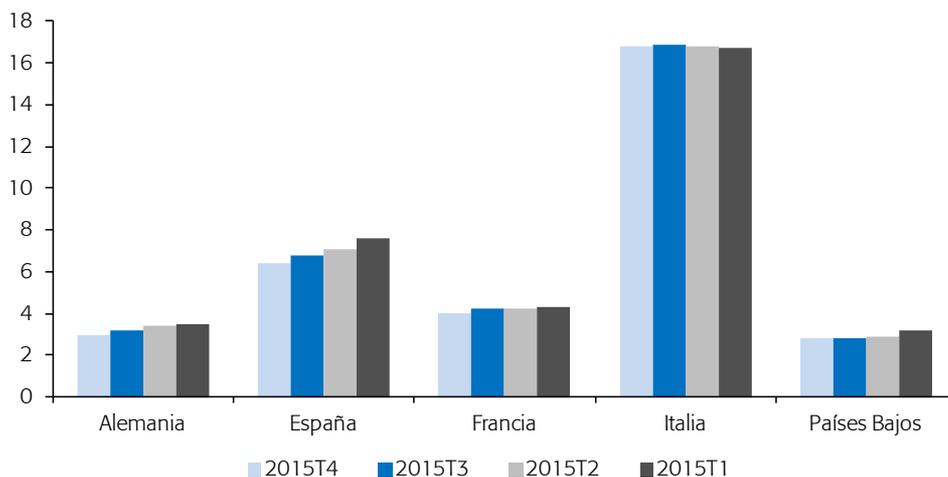
La morosidad se está reduciendo de forma rápida en España. En lo que a la banca europea se refiere, la preocupación se centra en Italia, donde la ratio supera el 16% y va en aumento.

Tampoco parece que España tenga que constituir una preocupación en lo que respecta a la morosidad crediticia. El gráfico 7 refleja, una vez más, los datos para las entidades bajo supervisión de la ABE. En España la morosidad se está reduciendo de forma rápida. La preocupación, sin embargo, se centra en Italia, donde la ratio supera el 16% y va en aumento. Como se sugirió en

Gráfico 7

Ratio de morosidad en algunos países de la eurozona. Entidades bajo supervisión de la ABE

(En porcentaje)

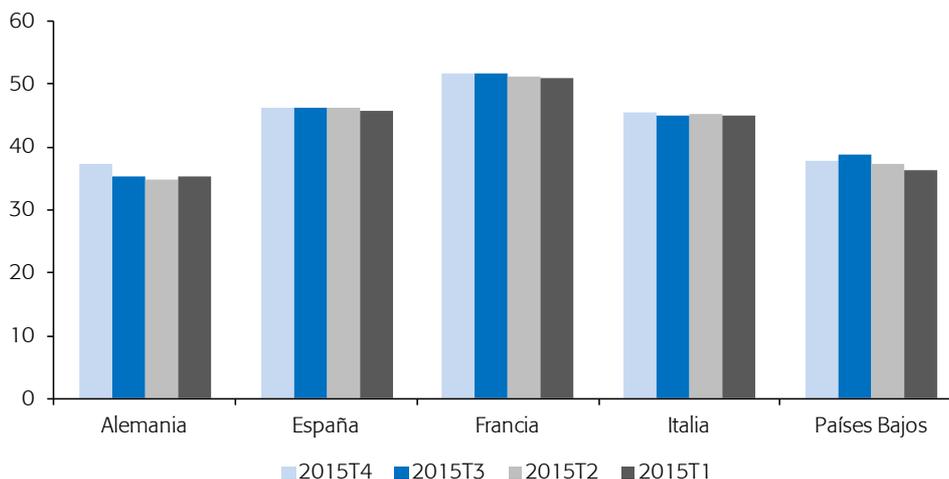


Fuente: Autoridad Bancaria Europea y elaboración propia.

Gráfico 8

Ratio de cobertura de la morosidad en algunos países de la eurozona. Entidades bajo supervisión de la ABE

(En porcentaje)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea y elaboración propia.

números anteriores de *Cuadernos de Información Económica*, no parece que las iniciativas emprendidas para gestionar este deterioro de balance –como la sociedad de activos Atlante– tengan todas las garantías de éxito.

La banca española se encuentra también en una posición destacada en lo que se refiere a la cobertura de la morosidad. Los datos de la ABE muestra que, a finales de 2015, la ratio de cobertura era superior al 45% en España, mientras que en países como Alemania o Países Bajos se mantiene por debajo del 40%.

Conclusiones

Los datos empleados en esta nota permiten afirmar que el sector bancario ha mejorado sus niveles de solvencia y se encuentra muy cerca del promedio de la eurozona. Los procesos de recapitalización, tanto en España, como en otros países, puede responder a motivaciones estratégicas diversas si bien, la mayor parte de ellos, está orientado por la presión regulatoria para incrementar los recursos propios.

Es posible, además, realizar tres consideraciones adicionales sobre la solvencia del sector ban-

cario español en la perspectiva europea, a partir de los datos analizados:

- La rentabilidad sigue siendo más elevada en España que en el promedio de la eurozona.

La composición de los activos ponderados por riesgo es muy heterogénea en Europa. Resulta llamativa la proporción de estos activos que corresponden a riesgo de mercado u operacional en Alemania y los Países Bajos.

La búsqueda de mejoras de eficiencia –entre otros factores, a través de procesos de reestructuración– ha permitido a la banca española seguir entre las que presentan ratios de “coste/ingresos” más reducidas de la eurozona.

- La composición de los activos ponderados por riesgo es significativamente heterogénea en Europa. Resulta llamativa la proporción de estos activos que corresponden a riesgo de mercado u operacional en países como Alemania o Países Bajos.

■ La calidad de los activos es tan importante como su correcta valoración. El proceso de transparencia aumentada por el que ha pasado la banca española ha supuesto una

ventaja en este sentido. Examinando la evolución de indicadores como la morosidad o su cobertura, la preocupación parece centrarse sobre el sector bancario italiano.

Las socimi y el mercado inmobiliario

Noelia Fernández y María Romero*

Las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (socimi) se regularon en España en el año 2009, pero no fue hasta 2013 cuando se convirtieron en importantes vehículos de inversión. Desde entonces, las cerca de veinte sociedades que cotizan en el mercado han logrado canalizar un importante volumen de recursos hacia activos inmobiliarios, generalmente no residenciales, y atraer nuevamente al inversor internacional hacia el sector de la construcción y de servicios inmobiliarios. Aunque todavía es pronto para concluir sobre el mérito efectivo de las socimi en la dinamización del mercado inmobiliario en España, la evolución al alza de su cotización, su importante volumen de capitalización y la reciente inversión realizada en activos destinados al alquiler (oficinas, locales comerciales y hoteles) reflejan las expectativas de revalorización de estos últimos. Una tendencia que daría continuidad a la reciente recuperación del precio del resto de activos inmobiliarios. El presente artículo realiza un análisis sobre las principales características de este tipo de sociedades, abordando su reciente evolución en el mercado y su papel como agente dinamizador de este importante sector en la economía española.

La penetración de las socimi en el mercado inmobiliario español

Las socimi fueron introducidas en España en el año 2009¹, con el objetivo principal de proporcionar liquidez a los activos inmobiliarios en un

contexto de recesión económica que había tenido una especial incidencia en el sector inmobiliario. Pero no fue hasta 2013, cuando las modificaciones regulatorias² propiciaron un desarrollo mayor de este tipo de vehículos. Las socimi tienen una estructura similar a la de los REIT (*Real estate*

* Afi - Analistas Financieros Internacionales.

¹ Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario.

² Para más información, puede consultarse la Ley 12/2012 de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, y que permitieron el desarrollo de estos vehículos.

investment trust), desarrollados con anterioridad en Estados Unidos y otros países europeos como Reino Unido o Francia.

Su actividad principal es “la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas entre otros”. Su funcionamiento consiste en la captación de financiación a través de inversores, institucionales y/o minoristas, para la inversión en bienes inmuebles que se destinen al mercado de alquiler.

Las socimi son sociedades anónimas que cotizan en el Mercado Continuo o en el Mercado Alternativo Bursátil (MaB), con un capital social mínimo de cinco millones de euros y cuyo balance debe estar formado en, al menos, un 80% por activos

inmobiliarios destinados al arrendamiento. Deberán permanecer en alquiler durante, al menos, tres años, sin restricciones en términos de apalancamiento (financiación ajena) y con obligación de repartir como dividendos una parte de las rentas generadas (el 80% de los beneficios procedentes del alquiler y el 50% de los procedentes de desinversiones, como mínimo). Además, cuentan con una fiscalidad favorable, en tanto en cuanto es un vehículo casi exento de tributación (cuadro 1).

En la actualidad se encuentran cotizando 19 socimi en España, 15 de ellas en el MaB, mientras que las 4 de mayor tamaño lo hacen en el Mercado Continuo. La capitalización total supera los 7.000 millones de euros y, en conjunto, representan unos activos totales por valor superior a 9.000 millones de euros. Con datos de 2015, dos tercios del crecimiento desde mínimos (mayo

Cuadro 1

Requerimientos legales de las socimi

<i>Características</i>	
Capital social mínimo	5.000.000 de euros
Composición del activo	≥ 80% en bienes inmuebles urbanos destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de inmuebles de estas características (inicio en 3 años) y en participaciones en el capital o patrimonio de otras socimi.
Número de inmuebles arrendados	≥ 8 unidades.
Duración del arrendamiento de las viviendas	≥ 3 años.
Composición de las rentas	≥ 80% debe provenir del arrendamiento de bienes inmuebles o de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de las participaciones en otras entidades.
Distribución de resultados	<ul style="list-style-type: none"> • 100% de beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios de otras socimi. • ≥50% de los beneficios que procedan de transmisión de inmuebles y acciones de otras socimi. • ≥80% del resto de beneficios.
Régimen fiscal especial en el impuesto sobre sociedades	<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de gravamen (si cumple requisitos): 0% sobre las rentas obtenidas del alquiler de inmuebles. • Tipo de gravamen (si no cumple requisitos): 30% sobre las rentas obtenidas del alquiler de inmuebles. • Tipo de gravamen: 19% sobre la parte de la base imponible que corresponda con dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a los socios.
Otros impuestos	<ul style="list-style-type: none"> • Exención operaciones societarias en constitución, aumento de capital y aportaciones no dinerarias. • Bonificación del 95% en adquisición de viviendas para arrendamiento y terrenos para promoción.

Fuente: Afi.

Cuadro 2

Evolución de las socimi en España

	<i>Mercado</i>	<i>Fecha de incorporación</i>	<i>Días cotizando</i>	<i>Capitalización* (Millones euros)</i>
Merlin Properties	MC	jun.-14	529	2.875
Hispania activos inmobiliarios	MC	mar.-14	602	1.220
Lar España Real Estate	MC	mar.-14	609	498
Axia Real Estate	MC	jul.-14	522	876
Promorent	MaB	dic.-13	670	4
Entrecampos	MaB	nov.-13	674	104
Mercal Inmuebles	MaB	jul.-14	527	29
Autonomy Spain Real Estate	MaB	sep.-15	211	85
Corpfin Capital Prime Retail II	MaB	sep.-15	210	23
Fidere	MaB	jun.-15	274	196
Obsido	MaB	sep.-15	225	6
Trajano Iberia	MaB	jul.-15	251	97
Uro	MaB	mar.-15	348	218
Zaragoza Properties	MaB	sep.-15	218	67
Corpfin Capital Prime Retail III	MaB	ene.-16	124	15
Heref Habaneras	MaB	feb.-16	117	22
Inversiones Doalca	MaB	mar.-16	92	162
Java I Inversiones Inmobiliarias	MaB	mar.-16	92	19
Zambal Spain	MaB	dic.-15	163	564
			Total	7.079

Nota: * A 17/06/2016.

Fuentes: BME, Bloomberg y Afi.

2012) en la capitalización total del sector inmobiliario corresponden a las socimi (cuadro 2).

Con apenas tres años de vida y un decidido interés por parte de inversores extranjeros, sobre todo en el caso de las cotizadas en el Mercado Continuo, las socimi se muestran como un importante

En la actualidad, hay cotizando 19 socimi en España, 4 en el Mercado Continuo y 15 en el MaB. La capitalización total supera los 7.000 millones de euros y sus activos están por encima de los 9.000 millones.

instrumento de reactivación del sector inmobiliario. Las favorables condiciones de las socimi, en

términos de fiscalidad, de diversificación y liquidez para los inversores, junto con la flexibilidad que ofrecen como vehículo de inversión inmobiliaria, hacen prever que su número continuará creciendo los próximos años.

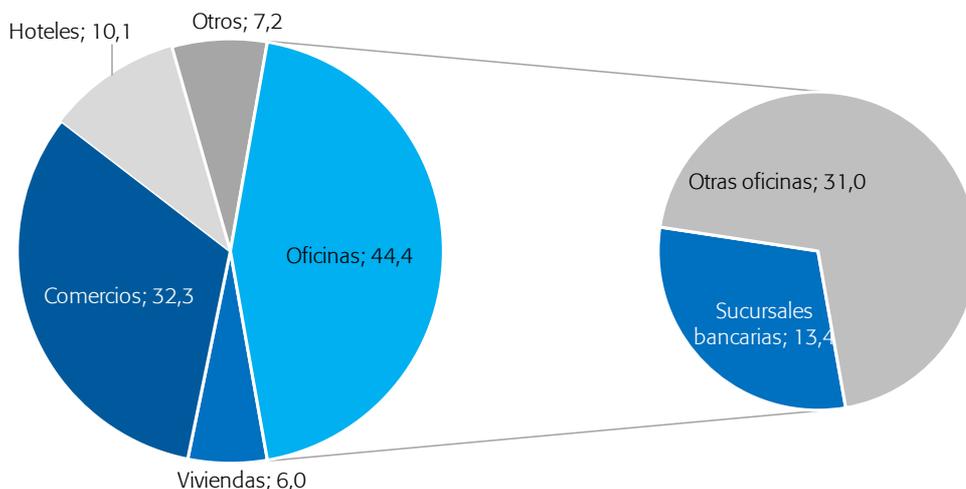
Las socimi como agente dinamizador del mercado inmobiliario

El atractivo económico-financiero que han despertado las socimi en los dos últimos años se observa a través del comportamiento de su cotización. Su variación diaria anualizada se eleva hasta el 6,0% desde el momento de su salida al mercado hasta la actualidad. Tanto la magnitud como el signo positivo revelan la apuesta del inversor

Gráfico 1

Composición de la cartera de activos de las socimi

(Porcentaje sobre total activo)



Fuentes: CNMV, Bolsa de Madrid, compañías y Afi.

por este segmento del mercado. Sin duda, se trata de una alternativa para los inversores, si se tienen en cuenta los comportamientos y las rentabilidades que ofrecieron otro tipo de activos y mercados. La rentabilidad de la vivienda en alquiler, por ejemplo, se situó en el 4,6% en 2015, muy superior a la que ofrecieron otro tipo de activos financieros, como la renta fija (el bono español a 10 años apenas llegó al 2% en el mercado secundario), los depósitos bancarios a plazo (ofrecieron una remuneración de apenas un 0,5% anual) o la renta variable (apenas rebasó el 1%).

Este favorable comportamiento de la cotización de las socimi se asienta sobre (i) la evolución al alza de la renta de alquiler de los inmuebles, así como (ii) las expectativas de revalorización futura de los mismos.

En lo que respecta a la *renta de alquiler* de los inmuebles, las características más relevantes en su determinación tienen que ver con su localización geográfica y tipología.

En primer lugar, la práctica totalidad de los activos inmobiliarios de las socimi se localizan en el centro de las ciudades (incluso en las zonas

prime) o en sus proximidades (aunque cada vez es más frecuente la búsqueda de activos localizados en otras áreas geográficas más alejadas de dichos centros de actividad económica), lo que lleva aparejado rentas de alquiler habitualmente más altas que si los activos estuviesen en otro tipo de localizaciones.

En segundo lugar, las socimi han concentrado su inversión en (i) oficinas (representan casi un 45% del total de los activos inmobiliarios arrendados), (ii) locales comerciales (cerca de una tercera parte de los mismos) y (iii) hoteles (algo más del 10% del total), que coinciden con aquellos sectores económicos sobre los que se ha asentado la fase de recuperación económica actual, dando margen a rentas de alquiler más altas y/o con evolución alcista (gráfico 1). Entre los aspectos que han fundamentado esta tendencia, se encuentran los que se enumeran a continuación.

En lo que respecta al segmento de oficinas, la recuperación de la actividad económica no solo ha permitido un impulso en la creación de nuevos puestos de trabajo y empresas (el empleo según la EPA aumentó un 3,0% en 2015, mientras que el número de empresas, según el DIRCE, creció

un 2,2% respecto al año anterior), sino también la mejora de los márgenes de las empresas no financieras (4,4% anual en 2015). Factores que han derivado en la búsqueda de más y mejores espacios de trabajo, pudiendo considerar el alquiler como una buena alternativa frente al desembolso que supone la adquisición de los mismos, especialmente, en el caso de las nuevas iniciativas empresariales.

Los locales comerciales, por su parte, se han apoyado en el impulso del consumo de los hogares que, en 2015, creció un 3,1% respecto al año anterior. Este aumento del consumo se ha orientado, principalmente, hacia las grandes superficies comerciales (las ventas de este tipo de establecimientos han crecido un 4,1% anual en 2015, frente al 2,6% de los pequeños comercios), que son, precisamente, en las que han invertido las socimi en los dos últimos años.

Por último, los hoteles, con un peso modesto en el conjunto de activos inmobiliarios de las socimi, están llamados a adquirir una mayor relevancia, a la luz de los flujos y gastos que el sector hostelero está recibiendo del turismo, especialmente, de origen extranjero. En 2015, más de 68 millones de turistas visitaron España (nuevo récord histórico), gastando por persona casi un 3% más que el año anterior. Las tensiones geopolíticas en países con los que España comparte ciertas características (climáticas, culturales, etc.), junto con la mejora de la oferta hotelera, son dos de los factores que están atrayendo al turista internacional y que las socimi han comenzado a aprovechar.

Como se decía con anterioridad, la mayor demanda procedente de estos tres activos inmobiliarios, que se refleja también en el mayor grado de ocupación de los mismos, está en línea con la evolución de las rentabilidades asociadas a cada uno de ellos. Según datos de CBRE (2016), en 2015 han seguido creciendo, a razón de un 4% interanual, en el caso de las oficinas, o un 5% en el de los centros comerciales, aunque cada vez lo hagan a menor ritmo que en años anteriores.

La fuerte inversión en activos inmobiliarios no residenciales registrada en los dos últimos años da

muestras de las *expectativas de revalorización* de este tipo de inmuebles. Recordemos que, según la normativa que las regula, pasados tres años desde su adquisición y arrendamiento, las socimi

La fuerte y reciente inversión de las socimi en oficinas, locales comerciales y hoteles refleja la expectativa de revalorización futura de dichos inmuebles. Al menos un 40% de la inversión total en este tipo de activos a lo largo del año 2015 fue realizada por las socimi.

pueden liberarlos y beneficiarse de las plusvalías que generen con la operación de compraventa de los mismos. Pues bien, en 2015, según datos de CBRE (2016), la inversión total en este tipo de activos alcanzó los 13.000 millones de euros (máximo histórico), de la que, al menos un 40% fue realizada por las socimi.

Aunque todavía es pronto para constatar hasta qué punto las socimi están dinamizando el mercado inmobiliario en España, entre otras cosas, por la reducida antigüedad de las mismas (tres años, en el mejor de los casos), su reciente apuesta inversora en este sector y la evolución creciente de su cotización y capitalización bursátil permiten anticipar la recuperación del valor de los activos en los que invierten. Una muy buena tendencia en un sector, como el de la construcción y los servicios inmobiliarios, que sigue representando alrededor de un 17% del PIB de 2015, a pesar de haber sufrido un importante ajuste como consecuencia de la crisis.

Conclusiones

Las socimi se regularon en 2009, pero no fue hasta 2013 cuando se convirtieron en importantes vehículos de inversión del sector inmobiliario. En la actualidad, se encuentran cotizando en España un total de 19 socimi, de las que 4 lo hacen en el Mercado Continuo y 15 en el MaB.

Aunque todavía es pronto para constatar que la verdadera contribución de las socimi a la dinamización del mercado inmobiliario en España, la evolución al alza de su cotización (la variación mensual anualizada es del 6% desde el momento de su salida al mercado hasta la actualidad), el importante volumen de capitalización (7.000 millones de euros) y la reciente inversión en la constitución de 9.000 millones de euros de activos inmobiliarios, son un reflejo de la expectativa de los inversores sobre la revalorización futura de los inmuebles que arriendan (generalmente, oficinas, locales comerciales y hoteles).

De confirmarse esta tendencia, el sector inmobiliario consolidaría la reciente recuperación a la que asiste en la actualidad, tanto en ventas, como en actividad y precios de los activos.

Referencias

BME (2016), *Informe Mercado 2015. Balance de actividad de los Mercados de Valores en España*.

CBRE (2016), *Spain Real Estate Market Outlook 2016*.

Una nota sobre el IVA y el consumo de cine, teatro y otros espectáculos

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

La reforma del impuesto sobre el valor añadido (IVA) aprobada en 2012 trajo consigo dos cambios importantes en la estructura del impuesto. El primero supuso el aumento del tipo reducido del 8% al 10%, en tanto que el tipo normal pasó del 18% al 21%. Adicionalmente, la reforma modificó la tributación de algunos bienes que pasaron de estar gravados a tipo reducido a serlo a tipo normal con un aumento asociado de 13 puntos de IVA. Este último cambió afecto a un conjunto heterogéneo de bienes y servicios entre los que se encontraban la prestación de servicios culturales como el cine, el teatro, la danza o el género lírico. Tras la aplicación de la reforma, la industria del cine, teatro y otros espectáculos ha reclamado la vuelta al tipo reducido bajo una denominación que ha calado en la sociedad: la rebaja del IVA cultural. En ese debate hay dos cuestiones que reclaman una atención específica. La primera es el tratamiento en el IVA que tales servicios culturales reciben en España respecto al que se dispensa en países de nuestro entorno. La segunda es el perfil económico de los consumidores de bienes culturales. Al tratamiento de ambas cuestiones se dedica el contenido de esta nota.

En un contexto de fuerte desequilibrio de las finanzas públicas, en julio de 2012 se aprobó la segunda reforma del impuesto sobre el valor añadido (IVA) acometida en los últimos años –la primera tuvo lugar en septiembre de 2010–. El resultado conjunto de ambas reformas fue un aumento de 3 puntos en el tipo reducido –del 7% al 10%– y de 5 puntos en el tipo normal –del 16% a 21%–. De forma complementaria, la reforma de 2012 modificó la tributación de deter-

minados productos y servicios que venían haciéndolo al tipo reducido del 8% y pasaron a hacerlo al tipo general del 21%. En este supuesto se situaban la prestación de servicios culturales como el cine, el teatro o la danza¹.

Desde 2012, la industria del cine, teatro y otros espectáculos ha reclamado la vuelta al tipo reducido bajo una denominación que, a pesar de su discutible oportunidad, ha calado en la sociedad:

* Universidad Rey Juan Carlos.

** Universidad Complutense de Madrid.

¹ Junto a otros como por ejemplo los servicios funerarios, los servicios de peluquería, los servicios veterinarios o la compra de flores.

la rebaja del IVA cultural. Tal denominación presenta, no obstante, dos limitaciones que merecen ser aclaradas. La primera es que el llamado IVA cultural pretende identificar el todo solamente con una parte de los bienes y servicios culturales. En concreto, la Unesco considera como bienes culturales un amplio listado entre los que se encuentran los libros, los periódicos, la fotografía, la pintura, la música, los conciertos, el circo, la danza o la escultura. En este sentido, los datos de la *Cuenta Satélite de la Cultura en España* (Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, 2013) muestran que el sector con mayor peso relativo entre 2008 y 2012 es el correspondiente a libros y prensa (38,2% de media), seguido del sector audiovisual y multimedia (25,5%) y artes plásticas (15,1%). Por otra parte, debe tenerse en cuenta además que no todos los bienes culturales, de acuerdo a la clasificación de la Unesco, han sido afectados por la reforma del IVA. De hecho, la gran mayoría, como es el caso de los libros, revistas y periódicos no han sufrido modificación alguna en las dos últimas reformas del impuesto, manteniendo su tipo de gravamen en el 4%.

Como en otros muchos sectores económicos, la recesión económica vivida desde 2008 alentó cierta preocupación en la industria del espectáculo —cine, teatro y espectáculos parejos—. De hecho, en los cuatro años anteriores a la entrada de la subida impositiva aprobada en 2012 el número de espectadores se había recortado drásticamente. En el caso del cine, el número de espectadores había caído entre 2008 y 2012 un 12,6%². El número de espectadores de las artes escénicas (teatro, danza y género lírico) se redujo en ese mismo período un 31,4%, equivalente a 6,1 millones de espectadores (Colomer, 2016). En particular, el número de espectadores de teatro cayó en dicho período en 5,1 millones (30,7%) (Colomer, 2016). Una reducción muy parecida es la que sufrió el número de asistentes a conciertos de música popular en vivo (rock, pop, jazz, flamenco, etc.) con una caída del 27,05% (SGAE, 2015).

A finales de 2012, el impacto de la subida impositiva sobre la demanda de servicios cultura-

les estaba por cuantificar, aunque la expectativa era que la demanda podría verse reducida aún más. La evidencia empírica aportada por los economistas advertía de una elevada sensibilidad de la demanda de tales servicios tanto a cambios en precios como en la renta de los hogares. Prieto *et al.* (2005) estimaron para España una elasticidad precio de -1,23 y una elasticidad renta de 1,75 para el gasto en cine, teatro y conciertos. En este mismo sentido, Fernández-Blanco y Baños Pinto (1997) encontraron una elasticidad renta de 1,26 para la entrada a cines. Estos resultados indican que la demanda de servicios de la industria del espectáculo es muy elástica. Por tanto, un aumento de precios, de digamos un 1%, genera caídas en la demanda de tales servicios superiores a dicho 1% (lo contrario sucede cuando los precios caen). Asimismo, las elasticidades renta superiores a la unidad indican que el consumo de cine, teatro y otros espectáculos son catalogados como bienes de lujo. De este modo, un aumento de la renta de un 1% genera incrementos en el consumo superiores a dicho 1% (lo contrario sucede cuando cae la renta).

¿Cómo se grava el cine y otros espectáculos en la Unión Europea?

El aumento del tipo de IVA aplicable al cine, teatro y otros espectáculos ha generado un intenso debate sobre la fiscalidad que la prestación de esos bienes soporta en España respecto a los países de la Unión Europea. La información del cuadro 1 ofrece respuestas a esta cuestión. Las tres primeras columnas del cuadro recogen los tipos de IVA superreducido, reducido y estándar vigentes en enero de 2016 en cada país. La cuarta columna recoge específicamente el tipo de IVA aplicable al cine, teatro y otros espectáculos.

El listado de los veintiocho países recogidos en el cuadro 1 ha sido confeccionado en orden descendente en función del tipo impositivo del IVA al que se somete el consumo de cine, teatro y otros espectáculos. Siguiendo este orden, en el cuadro 1

² En realidad, la crisis no había hecho más que prolongar aún más la situación vivida desde una década antes, ya que entre 2002 y 2012 el número de espectadores se había reducido un 33,08% pasando de 140,71 millones a 94,16 millones.

Cuadro 1

Tipo de IVA aplicable en la Unión Europea al cine, teatro y otros espectáculos

(En porcentaje)

Países	Tipos de IVA vigentes			Tipo de IVA aplicable al cine, teatro y otros espectáculos
	Superreducido	Reducido	Estándar	Tipo
Grupo 1: Países que aplican un tipo estándar al cine, teatro y otros espectáculos				
1. Hungría	-	5/18	27	27 ⁽¹⁾
2. Dinamarca	-	-	25	25 ⁽²⁾
3. España	4	10	21	21
4. Letonia	-	12	21	21
5. Lituania	-	5/9	21	21 ⁽³⁾
6. Bulgaria	-	9	20	20 ⁽³⁾
7. Estonia	-	9	20	20
8. Eslovaquia	-	10	20	20
9. Reino Unido	-	5	20	20
Grupo 2: Países que aplican un tipo reducido al cine, teatro y otros espectáculos				
10. República Checa		10/15	21	15
11. Portugal	-	6/13	23	13
12. Italia	4	5/10	22	10
13. Austria	-	10/13	20	13 ⁽⁴⁾
14. Finlandia	-	10/14	24	10
15. Eslovenia	-	9,5	22	9,5
16. Irlanda	4,8	9/14	23	9
17. Polonia	-	5/8	23	8
18. Alemania	-	7	19	7
19. Bélgica		6/12	21	6
20. Grecia	-	6/13	23	6/23 ⁽⁵⁾
21. Holanda	-	6	21	6
22. Suecia	-	6/12	25	6
23. Francia	2,1	5,5/10	20	5,5
24. Croacia	-	5/13	25	5/13 ⁽⁶⁾
25. Chipre	-	5/9	19	5
26. Malta	-	5/7	18	5/18 ⁽⁷⁾
27. Rumania	-	5/7	20	5

Cuadro 1 (continuación)

Tipo de IVA aplicable en la Unión Europea al cine, teatro y otros espectáculos

(En porcentaje)

Países	Tipos de IVA vigentes			Tipo de IVA aplicable al cine, teatro y otros espectáculos
	Superreducido	Reducido	Estándar	Tipo
Grupo 3: Países que aplican un tipo superreducido al cine, teatro y otros espectáculos				
28. Luxemburgo	3	8	17	3
Media de países que aplican un tipo de IVA estándar				21,66 ⁽⁸⁾
Media de países que aplican un tipo de IVA reducido				7,86 ⁽⁸⁾
Media total en el tipo de IVA				12,10 ⁽⁸⁾

Notas: (1) Algunos tipos de conciertos al aire libre son gravados al 18%. (2) La entrada a museos, librerías y zoológicos está exenta de IVA. (3) Algunos servicios están exentos si están suministrados por instituciones sin ánimo de lucro. (4) Aumentó del 10% al 13% el 1 de mayo de 2016. (5) El teatro está gravado al 6% y el resto de espectáculos al 23%. (6) La entrada al cine se grava al 5% y la entrada a conciertos al 13%. (7) La entrada al cine se grava al 18%. (8) Cálculos realizados asumiendo el tipo más bajo en el caso de Grecia, Croacia y Malta.

Fuente: Comisión Europea (2016).

identificamos tres grupos de países en función de que los servicios analizados sean gravados a tipo estándar, reducido o superreducido. Así, existe un primer grupo formado por nueve países, entre los

Pueden identificarse tres grupos de países en función del tipo de IVA aplicable al cine, teatro y otros espectáculos. En el primero, formado por nueve países entre los que se encuentra España desde 2012, los bienes culturales soportan el tipo general, que oscila entre el 20% del Reino Unido y el 27% de Hungría. En el segundo grupo, de dieciocho países, se aplica un tipo reducido, aunque con una alta dispersión. En el tercero, con un tipo superreducido, solo figura Luxemburgo.

que se encuentra España desde la reforma de 2012, donde el cine, teatro y otros espectáculos es gravado con el tipo estándar. Un segundo grupo lo componen un total de dieciocho países donde tales servicios son gravados a tipo reducido. Y finalmente un tercer grupo, formado únicamente por Luxemburgo, donde se aplica el tipo superreducido.

En los países del Grupo 1, donde los bienes culturales analizados soportan el tipo estándar de IVA, el tipo impositivo oscila entre el 20% de Reino Unido y el 27% de Hungría. No obstante, seis de los nueve países de este grupo aplican el 20% o el 21%. Así, la media aritmética del tipo de gravamen en este conjunto de países es el 21,66%. La reforma de IVA ha situado a España en este Grupo 1 al elevar el tipo de gravamen del 8% al 21%. Con la excepción de Dinamarca, donde existe un tipo único del 25%, todos los países de este grupo disponen de uno o dos tipos reducidos aunque han optado por aplicar un tipo estándar a los servicios analizados. Una cuestión a resaltar es que seis de los nueve países del Grupo 1 pertenecen a la Europa del Este, cuya incorporación a la Unión Europea fue mucho más tardía –Hungría, Letonia, Lituania, Bulgaria, Estonia y Eslovaquia–.

En los países del Grupo 2, donde se aplica el tipo reducido a los servicios analizados, el tipo de gravamen del IVA presenta una alta dispersión oscilando entre un valor mínimo del 5% en Croacia, Malta, Chipre y Rumania y unos máximos del 13% en Portugal y del 15% en la República Checa. En este grupo de países el tipo medio de IVA que soporta el cine, teatro y otros espectáculos es del 7,86%. Esta media es prácticamente la

tercera parte de la correspondiente a los países del Grupo 1. Esta diferencia se explica porque en nueve de los dieciocho países de este Grupo 2 se aplica un tipo de IVA del 5% o del 6%. Además, once de los quince países con doble tipo reducido aplican el menor de dichos tipos reducidos –las excepciones son República Checa, Portugal e Italia–. Una cuestión a tener en cuenta es que Grecia, Croacia y Malta aplican tipos diferentes en función de que se trate de cine u otros espectáculos. Así, en Grecia es el teatro es el que está mejor tratado fiscalmente mientras que en Croacia es el cine.

¿Cuál es el perfil de los consumidores de cine, teatro y otros espectáculos en España?

En esta sección analizamos, atendiendo a un conjunto de variables socioeconómicas, el perfil de los consumidores de cine, teatro y otros espectáculos entre los años 2008 y 2013. Para ello empleamos los microdatos de la *Encuesta de Presupuestos Familiares* (EPF) del INE que específicamente ofrece un ítem que recoge el gasto en cines, teatros, óperas, conciertos, ballets, zarzuelas y otros espectáculos musicales³. En los cuadros 2 y 3 se presenta la distribución de dichos gastos por quintilas de renta. Como resulta habitual en la literatura, como *proxy* de la renta utilizamos el gasto total de los hogares. Los cuadros 4 y 5 muestran la distribución según la edad del sustentador principal mientras que los cuadros 6 y 7 replican este análisis empleando el nivel de estudios del sustentador principal. Por último, el cuadro 8 presenta la distribución del gasto según la estructura de los hogares diferenciando entre hogares con y sin hijos. La información recogida en este conjunto de tablas permite extraer las siguientes conclusiones:

- En media, para todo el período analizado, el gasto en cine, teatro y otros espectáculos es una función creciente de la renta, oscilando el gasto entre los 97 euros anuales de los hogares

de renta baja a los 482 euros de los hogares de renta alta. En este sentido, el cuadro 3 refleja que los hogares de renta alta gastan en promedio cinco veces más que los de renta baja, dicha diferencia es de 3,1 para las rentas medias-altas, 2,2 para las rentas medias y 1,5 para las medias-bajas. Tales diferencias en los niveles de gasto implican que un incremento en el tipo de IVA, como lo sucedido en la reforma de 2012, añadió progresividad al sistema de impuestos indirectos español, al aumentar en mayor medida la factura fiscal de los hogares de renta más alta. Y por esta misma razón, una rebaja en el tipo de IVA del 21% al 10% tendría un efecto regresivo.

Los hogares de renta alta gastan en cine, teatro y otros espectáculos cinco veces más en promedio que los de renta baja; dicha diferencia respecto a la renta baja es de 3,1 para las rentas medias-altas, 2,2 para las rentas medias y 1,5 para las medias-bajas. Por esta razón, una rebaja del tipo del IVA del 21% al 10% tendría un efecto regresivo.

- Si atendemos a las cohortes de edad, los hogares con un menor nivel de gasto en los servicios analizados son aquellos donde el sustentador principal tiene más de 65 años. El cuadro 5 refleja que en promedio los hogares donde el sustentador principal tiene menos de 65 años gastan en términos comparativos entre un 34% y un 46% más que aquellos hogares donde el sustentador principal tiene más de 65 años.
- El gasto en los servicios culturales analizados crece con el nivel de estudios. Lo cual es consistente con lo comentado anteriormente pues el nivel de estudios es una *proxy* del nivel de renta. En este sentido, la *Encuesta de hábitos y prácticas culturales en España*

³ Dicha partida incluye también el gasto en circo, toros o bailes que soportan de igual forma el tipo estándar de IVA. La representatividad de los hogares y la riqueza de la información son sin duda dos de las mayores ventajas de la EPF. La EPF tiene no obstante algunas limitaciones bien conocidas como el problema de la infrecuencia de compras.

Cuadro 2

Distribución del gasto en cine, teatro y otros espectáculos por quintilas de renta

Euros de gasto (medias)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Nivel de renta⁽¹⁾							
1. Bajo	109,0	99,2	79,6	103,7	96,8	93,8	97,0
2. Medio-bajo	158,5	127,2	135,6	144,1	131,6	171,6	144,8
3. Medio	235,5	198,3	238,9	202,6	189,4	178,3	207,2
4. Medio-alto	327,1	294,0	339,1	284,6	292,1	226,3	293,8
5. Alto	465,0	571,7	527,6	468,0	444,2	416,0	482,1
Media	294,0	300,8	307,2	278,4	265,3	288,3	289,0
Indice de Gini	0,72175	0,74814	0,75644	0,74069	0,74711	0,76881	0,74716

Nota (1): en promedio, los intervalos de renta en euros son los siguientes. Renta baja: <16.364; Renta media baja: 16.365 a 23.381; Renta media: 23.382 a 31.156; Renta media alta: 31.157 a 42.962; Renta alta: más de 42.962.

Fuente: Elaboración propia a partir de las Encuestas de Presupuestos Familiares (valores poblacionales), INE.

Cuadro 3

Comparación del gasto en cine, teatro y otros espectáculos respecto de la primera quintila de renta

Gasto de cada quintila dividido por el gasto de la primera quintila

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Nivel de renta							
1. Bajo	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
2. Medio-bajo	1,5	1,3	1,7	1,4	1,4	1,8	1,5
3. Medio	2,2	2,0	3,0	2,0	2,0	1,9	2,2
4. Medio-alto	3,0	3,0	4,3	2,7	3,0	2,4	3,1
5. Alto	4,3	5,8	6,6	4,5	4,6	4,4	5,0

Fuente: Elaboración propia a partir de las Encuestas de Presupuestos Familiares (valores poblacionales), INE.

2010-2011 (Ministerio de Cultura, 2011) apunta que la variable de mayor peso para explicar la asistencia al teatro y el resto de

Los hogares donde el sustentador principal tiene estudios secundarios y superiores gastan entre 1,5 y 2,6 veces más respectivamente que los hogares donde el sustentador principal tiene estudios primarios (o carece de estudios).

artes escénicas es el nivel de estudios. En promedio, los hogares donde el sustentador

principal tiene estudios primarios (o no tiene estudios) gastan anualmente 157,1 euros frente a los 406,4 de aquellos hogares donde tiene estudios superiores. Como refleja el cuadro 7, los hogares con estudios secundarios y superiores gastan entre 1,5 y 2,6 veces más que los hogares donde el sustentador principal tiene estudios primarios (o carece de estudios).

- Atendiendo a la estructura de los hogares, el cuadro 8 muestra que las personas que viven solas presentan grandes diferencias en los niveles de consumo dependiendo de la edad. Así, las personas con menos de 65 años gas-

Cuadro 4

Distribución del gasto en cine, teatro y otros espectáculos por tramos de edad

Euros de gasto (medias)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Tramos de edad del sustentador principal							
<40 años	296,5	268,8	296,2	286,8	267,2	300,4	286,0
41 a 55 años	325,7	323,3	343,5	290,9	281,2	311,2	312,6
56 a 65 años	304,1	385,6	311,0	275,0	260,0	313,3	308,2
> 65 años	196,9	205,2	235,1	238,6	230,7	189,6	216,0
Media	294,0	300,8	307,2	278,4	265,3	288,3	289,0

Fuente: Elaboración propia a partir de las *Encuestas de Presupuestos Familiares* (valores poblacionales), INE.

Cuadro 5

Comparación del gasto en cine, teatro y otros espectáculos respecto de los hogares >65 años

Gasto de cada tramo de edad dividido por el gasto de los hogares con el sustentador principal >65 años

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Tramos de edad del sustentador principal							
<40 años	1,51	1,31	1,26	1,2	1,16	1,58	1,34
41 a 55 años	1,65	1,58	1,46	1,22	1,22	1,64	1,46
56 a 65 años	1,54	1,88	1,32	1,15	1,13	1,65	1,45
> 65 años	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fuente: Elaboración propia a partir de las *Encuestas de Presupuestos Familiares* (valores poblacionales), INE.

taron en promedio 415,4 frente a 263,2 si tienen más de 65 años. En cuanto a los hogares formados por parejas, no existe un patrón claro que relacione el nivel de gasto con el número de hijos. No obstante, los hogares con hijos que menos gastan en los servicios culturales analizados son los monoparentales con un gasto medio anual de 249,9 euros. Contrariamente, sí que se observa una relación creciente entre el gasto analizado y la edad de los hijos. Así, cuando el menor de los hijos tiene menos de 3 años el gasto medio es de 197,5 euros frente a los 319,4 cuando dicha edad es superior a 23 años.

En resumen, la explotación de los microdatos de la EPF realizada en este trabajo muestra que el consumo de cine, teatro y otros espectáculos está positivamente relacionado con el nivel de renta, el nivel de estudios (correlacionado también con la renta) y la edad de los hijos. Asimismo, se observa un efecto negativo sobre dichos consumos cuando la edad del sustentador principal es superior a 65 años (en este caso el efecto renta es negativo).

Por otra parte, si atendemos al índice de Gini del gasto en cine, teatros y espectáculos recogido en el cuadro 2, los resultados indican que el grado de concentración de los gastos muestra una ten-

Cuadro 6

Distribución del gasto en cine, teatro y otros espectáculos por nivel de estudios

Euros de gasto (medias)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Nivel de estudios del sustentador principal							
Primarios o sin estudios	181,5	197,0	166,9	145,1	126,3	126,0	157,1
Secundarios de primer ciclo	235,6	247,8	240,2	226,2	239,9	207,4	232,9
Secundarios de segundo ciclo	322,9	304,6	343,7	301,3	253,5	285,5	301,9
Superiores	424,0	423,2	437,5	377,6	354,9	421,5	406,4
Media	294,0	300,8	307,2	278,4	265,3	288,3	289,0

Fuente: Elaboración propia a partir de las *Encuestas de Presupuestos Familiares* (valores poblacionales), INE.

Cuadro 7

Comparación del gasto en cine, teatro y otros espectáculos respecto de los hogares con menos estudios

Gasto de cada nivel dividido por el gasto de los hogares con estudios primarios o sin estudios

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
Nivel de estudios del sustentador principal							
Primarios o sin estudios	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Secundarios de primer ciclo	1,30	1,26	1,44	1,56	1,90	1,65	1,52
Secundarios de segundo ciclo	1,78	1,55	2,06	2,08	2,01	2,27	1,96
Superiores	2,34	2,15	2,62	2,60	2,81	3,35	2,64

Fuente: Elaboración propia a partir de las *Encuestas de Presupuestos Familiares* (valores poblacionales), INE.

Cuadro 8

Distribución del gasto en cine, teatro y otros espectáculos según la composición del hogar

Euros de gasto (medias)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
1. Personas que viven solas según su edad							
> 65 años	274,2	307,0	224,4	191,7	258,0	323,8	263,2
<= 65 años	407,6	320,1	545,8	342,7	375,4	500,8	415,4
2. Parejas según el número de hijos							
1 hijo	294,8	237,8	259,1	314,4	300,3	280,2	281,1
2 hijo	271,8	297,1	329,0	243,5	243,5	268,6	275,6
3 hijos	322,5	403,0	346,3	322,5	297,4	304,4	332,7
>3 hijos	369,4	356,7	322,8	316,2	250,3	265,9	313,5
3. Parejas según la edad del menor de los hijos							
<= 2 años	194,8	174,1	207,1	189,6	190,1	229,1	197,5
3 a 15 años	298,6	304,9	329,1	301,2	278,0	269,6	296,9
16 a 22 años	314,5	369,9	326,2	307,4	288,4	330,4	322,8
>23 años	345,5	429,5	370,5	272,4	247,6	250,5	319,4
4. Un adulto con hijos							
Adulto con hijos	266,5	260,9	256,5	254,3	207,6	253,5	249,9
5. Otros hogares							
Otros hogares	240,8	216,1	222,9	213,6	188,0	209,0	215,1

Fuente: Elaboración propia a partir de las *Encuestas de Presupuestos Familiares* (valores poblacionales), INE.

dencia creciente siendo los mayores aumentos en el valor de dicho índice en los años 2009 y 2013.

Referencias

- COLOMER, J. (2016), *Estudio sobre la situación de las artes escénicas en España*, Academia de las Artes Escénicas de España, Madrid
- COMISIÓN EUROPEA (2016), *VAT Rates Applied in the Member States of the European Union. Situation at 1st January 2016*.
- FERNÁNDEZ-BLANCO, V., y J. BAÑOS-PINTO (1997), "Cinema demand in Spain: A cointegration analysis", *Journal of Cultural Economics*, 21: 57-75
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (varios años), *Encuesta de Presupuestos Familiares*, Madrid, INE.
- MINISTERIO DE CULTURA (2011), *Encuesta de hábitos y prácticas culturales en España 2010-11*, Madrid, Ministerio de Cultura.
- MINISTERIO DE EDUCACIÓN, CULTURA y DEPORTE (2013), *Anuario de Estadísticas Culturales 2013*, MECD, Madrid
- PRIETO, J.; ROMERO, D., y J. F. SANZ (2005), "Is a tax cut on cultural goods consumption actually desirable? A microsimulation analysis applied to Spain", *Fiscal Studies*, 26: 549-575.
- SGAE (2015), *Anuario SGAE de las artes escénicas, musicales y audiovisuales*, Fundación SGAE, Madrid.

Complejidad y tono de los informes anuales de los bancos europeos

Nieves Carrera*, Jie Mein Goh** y Ronny Hofmann*

Los informes recientes sobre el sector financiero revelan una creciente complejidad del modelo de negocio bancario y de los productos financieros. En este contexto, la divulgación clara y concisa de información sobre la posición financiera (riesgo) de las entidades y su rentabilidad cobra especial relevancia. En los últimos años, tanto las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) como los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos (US-GAAP) han incrementado los requisitos de información contable con el objetivo de mejorar la transparencia de los informes anuales y reforzar de esta forma la comunicación entre bancos e inversores. Hasta la fecha, la atención de los organismos contables y los reguladores se ha centrado principalmente en la complejidad del contenido cuantitativo de los informes financieros (es decir, la información sobre la calidad de los activos, el capital básico o *Tier 1*, la liquidez y la rentabilidad). Sin embargo, el uso que hacen los bancos de determinadas características lingüísticas de la información cualitativa (textos) divulgada también puede afectar al grado de transparencia de la entidad. En conjunto, ello podría limitar la utilidad de la información cuantitativa publicada. En este trabajo analizamos la narrativa de los informes anuales con el objetivo de investigar cómo los bancos comunican la información financiera a los usuarios de dicha información. En concreto, examinamos diferentes atributos léxicos (complejidad/legibilidad y tono) de la información facilitada por los bancos en sus informes financieros. Para ello aplicamos distintas métricas basadas en las características textuales de los informes.

La divulgación clara y concisa de información sobre la posición financiera y la rentabilidad de las entidades bancarias tiene una especial relevancia en un contexto de creciente complejidad del

modelo de negocio y de los productos financieros, teniendo en cuenta además que el aumento de la rentabilidad media de las entidades financieras se produjo en paralelo a un incremento de su posi-

* IE Business School, IE University.

** Beedie School of Business, Simon Fraser University.

ción de riesgo (Oliver Wyman, 2015). El *Financial Times* afirmaba en un artículo que los bancos y otras entidades financieras “están publicando unos informes anuales excesivamente complicados y difíciles de digerir” (FT, 2014; véase también KPMG, 2012). La mayor exigencia informativa de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos (US-GAAP) tuvo como resultado un incremento de la complejidad de los informes anuales, lo que llevó al International Accounting Standards Board (IASB) a lanzar una iniciativa en 2011 encaminada a reducir dicha complejidad y a articular formas más eficientes de divulgar determinada información contable. En relación a los bancos europeos, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CESB) publicó un informe titulado *Assessment of Banks' Pillar 3 Disclosures* (2009) en el que se concluye que “los bancos han realizado un enorme esfuerzo informativo hacia el mercado, permitiendo a los participantes en el mismo realizar una mejor evaluación de su perfil de riesgo y su adecuación de capital”. El informe añade que los “bancos han incrementado de forma notable la cantidad de información tanto cuantitativa y cualitativa sobre su riesgo crediticio y sus actividades de titulización”. Pese a ello, la “carga informativa” total sigue traduciéndose en unos informes anuales de cada vez mayor tamaño y complejidad. Además del contenido cuantitativo de los informes financieros, debe prestarse atención a las características lingüísticas de la información cualitativa, que puede afectar igualmente a la transparencia de las entidades.

En una economía globalizada como la actual, los inversores y demás usuarios de los estados financieros afrontan el reto de manejar información publicada en diferentes lenguas. A fin de llegar a un abanico más amplio de inversores, cada vez más entidades utilizan el inglés para divulgar la información financiera dada su condición de *lingua franca*. Ofrecer la información en inglés puede reducir las fricciones informativas de los inversores internacionales. La eliminación de las barreras lingüísticas aumenta la base de inversores potenciales de la empresa y su cobertura por

parte de los analistas, tal como sugieren estudios previos (Jeanjean *et al.*, 2015: 180). Esto tiene particular relevancia en Europa, dada la diversidad de lenguas y culturas que coexisten en un área geográfica relativamente reducida. Los potenciales beneficios derivados de la publicación de informes anuales en inglés dependen del grado en que dichos documentos mejoren la comunicación de información relevante entre la empresa y los accionistas, los inversores individuales, los analistas, el público general y otros usuarios de la información financiera (Loughran y McDonald, 2014). Este trabajo se centra en una muestra de bancos europeos que publican información financiera en lengua inglesa.

Muestra y metodología

Utilizando datos de Thomson Datastream y European Banker, identificamos las principales entidades financieras europeas en el periodo 2005-2012. La muestra original incluía 72 entidades financieras de 18 países. La información financiera se obtuvo a través de ORBIS (Bureau van Dijk Electronic Publishing). Para el cómputo de los parámetros lingüísticos utilizamos los informes anuales publicados en lengua inglesa, previamente descargados de las páginas web de los bancos. Excluimos aquellas entidades que no disponían de informes anuales publicados en inglés. Los documentos, originalmente en formato pdf, se transformaron en documentos de texto para posteriormente ser analizados mediante el uso de un *software* de tratamiento de textos y así obtener las distintas medidas lingüísticas. Debido a la configuración de seguridad de algunos de los archivos pdf, la muestra se redujo a 69 bancos.

El cuadro 1 presenta información de la muestra, indicando el número de bancos y el número total de observaciones por país. Tenemos información de 69 bancos radicados en 19 países europeos con un total de 552 observaciones para el período 2005-2012. Todos los países, excepto Noruega y Suiza, son Estados miembros pertenecientes a la Unión Europea (UE). De los 16 países de la UE incluidos en la muestra, 5 (Dinamarca, Hungría,

Cuadro 1

Número de bancos/observaciones por país

<i>País</i>	<i>Número de bancos en la muestra</i>	<i>Total observaciones (2005-2012)</i>
Alemania	12	96
Austria	4	32
Bélgica	2	16
Dinamarca	4	32
España	6	48
Finlandia	1	8
Francia	6	48
Grecia	4	32
Hungría	1	8
Irlanda	3	24
Italia	6	48
Noruega	1	8
Países Bajos	3	24
Polonia	1	8
Portugal	3	24
Suecia	4	32
Suiza	2	16
Reino Unido	6	48

Polonia, Suecia y Reino Unido) no forman parte de la eurozona. El mayor número de observaciones procede de Alemania (12 bancos), seguida de Francia, Italia, España y Reino Unido (6 bancos en cada país). Alrededor del 70% de los bancos incluidos en la muestra cotizan en Bolsa y el tamaño medio está en los 203 millones de euros (con un mínimo de 11,3 millones y un máximo de 2.200 millones de euros).

La mayoría de los estudios realizados hasta la fecha sobre la complejidad de los informes financieros han analizado la legibilidad (*readability* en inglés) de los informes 10-K y 10-Q (informe anuales y trimestrales respectivamente) registrados ante la Comisión del mercado de valores de EE.UU. (Securities and Exchange Commission, SEC; véase, entre otros, Li, 2010). Los informes incluidos en nuestra muestra y estos informes difieren en varios aspectos: primero, la estructura de los informes anuales varía de un país a otro; y segundo, en muchos casos el informe anual no es una traducción literal del documento oficial registrado ante los reguladores (es decir, del informe anual en el idioma local), sino un documento elaborado con carácter voluntario a fin de comunicar información financiera a una base más amplia de analistas e inversores. En consecuencia, el contenido y la estructura del informe anual en inglés

Cuadro 2

Medidas de complejidad

<i>Medida</i>	<i>Fórmula / Descripción</i>	<i>Interpretación</i>
Índice FOG (Li, 2008)	FOG=0,4 (Número medio de palabras por frase + porcentaje de palabras complejas)	≥ 18 : Texto muy difícil de leer o ilegible 14-18: Texto difícil 12-14: Texto ideal 10-12: Texto aceptable 08-10: Texto infantil
LogFILESIZEPDF (Loughran y McDonald, 2014)	Log (Tamaño en bytes del fichero pdf original)	A igualdad de condiciones, cuanto más alto sea el valor de la variable, más compleja es la información divulgada
LONGITUD (Li, 2008; Lang y Stice-Lawrence, 2015)	Log (Recuento de palabras) donde "Recuento de palabras" es el número de palabras incluidas en el documento	A igualdad de condiciones, cuanto más largo sea el informe anual, más informativo se espera que sea (Lang y Stice-Lawrence, 2015). Los documentos más extensos, al ser costosos de procesar, resultan de más difícil lectura (Guay <i>et al.</i> , 2015)

presentan una considerable variación, incluso en el caso de bancos radicados en el mismo país. Dada la naturaleza de la muestra, no calculamos métricas de complejidad y tono para las diferentes subsecciones del informe anual, sino para el documento en su totalidad.

Utilizamos varios parámetros lingüísticos para medir la complejidad de los informes financieros. El índice FOG (Gunning, 1969) es el indicador de legibilidad de un documento más utilizado. Dicho índice mide la complejidad de un texto a partir del número medio de palabras por frase y del porcentaje de palabras complejas. Los textos más complejos muestran valores más altos del índice. La fórmula del índice FOG y su interpretación se muestran en el cuadro 2.

Estudios recientes han utilizado el índice FOG como subrogado (variable *proxy*) de la complejidad de los informes anuales (p. ej., Lang y Stice-Lawrence, 2015; Guay *et al.*, 2015). La SEC incluso ha contemplado el uso de este índice como medida estándar de la complejidad textual de los documentos corporativos. Como se ha señalado en estudios previos, el uso del Índice FOG tiene varias ventajas: es una medida objetiva, no basada en opiniones o encuestas, y además calcula la complejidad sintáctica total de un documento (Lehavy *et al.*, 2011: 1089). No obstante, su uso no está exento de críticas. Por ejemplo, Loughran y McDonald (2014) demuestran que presenta algunas limitaciones en el caso de documentos financieros. En su opinión, el primer componente del índice no está adecuadamente especificado y el segundo es difícil de medir. Estos autores argumentan que el tamaño del archivo del informe es una mejor *proxy* para la legibilidad, ya que “no requiere un análisis sintáctico del documento, es fácil de replicar y está correlacionado con variables de legibilidad alternativas” (Loughran y McDonald, 2014: 1643). Siguiendo esta recomendación, incluimos también la variable LogFILESIZEPDF, definida como el logaritmo del tamaño del archivo pdf medido en bytes, como indicador de la complejidad de los informes financieros. Cuanto mayor

sea el valor de LogFILESIZEPDF, más compleja es la información divulgada por la empresa. Otros investigadores (p. ej., Li, 2008; Guay *et al.*, 2015) proponen usar el número de palabras como *proxy* para la complejidad de los documentos financieros. Se espera que esta variable capture tanto la cantidad como la complejidad de la información (Li, 2010). Partiendo de la hipótesis de que cuanto más largo es un texto/documento, más costoso le resulta al lector procesarlo, los documentos más largos se consideran de más difícil lectura (Guay *et al.*, 2015). En algunos estudios, esta variable se ha utilizado como *proxy* para la capacidad informativa de un documento (*informativeness*, en su terminología anglosajona), lo que significa que, a igualdad de otros factores, los documentos más largos se espera sean más informativos (Lang y Stice-Lawrence, 2015). En consonancia con estudios previos, calculamos también el logaritmo natural del número de palabras (variable LONGITUD). La ventaja de utilizar este parámetro es su facilidad de cálculo; la desventaja es su elevada correlación con la cantidad de información divulgada.

Para obtener las medidas del tono de los informes anuales utilizamos las seis listas de palabras en inglés propuestas por Loughran y McDonald (2011)¹. Dichas listas están formadas por 285 palabras que denotan un tono de incertidumbre (p. ej., *risk* (riesgo), *believe* (creer) y *assume* (suponer)), 354 palabras con contenido de tono positivo (p. ej., *beneficial* (beneficioso) y *successful* (exitoso)), 2.349 palabras con contenido de tono negativo (p. ej., *loss* (pérdidas), *against* (enfrentarse), *failure* (fracaso) y *decline* (descenso)) y 871 palabras con contenido de carácter litigioso (p. ej., *contract* (contrato) y *lawsuits* (demanda legal)). Dos listas se refieren a palabras modales en inglés utilizadas para evocar posibilidad (palabras modales débiles como *may* (podría), *could* (sería) y *possible* (posible)) y para evocar necesidad (palabras modales fuertes como *always* (siempre), *must* (debe) y *will* (será)). Algunas palabras aparecen en más de una lista (por ejemplo, palabras como *unpredictable* (impredicible) aparecen tanto en la lista de palabras que denotan

¹ La versión más actualizada de las listas de palabras de Loughran y McDonald está disponible en http://www3.nd.edu/~mcdonald/Word_Lists.html

incertidumbre como en la lista de palabras negativas). Estas listas se han aplicado al análisis de los informes 10-K y de artículos periodísticos (p. ej., Jegadeesh y Wu, 2013).

Se calculó una medida de tono para cada lista (variables INCIERTO, POSITIVO, NEGATIVO, LITIGIOSO, MODALFUERTE y MODALDÉBIL) sumando la frecuencia de cada una de las palabras incluidas en cada lista en relación al número total de palabras del documento. Siguiendo a Davis *et al.* (2012), también calculamos la medida lingüística OPTIMISMO NETO, que se define como la diferencia entre el porcentaje de palabras con contenido positivo (variable POSITIVO) y el porcentaje de palabras con contenido negativo (variable NEGATIVO). Este tipo de métricas no está exento de críticas. Estudios previos sobre el tono positivo de un texto relativizan la utilidad de estas métricas debido a que las palabras positivas suelen aparecer intercaladas dentro de frases de contenido negativo (Loughran y McDonald, 2011). Para atajar este problema, incluimos una ventana de palabras alrededor de la expresión focal. Al igual que en el caso de los parámetros lingüísticos, computamos los parámetros de tono para el documento completo.

Complejidad y tono de los informes financieros de los bancos 2005-2012

El cuadro 3 presenta el resumen estadístico de las variables de complejidad arriba descritas

Cuadro 3

Resumen estadístico de las medidas de complejidad

Variable	Media	Mediana	Desv. típica	1°	25°	75°	99°	N
Índice FOG	18,00	17,9084	1,8202	14,2905	16,8019	19,0884	23,3148	517
LogFILESIZEPDF	15,0514	15,0696	0,7287	13,1450	14,6315	15,5439	16,6546	522
LONGITUD	11,2911	11,3428	0,6428	9,5915	10,9183	11,7670	12,3728	522
FILESIZETEXT	745.198	641.227	422.890	123.977	440.116	1.011.791	1.883.319	522
Nº. DE PALABRAS	95.892	84.356	54.035	14.640	55.179	128.918	236.294	522
Δ Índice FOG	0,1216	0,1164	1,0502	-3,4513	-0,2948	0,4933	3,6228	443
Δ LONGITUD	0,0598	0,0720	0,2864	-1,0552	-0,0081	0,1410	0,9132	451

Fuente: Elaboración propia.

(Índice FOG, LogFILESIZEPDF y LONGITUD). Además incluimos información sobre el tamaño del documento TXT (FILESIZETEXT), el número de palabras (No. DE PALABRAS) y la variación del índice FOG (Δ Índice FOG) y de la longitud del documento (Δ LONGITUD). Mostramos las estadísticas descriptivas para todas las medidas, aunque la discusión se centra en el índice FOG.

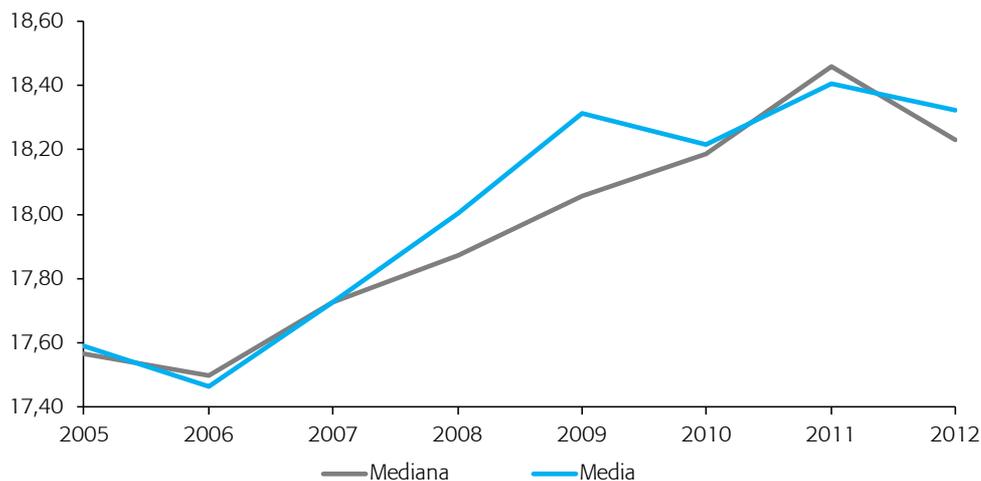
La media y la mediana de la variable FOG son 18,00 y 17,91, respectivamente. Esto sugiere que, según la interpretación estándar del índice (véase cuadro 2), los informes financieros de los bancos resultan muy difíciles de leer, corroborando empíricamente las críticas esgrimidas por reguladores e

Las medidas de complejidad de los informes financieros de los bancos europeos sugieren que las características textuales de la información cualitativa pueden haber afectado negativamente a la transparencia de dichos informes y que, a pesar de las demandas de los reguladores, la complejidad de la información contable y financiera publicada aumentó durante los años de la crisis.

inversores. Además de incluir información cuantitativa ya de por sí compleja y poco clara (FT, 2014; KPMG, 2012), la transparencia de los dichos informes puede verse negativamente afectada por las características textuales de la información cualitativa en ellos contenida.

Gráfico 1

Media y mediana índice FOG



Fuente: Elaboración propia.

El gráfico 1 muestra la media y la mediana del índice FOG para el periodo 2005-2012. Observamos un aumento sostenido del índice FOG entre 2006 y 2011, lo que sugiere un aumento de la complejidad lingüística de la información divulgada por los bancos durante los años de la crisis. Aunque durante la crisis financiera los reguladores y organismos contables demandaron una mayor claridad y concisión de los informes financieros de los bancos, nuestra evidencia sugiere que el modo en que los bancos transmitieron dicha información no contribuyó a ese objetivo. Por el contrario, se observa un incremento de la complejidad de la

información contable y financiera publicada en los informes anuales a lo largo del período.

Realizamos una prueba *t-Student* para comparar las medias de las métricas lingüísticas en los años 2005-2007 (período antes de la crisis financiera) y los años 2008-2012. Los resultados, mostrados en el cuadro 4, sugieren cambios significativos en cuanto a legibilidad, longitud y tamaño de los informes anuales entre los dos períodos. La media del índice FOG para el periodo de la crisis (2008-2012) es significativamente más elevada que la correspondiente al periodo anterior a

Cuadro 4

Prueba *t-Student* medias de las medidas de complejidad

(Periodo 2005-2007- periodo 2008-2012)

Variable	Periodo	n	Media	t-Student de diferencias ($Pr(T > t)$)
Índice FOG	2005-2007	194	17,5899	-4,0691
	2008-2012	323	18,2527	(0,0001) ****
LONGITUD	2005-2007	194	11,1147	-5,7075
	2008-2012	323	11,4256	(0,0000) ****
LogFILESIZEPDF	2005-2007	194	14,8911	-3,9171
	2008-2012	328	15,14618	(0,0001) ****

Notas: Prueba *t* de *Student* sobre dos muestras con idéntica varianza. Dif. = media (0) - media (1). Hip. nula: Dif. !=0; * Significativo a $p < 0,10$; ** Significativo a $p < 0,05$; *** Significativo a $p < 0,01$; **** Significativo a $p < 0,001$.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 5

Resumen estadístico de las medidas de tono

Variable	Media	Mediana	Desv. típica	1°	25°	75°	99°	N
INCIERTO	0,0135	0,0137	0,0035	0,0039	0,01135	0,0157	0,0226	516
POSITIVO	0,0093	0,0086	0,0030	0,0050	0,0069	0,0108	0,0186	516
NEGATIVO	0,0137	0,0137	0,0035	0,0049	0,0114	0,0161	0,0213	516
LITIGIOSO	0,0058	0,0056	0,0020	0,0016	0,0043	0,0071	0,0106	516
MODALFUERTE	0,0023	0,0022	0,0009	0,0006	0,0017	0,0029	0,0054	516
MODALDÉBIL	0,0018	0,0016	0,0007	0,0006	0,0013	0,0022	0,0036	516
OPTIMISMO NETO	-0,0044	-0,0052	0,0052	-0,0141	-0,0083	-0,0009	-0,0091	516

Notas: Definición de las variables de tono (basadas en las listas de palabras de Loughran y McDonald (2011)): INCIERTO: porcentaje de palabras que denotan incertidumbre respecto al número total de palabras; POSITIVO: porcentaje de palabras positivas respecto al número total de palabras; NEGATIVO: porcentaje de palabras negativas respecto al número total de palabras; LITIGIOSO: porcentaje de palabras litigiosas respecto al número total de palabras; MODALFUERTE: porcentaje de palabras modales fuertes respecto al número total de palabras; MODALDÉBIL: porcentaje de palabras modales débiles respecto al número total de palabras; OPTIMISMO NETO: porcentaje de palabras positivas (POSITIVO) menos porcentaje de palabras negativas (NEGATIVO).

Fuente: Elaboración propia.

la crisis (2005-2007). Igualmente, el tamaño del informe, tanto en número de palabras (LONGITUD) como de tamaño del archivo pdf (LogFILE-SIZEPDF), aumentó durante la crisis financiera.

Las medidas de tono se detallan en el cuadro 5. Observamos que la proporción de palabras negativas utilizadas por las entidades financieras europeas durante el periodo 2005-2012 fue del

Como cabría esperar, dada la situación del sistema financiero durante la crisis, los informes anuales publicados entre 2008 y 2012 contienen más palabras de tono negativo e incierto y menos de tono positivo que los publicados en el periodo 2005-2007. También tienen más palabras de carácter litigioso y más palabras modales débiles.

1,37%, ligeramente superior a la proporción de palabras que denotan incertidumbre (1,35%) y a la proporción de palabras con contenido positivo (0,93%). La media de la variable OPTIMISMO NETO es negativa –algo lógico si esperamos que los infor-

mes anuales reflejen información no solo sobre la situación económico financiera de la empresa sino también sobre el entorno económico—. De media, los informes contienen un 0,58% de palabras de carácter litigioso. En cuanto a palabras modales fuertes y débiles, los porcentajes medios son de un 0,23% y un 0,18% respectivamente.

Una prueba de *t-Student* realizada a partir de las medias de los parámetros de tono durante periodos de crisis (2008-2012) y los años anteriores a la crisis (2005-2007) sugiere que hay diferencias significativas (véase cuadro 6), con excepción de las palabras modales fuertes.

Como se observa en el gráfico 2, los informes anuales publicados durante los años de la crisis (2008-2012) incluyen significativamente más palabras de tono negativo e incierto y menos palabras de tono positivo que los informes publicados en el periodo 2005-2007. Estos informes también tienen más palabras de carácter litigioso y más palabras modales débiles. En conjunto, y como cabría esperar dada la situación del sistema financiero a partir de 2008, los informes anuales publicados por las entidades financieras durante la crisis son más pesimistas.

Cuadro 6

Prueba t-Student medias de las medidas de tono

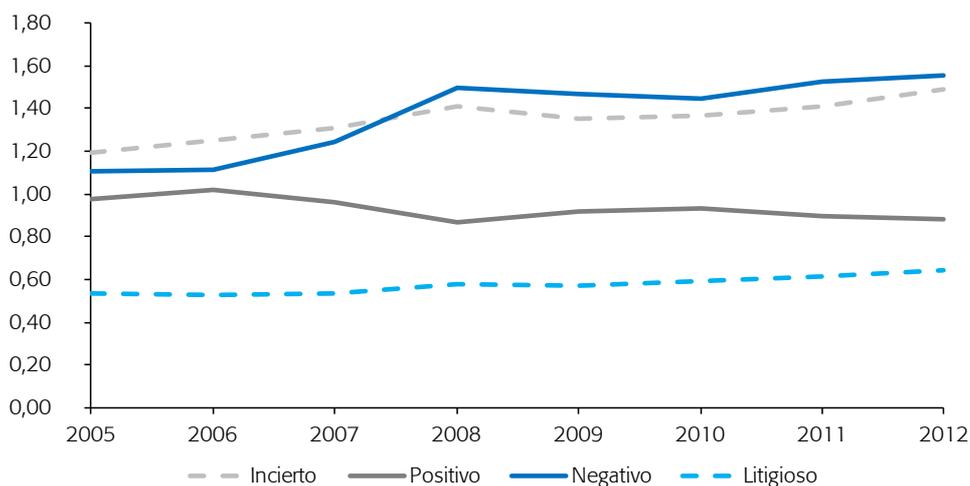
(Período 2005-2007- período 2008-2012)

Variable	Periodo	n	Media	t-Student de diferencias	(Pr(T > t))
INCIERTO	2005-2007	193	0,01253	-4,8776	****
	2008-2012	323	0,0140	(0,0000)	
POSITIVO	2005-2007	193	0,0099	3,1315	***
	2008-2012	323	0,0090	(0,0018)	
NEGATIVO	2005-2007	199	0,0116	-12,5058	****
	2008-2012	328	0,0150	(0,0000)	
LITIGIOSO	2005-2007	193	0,0053	-3,7694	****
	2008-2012	323	0,0060	(0,0002)	
MODALFUERTE	2005-2007	193	0,0023	-0,1988	
	2008-2012	323	0,0024	(0,8425)	
MODALDÉBIL	2005-2007	193	0,0016	-4,9269	****
	2008-2012	323	0,0019	(0,0000)	
OPTIMISMO NETO	2005-2007	192	-0,0017	9,8653	****
	2008-2012	323	-0,0060	(0,0000)	

Notas: Prueba t de Student sobre dos muestras con idéntica varianza. Dif. = media (0) - media (1). Hip. nula: Dif. !=0; * Significativo a $p < 0,10$; ** Significativo a $p < 0,05$; *** Significativo a $p < 0,01$; **** Significativo a $p < 0,001$; Para la definición de las variables, véase cuadro 5.

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 2

Media de las medidas de tono de los informes anuales

Fuente: Elaboración propia.

Diferencias en Europa: comparativa entre bancos radicados en distintos países

¿Existen diferencias significativas en la complejidad textual y tono de los informes dependiendo del idioma local del país donde el banco está radicado?

Estudios previos sugieren que el idioma del país de origen (idioma local) afecta a la complejidad de los informes financieros publicados en inglés (p. ej., Lundholm *et al.*, 2014). En nuestro caso, nos interesa explorar si existen variaciones en la complejidad y tono de los informes anuales publicados en inglés dependiendo si el inglés es el idioma oficial del país, y por tanto los informes se corresponden con los documentos oficiales publicados en inglés, o si el idioma oficial del país de origen es distinto al inglés –y por tanto estos informes están elaborados en una lengua diferente a la lengua oficial–. Para ello, clasificamos la muestra de bancos en dos grupos, dependiendo de si los bancos proceden de un país de habla inglesa (Irlanda y Reino Unido) o no (los restantes países incluidos en la muestra; véase el cuadro 1). Se podría esperar que los bancos radicados en países anglosajones tuvieran ventajas a la hora de divulgar información financiera de un modo más conciso y legible debido al mayor dominio del idioma.

La evidencia sugiere que los bancos de países no anglosajones hacen un mayor esfuerzo que sus homólogos anglosajones por escribir de forma más legible sus informes anuales presentados en lengua inglesa.

Los resultados de las pruebas *t-Student* sobre la diferencia de medias (no tabulados) sugieren una diferencia significativa en las medidas de complejidad dependiendo de si el banco procede de un país anglosajón o no. Los informes anuales de los bancos radicados en países donde el inglés es lengua oficial son más complejos y difíciles de leer que los informes publicados por los bancos pro-

cedentes de países donde el inglés no es lengua oficial. En concreto, los informes anuales de los bancos de países anglosajones muestran, de media, un índice FOG más alto y una mayor longitud (variable LONGITUD). También observamos una diferencia significativa débil ($p\text{-value} < 0,10$) en el caso de la variable LogFILESIZEPDF. Una posible explicación de este resultado es que los bancos no anglosajones son muy prudentes a la hora de traducir sus informes anuales a la lengua inglesa. Además, es necesario considerar que en algunos casos los informes anuales publicados en inglés no son una traducción literal del informe elaborado en la lengua oficial del país de origen, sino un documento producido expresamente para ampliar el conjunto de potenciales usuarios de la información económico financiera de la entidad. Estos resultados están en línea con las conclusiones de Lundholm *et al.* (2014). En conjunto, la evidencia sugiere que los bancos de países no anglosajones hacen un esfuerzo por escribir informes anuales presentados en lengua inglesa más legibles que sus homólogos anglosajones.

Al comparar las medidas de tono para los países anglosajones y no anglosajones, los resultados (no tabulados) sugieren que existen diferencias significativas en los porcentajes medios de palabras con contenido relativo a la incertidumbre, negativo, litigioso y modal débil. Nuestras conclusiones indican que los informes anuales elaborados en países de habla inglesa contienen más palabras de tono positivo, negativo, litigioso e incierto. Es decir, estos bancos comunican información en un tono menos neutral que los bancos radicados en países no anglosajones.

¿Existen diferencias significativas en la complejidad textual y tono de los informes dependiendo de la severidad de la crisis en el país donde el banco está radicado?

El impacto de la crisis en los distintos países europeos no ha sido homogéneo. En una primera aproximación contrastamos si existen diferencias significativas en la información divulgada por los bancos situados en países que han recibido fondos del Mecanismo Europeo de Estabilidad

(MEDE) o sus predecesores (la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF)) y los restantes países. En concreto, comparamos si existen diferencias en la complejidad textual y el tono de los bancos de Grecia, Irlanda, Portugal y España (países rescatados) con los restantes bancos incluidos en la muestra.

Los resultados de la prueba *t-Student* (no tabulados) relativos a las medidas de complejidad textual no muestran diferencias significativas en la legibilidad de los informes anuales elaborados por los bancos procedentes de países rescatados, salvo en relación a la variable LogFILESIZEPDF. Sin embargo, sí encontramos diferencias significativas en cuanto al tono de los informes anuales (resultados no tabulados). En contra de lo que podríamos esperar, los informes anuales elaborados por los bancos de Grecia, Irlanda, Portugal y España incluyen un mayor porcentaje de palabras de tono optimista y un porcentaje menor de palabras de tono pesimista. Este resultado parece indicar que los bancos radicados en estos países intentan atenuar el potencial efecto negativo que la situa-

ción del país podría tener sobre sus *stakeholders* mediante el uso de tono más optimista en los informes anuales. Además, los bancos de estos países incluyen un porcentaje significativamente superior de palabras alusivas a procedimientos legales y litigios.

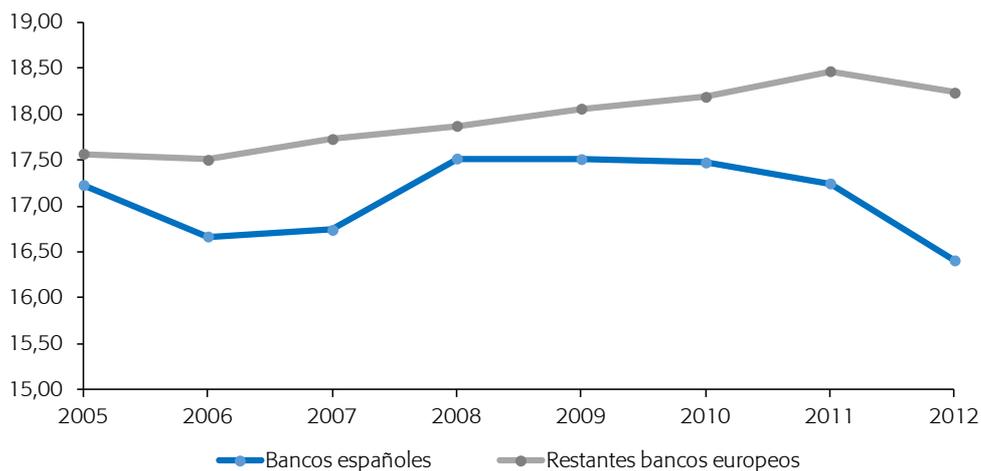
Informes anuales de los bancos españoles comparados con los de sus homólogos europeos

Por último, examinamos si existen diferencias entre los informes anuales publicados por los bancos españoles² y los de los restantes bancos europeos incluidos en la muestra. En concreto, comparamos las variables índice FOG, LONGITUD y OPTIMISMO NETO (ver gráficos 3-4-5).

El gráfico 3 muestra la mediana del índice FOG para los bancos españoles desde el año 2005 al 2012. En general, la banca española produce informes más legibles que la media de los restantes bancos europeos. El índice de legibilidad de

Gráfico 3

Mediana del índice FOG de los informes anuales de los bancos españoles y otros bancos europeos

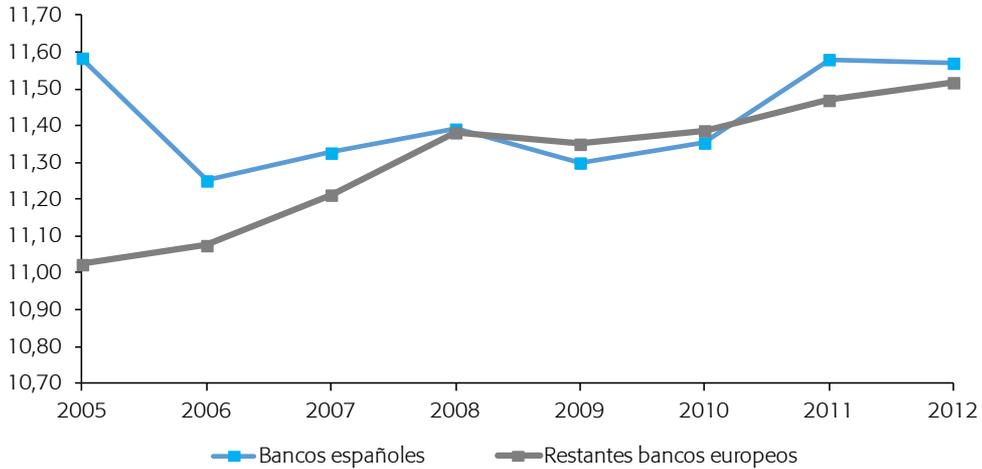


Fuente: Elaboración propia.

² Los bancos españoles incluidos en la muestra son Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), Banco Sabadell, Banco Santander, Banco Español de Crédito, Banco Popular y Bankinter.

Gráfico 4

Mediana de la variable LONGITUD de los informes anuales de los bancos españoles y otros bancos europeos



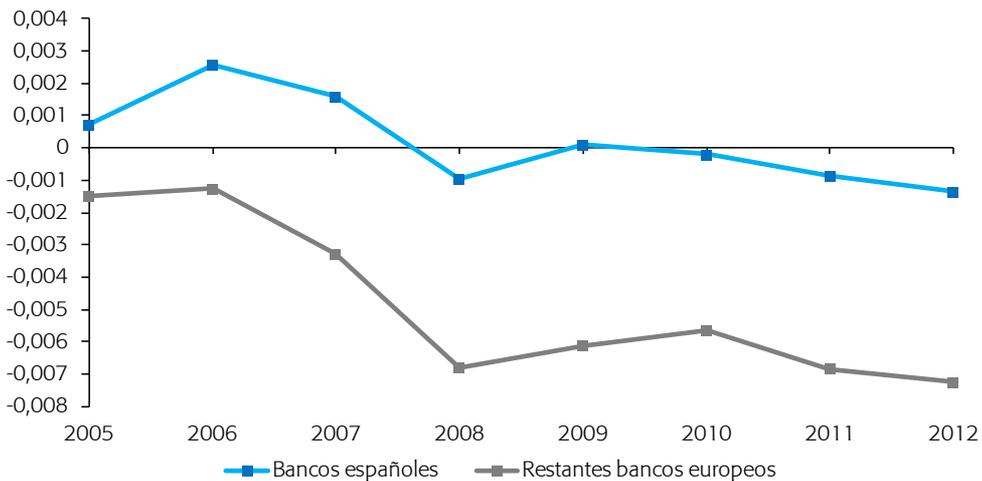
Fuente: Elaboración propia.

los bancos no españoles se incrementa desde el año 2006 hasta 2011, lo que sugiere un aumento en la complejidad de los informes durante la crisis, tal y como se había apuntado. El índice FOG para los bancos españoles muestra un patrón distinto: se incrementa notablemente en el año 2008,

manteniéndose relativamente estable en 2009 y 2010, año a partir del cual disminuye de forma significativa. En los años 2011 y 2012, la banca española elaboró unos informes anuales que, en media, resultaron significativamente más legibles que los publicados por los bancos europeos.

Gráfico 5

Optimismo neto de los informes anuales de los bancos españoles y otros bancos europeos



Fuente: Elaboración propia.

El gráfico 4 muestra la evolución de la mediana de la variable LONGITUD para ambos grupos. Observamos que, a lo largo del tiempo, los informes anuales de los bancos españoles muestran

En términos generales, y de acuerdo con las medidas más relevantes de complejidad, los bancos españoles producen informes más legibles que la media de los restantes bancos europeos, y aunque en el tono adoptado siguen una tendencia similar, los informes de la banca española han sido consistentemente más optimistas.

una longitud similar a la de las demás entidades financieras europeas. Aunque se observa una diferencia significativa en los primeros años examinados (2005-2006), para el periodo 2008-2012 no existe una diferencia significativa. En conjunto, si bien los informes anuales de los bancos españoles eran significativamente más largos que los de sus homólogos europeos, a partir de 2008 no hay diferencias significativas entre ambos grupos, produciéndose un aumento del tamaño de todos los informes anuales durante los años de crisis financiera.

En lo referente a las medidas del tono de los informes, no observamos diferencias significativas entre los bancos españoles y los restantes bancos europeos. El gráfico 5 muestra la evolución de la variable OPTIMISMO NETO para ambos grupos. En general, los informes anuales de los bancos españoles son consistentemente más optimistas que los informes elaborados por los bancos radicados en otros países europeos. Aunque ambos siguen una tendencia similar, la brecha en el tono del informe entre los bancos españoles y otros bancos europeos aumenta a partir del año 2008.

Conclusiones

Nuestro análisis de una muestra de informes anuales de bancos europeos para el período 2005-2012 sugiere que la complejidad de los informes anuales ha ido aumentando en los últi-

mos años. Los informes también destilaron un tono más pesimista, especialmente a partir del 2008. Tanto el incremento en la complejidad textual de los informes anuales, reflejado en la evolución del índice FOG y en las distintas variables de legibilidad utilizadas, como el aumento del tono pesimista en la narrativa de los informes, con una mayor presencia de palabras de carácter negativo, incierto y litigioso, reflejan las presiones a las que se han enfrentado la banca en los últimos años, especialmente a partir del año 2008, con la llegada de la crisis financiera internacional.

La complejidad y el tono de un texto influyen en la conducta y juicio de los destinatarios de la información. En general, recomendamos que los reguladores y los organismos encargados de la supervisión bancaria y de la normativa contable tengan en cuenta la complejidad y el tono de la narrativa de los informes financieros a la hora de diseñar nuevas políticas sobre los requisitos de información de las entidades financieras. El impacto final sobre la calidad de la información financiera de medidas encaminadas a mejorar la información cuantitativa puede verse reducido si la narrativa utilizada por los responsables de los informes dificulta la comprensión, claridad y concisión de dicha información.

Referencias

- CEBS (2009), *Assesment of Banks' Pillar 3 Disclosures* (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/16151/Assessment-of-Pillar-3-disclosures.pdf>).
- DAVIS, A. K.; PIGER, J. M., y L. M. SEDOR (2012), "Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language", *Contemporary Accounting Research*, 29(3): 845-868.
- FINANCIAL TIMES (2014), *Bank annual reports too long or 'complex'*, por Sam Fleming y Harriet Agnew (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3e0ad926-ef0b-11e3-acad-00144feabdc0.html#axzz3ntD1EqJT>).
- GUAY, W.; SAMUELS, D., y D. TAYLOR (2015), *Guiding through the Fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure*, WP University of Pennsylvania, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2564350)

- GUNNING, R. (1969), The Fog index after twenty years, *Journal of Business Communication*, 6(2): 3-13.
- JEANJEAN, T.; LESAGE, C., y H. STOLOWY (2015), Why do you speak English (in your annual report)? *The International Journal of Accounting*, 45: 200-223.
- JEGADEESH, N., y D. WU (2013), Word power: A new approach for content analysis, *Journal of Financial Economics*, 110(3): 712-729.
- KPMG (2012), *Users demand improvements in the quality of annual reports!*, KPMG. DK Document.
- LANG, M., y T. STICE-LAWRENCE (2015), Textual Analysis and International Financial Reporting: Large Sample Evidence, University of North Carolina, WP 2015 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2407572).
- LI, F. (2008), Annual report readability, current earnings, and earnings persistence, *Journal of Accounting and Economics*, 45: 221-247.
- (2010), “The information content of forward-looking statements in corporate filings – A naïve Bayesian machine learning approach”, *Journal of Accounting Research*, 48(5): 1049-1102.
- LOUGHRAN, T., y B. McDONALD (2011), When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks, *The Journal of Finance*, Vol. LXVI(1): 35-65.
- (2014), Measuring readability in financial disclosures, *The Journal of Finance*, LXIX(4): 1643-1671.
- LUNDHOLM, R. J.; ROGO, R., y J. ZHANG (2014), Restoring the Tower of Babel: How Foreign Firms Communicate with US Investors, *The Accounting Review*, 89: 1453-1485.
- OLIVER WYMAN (2015), *Managing Complexity: The State of the Financial Services Industry*, (http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/jan_/SoFS-2015/State_of_the_Financial_Services_Industry_Report_2015.pdf)

La economía social frente a la crisis en España*

Pierre Perard**

La economía social reúne a un conjunto de organizaciones que combinan eficiencia económica y utilidad social y comparten una base común de valores y principios. Representa un peso económico y humano considerable, que crece de manera constante en toda Europa. Sin embargo, padece de una cierta invisibilidad institucional en la mayoría de los países, que hace que sus entidades sufran, sobre todo en periodos de crecimiento y de dinamismo económico, una banalización de su comportamiento económico y de su papel social. Este artículo analiza la trayectoria de las principales entidades de la economía social en España, en un periodo de crisis profunda como el que ha conocido el país durante estos últimos años. El objetivo, por lo tanto, es evaluar cómo han “navegado” a través de la crisis y, en particular, comprobar si han podido aprovechar este contexto para desplegar sus capacidades y sus especificidades. Se demuestra que si bien el sector no ha escapado a la recesión –aunque ciertos tipos de entidades la han padecido más que otras–, ha resistido globalmente mejor que el resto de la economía y ha permitido limitar de manera significativa sus efectos en la sociedad. Se encuentra evidencia, pues, sobre su carácter contracíclico y anticrisis.

Situación de la economía social española al inicio de la crisis

Desde los años setenta del pasado siglo, se manifiesta un interés creciente en todo el mundo por las organizaciones que son ni públicas ni privadas con fines de lucro, llamadas del “tercer sector”.

Se trata de entidades privadas que tienen ante todo una finalidad de servicios a sus miembros o a la colectividad, en lugar de una finalidad de lucro en beneficio de sus propietarios.

A diferencia del enfoque anglosajón del tercer sector (*nonprofit sector*), basado en una apli-

* Este artículo resume un trabajo más amplio editado por Funcas: véase Perard (2016).

** Funcas.

cación estricta del criterio de la no lucratividad y que, por lo tanto, solo incluye a organizaciones de no mercado como las asociaciones y las fundaciones, el enfoque europeo continental, según el cual el tercer sector es sinónimo de economía social, incluye también a organizaciones que actúan en el mercado a través de iniciativas empresariales, principalmente vía las cooperativas y las mutualidades. Otra gran especificidad de la economía social es la centralidad que tiene el principio de la gobernanza democrática (“una persona, un voto”) en el seno de sus entidades.

A pesar de las dificultades para definir y abordar la economía social como un sector unificado, y de limitado reconocimiento institucional en toda Europa, nadie duda de su importancia económica y humana. Existen datos fiables sobre su peso y su representatividad en términos de empleos al principio de la crisis económica (2009-2010). Según las principales estimaciones (Monzón y Chaves, 2012; Comisión Europea, 2011), la economía social representaba por entonces el 10% del conjunto de las empresas de la Unión Europea (UE), y el 6,5% del empleo total remunerado. Entre 2003 y 2010, el empleo remunerado en este sector se incrementó en un 26,8% en el ámbito de la UE.

El análisis de la evolución, durante los años de crisis, del papel y de la situación de las estructuras de economía social es particularmente relevante en el caso español, por tres razones principales. Primero porque España es un gran país de economía social. Apoyado en la Constitución (art. 129.2), el sector –encabezado sobre todo por las cooperativas y otras estructuras similares como las sociedades laborales– representaba más del 10% del PIB español y el 6,7% del empleo total del país cuando se inició la crisis en 2008 (Chaves, Monzón y Zaragoza, 2013). Segundo, porque la grave situación de crisis que está superando España y el consiguiente deterioro de las condiciones sociales podrían haber favorecido el desarrollo de prácticas y de estructuras de la economía social, cuyo impacto económico y social positivo, sobre todo en tiempo de crisis y hacia las personas en situación de precariedad económica y social, ha sido ya subrayado por varios autores (Tomás,

1997; Grávalos y Pomares, 2001; Sajardo, 2004). La tercera razón es de orden institucional. España destaca por ser el primer país europeo que se dotó de una ley, en 2011, de economía social (Ley 5/2011, de 29 de marzo). Reconoce por primera vez el conjunto de las estructuras que integran la economía social, atribuyéndoles unos principios comunes y un papel de interlocutor social ante los poderes públicos. Sobre todo, esta norma contiene objetivos y medios ambiciosos para llevar a cabo políticas públicas de apoyo al sector, ofreciéndole, en principio, numerosas posibilidades para su estímulo.

El sector no ha evitado los efectos de la recesión económica...

La economía social española no resistió, al igual que el resto de la economía, la degradación de la situación económica que empezó a hacerse sentir en España a partir de 2008. La crisis ha afectado al sector en su conjunto, pero con una lógica y una intensidad diferentes en función del tipo de estructuras que lo componen. Cabe distinguir dos categorías de estructuras: las dependientes de los mercados y las dependientes esencialmente de la financiación pública.

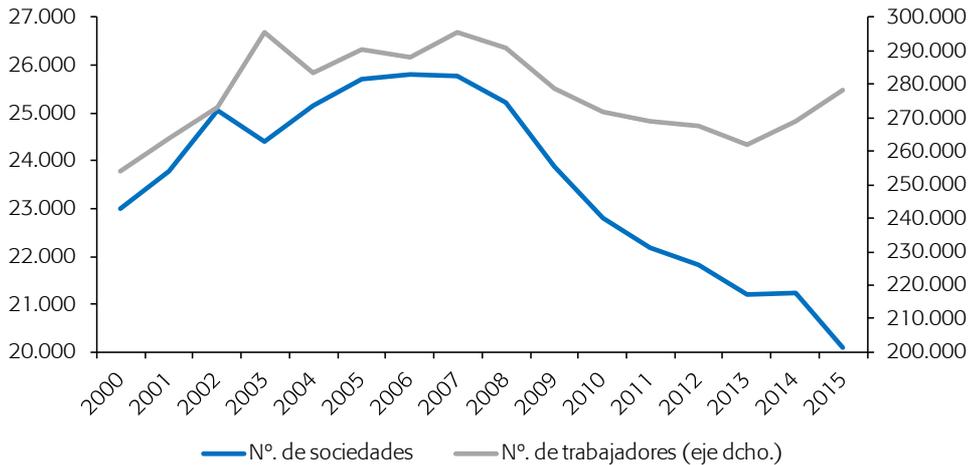
El impacto sobre las entidades de economía social dependientes de los mercados

Las cooperativas y las sociedades laborales, que venden productos o servicios en el mercado, pertenecen a esta primera categoría. Se trata de organizaciones en las cuales el capital social pertenece mayoritariamente a los trabajadores y ningún socio puede poseer más de una tercera parte. La crisis económica ha tenido como principal consecuencia el debilitamiento de sus carteras de pedidos y, por lo tanto, la amenaza a los empleos y los ingresos que generan –incluso su supervivencia–.

Entre 2007 y 2015, el número de cooperativas en España ha disminuido un 22%, y el empleo en estas estructuras ha bajado un 5,8% –un 11,3% hasta 2013, antes del principio de la recuperación económica– como lo indica el gráfico 1.

Gráfico 1

Evolución del número de sociedades cooperativas y de sus trabajadores



Nota: Los socios trabajadores de una cooperativa tienen la posibilidad de elegir el régimen de cotización a la Seguridad Social en el cual quieren incorporarse. Así, por ejemplo, sobre los 278.177 trabajadores en cooperativas en el segundo trimestre de 2015, 198.394 cotizaban en el régimen general (u otros regímenes diferentes al de autónomos) y 79.783 eran autónomos.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social. Segundo trimestre de cada año. Regímenes de cotización: general y autónomos.

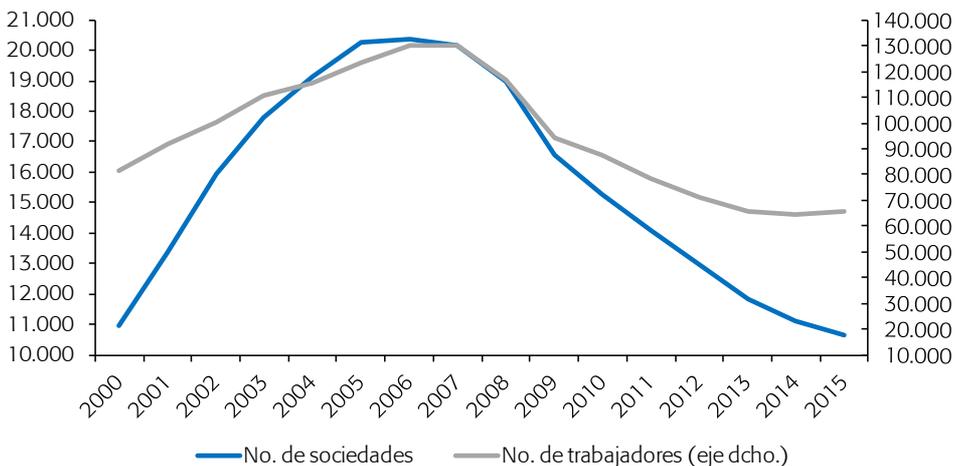
Sin embargo, han sido sobre todo las sociedades laborales las más afectadas: su número, así como también el empleo que generan, han caído en torno al 50% desde el principio de la crisis (gráfico 2). Solo quedan 10.675 entidades en el segundo semestre de 2015 –89% de responsabi-

lidad limitada (SLL), 11% anónimas (SAL)– dando empleo a 65.518 personas.

Para explicar la caída espectacular de las sociedades laborales desde 2007, cabe destacar tres grandes razones. La primera, que aparece de

Gráfico 2

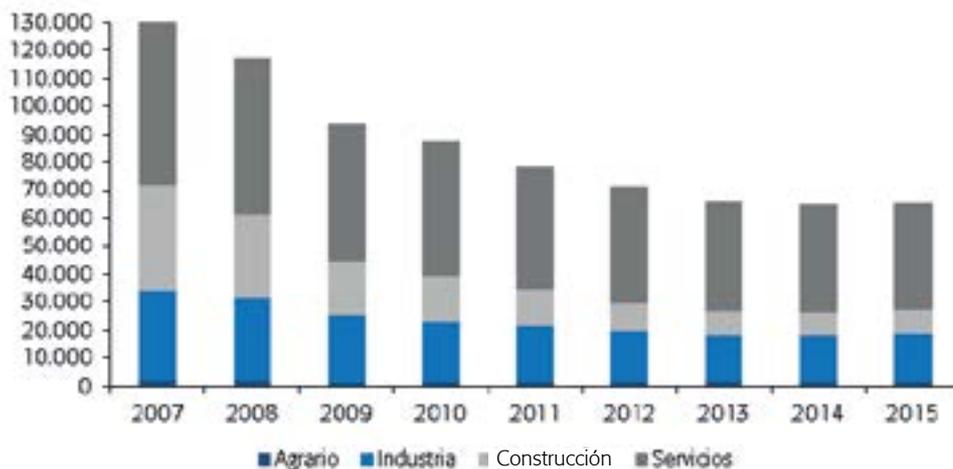
Evolución del número de sociedades laborales y de sus trabajadores



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social. Segundo trimestre de cada año. Regímenes de cotización: general y autónomos.

Gráfico 3

Evolución de la distribución de los trabajadores en las sociedades laborales por sectores de actividad



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

inmediato, está directamente vinculada a un elemento central de la crisis en España. El análisis de la distribución del empleo por sectores permite ver que el 30% del empleo en las sociedades laborales en 2007 se encontraba en la construcción (gráfico 3). Por lo tanto, al igual que ha ocurrido con la economía española en su conjunto, la caída de este sector ha sido de hecho particularmente perjudicial para estas estructuras.

A pesar de la fuerte caída en el número de cooperativas y sociedades laborales durante la crisis, el análisis de supervivencia del total de empresas nacidas en España justo antes (2007) o en plena recesión (2009) sugiere que las empresas de economía social han resistido mejor la crisis que el resto.

La segunda razón es más de orden político-legislativo y tiene raíces anteriores a la crisis. Tiene que ver con las modificaciones –favorables a los

trabajadores autónomos– que han ocurrido a lo largo del decenio 2000-2010¹ en la legislación respecto a la capitalización del desempleo en pago único. Antes de estas reformas, muchos españoles en el paro utilizaban esta prestación para crear sociedades laborales, obteniendo así la financiación para iniciar sus actividades. Se puede comprobar en el cuadro 1 cómo, a partir de 2003, empieza la caída del número de trabajadores de sociedades laborales beneficiarios de esta medida, al mismo tiempo que crece de manera espectacular el número de autónomos beneficiarios. Entre 2007 y 2014, el número de socios de sociedades laborales beneficiarios de esta medida de fomento ha descendido un 50%.

La tercera razón que explica –pero también que matiza– los malos datos de las sociedades laborales durante la crisis obedece al proceso de pérdida de la calificación de “laboral”, a favor de la calificación únicamente de “sociedad limitada” (S.L.) o “anónima” (S.A.). Esta transformación de las sociedades laborales en sociedades limitadas o anónimas se debe principalmente a que su asesoría

¹ Ley 45/2002, de 12 de diciembre, de medidas urgentes para la reforma del sistema de protección por desempleo y mejora de la ocupabilidad; Real Decreto 1413/2005, de 25 de noviembre, por el que se modifica la disposición transitoria cuarta de la Ley 45/2002; Real Decreto 1975/2008, de 28 de noviembre, sobre las medidas urgentes a adoptar en materia económica, fiscal, de empleo y de acceso a la vivienda.

Cuadro 1

Evolución del número de trabajadores beneficiarios de la prestación por desempleo en pago único

	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2014
Sociedades laborales	7.327	10.363	8.339	7.302	5.335	4.422	4.009	3.630
Cooperativas	4.504	3.351	3.260	3.598	3.612	3.302	3.679	3.427
Autónomos	119	41.134	78.869	143.573	150.005	139.743	143.482	154.197
Total	11.950	54.848	90.468	154.473	158.952	147.467	151.170	154.197

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

particular les aconseja dejar de serlo, seguramente por la falta de incentivos –sobre todo fiscales². Sin embargo, se puede considerar que estas empresas, que han dejado de ser sociedades laborales “de derecho” por no cumplir los requisitos de la Ley de 1997 que regulaba el sector³, todavía son sociedades laborales “de hecho”, ya que la gran mayoría de ellas no han perdido la filosofía y los principios que caracterizan las entidades de la economía social, como la propiedad colectiva de la empresa o la gobernanza democrática.

El impacto sobre las entidades de la economía social dependientes de la financiación pública

Las entidades de la economía social dependientes de la financiación pública tampoco han evitado los efectos de la crisis y de las respuestas para combatirla, en particular los de las políticas de reducción del gasto público.

El análisis de su financiación, durante estos últimos años en España, de las organizaciones no gubernamentales (ONG) y del tercer sector de acción social (TSAS) permite concluir a un descenso generalizado de las fuentes de ingresos del canal público, sobre todo a partir de 2011.

Aunque la financiación pública sigue aportando el mayor volumen de sus ingresos –el 55,3% de estos, mucho más que el 25,3% aportado por la financiación propia y que el 19,4% procedente de la financiación privada– se observa una caída del 23,6% de los ingresos procedentes del ámbito público para el tercer sector de acción social entre 2010 y 2013 (Plataforma de ONG de Acción Social, 2015).

Frente a un doble contexto de descenso de ingresos externos y de aumento de las demandas sociales, y a pesar de nuevas estrategias de diversificación de las fuentes de ingresos –sobre todo hacia más ingresos propios– utilizadas por las asociaciones y las fundaciones, unas y otras no han podido evitar la aparición de diversas consecuencias nefastas: dificultades financieras, deterioro de las organizaciones y de su capacidad de actuación, reducciones de plantillas, desaparición de entidades, etcétera.

Otras estructuras que han sufrido la reducción de las ayudas públicas y los recortes son los centros especiales de empleo (CEE). Se trata de empresas que deben contar con un mínimo de 70% de trabajadores con discapacidad –física o psíquica– y con servicios de asistencia personal y social que estos requieren. Hasta 2010 ha aumentado de

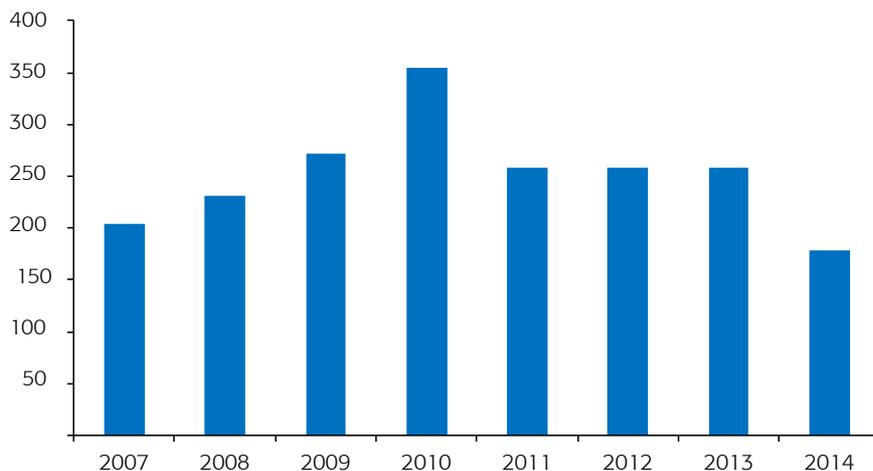
² Aunque, teniendo en cuenta su finalidad social, existe un régimen fiscal beneficioso para las sociedades laborales, así como para las cooperativas. Los beneficios tributarios de las sociedades laborales conciernen al impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados (artículo 17 de la Ley 44/2015, de 14 de octubre, de Sociedades Laborales y Participativas). Los beneficios fiscales de las cooperativas, además de afectar a este impuesto, se extienden fundamentalmente también al impuesto sobre sociedades y a los tributos locales (Título IV de la Ley 20/1990, de 19 de diciembre, sobre Régimen Fiscal de Cooperativas).

³ Ley 4/1997, de 24 de marzo, de Sociedades Laborales. La nueva normativa que regula el sector es la Ley 44/2015, de 14 de octubre, de Sociedades Laborales y Participadas, que entró en vigor el 15 de diciembre de 2015.

Gráfico 4

Evolución de las ayudas públicas concedidas para la integración laboral de personas con discapacidad en los centros especiales de empleo

(Millones de euros)



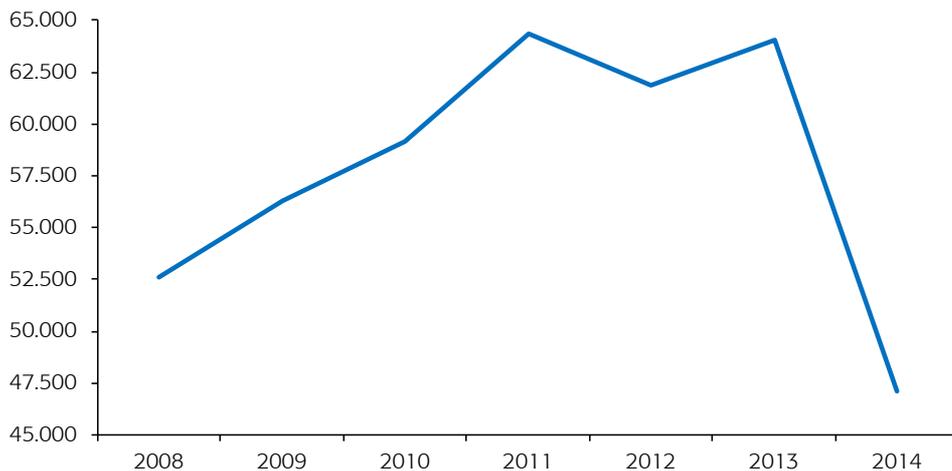
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

manera constante el importe de las ayudas públicas concedidas para la integración laboral de personas con discapacidad en los centros especiales de empleo. En 2011 ha disminuido intensamente, y de nuevo en 2014 (gráfico 4).

Esta disminución de las ayudas públicas, además de la reducción en la actividad de los centros debida a la crisis, ha contribuido a una estabilización de la plantilla de sus trabajadores a partir de 2011 y a su caída espectacular en 2014 (gráfico 5).

Gráfico 5

Evolución de la plantilla de personas con discapacidad en los centros especiales de empleo



Fuentes: Elaboración propia a partir de los datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) y del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Como se aprecia comparando los gráficos 4 y 5, la evolución del importe de las ayudas incide directamente en el empleo.

A la vista de este panorama, se puede afirmar que la economía social española, al igual que la economía en su conjunto, ha sufrido los efectos de una espiral descendente estos últimos años, particularmente hasta 2013. Las sociedades laborales han sido, sin duda alguna, las entidades más afectadas. Por otra parte, las políticas públicas de fomento al sector –ya sean las tradicionales (subvenciones, medidas fiscales, capitalización del desempleo en pago único) o las nuevas que aparecen en la Ley 5/2011– se han mostrado insuficientes, incluso perjudiciales, para muchas estructuras, particularmente las que dependen directamente de la financiación pública como las asociaciones.

Pero ha resistido mejor que el resto de la economía y se ha comportado como un amortiguador de la crisis

Es, pues, indiscutible que el sector de la economía social no ha escapado a la crisis económica –aunque ciertos tipos de entidades la han padecido más que otros–. Sin embargo, ha resistido globalmente mejor que el resto de la economía y ha permitido limitar los efectos de la crisis en varios niveles: en la supervivencia de empresas, en la creación de empleos, en la integración laboral y social, en la lucha contra la exclusión y en la previsión social.

En la supervivencia de empresas

El análisis de la supervivencia del total de empresas nacidas en España justo antes (2007) o en plena recesión económica (2009) sugiere que las empresas de la economía social han resistido mejor la crisis que el resto de empresas. Según los datos de la demografía armonizada de empresas facilitados por el INE, entre las empresas creadas

en 2007 (356.358 en total), únicamente el 54,4% se han mantenido en actividad tres años después (2010), una cifra que alcanzaba el 62% para las cooperativas. Respecto a las empresas nacidas en 2009 (267.546 en total), mientras que quedaba casi la mitad (el 53,8%) del total de estas empresas tres años después (2012), el 56,9% de las cooperativas y el 62% de las sociedades laborales (SAL y SLL) habían sobrevivido. Las SAL creadas en 2009 han resistido mejor durante toda la crisis que el resto de las empresas que han surgido ese mismo año.

El principio de la “doble calidad”, que constituye uno de los fundamentos de la economía social, y que se basa en el hecho de que los actores sociales beneficiarios (o usuarios) de la acción iniciada también son los socios de la estructura que la produce, explica en gran medida la mayor supervivencia de este tipo de empresas. Este principio permite asociar los usuarios y los trabajadores a los resultados de la estructura a la cual pertenecen, lo que refuerza su sentido de responsabilidad compartida y su motivación respecto a los resultados a alcanzar, y por consiguiente, su “identificación patrimonial y afectiva” con ella (Calderón y Calderón, 2012). Al reforzar el compromiso de los socios con la empresa, este factor ha resultado clave para “navegar” a través de la crisis.

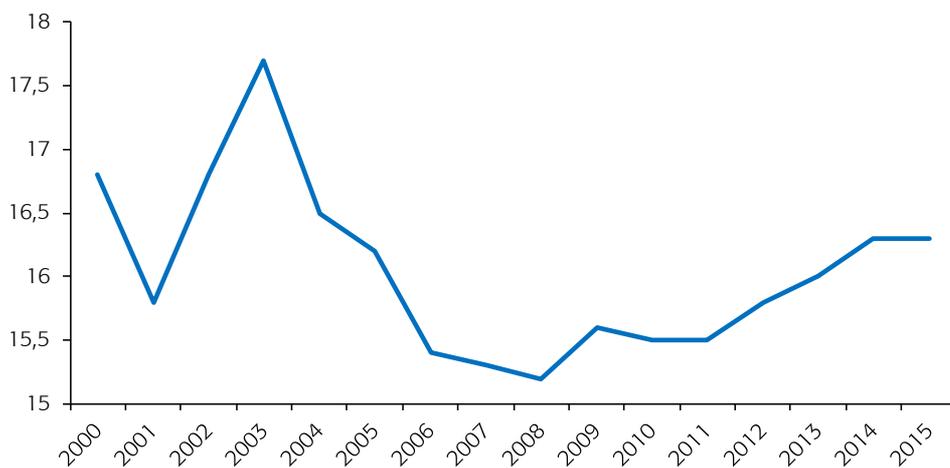
En la creación de empleo

En lo que se refiere al empleo, también se advierte una mayor resistencia de las cooperativas respecto al resto de la economía. Como indica el gráfico 6, en 2007 había en España 15,3 empleos en las cooperativas por cada 1000 ocupados totales; la cifra correspondiente alcanzaba los 16,3 en 2015, o sea un aumento de más de 6% del empleo en las cooperativas en proporción al número de ocupados totales sobre el periodo 2007-2015. Este aumento se duplica si se compara el empleo en las cooperativas con el empleo privado total en España⁴.

⁴ Según los datos del INE sobre el empleo privado, el empleo en las cooperativas ha aumentado un 11% en proporción al número de ocupados totales del sector privado durante este mismo periodo, pasando de 16,7 empleos en las cooperativas por cada 1000 ocupados totales del sector privado en 2007 a 18,7 en 2015.

Gráfico 6

Evolución del número de empleos en las cooperativas por cada 1.000 ocupados totales



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Liderado por las cooperativas de trabajo asociado, es decir, aquellas que tiene por objeto proporcionar a sus socios un trabajo (los “socios trabajadores”), se puede incluso observar un aumento absoluto importante del empleo cooperativista entre 2007 y 2015 en sectores clave como la educación (19%) y las actividades sanitarias y de servicios sociales (28%), los sectores que destruyeron más empleo público en la crisis. Esta evolución singular en periodo de recesión, además de la constatación de una mayor lentitud para generar empleos en periodos de expansión económica —véase la caída de la curva del gráfico 6 entre 2003 y 2007, cuando el crecimiento anual del PIB en España superaba el 3%— revela un comportamiento contracíclico del empleo cooperativo, ya demostrado en estudios anteriores (Grávalos y Pomares, 2001; Díaz y Marcuello, 2010). Hay que reconocer, sin embargo, que este comportamiento ha sido menos significativo en los últimos años; por eso cabe hablar de un leve efecto refugio del empleo cooperativista durante esta crisis.

La mayor capacidad de ajuste de las condiciones laborales, presente en las entidades de la economía social, constituye una de las explicaciones principales a la resistencia de las cooperativas

al desempleo y su capacidad de generación de empleo en tiempo de crisis (Jordán, 2002; Sáez y González, 2004). Lo cierto es que sus especificidades estatutarias, en particular el modo de gobernanza participativa y la “doble calidad”, dan lugar a unos acuerdos más consensuados, libremente establecidos por los miembros de estas estructuras. La solidaridad y el compromiso aumentan la flexibilidad del tiempo de trabajo y de los salarios, lo que ha permitido reducir la probabilidad de despidos y contribuir a la estabilidad del empleo durante la crisis. El dinamismo del empleo en las cooperativas durante estos últimos años se puede explicar también por una serie de otros factores, como la tendencia que tienen los parados o las personas con dificultades para encontrar un trabajo a crear cooperativas o integrarse en ellas, o por el fenómeno de la reconversión de empresas tradicionales —en crisis y/o amenazadas de cierre— en cooperativas de trabajo, que también ha adquirido importancia en la crisis española (Calderón y Calderón, 2012; CEPES, 2013).

En la integración laboral y social

Combinando los objetivos de creación de empleo y de lucha contra la exclusión, los cen-

tros especiales de empleo también han desempeñado un papel significativo durante la crisis. Han aumentado su plantilla de trabajadores de manera importante en el peor momento de la crisis, entre 2008 y 2011, pasando de 52.631 a 64.391 personas (+18,3%), a pesar de la caída espectacular evidenciada en 2014 (gráfico 5). Además de suponer un ahorro público en protección social, convirtiendo “posibles perceptores de servicios sociales en trabajadores, contribuyentes y consumidores” (Manzano y Redondo, 2014), los centros especiales de empleo han constituido un potente vector de integración laboral y social para personas que tienen grandes dificultades de integración en el mercado de trabajo ordinario y que conocen, en no pocos casos, situaciones de pobreza y de exclusión social⁵.

Lo mismo ha ocurrido con las empresas de inserción, que se han constituido durante la crisis como instrumentos esenciales de lucha contra la exclusión a través de la integración laboral.

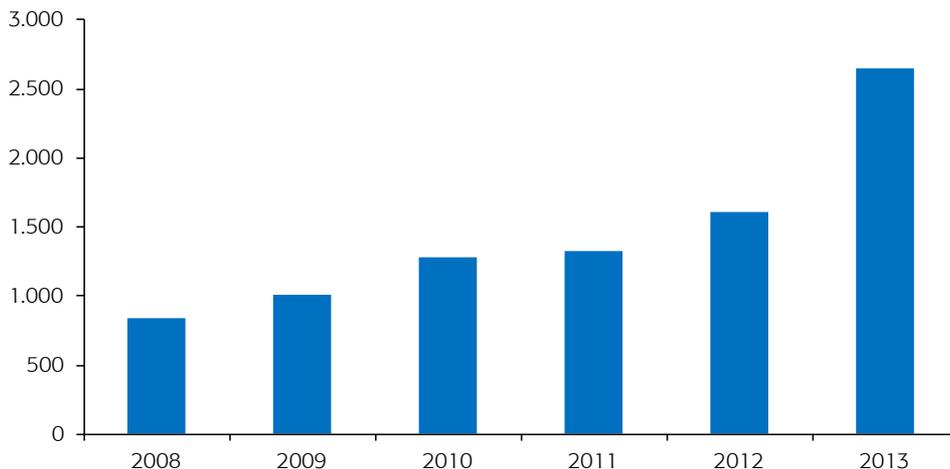
Bajo condición de mantener, en cómputo anual, un porcentaje de trabajadores en proceso

Entre 2008 y 2011, en los peores momentos de la crisis, los centros especiales de empleo aumentaron sus plantillas, pasando de 52.631 a 64.391 trabajadores, configurándose como un potente vector de integración laboral y social para personas con grandes dificultades de inserción en el mercado de trabajo ordinario y con un elevado riesgo de pobreza y exclusión social.

de inserción de al menos el 30% durante los tres primeros años de actividad y de al menos el 50% del total de la plantilla a partir del cuarto año, estas empresas incluyen a colectivos con especiales dificultades para su integración en el mercado de trabajo: perceptores de rentas mínimas de inserción (RMI), desempleados de larga duración, jóve-

Gráfico 7

Evolución del número de personas en inserción contratadas en las empresas de inserción



Fuentes: Elaboración propia a partir de los datos de FAEDEI (2014)

⁵ Según los datos del *Atlas Laboral de las Personas con Discapacidad 2016* (Grupo SIFU y la Universidad de Sevilla), la tasa de paro de las personas con discapacidad ha pasado del 16% al 35% entre 2008 y 2013. Ha crecido más que la tasa de las personas sin discapacidad (11,3% en 2008 y 26% en 2013), lo que supone un aumento de la brecha entre ambos grupos al pasar de 5 puntos de diferencia a 9 puntos. El estudio revela también que un tercio de la población con discapacidad se encuentra en situación de pobreza y exclusión social, y que del total de personas con discapacidad ocupadas, el 12,6% se encuentra en situación de riesgo de pobreza.

nes procedentes de instituciones de protección de menores, personas con problemas de drogodependencia, internos de centros penitenciarios etcétera.

Como indica la última memoria social elaborada por la Federación de Asociaciones Empresariales de Empresas de Inserción para el año 2013 (FAEDEI, 2014), que se basa en una muestra de empresas muy amplia, 2.646 personas en inserción han trabajado en las 174 empresas de inserción que participaron en su estudio. Es casi dos veces más personas que el año anterior y tres veces más que en 2008 (gráfico 7).

Las empresas de inserción constituyen, por lo tanto, una herramienta económica y social muy relevante, especialmente para mitigar los efectos de la crisis, ya que muchos de sus trabajadores durante estos últimos años se han visto particularmente afectados por el deterioro de la situación económica. Por ejemplo, durante el año 2013, al menos 905 personas en inserción que trabajaban en una empresa de este tipo –el 35% del total de trabajadores de inserción– habían sido anteriormente receptoras de una renta mínima de inserción (FAEDEI, 2014). Ahora bien, el número total de personas desempleadas y titulares de una RMI en España se ha más que duplicado entre 2007 y 2012, pasando de 103.071 a 217.358 personas, según los datos del Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

En la lucha contra la exclusión

Aunque una gran parte de ellas han conocido problemas de financiación, sobre todo después de 2012, las asociaciones y fundaciones han desempeñado un papel decisivo durante estos últimos años en el ámbito del bienestar social. La crisis, y el desempleo masivo y de larga duración que ha ido acompañándola, han provocado no solo un aumento importante del número de personas que solicitan ayudas de todo tipo⁶ sino también un cambio en su tipología, con la reaparición de demandas sociales básicas como la alimentación (Buffet *et al.*, 2013).

En el tercer sector de acción social se observa en los últimos años un verdadero “giro asistencial”, concentrándose en la atención de situaciones de urgente necesidad y en la prestación de servicios básicos, y dejando en segundo plano otras funciones tradicionales, como las de sensibilización y abogacía social.

En este contexto que obliga a “hacer más con menos”, el voluntariado ha representado durante la crisis un apoyo crucial para las entidades del tercer sector de acción social, que han podido así cubrir sus necesidades de recursos humanos

Cuadro 2

Datos cuantitativos sobre el papel del tercer sector de acción social (TSAS) durante los primeros años de la crisis (2008-2010)

- Han aparecido cerca de 1.000 entidades más entre 2008 y 2010, hasta alcanzar 29.746 organizaciones del TSAS en España en 2010
- Los gastos de las entidades del TSAS se han incrementado entre 2008 y 2010, pasando de representar el 1,42% al 1,62% del PIB español (1,88% si se incluyen los gastos de las entidades singulares).
- Se ha verificado un aumento de más de 100.000 trabajadores con contrato laboral en las entidades del TSAS entre 2008 y 2010, lo que eleva el total de personas contratadas en 2010 a 635.961.
- Se han producido 47,6 millones de atenciones directas a personas en 2010 en las entidades de primer nivel del TSAS, un 29,4% más que en 2007.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Fundación Luis Vives (2012).

⁶ Entre 2007 y 2013, el número de personas atendidas en Cáritas ha pasado de 370.251 a 1,3 millones (Cáritas, 2013). El número de personas atendidas también se ha triplicado en el caso de la Cruz Roja, entre 2008 y 2012, hasta alcanzar los 2,4 millones (Cruz Roja, 2013).

y desarrollar sus actividades. Según los datos de la Plataforma de ONG de Acción Social (2015), se estima en cerca de 1,3 millones el número de personas voluntarias en el tercer sector de acción social en 2013, o sea un aumento del 31% respecto a 2008.

Se puede observar así un verdadero “giro asistencial” del tercer sector de acción social durante estos últimos años (Mora, 2013), concentrándose casi exclusivamente en actividades de atención a lo urgente y en la prestación básica de servicios. Esta priorización ha provocado que pasasen a un segundo plano otras funciones tradicionales y fundamentales de sus organizaciones, especialmente las de reivindicación de derechos o de sensibilización y de abogacía social.

En la previsión social

En lo que se refiere al ámbito de la previsión social, las mutualidades han demostrado ser muy efectivas durante la crisis. En un contexto económico-financiero y demográfico complejo, y con incertidumbres crecientes respecto a la sostenibilidad del Estado de bienestar español, las mutualidades de previsión social han podido beneficiarse de sus fortalezas para afrontar tal contexto. Entre esas fortalezas habría que mencionar la capitalización individual, basada en el principio “recibo en función de lo que coticé”, así como la existencia de un control muy riguroso de sus actividades y cuen-

tas, a través de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) y de la normativa europea sobre el seguro –actualmente Solvencia II (entrada en vigor el 1 de enero de 2016)–. De manera general, se advierte una gestión muy prudente de los fondos dentro de las entidades de economía social, un elemento que resulta particularmente decisivo en tiempo de crisis. Asimismo, los límites a la redistribución de los excedentes entre los miembros favorecen la constitución de reservas no compartibles. Además de fortalecer el compromiso de los socios con la empresa, este principio ofrece sobre todo la posibilidad de recurrir eventualmente a estos fondos propios acumulados, lo que representa un colchón de seguridad en momentos difíciles.

El análisis de la evolución de algunas cifras agregadas sobre el sector, durante la crisis, permite confirmar su “buena salud” (Confederación Española de Mutualidades, 2008-2014): el volumen de sus ingresos por primas, es decir por las ventas de seguros realizadas, ha aumentado el 27,6% desde 2008, pasando de 2,36 a 3,26 millones de euros al cierre del ejercicio de 2014. La suma de activo agregada (patrimonio) alcanzaba los 38,88 millones de euros al final de 2014, o sea un 28,6% más desde el principio de la crisis.

Respecto a este último punto, las mutualidades de previsión social han visto crecer el importe de

Cuadro 3

Evolución patrimonial de los fondos y planes de pensiones y de las mutualidades de previsión social

(Miles de euros)

	Fondos de pensiones				Mutualidades de previsión social	
	Sistema individual	Sistema de empleo	Sistema asociado	Total	Total	%/fondos de pensiones
2008	49.209	28.866	983	79.058	27.950	35,35%
2010	52.453	31.757	1.014	85.224	31.064	36,45%
2012	52.901	32.840	795	86.536	34.835	40,25%
2013	57.991	33.539	883	92.413	37.914	41,03%
2014	64.144	33.810	861	98.815	38.880	39,35%

Fuentes: Elaboración propia basada en Sáez y Sánchez (2005) y a partir de los datos de Tornos (2015).

su patrimonio también en relación con los fondos de pensiones, que constituyen el instrumento más utilizado en el mercado de la previsión complementaria en España (cuadro 3). El patrimonio de las mutualidades representaba así, en 2014, casi el 40% del de los planes y fondos de pensiones.

Conclusiones

Al igual que para la economía española en su conjunto, la crisis ha golpeado con fuerza a la economía social. Sin embargo, el sector se ha mostrado particularmente dinámico durante estos últimos años, confirmando una vez más su carácter contracíclico. Esta tendencia ha sido manifiesta sobre todo con la evolución reciente del empleo cooperativista. Más que solo amortiguar los efectos de la crisis, sus estructuras, combinando utilidad económica y social, han desempeñado un papel nada despreciable en la recuperación económica del país.

Además de su gran capacidad para atender e integrar a las personas más vulnerables, cuyo número ha aumentado mucho estos últimos años, estas organizaciones han podido apoyarse en sus especificidades estatutarias —en particular sus principios de funcionamiento, de gestión y de gobernanza— para establecer estrategias a largo plazo y reforzarse ante las fluctuaciones coyunturales.

La crisis se ha comportado así como reveladora de las especificidades y capacidades de las entidades de economía social para actuar sobre los cambios coyunturales y estructurales actuales. Esta nueva visibilidad —sobre un sector que, en periodo de crecimiento económico, suele aparecer como secundario— ha permitido reforzar el interés de los ciudadanos y de los políticos por las estructuras y prácticas relacionadas con la economía social. Son cada vez más numerosos los españoles que la valoran ya no solo en su papel paliativo o transitorio, sino como un modelo económico alternativo, con objetivos propios, unas especificidades, y un papel en las relaciones socioeconómicas que estructuran la sociedad.

Referencias

- BUFFET, P.; RUBIO, J. J., y S. SOSVILLA (2013), "El tercer sector social en España: atributos y características del mecenazgo y la filantropía", *Revista Información Comercial Española* - ICE, n.º 872: 79-91.
- CALDERÓN, B., y M. J. VALDERÓN (2012), "Cómo afrontan la crisis las cooperativas en España: comparativa de trayectorias laborales a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, n.º 76: 5-26.
- CÁRITAS (2013), *VIII Informe del Observatorio de la Realidad Social. Empobrecimiento y desigualdad social: el aumento de la fractura social en una sociedad vulnerable que se empobrece*, Madrid: Cáritas.
- CHAVES, R.; MONZÓN, J. L., y G. ZARAGOZA (2013), "La economía social: concepto, macromagnitudes y yacimiento de empleo para el Trabajo Social", *Cuadernos de trabajo social*, vol. 26-1: 19-29.
- COMISIÓN EUROPEA (2011), "Initiative pour l'entrepreneuriat social. Construire un écosystème pour promouvoir les entreprises sociales au cœur de l'économie et de l'innovation sociales", communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité Économique et Social Européen et au Comité des Régions, COM (2011) 682 final.
- CONFEDERACIÓN EMPRESARIAL ESPAÑOLA DE LA ECONOMÍA SOCIAL – CEPES (2013), (http://www.cepes.es/boletin_digital/noticia/301_cepes-promueve-transformaciones-empresariales-para-salvar-empresas-empleo).
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE MUTUALIDADES – CNEPS (2008-2014), (<http://www.cneps.es/>).
- CRUZ ROJA ESPAÑOLA (2013), *Boletín sobre vulnerabilidad social*, n.º 7, Madrid: Cruz Roja.
- DÍAZ, M., y C. MARCUELLO (2010), "Impacto económico de las cooperativas. La generación de empleo en las sociedades cooperativas y su relación con el PIB", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, n.º 67: 23-44.

- FEDERACIÓN DE ASOCIACIONES EMPRESARIALES DE EMPRESAS DE INSERCIÓN – FAEDI (2014), *Memoria Social 2013*, Madrid.
- FUNDACIÓN LUIS VIVES (2012), *Anuario del Tercer Sector de Acción Social en España*, Madrid.
- GRÁVALOS, M. A., e I. POMARES (2001), "Cooperativas, desempleo y efecto refugio", *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, n.º 74: 69-84.
- JORDÁN, M. (2002), "Particularidades de las condiciones laborales en las empresas de trabajo asociado" *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, n.º 42: 33-47.
- MANZANO, M. I., y M. N. REDONDO (2014), "Supervivencia de los centros especiales de empleo en la Comunidad Autónoma de Castilla y León: Análisis económico-financiero en el periodo 2004-2010", *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*: 25-28.
- MONZÓN, J. L., y R. CHAVES (2012), *L'économie sociale dans l'Union Européenne*, Rapport d'information élaboré pour le Comité économique et social européen par le Centre International de Recherches et d'Information sur l'Économie Publique, Sociale et Coopérative (CIRIEC), Bruselas.
- MORA, S. (2013), "Impacto de la recesión económica en el tercer sector de acción social", *Revista Española del Tercer Sector*, n.º 23: 155-159.
- PERARD, P. (2106), *La crisis, ¿una oportunidad para la economía social española?*, Estudios de la Fundación, 80, Funcas, Madrid.
- PLATAFORMA DE ONG DE ACCIÓN SOCIAL (2015), *El Tercer Sector de Acción Social en 2015: Impacto de la crisis*.
- SÁEZ, F. J., y F. GONZÁLEZ GÓMEZ (2004), "Las empresas de trabajo asociado: regulación, funciones e importancia cuantitativa", *Mediterráneo Económico*, n.º 6: 133-145.
- SÁEZ, F. J., y M. T. SÁNCHEZ MARTÍNEZ (2005), "Las Mutualidades de Previsión Social y los Sistemas de Protección Complementarios", *Documento de Trabajo*, n.º 3, Universidad de Granada, Fundación Once.
- SAJARDO, A. (2004), "Economía social y nuevo estado de bienestar: los servicios asistenciales y la integración socio-laboral", *Mediterráneo Económico*, Cajamar, Vol. 6, n.º 14.
- TOMÁS, J. A. (1997), "La economía social en un mundo en transformación", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, n.º 25: 83-115.
- TORNOS, E. (2015), *Balance social y económico de las Mutualidades. Propuestas ante los cambios normativos*, Confederación Española de Mutualidades.

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	3,0	3,5	2,1	4,2	2,3	3,9	1,0	6,2	4,0	5,4	3,3	-0,3
2017	2,3	2,1	1,0	5,0	3,6	4,4	3,0	6,4	4,3	5,3	2,5	-0,2
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	3,4	3,7	2,6	5,2	3,1	3,3	2,9	7,5	3,7	5,4	3,8	-0,4
II	3,2	3,8	2,3	4,1	2,0	3,5	0,8	6,3	4,2	5,5	3,5	-0,3
III	2,9	3,4	2,1	3,8	2,0	4,3	0,3	5,7	4,1	4,8	3,0	-0,1
IV	2,6	3,1	1,6	3,7	2,1	4,7	0,3	5,3	4,1	6,0	3,1	-0,5
2017 I	2,3	2,6	1,2	4,5	3,2	4,4	2,3	5,8	4,9	6,5	2,7	-0,4
II	2,1	2,1	1,0	4,6	3,4	4,3	2,7	5,8	4,1	5,5	2,4	-0,3
III	2,3	1,9	0,9	5,1	3,7	4,2	3,2	6,5	3,9	4,6	2,4	-0,1
IV	2,5	1,9	1,0	5,8	4,1	4,5	3,9	7,4	4,4	4,6	2,5	0,1
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
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	4,8	-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	3,1	3,8	3,4	1,6	-0,8	5,0	-4,9	4,0	-2,1	1,4	4,3	-1,1
II	3,1	3,7	1,8	4,9	3,2	5,0	1,8	6,8	7,8	6,9	3,4	-0,3
III	2,1	3,0	1,4	4,0	3,1	4,7	1,8	5,0	7,1	10,0	2,9	-0,7
IV	2,0	2,0	-0,2	4,2	3,2	4,0	2,5	5,3	3,8	5,9	2,2	-0,2
2017 I	2,1	1,5	1,8	4,8	3,4	4,0	3,0	6,1	1,2	3,2	2,3	-0,2
II	2,1	1,8	1,2	5,3	3,9	4,5	3,5	6,7	4,3	3,0	2,2	-0,1
III	2,9	2,0	1,0	5,9	4,2	4,5	4,0	7,7	6,2	6,5	2,6	0,3
IV	3,0	2,2	0,0	7,0	5,0	5,0	5,0	9,1	6,1	5,7	2,7	0,3
	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	1.119,2	57,4	19,0	20,9	10,5	4,6	5,9	10,4	33,6	31,3	97,6	2,4
2017	1.157,3	57,4	18,8	21,6	10,8	4,8	6,0	10,8	34,4	32,6	98,2	1,8

* 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

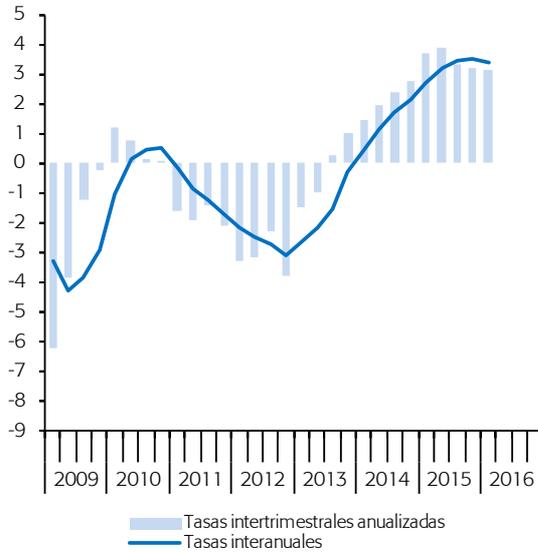


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

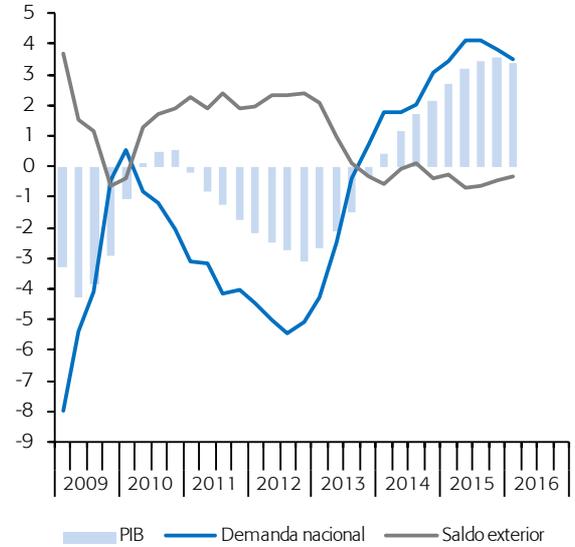


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

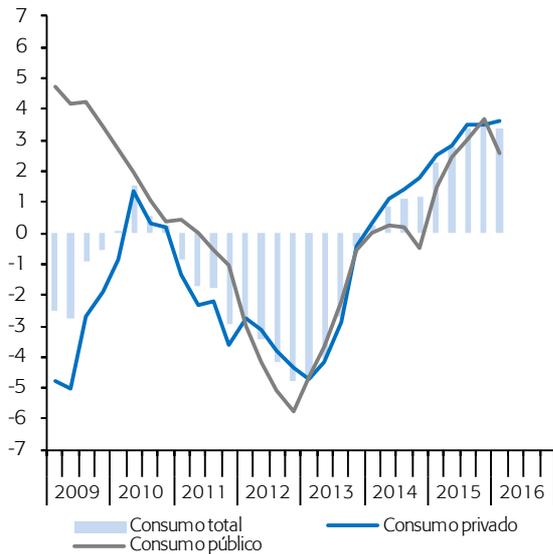
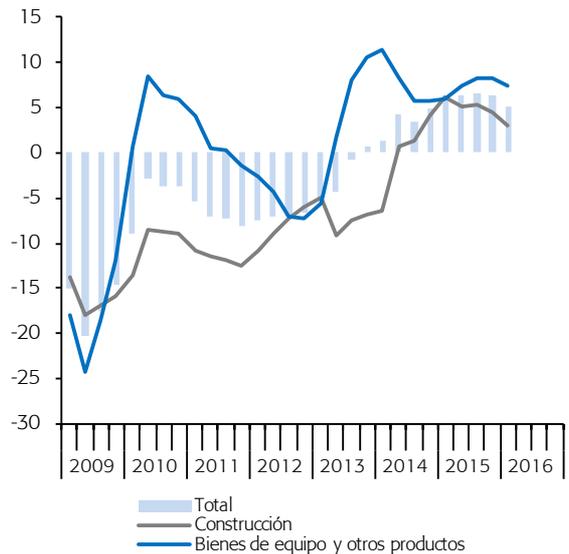


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

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

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto a precios básicos													
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Servicios									Impuestos netos sobre los productos
					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	3,0	3,4	2,4	2,6	3,1	4,9	5,3	2,5	1,1	3,9	1,2	3,6	3,5	
2017	2,3	2,0	2,7	3,0	2,2	2,9	3,7	2,3	1,7	2,6	0,9	2,1	2,3	
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	3,4	5,5	2,6	2,6	3,5	5,0	6,1	2,2	0,9	5,1	2,2	4,4	3,4	
II	3,2	5,0	2,2	3,4	3,3	5,2	5,5	2,0	1,0	4,0	1,6	4,5	3,5	
III	2,8	2,7	2,2	2,6	2,9	4,7	4,9	3,2	1,1	4,0	0,9	3,1	4,0	
IV	2,5	0,5	2,5	1,8	2,7	4,9	4,6	2,8	1,4	2,7	0,1	2,3	3,2	
2017 I	2,3	2,0	2,4	2,6	2,2	4,0	3,3	1,8	1,9	1,9	0,0	1,9	2,9	
II	2,0	2,0	2,4	2,8	1,9	2,3	3,4	2,0	1,6	2,0	1,0	1,9	2,6	
III	2,3	2,0	2,8	3,1	2,1	2,5	3,8	2,4	1,4	2,7	1,1	2,2	2,2	
IV	2,6	2,0	3,0	3,5	2,5	2,9	4,2	2,8	1,6	3,6	1,6	2,5	1,2	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas														
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	3,1	-3,9	2,9	-0,5	3,7	4,8	8,8	7,8	-0,7	5,9	2,4	3,4	2,8	
II	3,2	2,0	3,0	2,6	3,4	8,0	3,5	1,4	2,7	3,0	-1,5	2,8	2,1	
III	2,0	2,0	1,8	2,5	2,1	3,5	3,0	1,0	2,5	1,0	0,5	1,5	3,0	
IV	1,7	2,0	2,4	2,6	1,5	3,4	3,2	1,0	1,0	1,0	-1,0	1,5	5,0	
2017 I	2,1	2,0	2,6	2,8	2,0	1,4	3,5	4,0	1,5	2,5	2,0	2,0	1,7	
II	2,2	2,0	3,0	3,3	2,0	0,9	4,0	2,2	1,6	3,5	2,5	2,5	0,9	
III	3,0	2,0	3,2	3,6	3,0	4,5	4,5	2,4	1,7	4,0	1,0	2,7	1,4	
IV	3,2	2,0	3,2	4,4	3,2	4,9	4,7	2,6	1,8	4,5	1,0	3,0	1,0	
Porcentaje del VAB a precios corrientes														
	Precios corrientes (mm. euros)													
2009	1.006,1	2,3	16,6	10,6	70,4	22,0	4,4	5,7	8,9	7,3	18,2	4,0	7,2	
2010	989,9	2,6	17,2	8,8	71,4	22,5	4,4	4,4	10,2	7,2	18,7	4,1	9,2	
2011	983,7	2,5	17,4	7,5	72,6	22,9	4,3	4,2	10,9	7,4	18,7	4,2	8,8	
2012	957,1	2,5	17,2	6,3	74,0	23,6	4,4	4,3	11,6	7,4	18,6	4,2	9,0	
2013	941,3	2,8	17,1	5,6	74,5	23,8	4,3	3,8	12,0	7,3	19,0	4,2	9,6	
2014	948,3	2,5	17,0	5,4	75,1	24,1	4,3	4,1	12,0	7,4	18,8	4,3	9,8	
2015	981,8	2,5	17,0	5,5	74,9	24,5	4,2	3,9	11,7	7,6	18,7	4,4	10,1	
2016	1.015,2	2,5	16,6	5,5	75,4	25,2	4,3	3,9	11,4	7,7	18,5	4,4	10,2	
2017	1.048,1	2,6	16,7	5,5	75,2	24,7	4,3	4,3	11,3	7,9	18,3	4,4	10,4	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

Gráfico 2.1 - VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

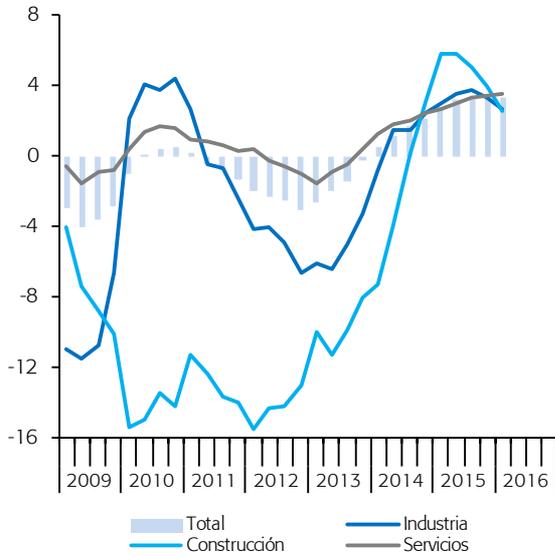


Gráfico 2.2 - VAB, Servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

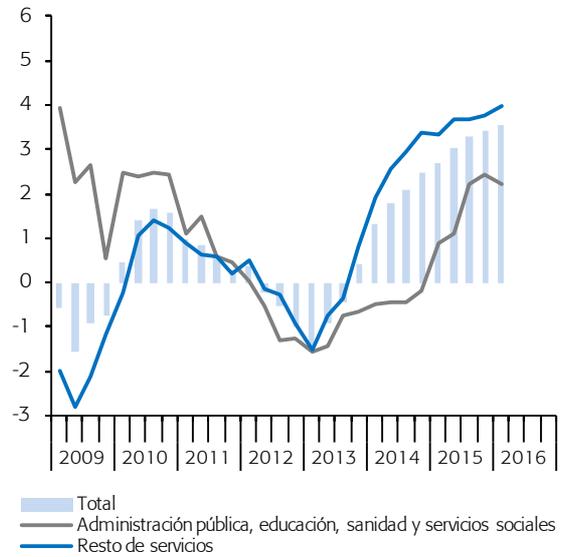


Gráfico 2.3 - VAB, Servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales

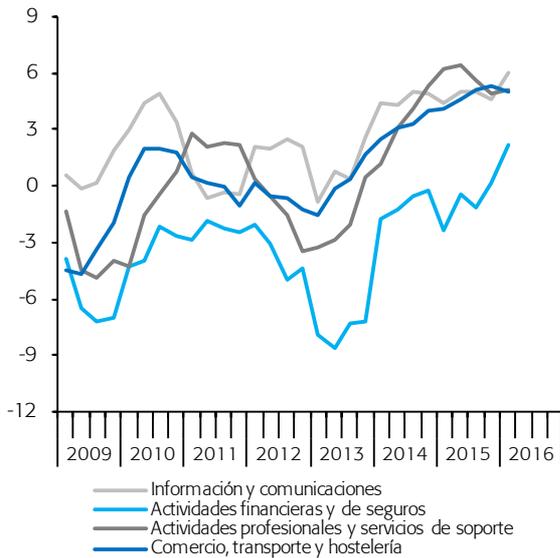
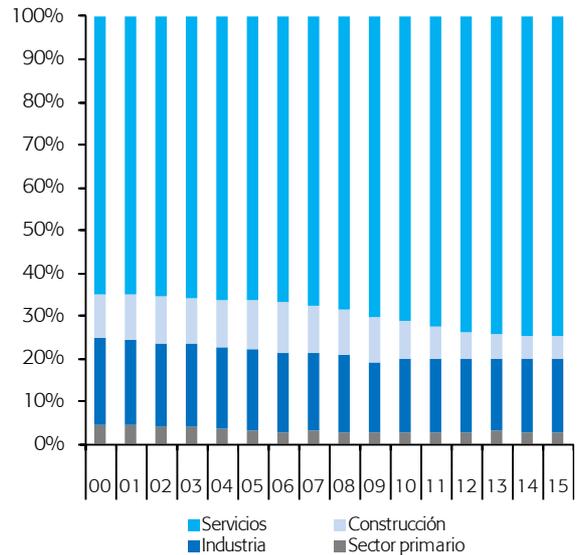


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

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	127,2	108,6	117,2	149,6	127,6	93,8	101,2	--	--	--	--	--
2017	130,2	110,6	117,6	151,1	128,4	93,3	104,2	--	--	--	--	--
2014 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
2016 I	126,0	107,9	116,8	148,4	127,1	94,1	100,3	71,0	141,1	165,9	117,5	93,2
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	3,0	2,6	0,4	0,6	0,2	-0,3	3,5	--	--	--	--	--
2017	2,3	1,9	0,4	1,0	0,6	-0,5	2,9	--	--	--	--	--
2014 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
2016 I	3,4	3,2	0,2	-0,3	-0,5	-0,3	4,3	3,1	1,2	-0,2	-1,3	-0,1

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

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

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

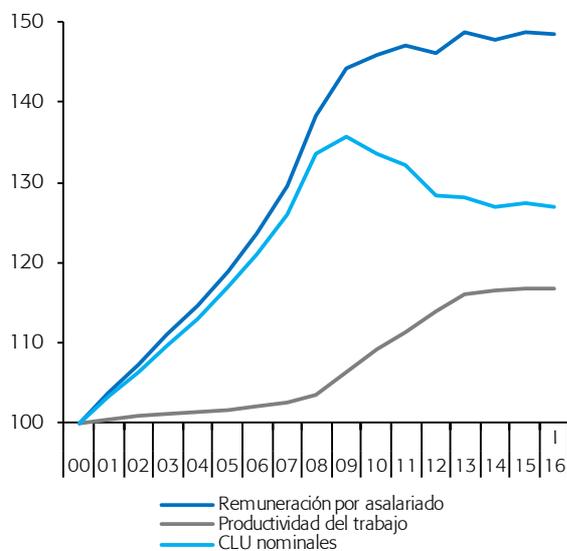
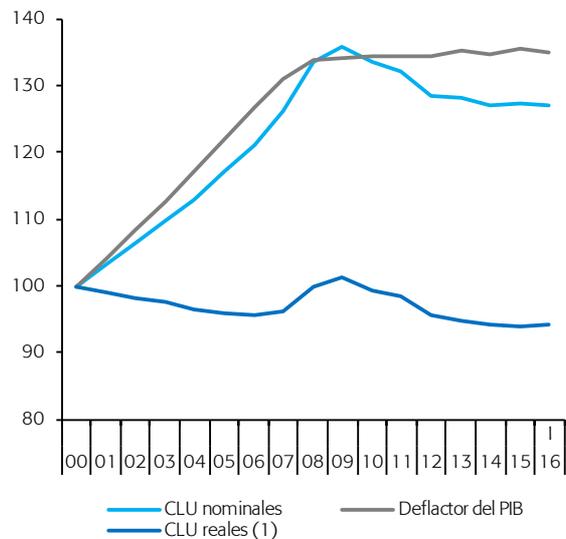


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

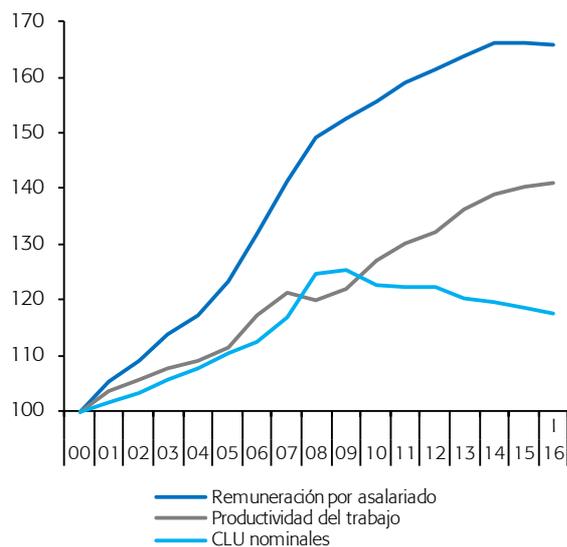
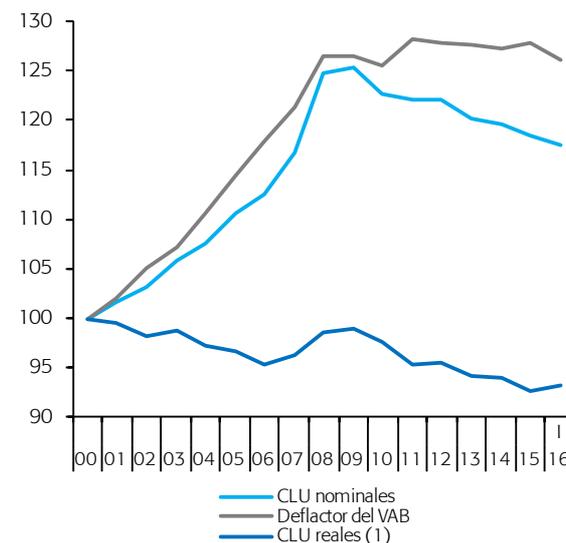


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transacciones corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
	MM euros, suma móvil 4 trimestres										Porcentaje del PIB		
2009	1.079,0	549,2	455,2	74,7	-19,8	1.059,2	-14,3	1.045,0	826,4	218,6	50,9	42,2	6,9
2010	1.080,9	541,5	445,9	93,6	-15,2	1.065,8	-12,7	1.053,0	840,5	212,6	50,1	41,3	8,7
2011	1.070,4	531,0	449,4	90,0	-18,6	1.051,9	-14,1	1.037,7	838,5	199,2	49,6	42,0	8,4
2012	1.042,9	498,6	450,0	94,2	-7,3	1.035,5	-12,6	1.023,0	816,6	206,3	47,8	43,2	9,0
2013	1.031,3	486,6	444,7	99,9	-4,8	1.026,5	-13,1	1.013,4	800,8	212,6	47,2	43,1	9,7
2014	1.041,2	490,8	446,4	103,9	-4,2	1.036,9	-11,5	1.025,5	809,3	216,2	47,1	42,9	10,0
2015	1.081,2	509,9	460,2	111,1	-0,9	1.080,3	-10,9	1.069,4	830,9	238,5	47,2	42,6	10,3
2016	1.119,2	527,5	475,5	116,3	5,3	1.124,5	-11,1	1.113,4	855,0	258,3	47,1	42,5	10,4
2017	1.157,3	543,4	491,8	122,2	10,8	1.168,1	-11,3	1.156,8	882,4	274,4	47,0	42,5	10,6
2014 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
2016 I	1.089,3	513,8	463,3	112,2	-0,3	1.089,1	-10,6	1.078,4	835,6	242,8	47,2	42,5	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	3,5	3,4	3,3	4,6	-712,0	4,1	1,5	4,1	2,9	8,3	0,0	-0,1	0,1
2017	3,4	3,0	3,4	5,0	104,9	3,9	1,5	3,9	3,2	6,2	-0,2	0,0	0,2
2014 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
2016 I	3,8	3,8	2,9	7,8	-92,5	4,2	-7,5	4,3	2,8	9,8	0,0	-0,4	0,4

(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

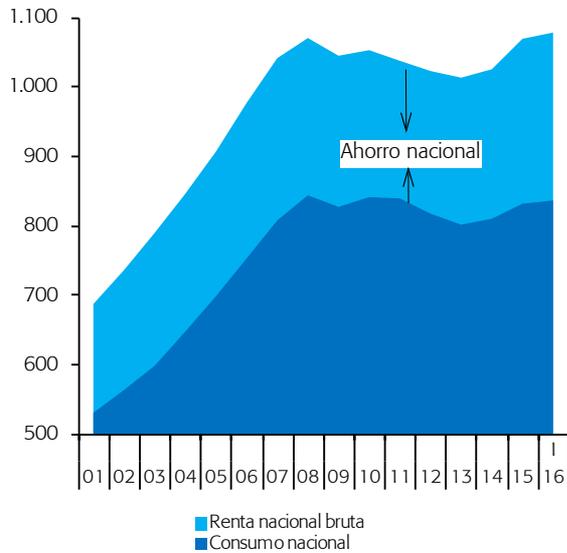


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

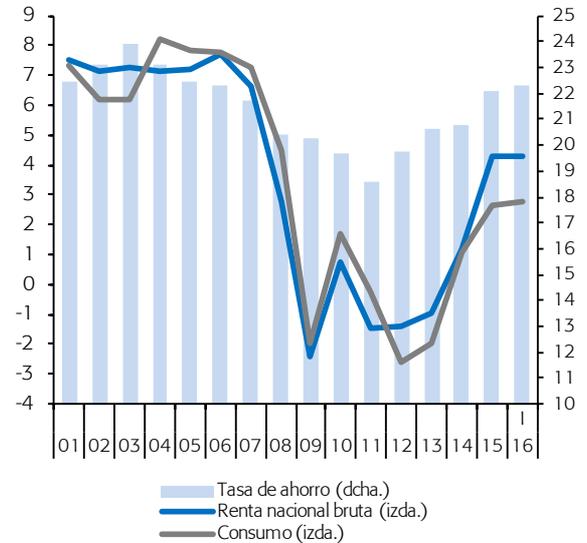


Gráfico 4.3.- Componentes de la renta nacional

Variación interanual en %

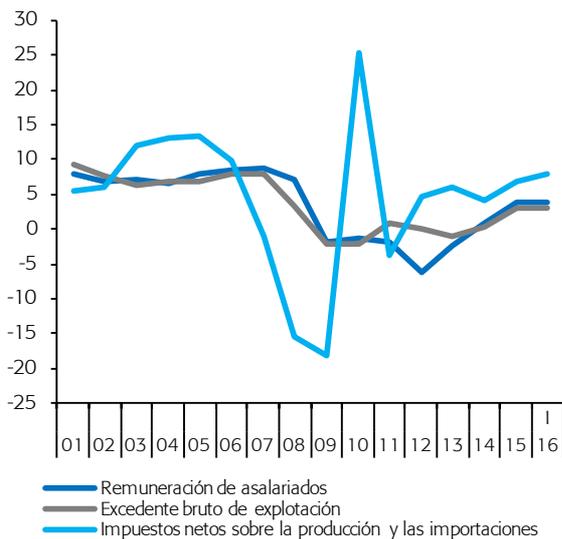
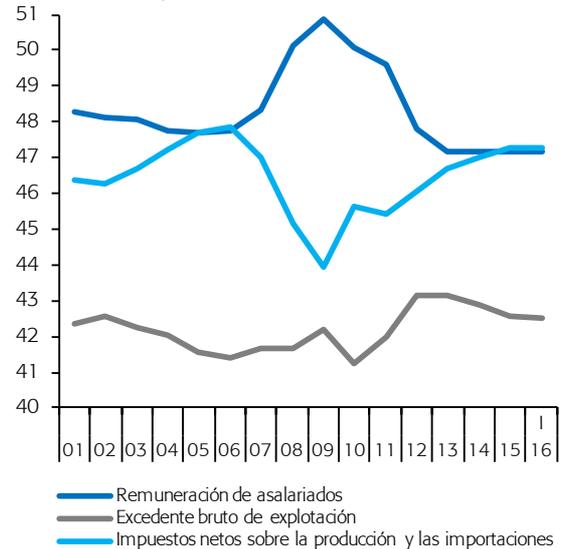


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

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

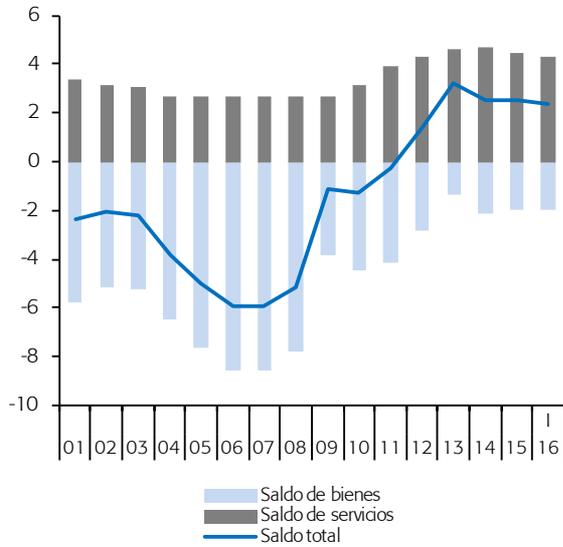
Previsiones en azul

	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	26,4	-25,3	31,4	20,3	5,3	-11,1	20,5	8,1	28,6	258,3	237,8	20,5
2017	20,9	-32,8	34,0	19,8	10,8	-11,3	20,4	8,3	28,7	274,4	254,0	20,4
2014 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
2016 I	25,8	-21,2	28,5	18,5	-0,3	-10,6	14,9	7,8	22,8	242,8	227,9	14,9
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	-2,3	2,8	1,8	0,5	-1,0	1,8	0,7	2,6	23,1	21,2	1,8
2017	1,8	-2,8	2,9	1,7	0,9	-1,0	1,8	0,7	2,5	23,7	21,9	1,8
2014 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
2016 I	2,4	-1,9	2,6	1,7	0,0	-1,0	1,4	0,7	2,1	22,3	20,9	1,4

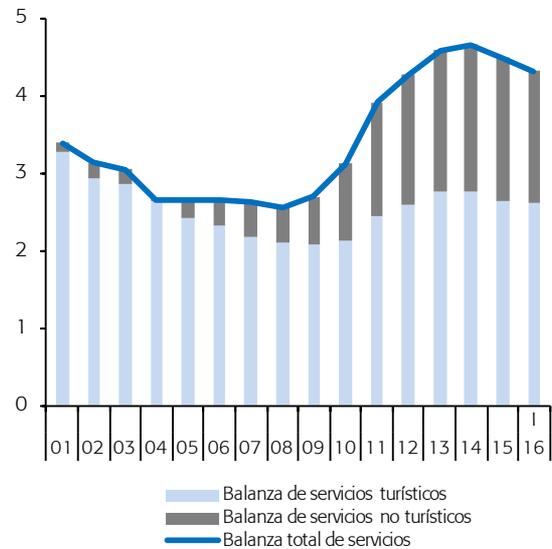
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

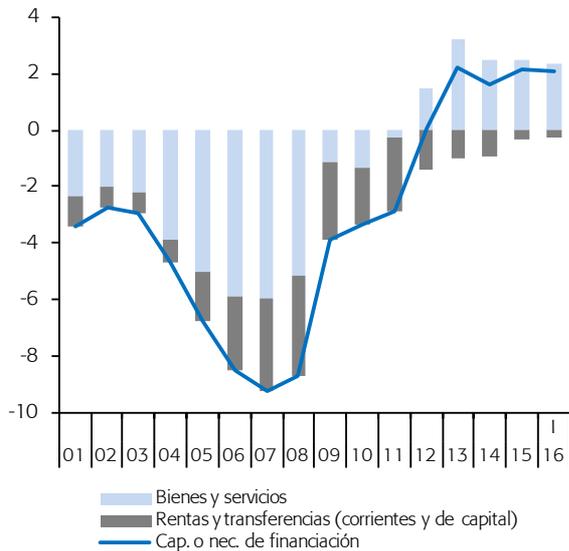
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

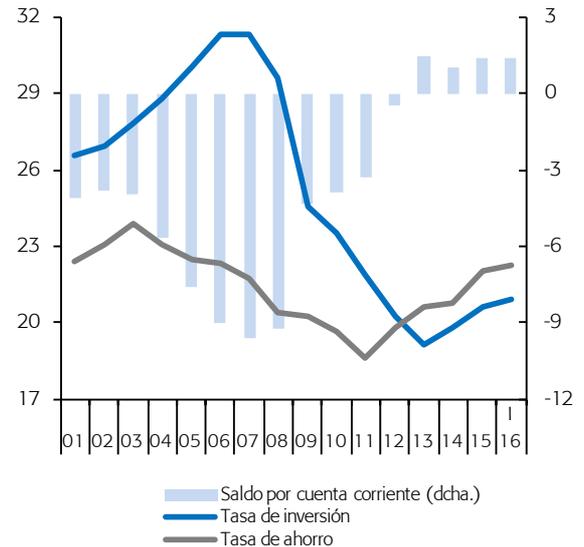
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**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	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
2016	712,3	529,6	228,4	243,7	203,4	86,0	642,1	68,6	9,6	1,2	30,5	39,3	3,5
2017	736,3	545,6	238,7	249,9	209,0	88,9	664,8	69,9	9,5	1,1	32,7	38,3	3,3
2014 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
2016 I	691,5	515,9	218,4	240,4	200,1	83,0	626,3	64,4	9,3	1,4	30,9	34,9	3,2
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	2,3	3,9	-0,2	0,5	2,3	-0,6	2,5	-0,3	-0,2	-70,2	-0,6	-	-0,4
2016	3,5	3,4	4,8	0,9	1,8	3,1	3,2	6,5	0,3	-11,0	4,9	-	0,1
2017	3,4	3,0	4,5	2,5	2,8	3,4	3,5	1,9	-0,1	-8,0	7,1	-	-0,2
2014 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
2016 I	2,3	3,8	0,5	-0,3	2,2	-0,8	2,8	-1,2	-0,3	-66,0	9,3	-	-0,7

(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

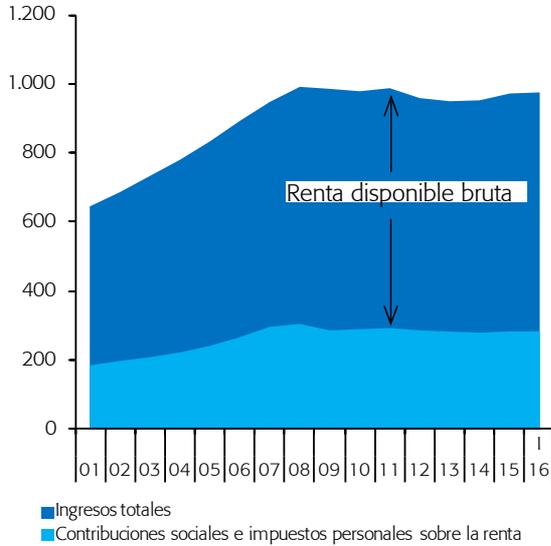
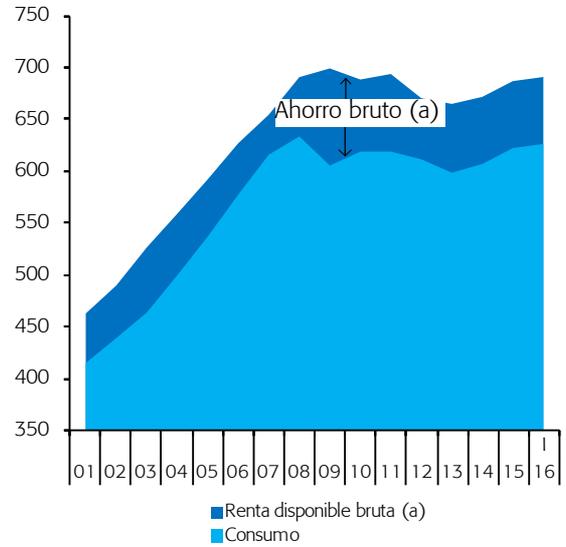


Gráfico 6.2.- Hogares: ahorro bruto

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

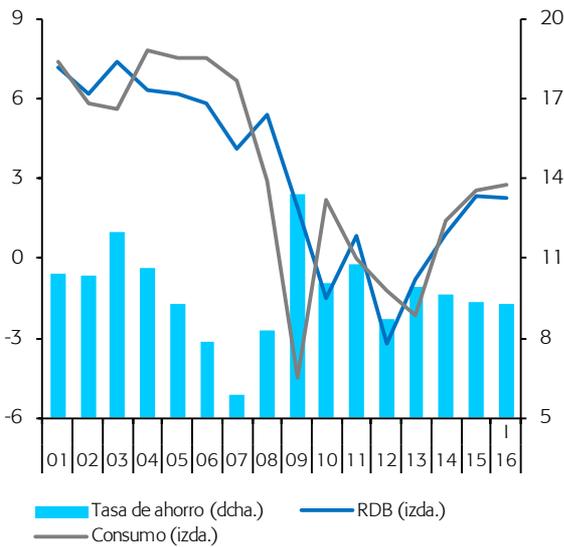
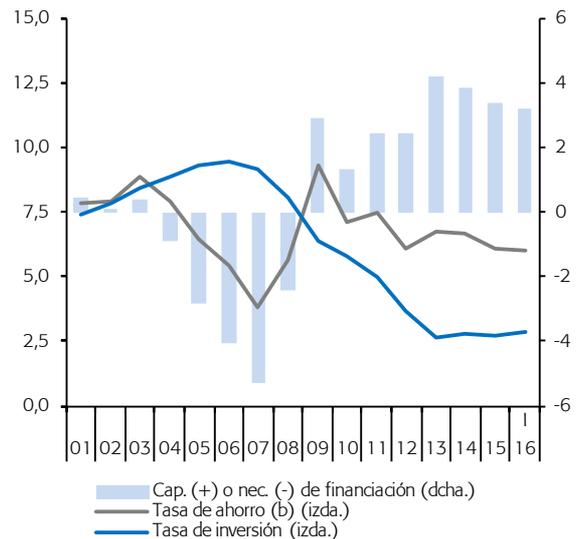


Gráfico 6.4.- Hogares: ahorro, inversión y déficit

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	594,7	341,9	252,8	-32,7	-5,3	21,1	193,7	7,0	176,6	24,1	2,2	42,5	29,7
2017	614,0	353,8	260,1	-27,7	-5,6	22,0	204,8	7,0	189,6	22,2	1,9	42,4	30,9
2014 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
2016 I	580,5	332,0	248,5	-39,2	-4,8	20,8	183,7	7,0	165,1	25,6	2,4	42,8	28,4
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	3,3	4,0	2,3	-17,4	3,5	-0,2	6,9	0,0	8,7	--	-0,2	-0,4	1,5
2017	3,2	3,5	2,9	-15,1	4,0	4,1	5,8	0,0	7,4	--	-0,2	-0,1	1,2
2014 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
2016 I	4,3	4,6	4,0	-13,3	-24,2	15,2	8,5	75,5	7,0	--	0,5	-0,1	0,7

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

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

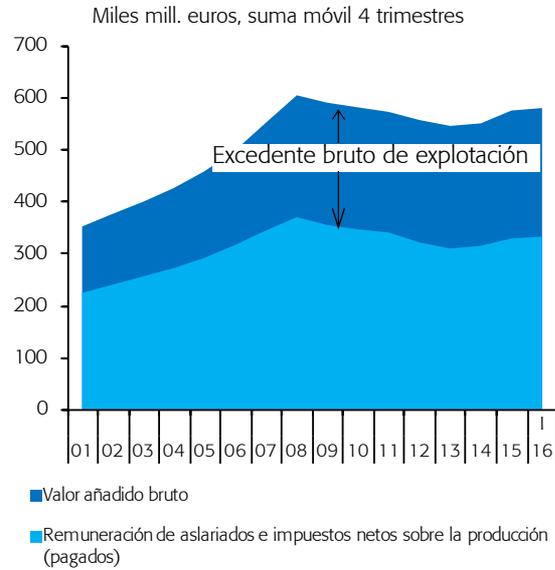


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y Ahorro

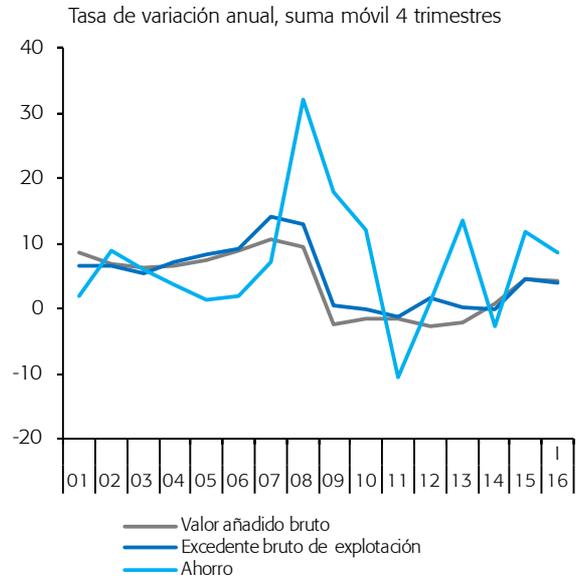


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

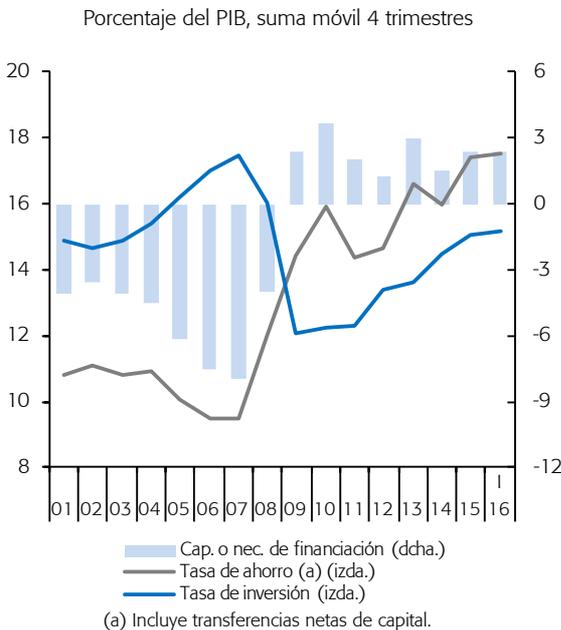
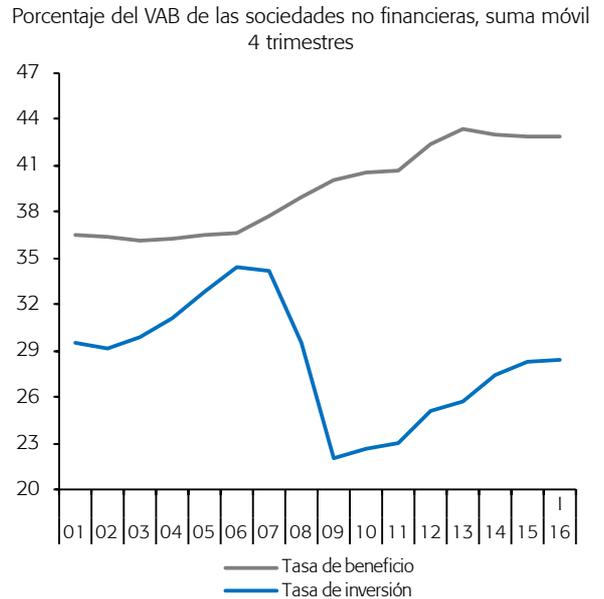


Gráfico 7.4.- Sociedades no financieras: tasa de beneficio y tasa de inversión



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	150,8	131,4	112,7	135,1	121,8	21,7	171,8	21,9	192,7	212,9	-20,2	22,4	-42,6	-42,7
2017	154,0	137,6	117,0	139,1	124,5	18,5	175,9	22,2	206,5	217,6	-11,1	23,1	-34,2	-34,2
2014 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	24,1	-61,9	-61,5
II	145,0	122,6	107,6	131,1	116,8	25,7	170,6	20,8	172,4	205,6	-33,3	24,5	-57,7	-56,1
III	145,5	124,5	109,0	131,5	117,2	25,4	170,7	21,1	176,0	206,6	-30,5	27,2	-57,7	-56,1
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
2016 I	147,1	126,7	107,3	133,0	118,7	24,0	170,8	20,6	179,9	209,4	-29,4	26,5	-55,9	-54,6
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	13,5	11,7	10,1	12,1	10,9	1,9	15,3	2,0	17,2	19,0	-1,8	2,0	-3,8	-3,8
2017	13,3	11,9	10,1	12,0	10,8	1,6	15,2	1,9	17,8	18,8	-1,0	2,0	-3,0	-3,0
2014 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	2,3	-5,9	-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	2,3	-5,4	-5,3
III	13,6	11,6	10,2	12,3	10,9	2,4	15,9	2,0	16,4	19,3	-2,8	2,5	-5,4	-5,2
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
2016 I	13,5	11,6	9,8	12,2	10,9	2,2	15,7	1,9	16,5	19,2	-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

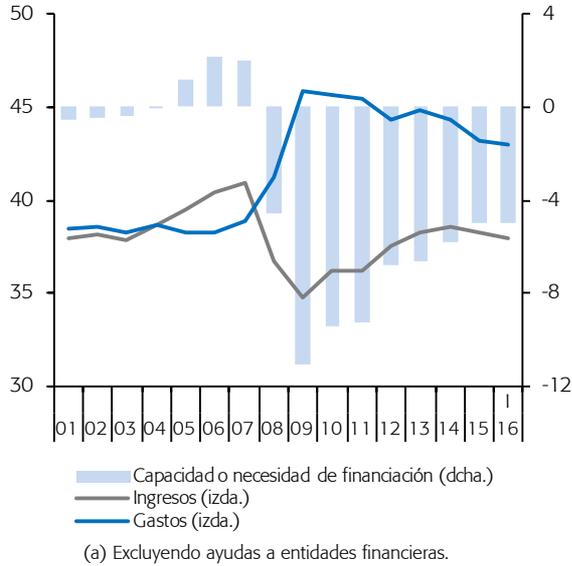


Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

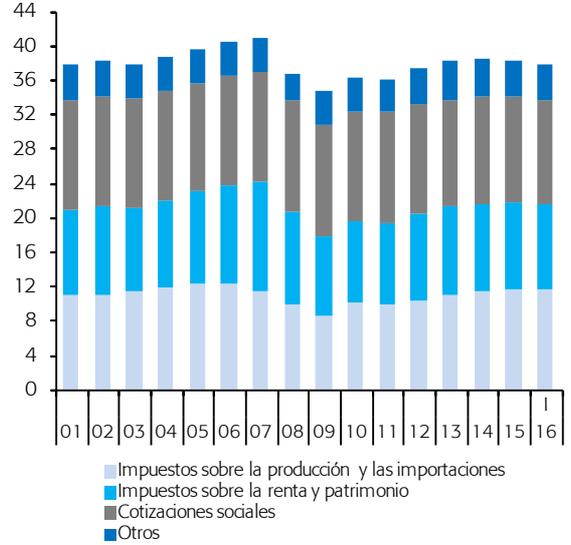


Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

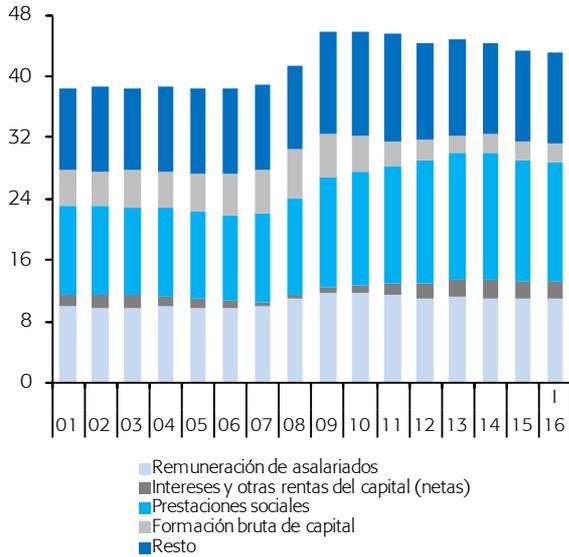
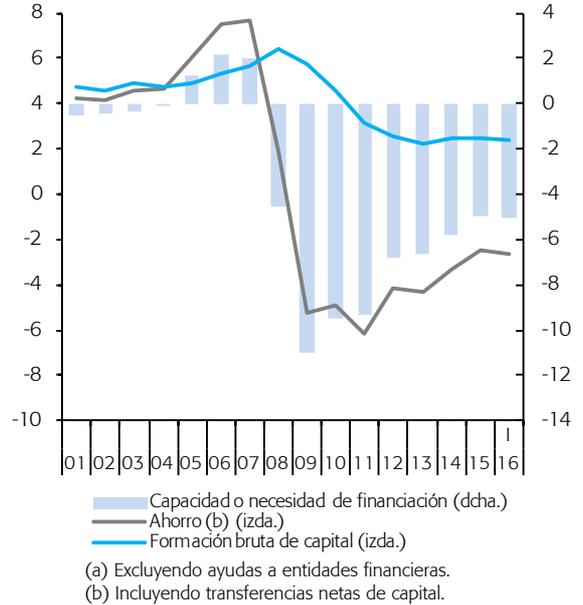


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 9

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

Previsiones en azul

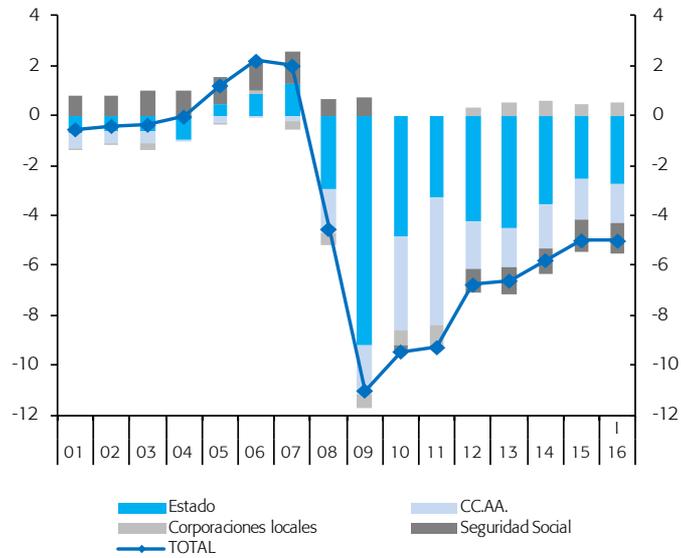
	Déficit					Deuda					
	Admón. Central (a)	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. (a)	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
2009	-99,1	-21,7	-5,9	7,8	-118,9	487,7	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	-21,3	-9,0	3,4	-15,8	-42,7	--	--	--	--	1.113,8	
2017	-16,1	-6,9	2,9	-14,1	-34,2	--	--	--	--	1.152,0	
2014	II	-39,0	-18,3	5,4	-13,8	-65,6	885,1	228,2	42,0	17,2	1.012,5
	III	-39,0	-18,2	6,0	-8,3	-59,5	891,8	232,1	40,8	17,2	1.020,2
	IV	-37,2	-18,2	5,9	-10,9	-60,3	895,7	236,8	38,3	17,2	1.033,7
2015	I	-39,0	-17,1	6,0	-11,5	-61,5	912,9	240,4	38,3	17,2	1.051,8
	II	-32,8	-16,5	6,8	-13,7	-56,1	922,7	249,9	37,7	17,2	1.057,2
	III	-29,9	-17,9	5,4	-13,6	-56,1	938,8	253,2	36,9	17,2	1.067,3
	IV	-27,3	-18,0	4,8	-13,6	-54,1	940,5	261,5	35,1	17,2	1.072,2
2016	I	-27,0	-17,5	4,4	-14,5	-54,6	962,1	264,2	35,1	17,2	1.095,1
	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	-1,9	-0,8	0,3	-1,4	-3,8	--	--	--	--	99,5	
2017	-1,4	-0,6	0,3	-1,2	-3,0	--	--	--	--	99,5	
2014	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	-5,7	86,0	22,4	3,9	1,7	98,4
	IV	-3,6	-1,7	0,6	-1,0	-5,8	86,0	22,7	3,7	1,7	99,3
2015	I	-3,7	-1,6	0,6	-1,1	-5,9	87,0	22,9	3,6	1,6	100,2
	II	-3,1	-1,6	0,6	-1,3	-5,3	87,1	23,6	3,6	1,6	99,8
	III	-2,8	-1,7	0,5	-1,3	-5,2	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	3,2	1,6	99,2
2016	I	-2,7	-1,6	0,5	-1,2	-5,0	88,3	24,3	3,2	1,6	100,5

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

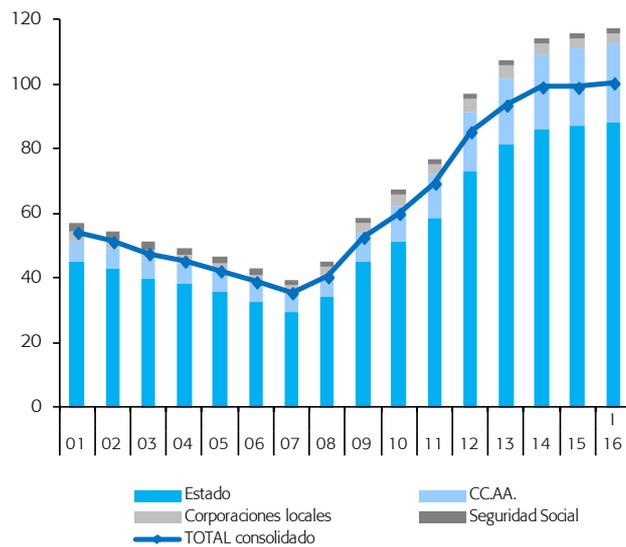
Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

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

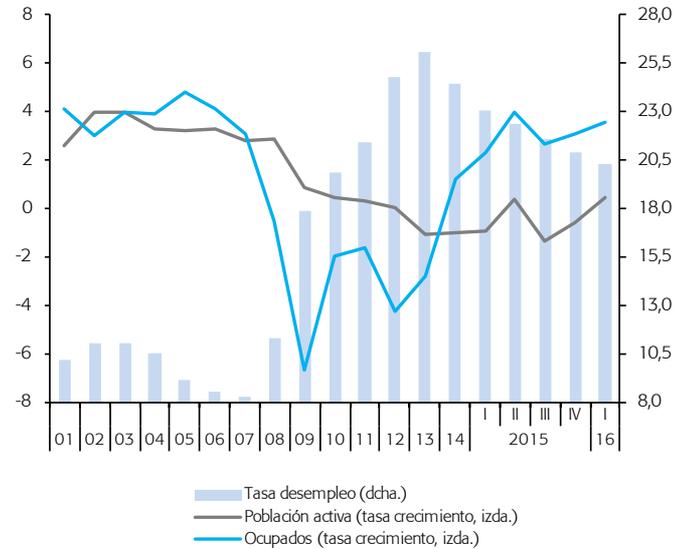
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)			
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3
Millones							Porcentaje						
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	22,9	--	18,3	--	4,5	--	75,5	60,5	19,8	--	--	--
2017	30,0	22,8	--	18,7	--	4,1	--	75,6	61,8	18,1	--	--	--
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	-0,2	--	2,7	--	-10,4	--	0,1	1,8	-2,3	--	--	--
2017	-0,3	-0,2	--	1,9	--	-8,6	--	0,1	1,3	-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.

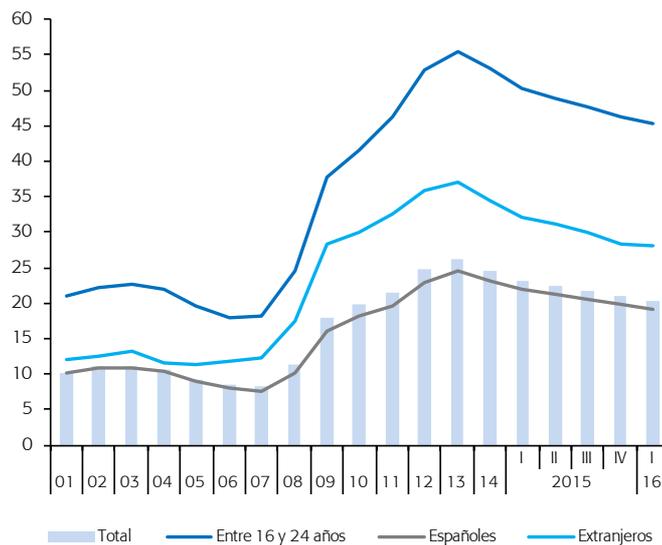
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

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

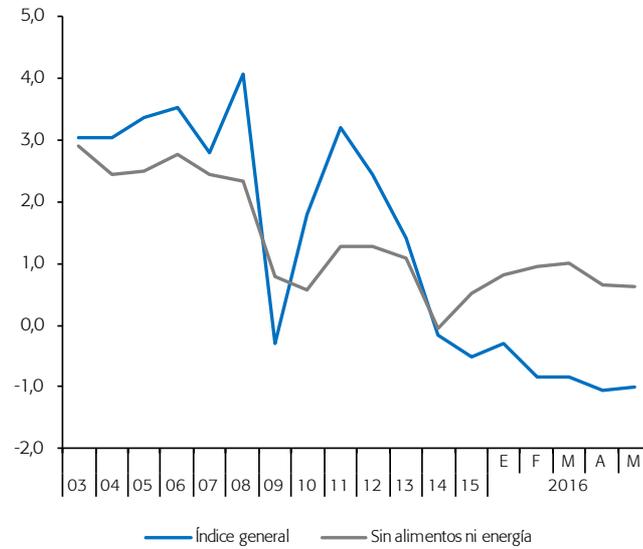
Previsiones en azul

	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	102,9	103,6	104,5	101,8	104,7	108,8	109,1	89,3	108,9	
2017	104,2	104,4	105,4	102,3	105,7	110,6	111,7	92,6	110,9	
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	-0,3	0,7	0,8	0,5	0,9	1,1	2,5	-9,1	1,5	
2017	1,3	0,7	0,9	0,5	0,9	1,6	2,4	3,6	1,9	
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	0,7	0,7	0,5	0,8	1,2	3,2	-15,1	1,8
	May	-1,0	0,6	0,7	0,4	0,8	1,1	2,6	-14,0	1,6
	Jun	-0,9	0,6	0,7	0,5	0,7	1,1	2,1	-12,6	1,4
	Jul	-0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	1,1	3,5	-11,1	1,8
	Ago	0,0	0,7	0,8	0,6	0,8	1,0	2,6	-6,7	1,5
	Sep	0,3	0,7	0,8	0,6	0,8	1,0	2,8	-3,8	1,5
	Oct	0,4	0,7	0,7	0,5	0,9	0,9	1,5	-2,7	1,1
	Nov	0,4	0,7	0,7	0,4	0,8	0,9	2,3	-3,3	1,3
	Dic	0,7	0,7	0,7	0,4	0,8	1,0	3,1	-1,1	1,6
2017	Ene	1,5	0,7	0,8	0,5	0,8	1,2	2,4	5,8	1,6
	Feb	1,8	0,7	0,8	0,5	0,8	1,4	2,9	9,0	1,9
	Mar	1,6	0,6	0,7	0,5	0,6	1,5	3,0	7,1	1,9
	Abr	1,8	0,9	1,0	0,5	1,1	1,6	2,8	7,1	1,9
	May	1,4	0,7	0,9	0,5	0,9	1,6	2,3	4,8	1,8
	Jun	1,1	0,7	0,9	0,5	0,8	1,6	2,2	2,4	1,8
	Jul	1,0	0,7	0,9	0,5	0,9	1,7	2,2	1,4	1,8
	Ago	1,0	0,7	0,9	0,5	0,9	1,7	2,2	1,0	1,9
	Sep	1,0	0,7	0,9	0,5	0,9	1,7	2,2	1,1	1,9
	Oct	1,1	0,8	0,9	0,5	0,9	1,8	2,2	1,3	1,9
	Nov	1,1	0,8	0,9	0,5	0,9	1,8	2,2	1,4	1,9
	Dic	1,1	0,8	0,9	0,5	0,9	1,8	2,2	1,3	1,9

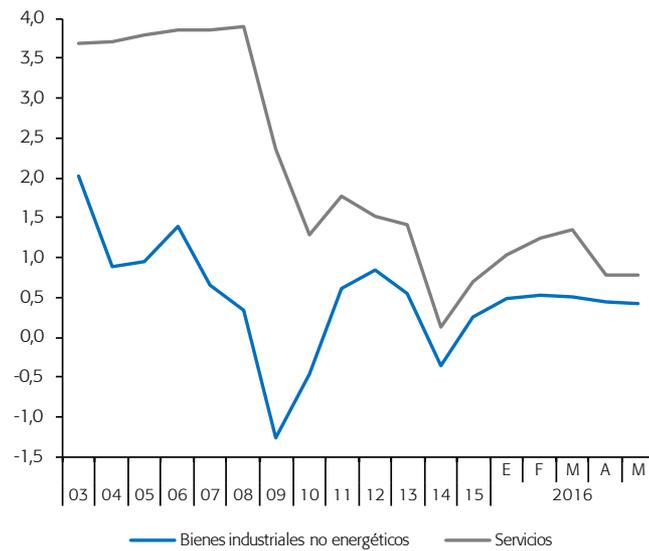
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

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				
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	152,1	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)	100,5	102,4	105,3	68,7	72,6	56,6	140,3	137,3	149,7	147,5	--
2014 III	100,3	111,2	106,0	64,8	70,8	51,2	138,5	134,8	149,7	160,2	--
IV	100,4	109,1	105,8	65,0	71,2	55,9	149,1	149,2	149,0	162,2	--
2015 I	100,7	107,7	105,9	64,6	70,9	53,8	140,6	137,2	151,1	147,1	--
II	100,7	109,2	106,5	67,3	71,8	55,0	146,5	145,4	149,7	154,5	--
III	101,0	108,5	106,6	67,8	71,8	56,1	138,8	135,5	149,0	160,0	--
IV	101,1	106,1	105,7	67,7	72,5	54,5	151,0	151,7	148,6	164,4	--
2016 I	100,5	102,3	105,2	68,7	72,6	56,6	140,3	137,3	149,7	147,5	--
II	--	102,6	105,4	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 Abr	--	102,2	105,3	--	--	--	--	--	--	--	--
May	--	103,0	105,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales											
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	0,9	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)	-0,2	-5,3	-0,8	6,3	2,4	3,2	-0,2	0,1	-0,9	0,3	1,1
2014 III	-0,2	-0,9	-0,4	0,3	-2,6	-3,3	-0,4	0,3	-1,5	-0,1	0,6
IV	-0,3	-2,1	-0,1	1,8	-0,3	5,2	-0,5	-1,0	-1,5	-0,2	0,5
2015 I	0,5	-1,9	0,2	1,5	-0,1	5,9	0,5	1,9	-1,9	0,8	0,7
II	0,5	-1,2	0,7	4,0	1,2	4,7	0,4	0,8	-0,2	0,5	0,7
III	0,7	-2,4	0,5	4,5	1,4	9,7	0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,8
IV	0,7	-2,8	-0,1	4,2	1,8	-2,4	1,2	0,7	-0,3	1,4	0,8
2016 I	-0,2	-5,0	-0,7	6,3	2,4	3,2	-0,2	0,1	-0,9	0,3	1,1
II	--	-6,0	-1,1	--	--	--	--	--	--	--	1,1
2016 Abr	--	-5,9	-1,0	--	--	--	--	--	--	--	1,1
May	--	-5,5	-1,0	--	--	--	--	--	--	--	1,1
Jun	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

(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)

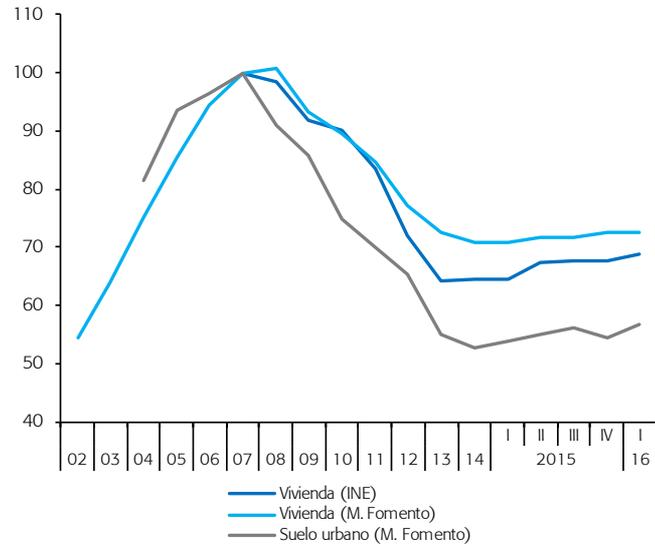
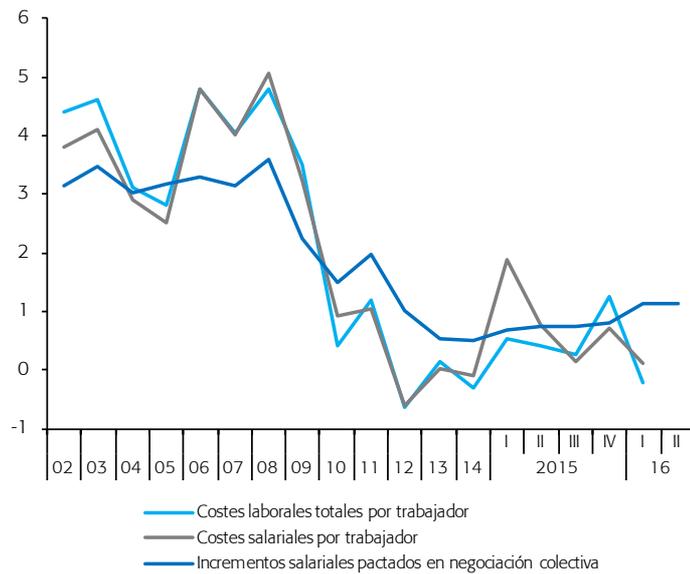


Gráfico 12.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

Desequilibrios: comparación internacional

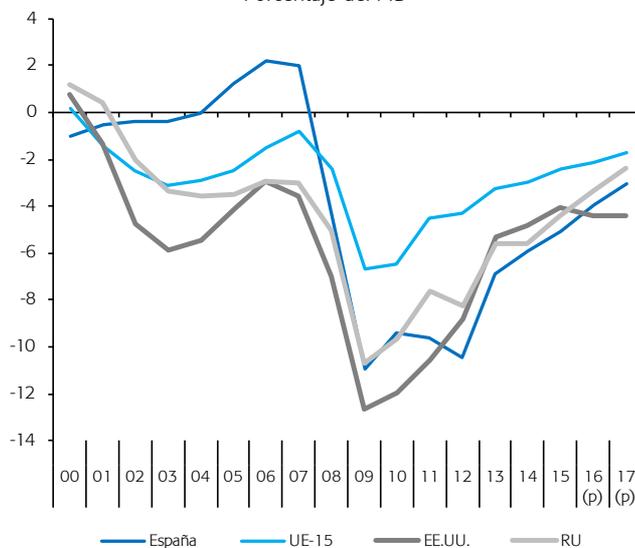
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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	-269,0	-542,8	-47,0	393,5	6.844,6	8.496,5	552,0	-70,3	44,4	-737,7	-16,6
2006	22,1	-171,7	-410,6	-40,9	392,2	7.057,0	8.817,8	597,1	-90,7	27,6	-802,2	-32,3
2007	21,6	-100,3	-512,5	-44,3	383,8	7.134,7	9.267,3	646,2	-104,1	25,6	-718,1	-37,3
2008	-49,4	-284,3	-1.030,1	-76,2	439,8	7.570,7	10.720,2	786,3	-102,9	-80,7	-691,6	-55,2
2009	-118,2	-755,9	-1.824,2	-159,2	568,7	8.531,5	12.405,1	975,5	-46,5	13,9	-381,9	-45,2
2010	-101,4	-759,3	-1.793,9	-150,0	649,3	9.581,6	14.175,8	1.190,9	-42,0	33,8	-445,9	-43,5
2011	-102,9	-548,0	-1.644,6	-124,0	743,5	10.258,0	15.362,2	1.324,2	-35,3	72,5	-481,5	-27,4
2012	-108,9	-535,0	-1.424,2	-137,5	890,7	10.891,7	16.557,3	1.420,7	-4,6	160,6	-468,2	-54,7
2013	-71,2	-409,5	-881,9	-97,5	966,0	11.241,0	17.459,9	1.495,9	15,2	195,7	-395,8	-77,9
2014	-61,3	-385,1	-842,2	-102,2	1.033,7	11.786,7	18.178,6	1.602,2	10,3	223,1	-401,1	-92,5
2015	-55,0	-330,0	-724,8	-82,2	1.072,2	12.115,5	18.992,0	1.663,0	15,1	282,1	-604,6	-96,2
2016	-44,1	-292,2	-824,7	-65,2	1.122,7	12.227,2	20.016,7	1.729,9	17,3	321,1	-515,5	-93,8
2017	-35,7	-244,9	-859,2	-48,3	1.158,4	12.474,3	20.945,9	1.789,4	15,6	331,8	-612,7	-87,4
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	63,4	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	-6,4	-12,0	-9,6	60,1	81,4	94,7	76,6	-3,9	0,3	-3,0	-2,8
2011	-9,6	-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: Previsiones primavera 2016, Comisión Europea.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

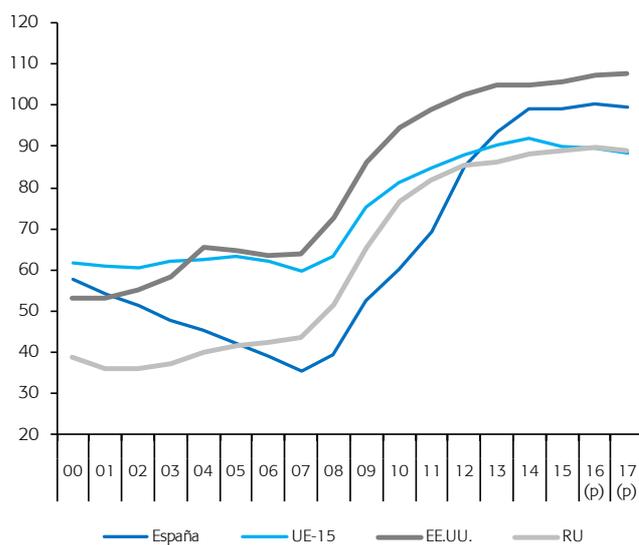
Porcentaje del PIB



(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									
	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	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
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	10,20
2008	16.742,0	2,71	12,0	10,24
2009	17.068,2	2,68	12,6	9,88
2010	17.173,9	2,67	12,8	9,93
2011	17.344,1	2,65	13,2	9,79
2012	17.434,4	2,63	13,7	9,91
2013	17.404,2	2,62	13,9	10,29
2014*	18.328,9	2,51	14,2	10,55
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. CGPI: Consejo General del Poder Judicial. MSAN: Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

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

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

* El cambio en las magnitudes correspondiente a 2014 en los datos de la EPA se debe, en parte, a un cambio en su metodología.

** Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con Educación Primaria o menos	Población de 30 a 34 años con Educación Primaria o menos	Población de 16 o más años con Educación Universitaria	Población de 30 a 34 años con Educación Universitaria
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.

** Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

● Datos provisionales.

♦ Previsión.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio	
2008	1.100.879	4.936.839	814,5	906.835	801,5	2.249.904	529,0
2009	1.624.792	5.038.861	854,1	920.863	831,5	2.270.283	553,9
2010	1.471.826	5.140.554	884,0	933.730	849,9	2.290.090	571,7
2011	1.328.020	5.246.241	915,2	938.491	869,5	2.309.332	586,4
2012	1.381.261	5.330.195	946,3	943.296	887,3	2.322.938	601,5
2013	1.310.915	5.451.465	979,5	935.220	907,6	2.336.240	617,6
2014	1.059.799	5.558.964	999,8	929.484	915,6	2.348.388	624,0
2015	838.392	5.641.908	1.021,0	931.668	923,3	2.353.257	630,6
2016●	761.063	5.700.611	1.037,0	934.846	928,0	2.355.295	635,8

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales				
	Desempleo	Seguridad Social			Otras
		Jubilación	Invalidez		
Número	Número	Número			
2008	646.186	265.314	199.410		63.626
2009	960.888	260.908	197.126		56.396
2010	1.445.228	257.136	196.159		49.535
2011	1.331.316	254.295	194.712		43.116
2012	1.327.027	251.549	194.876		36.310
2013	1.313.986	250.815	195.478		30.725
2014	1.221.390	252.328	197.303		26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891		23.643
2016●	1.048.173	254.482	199.711		22.016

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-mayo.

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

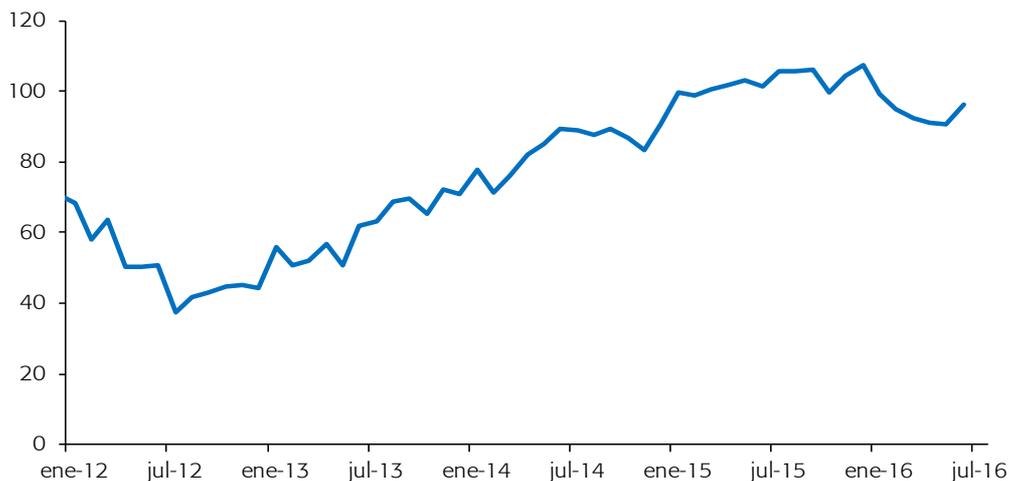
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (enero 2012 - junio 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

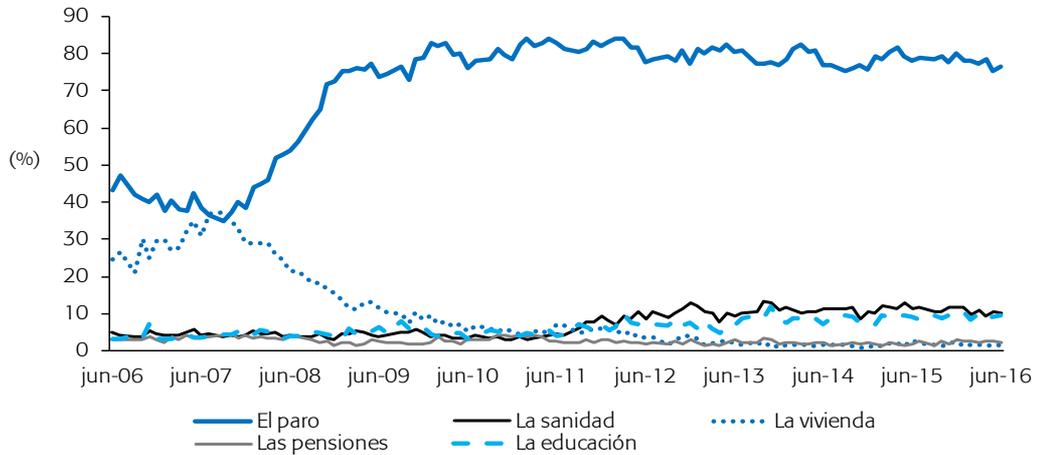
La percepción del paro como principal problema de España continúa pareciendo impermeable a la mejora de los datos de empleo que publican el INE (Encuesta de Población Activa), el Servicio Público de Empleo Estatal y la Seguridad Social. No obstante, comparando interanualmente los datos de los primeros seis meses de 2015 y 2016, se aprecia una (tenue) tendencia hacia el descenso de la preocupación por el paro (gráfico 2).

La sanidad, la educación, la vivienda y las pensiones –los grandes ámbitos de actuación política en materia de bienestar social– suscitan mucha menor preocupación que el paro. Aproximadamente uno de cada diez españoles consideraba en junio de 2016 que la sanidad y la educación se encuentran entre los tres problemas más importantes de España. En el caso de las pensiones y la vivienda, la proporción de quienes las percibían como grandes problemas del país es mínima (por debajo de 3%).

Por tanto, a pesar de la actual intensidad del debate sobre las pensiones, la sociedad española no percibe esta cuestión como uno de los principales problemas de España. Ahora bien, la preocupación por las pensiones aumenta cuando se pregunta por el problema que más afecta personalmente a los entrevistados. La preocupación se halla desigualmente distribuida entre grupos de edad, concentrándose entre los entrevistados de 65 o más años: en torno a uno de cada seis identifica en las pensiones uno de los tres problemas que más le afectan personalmente. En cambio, la preocupación parece muy escasa entre el resto de entrevistados, incluso entre quienes en la próxima década accederán previsiblemente a la condición de jubilados (gráfico 3).

Gráfico 2

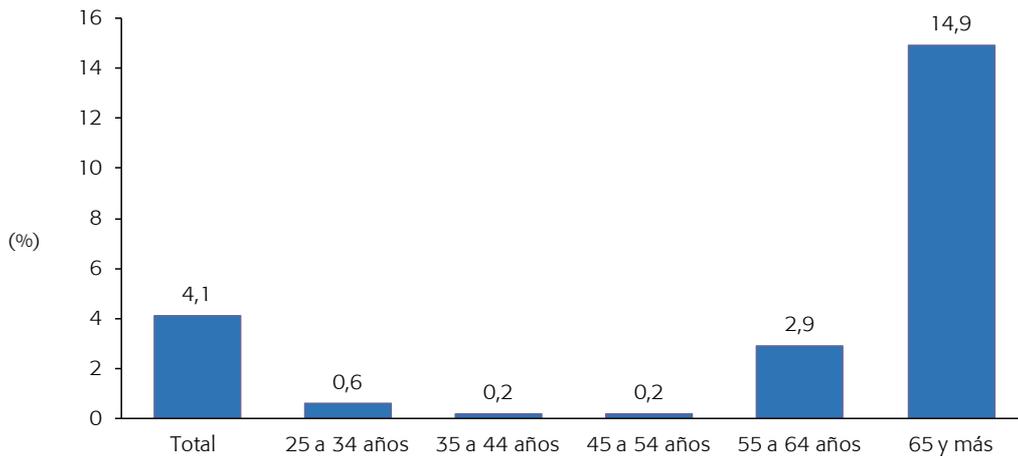
Menciones (espontáneas) del “paro”, “la sanidad”, “la educación” y “las pensiones” entre los tres principales problemas de España (junio 2006-junio 2016)



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

La preocupación personal por las pensiones, según grupos de edad (junio 2016)



Pregunta: “¿Y cuál es el problema que a Ud., personalmente, le afecta más? ¿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: 30 de junio de 2016

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,4	Abril 2016
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,2	Abril 2016
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,1	Abril 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	205.465	Mayo 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	126.986	Mayo 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	4.514	Mayo 2016
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	52,44	Marzo 2016
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.683,37	Marzo 2016
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	36.521,43	Marzo 2016
Ratio "oficinas/entidades"	235,00	Marzo 2016

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 mayo	2016 junio	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	3,8	4,7	0,4	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,49	0,21	-0,02	-0,27	-0,28	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	2,76	0,48	0,17	-0,015	-0,051	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	1,2	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	1,5	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": En junio se ha producido una nueva caída de los tipos interbancarios. El euríbor a tres meses ha descendido hasta el -0,28%, mientras que la referencia a un año lo ha hecho hasta el -0,051%. El BCE mantiene su política monetaria expansiva en un contexto en el que el *Brexit* puede requerir nuevos esfuerzos por parte del banco central. En cuanto al bono del Estado a 10 años, su rentabilidad ha caído hasta el 1,2%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 abril	2016 mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	34,6	75,6	75,5	110,90	125,34	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	77,7	73,2	65,3	56,31	61,65	(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	0,19	0,19	(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	1,73	1,30	(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	1.086,4	1.096,6	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	3,5	0,3	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	23,2	-37,4	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.026,8	1.042,5	965,1	911,1	820,8(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.767,1	10.528,8	10.647,2	9.025,7	8.163,3(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	19,6	20,3	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 abril	2016 mayo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	7,4	21,3	-63,9	-48,6	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	-1,3	-0,2	-0,3	-2,8	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	-0,1	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	4,3	1,3	0,2	-10,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,6	6,4	17,7	-45,5	0,0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de junio 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 125,34% y también ha aumentado la de las obligaciones del Estado, hasta el 61,65%. Las bolsas han registrado pérdidas en medio de turbulencias por, entre otros factores, la irrupción del *Brexit*, con un descenso del IBEX-35 hasta los 8.163 puntos y del índice general de la Bolsa de Madrid hasta los 820 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 10,1%, mientras que no varía en el de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre estas acciones.

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: 2000-2013	Media	2014	2015	2016 marzo	2016 abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	9,1	-4,6	-4,0	-1,3	-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	-1,2	0,2	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,1	1,2	-15,2	0,1	-0,3	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	14,1	-6,8	-6,0	0,3	0,5	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	-5,4	-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 marzo	2016 abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	40,5	-12,7	-22,4	-2,5	-1,1	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-0,8	-6,1	-30,8	16,8	-16,3	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	0,3	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 abril de 2016, muestra una reducción del crédito al sector privado del 0,4%, mientras que se observa, por otro lado, un aumento de los depósitos del 0,2%. Asimismo, los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 0,3%, mientras que las acciones y participaciones lo incrementaron un 0,5%. Por otro lado, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 1,1% 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 diciembre	2016 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	205	155	138	135	131	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	71	86	86	82	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	248.277	212.998	203.305	202.954	202.954	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	41.093	33.527	31.999	30.921	30.627	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	412.563	665.849	506.285	354.833	205.465(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	59.960	201.865	141.338	132.934	126.986(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 diciembre	2016 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	22.425	19.833	21.115	10.515	4.514(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a mayo de 2016.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En mayo de 2016, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 126.986 millones de euros. En términos absolutos, se ha producido una disminución de 2.806 millones de euros respecto a abril.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2012	2013	2014	2015 diciembre	2016 marzo	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	52,13	48,25	47,27	50,98	52,44	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	3.238,13	5.426,09	5.892,09	5.595,62	5.683,37	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	19.527,14	34.472,09	40.119,97	36.791,09	36.521,43	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	202,10	216,30	142,85	229,04	235,00	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,0	6,35	6,8	6,57	6,43	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,10	0,16	0,07	0,28	0,14	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,51	0,13	0,49	0,42	0,39	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	7,26	1,88	6,46	5,62	4,79	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 primer trimestre de 2016 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 149. Transformación digital en los medios de pago

PANORAMA SOCIAL

N.º 22. Un balance social de la crisis

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 252. Educación financiera y tejido empresarial

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 5, N.º 3 (2016). European banks in the face of new regulatory pressures

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 81. Un triángulo europeo: elites políticas, bancos centrales y populismos

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

