

Tiempo de incertidumbre en la economía global

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La economía
se desacelera

El entorno financiero
ante el *Brexit*

Coyuntura inmobiliaria

Doing business
en las regiones españolas

Financiación de la deuda
autonómica

Regulación
de la morosidad
comercial

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La política monetaria
en EE.UU.

La política económica
de Donald Trump

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

256

enero/febrero 2017

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

<u>Página</u>	1	La economía española: evolución reciente y previsiones para 2017 <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	15	El entorno financiero español ante la activación del <i>Brexit</i> <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	25	Coyuntura inmobiliaria, <i>momentum</i> y evolución probable <i>Paloma Taltavull</i>
	45	<i>Doing Business en España 2015</i> : análisis de resultados <i>Ramón Xifré</i>
	59	Financiación del endeudamiento autonómico: entre el FLA y los mercados <i>César Cantalapiedra y Salvador Jiménez</i>
	71	El aplazamiento de pago y la mora comercial, ¿poder de negociación o mecanismo de eficiencia? Implicaciones para una buena regulación <i>Pablo I. Hernández</i>

ECONOMÍA INTERNACIONAL

<u>Página</u>	81	La normalización de la política monetaria en Estados Unidos en la coyuntura actual y sus repercusiones internacionales <i>Juan Carlos Berganza y Javier Vallés</i>
	97	El impacto de las políticas económicas de Donald Trump <i>Juan Carlos Berganza y Pilar L'Hotellerie-Fallois</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	109	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	137	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	143	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

La economía española crecerá en 2017 un 2,4% y seguirá liderando el crecimiento entre los grandes países de la eurozona. El empleo aumentará un 2% y la tasa de paro continuará disminuyendo, situándose ligeramente por encima del 17% al terminar el año. Los pilares de la recuperación económica se mantienen, por tanto, en 2017, pero ahora son los factores internos los que la impulsan. Las empresas están en mejores condiciones financieras y de competitividad; el sector bancario, más saneado, contribuirá a facilitar nuevo crédito; y los hogares disponen de una creciente capacidad de consumo e inversión en vivienda gracias a las rentas del trabajo. Además, y a diferencia de la anterior etapa expansiva, el crecimiento reciente no está generando desequilibrios: las cuentas con el exterior se saldan con superávit, continúa el proceso de desendeudamiento privado, la competitividad en costes se mantiene estable y el sector industrial muestra un dinamismo sostenido. Estas son las principales referencias del artículo de **RAYMOND TORRES** y **MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ** con el que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica*.

Sin embargo, los factores externos, que hasta fechas recientes fueron determinantes en la recuperación de la economía española, se están agotando si no lo han hecho ya, y ello frenará el ritmo de crecimiento. El encarecimiento del petróleo, el previsible aumento de los tipos de interés a largo plazo y el débil crecimiento de los mercados de exportación dibujan un escenario externo que ralentizará el proceso de recuperación. De algún modo, todo esto se anticipaba en las previsiones de crecimiento para 2017. Pero los riesgos son, adicionalmente, a la baja en la economía internacional. A la

problemática situación bancaria en algunos países de la eurozona se suman ahora las incertidumbres que genera la salida del Reino Unido de la Unión Europea, las convocatorias electorales en Francia y Alemania y, más recientemente, las iniciativas económicas anunciadas por el nuevo presidente norteamericano en política presupuestaria, comercial y de inmigración, con su previsible impacto sobre la política monetaria de la Reserva Federal, que podría ampliar su divergencia con la de los grandes bancos centrales del resto del mundo. Por ello, este entorno externo se configura como una de las principales incertidumbres para la economía europea y, naturalmente, para la economía española.

Esa es la razón por la que, además del tratamiento que realiza el artículo que abre este número, otros tres trabajos tomen como principal motivo de análisis distintos aspectos del entorno externo: uno más en esta sección de Economía y Finanzas Españolas, y otros dos en la sección de Economía Internacional.

El impacto de los diferentes escenarios a que puede dar lugar finalmente el *Brexit* tiene en España una especial importancia, dadas las intensas relaciones comerciales y financieras entre los dos países. **SANTIAGO CARBÓ** y **FRANCISCO RODRÍGUEZ** estudian la elevada exposición del sector bancario español, tanto a través de la inversión directa (siendo el sector que lidera dicha inversión), como a través de los derechos que detenta en el Reino Unido, especialmente frente al sector empresarial no bancario en forma de créditos y participaciones. Además, los bancos españoles tienen una significativa presencia en el mercado minorista británico, de modo que

cualquier incidencia negativa que pudiera derivar del *Brexit* para la economía del Reino Unido tendría consecuencias negativas sobre aquellos. De igual modo, a los cambios que se están produciendo en la regulación financiera podrían añadirse disposiciones adicionales en el proceso de negociación entre el Reino Unido y la Unión Europea que abren un abanico de riesgos, pero también de oportunidades, para la banca española.

Una de las características diferenciales de la actual senda de recuperación económica en España durante los últimos años es que se trata de uno de los pocos periodos de la reciente historia económica en que el crecimiento no viene acompañado de una expansión equivalente del sector de la construcción. El artículo de PALOMA TALTAUVLL pone de relieve la pronunciada caída de la actividad constructora desde los inicios de la crisis, y que ha afectado tanto a la obra pública como a la edificación residencial. Esta última continúa sin remontan a pesar de que la economía española acumula ya más de tres años de crecimiento y creación de empleo, y de que existe una demanda potencial importante en las franjas de edad con mayor necesidad de vivienda. Aun con las ventajas presentes en las condiciones de accesibilidad –fuerte caída de precios y bajos tipos de interés–, las condiciones del mercado de trabajo para la población joven y las todavía reducidas expectativas de mejora determinan que solo los hogares con ingresos estables y ahorro disponible puedan acceder a la compra de vivienda. La limitada reactivación del sector de la construcción, por tanto, ha venido de la mano de los flujos de inversión procedentes del exterior y dirigidos a sectores como el logístico y comercial, ya que por el momento la demanda residencial está siendo satisfecha mediante la reducción del *stock* de viviendas.

El clima económico y la regulación tienen un efecto importante sobre la actividad económica de los países y las regiones. Esta es la premisa de la que parten los informes *Doing Business* que realiza el Banco Mundial sobre los efectos de las leyes y regulaciones desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas. La inquietud sobre las posibles divergencias entre las regiones españolas en estas materias dio lugar a la realización de un informe sobre la regulación autonómica que se publicó en 2015. El artículo de RAMON XIFRÉ presenta los principales resultados de este informe, que se refieren en síntesis a la facilidad para hacer nego-

cios, y los pone en relación con algunas variables que reflejan la actividad económica regional. Sin embargo, no se encuentra una asociación significativa entre unos y otras, probablemente porque el informe omite otro tipo de consideraciones y de regulaciones que pueden tener una influencia mucho mayor en las principales variables económicas. En todo caso, existiría un margen para que las comunidades autónomas mejoren su regulación económica y faciliten de ese modo la creación y desarrollo de empresas en su territorio.

El artículo de CÉSAR CANTALAPIEDRA y SALVADOR JIMÉNEZ examina el comportamiento de las comunidades autónomas en la financiación de su endeudamiento reciente. En un contexto económico-financiero muy favorable para las emisiones y la refinanciación en los mercados de capitales, el Tesoro ha alargado la vida media de su cartera reduciendo a la vez su coste medio. Sin embargo, en el caso de las comunidades autónomas, unos dos tercios de su financiación en 2016 se han cubierto apelando precisamente al propio Tesoro a través de los mecanismos de financiación extraordinarios creados en su día para atender a aquellas comunidades que no podían acudir a los mercados. La pérdida de peso de los valores emitidos ha sido tal en los últimos años que la mitad de la deuda pública autonómica tiene como financiador al Tesoro Público. Aunque se detecta un cierto retorno de algunas comunidades a los mercados de capitales, se trata de un proceso muy lento que puede estar motivado por los incentivos que genera el sistema actual de financiación a través del Tesoro, pero que puede resultar dañino en el momento de procurar la reentrada en los mercados. El problema de la financiación regional, concluyen los autores, no debería descansar en solventar su endeudamiento.

La sección de Economía y Finanzas Españolas se cierra con un artículo de PABLO I. HERNÁNDEZ sobre los efectos de la regulación de los plazos de pago de las operaciones comerciales, cuya finalidad ha sido limitar el problema de la morosidad entre las pequeñas y medianas empresas. Los principios en que dicha regulación se ha basado tienen que ver con la hipótesis de ejercicio del poder de negociación de las grandes empresas sobre las pequeñas en las relaciones comerciales, si bien existen otras tesis que vinculan las condiciones de pago al plazo necesario para verificar la calidad de los productos intercambiados. Sea como fuere, lo cierto es que el

periodo medio de pago de las operaciones comerciales apenas ha mejorado y ello plantea la conveniencia de mejorar la supervisión y el cumplimiento de los acuerdos, garantizando la suficiente eficacia a los tribunales o instancias mediadoras en caso de conflicto.

Como señalábamos al comienzo de estas líneas, el escenario exterior para 2017 se presenta cargado de incertidumbres, cuyo desarrollo puede afectar, previsiblemente de forma negativa, al conjunto de la economía europea. En la sección de Economía Internacional, dos artículos más se centran en los efectos de la política económica norteamericana de los próximos años. El primero de ellos se refiere a la política monetaria y el segundo al impacto que puede tener para el resto del mundo las políticas económicas de Donald Trump.

La senda de normalización monetaria iniciada por la Reserva Federal norteamericana hace poco más de un año adolece de un gradualismo nunca antes observado en ciclos similares. El tipo de interés de los fondos federales está claramente por debajo del nivel que cabría deducir al aplicar la regla de Taylor, habitualmente adoptada en el diseño de la política monetaria en ese país. El artículo de JUAN CARLOS BERGANZA y JAVIER VALLÉS desgana, en primer lugar, los factores que ayudan a explicar esta particularidad y analiza, después, los efectos internacionales de dicha política monetaria. Los canales de transmisión operan a través del tipo de cambio por el efecto recomposición entre demanda exterior y nacional, el canal comercial por la vía de la influencia que la demanda nacional tiene en la demanda exterior, y el canal financiero por la relación de los tipos de interés con los precios de los activos financieros a nivel global. Lo que vaya a suceder en EE.UU. si se producen los anunciados cambios en las políticas fiscal, comercial y de inmigración, tras la nueva presidencia del país, pueden requerir como respuesta una política monetaria más restrictiva, acentuando la divergencia con las políticas monetarias de otras áreas económicas y generando un aumento de los desequilibrios globales. Cabe esperar, sin embargo, señalan los autores, que el posible endu-

recimiento monetario sea también más gradual que en otras ocasiones, facilitando que los bancos centrales de los demás países puedan responder acertadamente a las alteraciones en los tipos de cambio y en los tipos de interés a largo plazo, de acuerdo con las circunstancias de sus economías domésticas.

Las medidas anunciadas por el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, representan un profundo cambio en la política económica seguida por ese país en las últimas décadas. Todavía es pronto para valorar el alcance y los efectos de los cambios que vayan a materializarse en los próximos meses, entre otras cosas por la incertidumbre respecto a la forma en que habrán de concretarse o la secuencia temporal en la que se ejecutarán; pero sí parece que serán profundos y, en todo caso, impactarán también sobre los demás países, dadas las interrelaciones comerciales y financieras de Estados Unidos con el resto del mundo. El artículo de JUAN CARLOS BERGANZA y PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS analiza el contenido de las propuestas económicas del nuevo presidente y valora sus posibles consecuencias sobre la propia economía estadounidense y sobre la economía global. Los mercados financieros han reaccionado con rapidez mediante subidas de las bolsas, aumentos de los tipos de interés y depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar. Sin embargo, el impacto sobre la actividad económica y el comercio internacional es más difícil de anticipar, si bien se percibe un giro proteccionista que afectará a los tratados comerciales. Aunque algunos de los escenarios de expansión de la demanda agregada podrían estimular las exportaciones de los demás países hacia Estados Unidos, son numerosos los riesgos a que dicha política podría dar lugar, tanto por la fase del ciclo en que se encuentra la economía norteamericana como por su elevado nivel de deuda pública. El balance es altamente incierto, dada la radicalidad y multiplicidad de las medidas así como sus posibles contradicciones, y la probabilidad de escenarios adversos es también elevada, especialmente para aquellas economías más expuestas al comercio con Estados Unidos.

La economía española: evolución reciente y previsiones para 2017

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La economía española se encuentra en un punto de inflexión. Durante los dos últimos años, el crecimiento ha sobrepasado el 3%, por encima de la mayoría de las previsiones y en torno al doble de la media de la eurozona. Los pilares de la recuperación económica se mantendrán en 2017: las empresas se encuentran en mejores condiciones financieras y de competitividad, las familias disponen de una creciente capacidad para consumir y adquirir vivienda y el superávit de la balanza por cuenta corriente hace sostenible el mantenimiento de tasas de crecimiento superiores a las del resto de países europeos. Sin embargo, los vientos de cola que favorecieron la recuperación se han agotado, el entorno externo es más incierto y la política presupuestaria será moderadamente restrictiva, por lo que se prevé una desaceleración a lo largo del año. Este artículo repasa la evolución reciente y examina las perspectivas de la economía española, teniendo en cuenta sus fortalezas y debilidades.

La economía española en 2016

El crecimiento de la economía española en 2016, con información todavía incompleta para el cuarto trimestre del año, se puede estimar en un 3,3%, una décima porcentual más que en el año anterior. El resultado, el más elevado de entre las principales economías de la eurozona, ha superado las previsiones, que en septiembre de 2015 apuntaban a una desaceleración hasta el 2,8%.

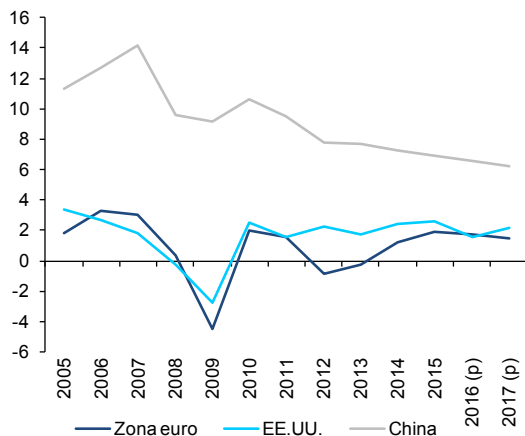
El crecimiento mayor de lo previsto ha procedido fundamentalmente del buen comportamiento del sector exterior, que en lugar de restar varias décimas al crecimiento como se esperaba, ha realizado una aportación positiva al mismo (gráfico 2.2). Las exportaciones han evolucionado de forma favorable. Las de bienes crecieron en torno a un 3,5%, por encima del crecimiento del comercio mundial de mercancías, de modo que la economía española ha vuelto a ganar cuota de mercado sobre las exportaciones mundiales.

* Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas.

Gráfico 1

Economía mundial**1.1 - PIB**

Variación trimestral anualizada en %



Nota: (p) previsiones

Fuente: FMI.

1.2 - PIB

Variación anual en %



Nota: (p) previsiones

Fuente: FMI.

Pero la sorpresa procedió fundamentalmente de las exportaciones de servicios turísticos. La llegada de visitantes extranjeros creció un 10%, la tasa más elevada de la serie histórica –que se inicia en 1995–. Sobre este resultado tan extraordinario han influido los atentados terroristas sufridos por varios países europeos y del Mediterráneo.

En el sector exterior el factor más destacado durante 2016 ha sido el reducido crecimiento de las importaciones, muy inferior al que cabría esperar de las elasticidades habituales respecto a la demanda nacional. Aunque todavía es pronto para extraer conclusiones, este comportamiento podría ser un indicio de que dicha elasticidad se está reduciendo, lo cual, en caso de confirmarse supondría un importante cambio estructural de la economía española.

No obstante, el factor más destacado ha sido el reducido crecimiento de las importaciones, muy

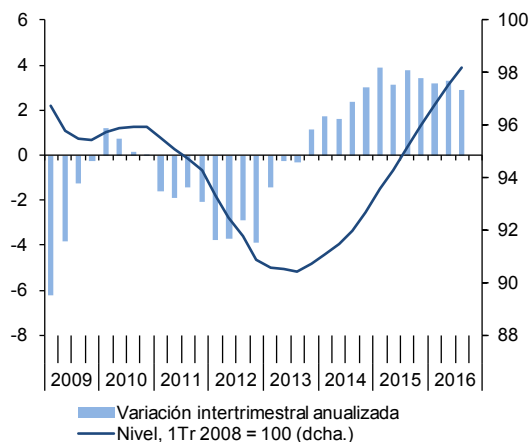
inferior al que cabría esperar de la aplicación de las elasticidades habituales con respecto a la demanda nacional. Todavía es pronto para extraer conclusiones al respecto, pero este comportamiento podría ser un indicio de que la elasticidad de las importaciones con respecto a la demanda se está reduciendo, lo cual, en caso de confirmarse, supondría un importante cambio estructural para la economía española. Este moderado crecimiento de las importaciones es el motivo fundamental de que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB haya sido positiva en 2016 (gráfico 3.1).

La demanda nacional aportó, según estimaciones preliminares, 2,9 puntos porcentuales al crecimiento. El consumo privado se aceleró ligeramente hasta aproximadamente el 3% (gráfico 2.3). El dinamismo del consumo ha vuelto a apoyarse, al igual que en el año anterior, sobre la recuperación del empleo, la ganancia de capacidad adquisitiva procedente de la caída del precio del petróleo, la reducción de la carga financiera derivada de un menor endeudamiento y del descenso de los tipos de interés, y la bajada de impuestos.

Gráfico 2

Economía española: PIB y sus componentes**2.1 - PIB**

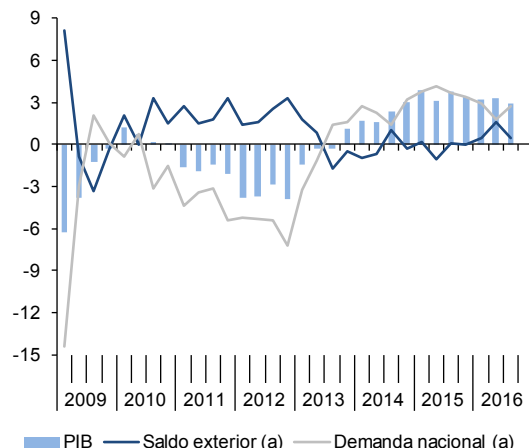
Variación en % y nivel



Fuente: INE.

2.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

Variación trimestral anualizada en % y aportación en pp

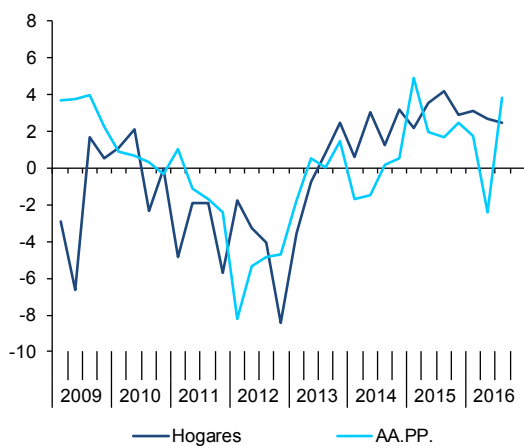


Nota: (a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales

Fuente: INE.

2.3 - Consumo

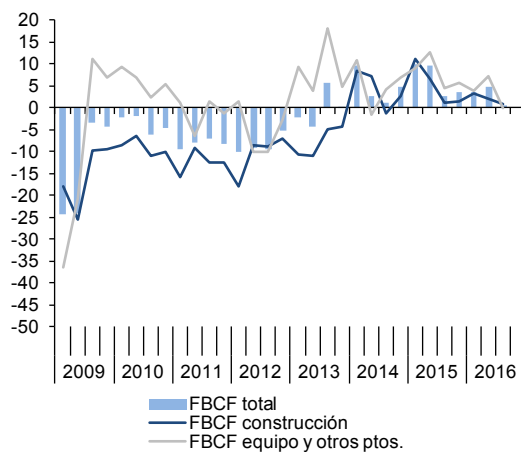
Variación trimestral anualizada en %



Fuente: INE.

2.4 - Formación bruta de capital fijo

Variación trimestral anualizada en %



Fuente: INE.

La inversión en bienes de equipo se ralentizó en 2016 con respecto al elevado ritmo de crecimiento registrado el año anterior (gráfico 2.4). Con todo, tras cuatro años consecutivos de ascensos, este es el único componente de la demanda nacional cuyo nivel ha superado el máximo histórico alcanzado antes de la crisis, tanto en términos reales como nominales. Su volumen representa el

10% del PIB, un porcentaje superior al observado en los años de expansión anteriores a la crisis. El crecimiento de este componente de la demanda se ha apoyado sobre la ganancia de competitividad en costes y la recuperación de la tasa de rentabilidad empresarial. Destaca la recuperación de esta última en el sector industrial, que, conforme a los resultados de la Central de Balances publicada

por el Banco de España, se situó en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2016 en el 8,7%, el mayor nivel desde 2007.

La inversión en bienes de equipo es, tras cuatro años consecutivos de ascensos, el único componente de la demanda nacional cuyo nivel ha superado el máximo histórico alcanzado antes de la crisis, tanto en términos reales como nominales.

La inversión en construcción también sufrió una ralentización, procedente del componente no residencial, consecuencia de la contracción de la obra pública después de la expansión experimentada en 2015 debido al ciclo electoral. La inversión en construcción residencial, por el contrario, registró un avance algo superior al del año precedente.

El sector manufacturero moderó notablemente su ritmo de avance en 2016 con respecto al extraordinario resultado del año anterior, pese a lo cual ha sido el que más ha crecido junto con los servicios de mercado. La recuperación del VAB en

el sector de la construcción, apenas perceptible en 2015, ha ganado fuerza en 2016.

El crecimiento del empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, puede estimarse en un 2,9%, lo que representa un incremento de unos 495.000 empleos. El número de afiliados a la Seguridad Social, por su parte, aumentó un 3% —en media anual— que equivale a 513.000 nuevos afiliados.

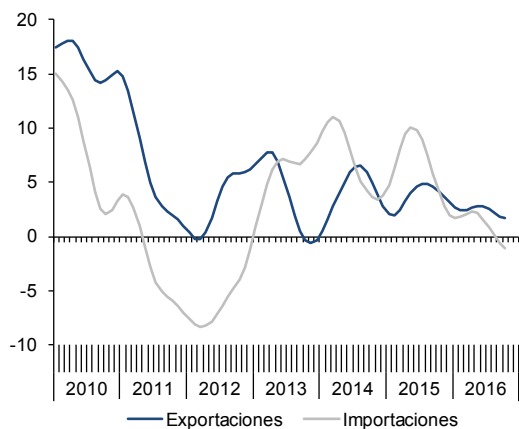
Según la *Encuesta de Población Activa*, el incremento medio del empleo en 2016 fue de 475.500 ocupados, algo menor de lo que indican las cifras de afiliación a la Seguridad Social o de Contabilidad Nacional. El número de desempleados se redujo en el promedio del año en 574.800, una cifra superior a la de nuevos empleos creados, debido a la reducción de la población activa. Como viene sucediendo desde 2010, este descenso de la población activa obedeció a la disminución de la población en edad de trabajar, aunque en 2016 también tuvo lugar una reducción de la tasa de actividad, que afectó a los jóvenes. La tasa de paro media anual se situó en el 19,6%. Siguiendo el patrón habitual de la economía española, la mayor

Gráfico 3

Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

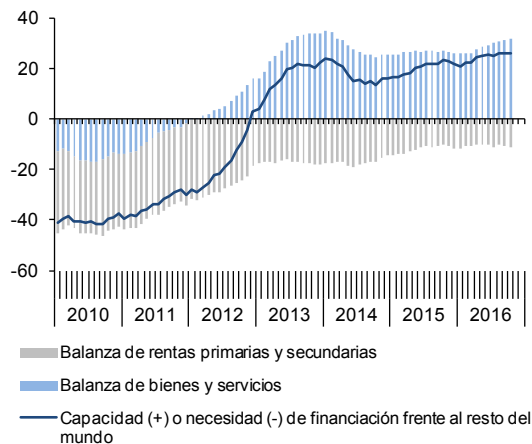
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía y Fincas.

3.2 - Balanza de pagos

Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

parte del empleo asalariado creado en 2016 –el 56%– fue temporal (gráficos 4.1 y 4.2)

Las remuneraciones por asalariado crecieron algo menos que en el año anterior, un 0,2%, menos de lo pactado en la negociación colectiva (un 1,1%), pese a lo cual los salarios no registraron una pérdida de poder adquisitivo, ya que la tasa de inflación de los precios al consumo fue negativa. Este crecimiento de las remuneraciones salariales fue inferior al aumento de la productividad, de modo que los costes laborales unitarios registraron una ligera reducción, lo que significa que la economía española ha seguido ganando competitividad en costes (gráfico 5.1).

Según la Encuesta de Población Activa, el incremento medio del empleo durante 2016 fue de 475.500 ocupados y el número de desempleados se redujo en 574.800, de modo que la tasa de paro media anual se situó en el 19,6%.

La tasa de inflación media anual fue del -0,2%, en negativo por tercer año consecutivo, como con-

secuencia del descenso de precios de los productos energéticos, derivado, a su vez, de la caída del precio del petróleo. La tasa de inflación subyacente fue del 0,8%, mayor que el año anterior debido al impulso del consumo y a la ligera depreciación del euro. En los últimos meses del año se produjo un ascenso acusado de la tasa general de inflación, hasta el 1,6% en diciembre, debido al encarecimiento de los productos energéticos registrado en dicho periodo (gráfico 5.2).

La balanza de pagos por cuenta corriente registró hasta octubre un superávit de 15,6 miles de millones de euros, frente a 9,6 miles de millones contabilizados en el mismo periodo del año anterior. Se estima que al final de ejercicio el superávit ascendió al 1,8% del PIB (gráfico 3.2). La cuenta financiera hasta octubre, por el contrario, experimentó un empeoramiento en comparación con el mismo periodo del año anterior (gráfico 6.2).

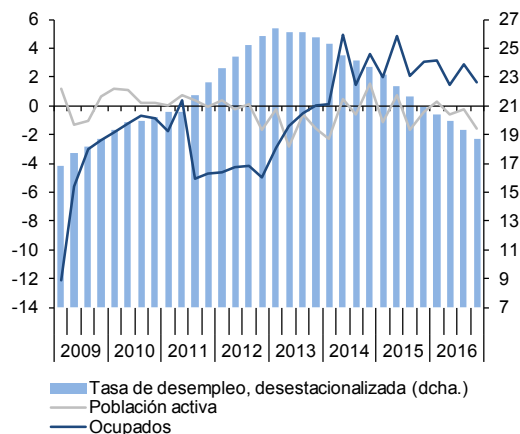
Las administraciones públicas –excluyendo las corporaciones locales– registraron hasta octubre un déficit de 29.900 millones de euros –sin ayudas a instituciones financieras–, un 2,68% del PIB, y 5.400 millones menos que en el mismo periodo

Gráfico 4

Mercado de trabajo

4.1 - Empleo y desempleo (EPA)

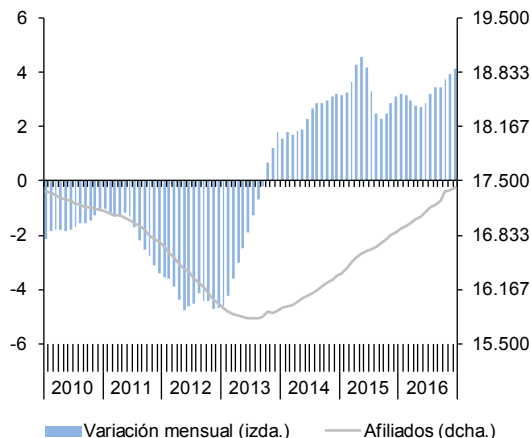
Var. trimestral anualiz. en %, series CVE, y porcentaje de la población activa



Fuentes: INE y Funcas.

4.2 - Afiliados a la Seguridad Social

Miles, cifras desestacionalizadas



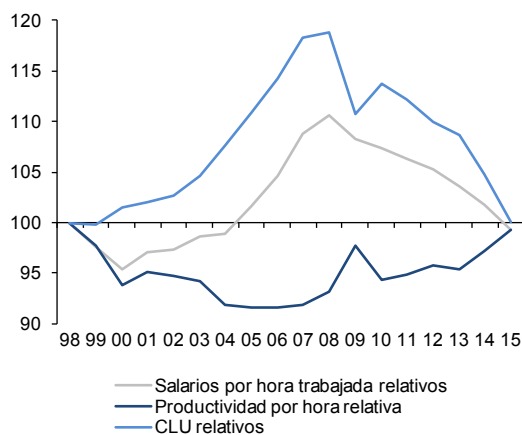
Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

Gráfico 5

Precios y costes

5.1 - CLU relativos España/zona del euro en la industria

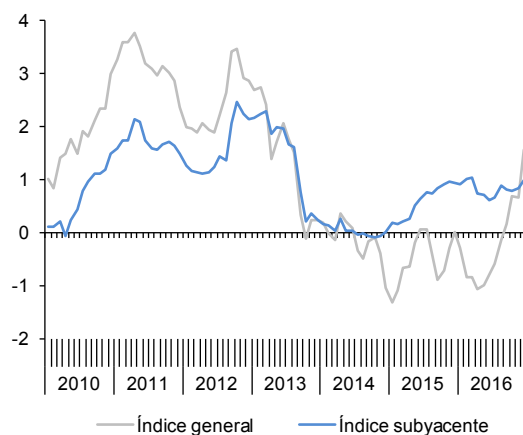
Índices 1998=100



Fuentes: Eurostat y Funcas.

5.2 - Índice de precios de consumo

Variación interanual en %



Fuente: INE.

del año anterior. El objetivo para todo el año, y para el total de las administraciones públicas, se sitúa en el 4,6% del PIB, de modo que, pese a la estacionalidad negativa de los últimos meses del año, probablemente será cumplido, aunque hay que señalar que el objetivo inicial era el 2,8%, y en julio fue relajado por las autoridades comunitarias.

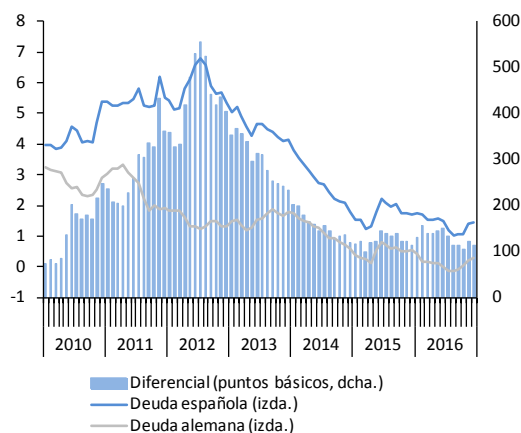
Destaca la positiva evolución del déficit de las comunidades autónomas, que hasta octubre ascendía al 0,3% del PIB, muy por debajo del objetivo del 0,7% establecido para todo el año. Esto obedece al incremento de sus ingresos derivado de la liquidación favorable del sistema de financiación correspondiente al año 2014, así como al

Gráfico 6

Indicadores financieros

6.1 - Rentabilidad bonos del Estado 10 años

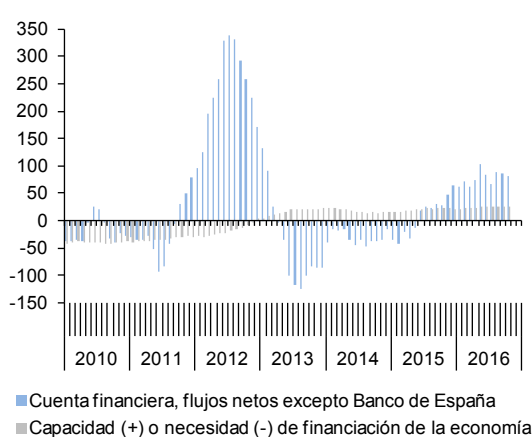
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

6.2 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros. Suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

incremento de los pagos a cuenta correspondientes a 2016. También es destacable la recuperación de los ingresos por cotizaciones sociales de los fondos de la Seguridad Social, que hasta octubre crecían un 3,4%, cuando el año anterior su crecimiento apenas alcanzó el 1,8%. Por otra parte, la deuda pública al final del ejercicio se estima que ascendió a casi el 101% del PIB (gráfico 7.2).

La renta disponible bruta de los hogares creció hasta el tercer trimestre del año un 2,6% con respecto al mismo periodo del año anterior, gracias al incremento de las remuneraciones salariales –consecuencia, a su vez, del aumento del empleo– y gracias también a la reducción de los pagos por intereses de la deuda. Su ahorro fue, un año más, superior a la inversión, de modo que los hogares registraron en el mismo periodo un saldo financiero superavitario equivalente al 1,2% del PIB.

Dicho superávit fue destinado, al igual que en los años anteriores, en parte a la adquisición de activos financieros y en parte a la reducción de deuda, cuyo volumen se situaba en el tercer trimestre en el 103,5% de la renta disponible bruta, casi cuatro

puntos porcentuales menos que un año antes (gráfico 7.1).

También las sociedades no financieras presentaron capacidad de financiación, equivalente al 2,9% del PIB, superior al registrado en el mismo periodo del pasado año a pesar del aumento de la inversión. El endeudamiento empresarial descendió hasta el 102,3% del PIB en el tercer trimestre, cinco puntos porcentuales menos que un año antes. Es decir, la inversión se financió íntegramente con el excedente empresarial, en lugar de mediante endeudamiento.

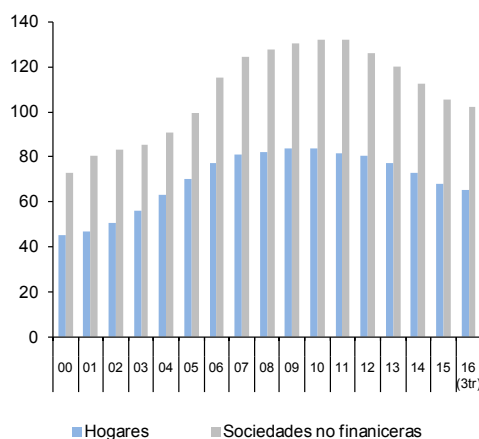
A diferencia de lo sucedido en la anterior etapa expansiva, el crecimiento más reciente no está siendo generador de desequilibrios, es decir, no se ha producido déficit exterior, ni aumento del endeudamiento privado, ni pérdida de competitividad en costes.

Los tipos de interés de la deuda soberana a 10 años descendieron en media anual hasta el

Gráfico 7

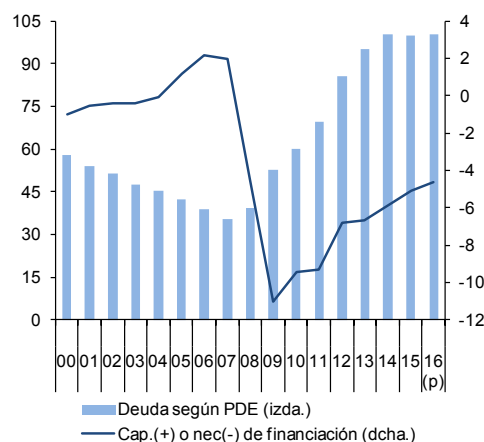
Endeudamiento y déficit

7.1 - Tasa de endeudamiento sector privado
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España.

7.2 - Saldo (excluyendo ayudas a las entidades financieras) y deuda de las AA.PP.
Porcentaje del PIB



Nota: (p) Previsión

Fuentes: Banco de España y Funcas.

1,39%, frente al 1,74% registrado el año anterior, mientras que la prima de riesgo aumentó ligeramente hasta 125,5 puntos básicos. Durante los primeros meses del ejercicio, la rentabilidad de la deuda se movió al alza, coincidiendo con las tensiones sufridas en los mercados financieros internacionales, para descender posteriormente tras la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de ampliar, tanto cuantitativa como cualitativamente, su programa de adquisición de activos financieros. Pero el triunfo de Trump en las elecciones norteamericanas provocó un notable incremento de los tipos a largo plazo de dicho país en anticipación a la política fiscal expansiva anunciada por el presidente electo, incremento que se trasladó a la deuda europea. La española cerró el ejercicio en torno al 1,35% (gráfico 6.1). Los tipos a corto plazo también se redujeron en 2016; concretamente, el euríbor a 3 meses descendió hasta una media anual de -0,26%.

En suma, el crecimiento del PIB en 2016 estuvo impulsado, en parte, al igual que en 2015, por una serie de factores extraordinarios, como la rebaja de impuestos, la caída del precio del petróleo y un nuevo descenso de los tipos de interés. A diferencia de lo sucedido en la etapa expansiva anterior a la crisis, ha sido un crecimiento no generador de desequilibrios, es decir, no se ha producido déficit exterior, ni un aumento del endeudamiento privado, ni una pérdida de competitividad en costes. Otro rasgo positivo es el importante papel que está desempeñando el sector industrial en esta recuperación. Resulta especialmente alentador el relativamente reducido avance de las importaciones en un contexto de vigorosa recuperación de la demanda interna. No obstante, un elemento de preocupación es el continuo ascenso del endeudamiento público, que se ha situado por encima del 100% del PIB. Finalmente, el crecimiento económico es muy intensivo en empleo, pero el patrón de elevada temporalidad, con unos efectos muy negativos en términos de productividad así como desde el punto de vista social, continúa siendo uno de

los rasgos predominantes del mercado laboral español.

Previsiones para 2017

Los pilares de la recuperación económica se mantendrán en 2017. Las empresas se encuentran en mejores condiciones financieras y de competitividad, lo que les permite aprovechar las oportunidades de inversión y exportación. En particular, el sector no financiero se ha desendeudado, además de disponer de excedentes de explotación relativamente elevados. Los costes laborales unitarios se han reducido con respecto a otros países como Alemania, cerrando la brecha que se había generado durante los años 2000-2007 (gráfico 5.1). El sector bancario, más saneado, está en condiciones de conceder créditos para alimentar el crecimiento y evitar la aparición de nuevas burbujas. Las familias, por su parte, disponen de una creciente capacidad para consumir y comprar vivienda, gracias a los ingresos provenientes del trabajo y al desendeudamiento que se ha producido en los últimos seis años.

Además, a finales de 2016, la balanza por cuenta corriente arrojaba un superávit sustancial, lo que hace sostenible el mantenimiento de tasas de crecimiento superiores a las del resto de países europeos. Esta situación favorable contrasta con fases anteriores de recuperación, limitadas por la situación de déficit en la cuenta corriente.

No obstante, se prevé una desaceleración durante el próximo año. En primer lugar, el entorno externo es más incierto. Se anticipa un crecimiento débil de los mercados de exportación. Y el riesgo es a la baja, dependiendo de las decisiones de política comercial del presidente electo de los EE.UU. (véase el recuadro). Por otra parte, el petróleo se ha encarecido y se pronostica que siga haciéndolo como consecuencia del reciente acuerdo alcanzado por los países de la OPEP. El precio medio del barril de Brent sería de 58 dólares en 2017, 15 dólares más que en 2016. El resultado es un deterioro significativo de

la relación de intercambio, un repunte de la inflación y una reducción del poder adquisitivo de los consumidores.

Las previsiones para 2017 apuntan a un crecimiento del PIB del 2,4%, un punto porcentual por encima de la eurozona. El empleo crecería así un 2% y la tasa de paro seguiría disminuyendo, aunque a menor ritmo, para alcanzar el 18,1% de media anual.

En segundo lugar, la política presupuestaria será moderadamente restrictiva, con el fin de cumplir con los objetivos de déficit público. Se prevé que la recaudación aumente en proporción del PIB, recorriendo el camino inverso a los dos últimos años. Las previsiones tienen en cuenta las medidas anunciadas de endurecimiento del impuesto de sociedades y de aumento de los impuestos especiales.

La política monetaria, por su parte, debería mantener su carácter ultraexpansivo, en consonancia con las decisiones del BCE de prolongar el programa de compra de títulos de deuda pública y corporativa (TLTRO II) y de tipos de intervención negativos. Sin embargo, la reducción del volumen del TRLTRO II, y sobre todo el repunte de la inflación, auguran una elevación gradual de los tipos de interés a largo plazo. Así pues, el rendimiento de la deuda pública a 10 años alcanzaría el 1,7% en 2017, tres décimas más que en 2016. La cotización del euro se mantendría a su nivel actual, en torno a 1,08 dólares.

Con todo, el PIB crecería un 2,4% en 2017, una décima más que en la anterior previsión y un punto porcentual por encima de la eurozona (gráficos 8.1 a 8.6 y cuadro 1). La desaceleración

proviene de la demanda interna, sobre todo del consumo privado. El consumo público también crecería algo menos que en 2016. Sin embargo la inversión seguiría una pauta contrastada: por una parte, se aceleraría la inversión en construcción, que se había desplomado por la crisis, y aprovechando la mejora de las condiciones el acceso al crédito; por otra parte, se desacelera la inversión en bienes de equipo. La aportación del sector exterior seguiría siendo ligeramente positiva, pese a la ralentización de las exportaciones, producto del débil contexto internacional y de un ligero aumento de la entrada de turistas, tras un año histórico.

La desaceleración tendrá un impacto en el mercado laboral en 2017. El empleo crecería un 2%, frente al 2,9% estimado para 2016. La tasa de paro seguiría disminuyendo, aunque a menor ritmo, para alcanzar el 18,1% de media anual.

Debido al encarecimiento del petróleo y la depreciación del euro frente al dólar, la inflación rozaría el 2%. Para los costes laborales unitarios se prevé una variación moderada, que permitirá mantener la competitividad en término de costes.

La balanza por cuenta corriente arrojará un sólido superávit, aunque en disminución por causa del aumento del precio de las importaciones. La deuda externa se reduce levemente, pero sigue representando un factor de vulnerabilidad.

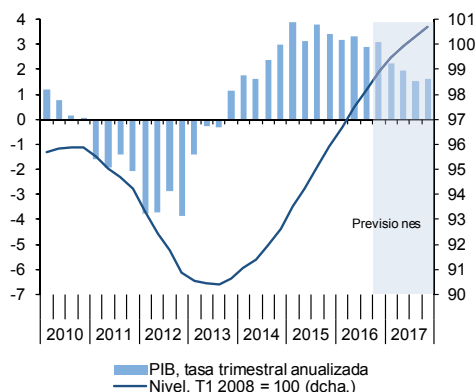
Por último, se espera que en 2016 el déficit de las administraciones públicas respete el objetivo fijado con las instancias europeas. Sin embargo, los ajustes no parecen suficientes para reducir el déficit hasta el objetivo del 3,1% del PIB en 2017. En la ausencia de nuevas medidas, y a la espera de la adopción de los Presupuestos Generales del Estado, se prevé una desviación de dos décimas para 2017.

Gráfico 8

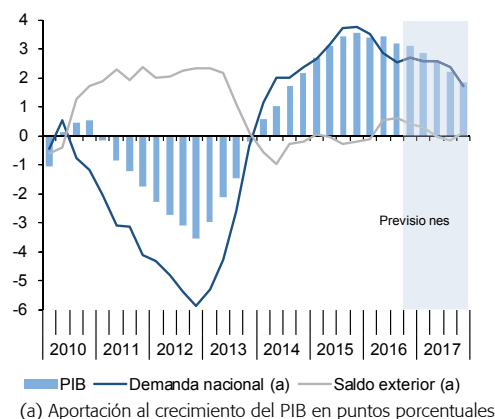
Previsiones Funcas para 2016-2017

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

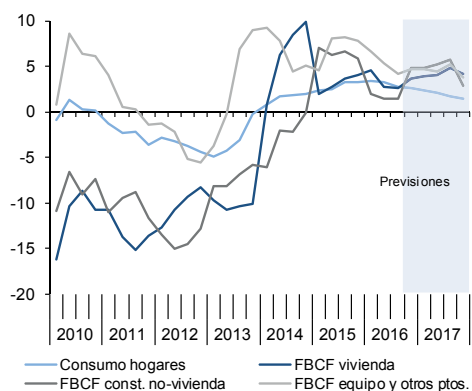
8.1 - PIB



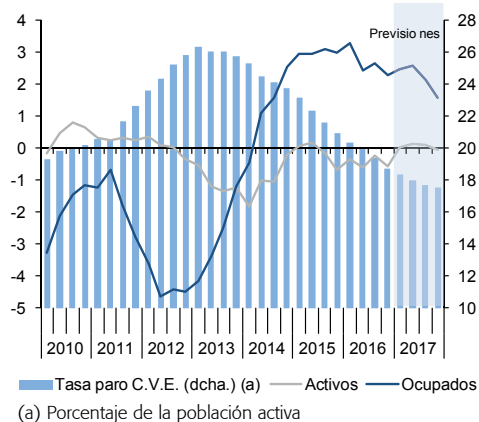
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



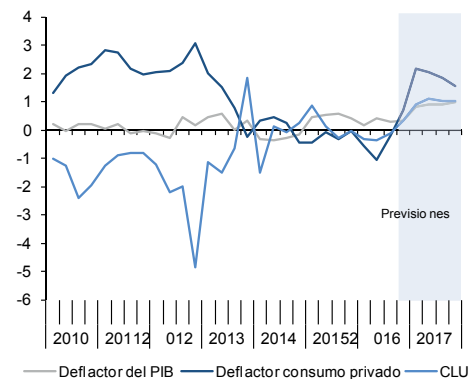
8.3 - Agregados de la demanda nacional



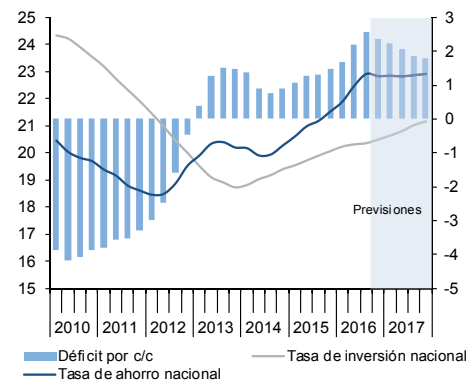
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



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



Fuentes: INE 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			
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB, pm	3,8	-1,3	1,4	3,2	3,3	2,4
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	1,6	2,9	3,0	1,9
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	-0,3	2,0	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	3,8	6,0	4,0	4,5
Construcción	5,9	-10,7	1,2	4,9	2,9	4,5
Construcción residencial	7,8	-12,5	6,2	3,1	3,4	4,3
Construcción no residencial	4,2	-8,7	-2,6	6,4	2,4	4,6
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	6,6	7,2	5,2	4,5
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,2	4,9	4,0	3,1
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	6,5	5,6	3,1	3,2
Demanda nacional (b)	4,5	-3,1	1,9	3,3	2,9	2,3
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	-0,5	-0,1	0,4	0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	1.037,0	1.075,6	1.114,8	1.151,9
- % variación	7,4	-0,8	1,1	3,7	3,6	3,3
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,5	0,5	-0,3	0,5	0,3	0,9
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	0,2	-0,2	-0,2	1,9
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	1,1	3,0	2,9	2,0
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,3	0,2	0,4	0,4
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	1,3	3,8	3,5	3,5
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	0,1	2,7	3,9	2,6
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,0	0,4	0,2	1,4
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	-0,3	0,2	-0,1	1,0
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	24,4	22,1	19,6	18,1
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	20,4	21,4	22,3	22,3
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	23,9	24,0	24,7	23,4
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	19,4	20,1	20,5	21,2
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	17,2	17,6	18,2	18,9
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,3	1,0	1,3	1,8	1,1
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,5	2,0	2,3	1,7
- Sector privado	-2,8	5,9	7,5	7,1	7,1	5,0
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-6,0	-5,1	-4,8	-3,3
-Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	--	-7,9	-5,9	-5,1	-4,6	-3,3
Deuda pública bruta	52,2	67,1	100,4	99,8	100,5	100,9
4. Otras variables						
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	9,0	8,2	8,1	7,9
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,1	127,3	112,6	106,9	101,0	94,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,0	128,0	112,6	105,4	99,2	92,9
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	167,7	168,5	166,0	162,2
Euribor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,5	0,2	0,0	0,0
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	2,7	1,7	1,4	1,7

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

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

Recuadro -- El impacto económico de la elección de Donald Trump

Durante su campaña, el presidente electo prometió inversiones públicas en infraestructura y recortes de impuestos con el fin de mejorar la competitividad y reindustrializar el país. Se anticipa una reducción del impuesto sobre las rentas más altas y sobre las sociedades, cuya tasa, del 35% a nivel federal, es relativamente elevada. Se otorgarán ventajas fiscales a las empresas que repatrien su actividad y sus beneficios. Y se espera una reducción en el impuesto sobre las rentas más altas. Además, el candidato mantuvo un discurso de corte proteccionista: enduramiento de la política comercial con respecto a países de bajo coste como China y México; incentivos para producir y exportar desde los EE.UU.; restricción de la entrada de extranjeros y expulsión de inmigrantes ya establecidos.

Este programa no está exento de ambigüedades, por ejemplo las iniciativas presupuestarias chocan con el objetivo de reducción de la deuda pública. Asimismo, parece difícil conciliar los recortes fiscales y sociales por una parte, y la prometida lucha contra las desigualdades por otra. Y la introducción de barreras arancelarias conllevaría medidas de retorsión, que lastarían las exportaciones.

Lo más probable es que, a corto plazo, las medidas de estímulo fiscal aumenten unas décimas el crecimiento económico de los EE.UU. Más allá, el impacto de las medidas de Trump es muy incierto. La deuda pública crecerá con toda seguridad, lo que provocará una reacción del Congreso, que pretende contener el endeudamiento. Se anticipa un repunte de la inflación, que provocará tensiones entre la política de estímulos de Trump y los objetivos de la Reserva Federal. Aumentarán los tipos de interés durante este año.

En cuanto al paro, que se sitúa en torno al 4,7%, le queda poco margen para disminuir. Las restricciones a la inmigración no van a ayudar. Los inmigrantes ocupan puestos de trabajo en sectores como los servicios a las personas, hostelería, restauración y comercio, para los cuales escasea la mano de obra local.

Por otra parte, se anticipan cambios importantes en las condiciones de acceso a la protección social. Prueba de ello, el cuestionamiento de la reforma sanitaria *Obamacare* y de los programas de asistencia a las familias con hijos. Queda por ver cómo reaccionará una opinión pública sensible al tema de las desigualdades.

El riesgo de sobrecalentamiento de la economía estadounidense es real. El encarecimiento del petróleo, la baja tasa de paro junto con las presiones salariales que han empezado a surgir, y las medidas de estímulo económico así como en materia de inmigración apuntan a un repunte de la inflación. Esta podría acercarse al 3%, nivel a partir del cual la Reserva Federal podría actuar con cierta contundencia, lo que acabará provocando nuevas turbulencias en los mercados internacionales.

En el ámbito internacional, queda por ver si las declaraciones del candidato Trump se moderan una vez en la presidencia. De lo contrario, se abriría un periodo de des-globalización. Lo más probable es que la mayoría de las medidas proteccionistas no se pongan en marcha y que el activismo político se centre en la política fiscal y la inmigración. Todo ello provocaría un aumento de tipos de interés en los EE.UU., mayores entradas de capital y una apreciación del dólar. Las economías de los países emergentes de América latina y Asia son las más vulnerables ante estos cambios. Las consecuencias para Europa serían relativamente limitadas.

Recuadro -- El impacto económico de la elección de Donald Trump *(continuación)*

Sin embargo, la economía europea y mundial se resentiría gravemente de la guerra comercial que provocaría la imposición de medidas proteccionistas.

En este contexto, conviene fortalecer la eurozona, debilitada por la situación del sistema

bancario italiano, el escaso crecimiento de la demanda interna, y la ausencia de una verdadera capacidad de acción a nivel europeo para hacer frente a posibles crisis. En España, un amplio consenso en torno a las pensiones, la financiación autonómica y las políticas de empleo sería especialmente útil en un entorno tan incierto.

El entorno financiero español ante la activación del *Brexit*

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

El resultado del referéndum sobre la salida de Reino Unido de la UE fue una de las grandes sorpresas en el escenario económico-financiero en 2016 y su implementación es uno de los grandes desafíos en 2017. En este contexto España aparece como un actor económico importante en las relaciones económicas y financieras con Gran Bretaña. En lo que se refiere al sector bancario, en particular, tanto la inversión directa como la exposición en términos de crédito y derechos de entidades financieras españolas en Reino Unido son muy considerables: la primera supone 16.600 millones de euros y la segunda alcanzaba los 377.289 millones en junio de 2016. Se abren, por tanto, un conjunto de posibilidades y retos para los cuales cabe esperar que las entidades financieras españolas que operan o tienen intereses en Reino Unido se encuentren preparadas, entre otras cuestiones por el mantenimiento de la licencia única europea (mientras los bancos mantengan su sede en territorio de la UE), y por su experiencia acumulada de diversificación internacional.

Estimaciones económicas condicionadas por escenarios políticos

En este artículo se analiza la situación del sector financiero español de cara al escenario que el fenómeno de salida de Reino Unido de la Unión

Europea (*Brexit*) dibuja para 2017. Aunque el artículo trata de centrarse en la dimensión económica y, sobre todo, financiera, resulta casi ineludible hacer referencia al contexto político. La razón fundamental es que la evaluación económica del *Brexit* es contingente en escenarios políticos, entre los cuales las posibles negociaciones y el grado de “tensión” en las mismas resultan fundamentales

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

para evaluar la incidencia potencial en la economía y en el sector financiero.

Ya pasó, probablemente, el tiempo de hablar del *Brexit* como un fenómeno inesperado. La activación del –tan mencionado estos meses– artículo 50 del Tratado de la Unión Europea para la salida de Reino Unido parece inevitable hacia el mes de marzo. Pero sí que hay suficientes indicios para pensar que las negociaciones pueden estar sometidas a un nivel de tensión e, incluso, de improvisación que también puede tener consecuencias económico-financieras. Como ejemplo, en el momento en el que este artículo se prepara para enviar a edición a comienzos de enero, se conoció que Ivan Rogers, representante permanente del Gobierno británico en Bruselas, presentó su dimisión, una circunstancia que la inmensa mayoría de analistas tradujo como una señal de ausencia de una estrategia consensuada desde Reino Unido.

Una de las circunstancias que conviene también mencionar es el papel que el Parlamento británico pueda tener en la activación de la salida de la Unión Europea (UE). La reciente sentencia del Tribunal Supremo de Reino Unido ha confirmado que el Parlamento tendrá finalmente que votar sobre un acuerdo de las condiciones del *Brexit*.

De hecho, el Gobierno británico parece prepararse para el debate político en la medida en que ha asumido que el Parlamento tendrá la oportunidad de votar la que ya se llama Ley de la Gran Salida (*Great Repeal Bill*), sobre múltiples aspectos de la relación existente y futura con la Unión Europea.

Desde la perspectiva económica, la clave parece estar en qué pueda y no pueda decidirse en el momento de la salida. Se supone que, a menos que las partes acuerden otra cosa, el proceso de negociación sería de dos años. De hecho, la primera ministra Theresa May insistió

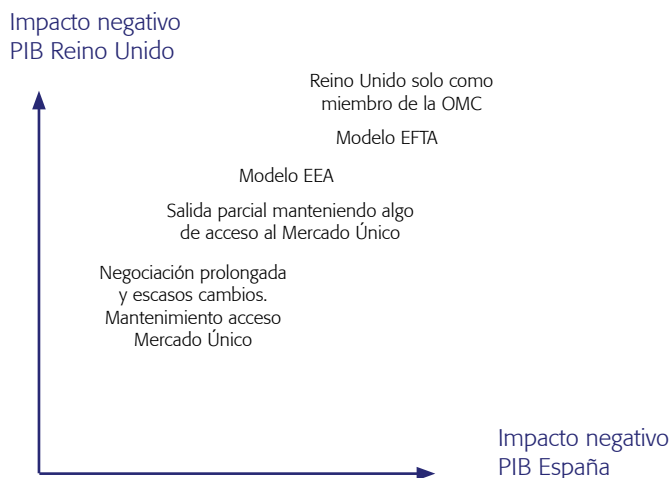
en que el Gobierno no busca extender el proceso de activación que implica el artículo 50 del Tratado de la UE pero afirmó que “puede darse el caso de que algunos aspectos prácticos requieran una fase de implementación a partir de la activación”. Se ha reconocido recientemente que algunos aspectos de la negociación tendrán seguramente que ser discutidos más allá de 2019.

Por lo tanto, la consideración de escenarios para evaluar económicamente el impacto del *Brexit* parece tener como punto de partida dos cuasi-certezas que toman forma: la salida se activará en marzo de 2017 y habrá una fase de “implementación”. Esta fase implica una negociación que, si bien oficialmente debería ser de dos años, podría llegar a extenderse de forma muy significativa. Precedentes aparentemente menos complejos como los tratados de libre comercio con Estados Unidos o Canadá son buenos ejemplos de que si algo necesitan este tipo de pactos es tiempo.

Para tratar de evaluar la posible extensión temporal de las negociaciones no solo conviene analizar las posiciones públicas de las partes –Reino Unido y UE– que, además, hasta la fecha carecen de un grado de concreción apreciable. Es también necesario pensar en la posición de los sectores empresariales que pueden verse potencialmente afectados, en particular en Reino Unido. Las encuestas realizadas han sido múltiples y las posiciones han sido, casi siempre coincidentes. Por citar una oficial, la de la Confederación de la Industria Británica¹, que indica que la disrupción que el *Brexit* pueda causar en un sector puede tener efectos negativos muy severos en otros sectores y que el escenario que realmente esperan la mayoría de las empresas británicas es un *Brexit* más suave que mantenga el acceso al Mercado Único europeo. Probablemente, estas expectativas empresariales pueden explicar el impacto limitado que, de momento, ha tenido el referéndum del 23 de junio de 2016 y la expectativa de una negociación prolongada a partir de marzo de 2017, en

¹ <http://www.cbi.org.uk/insight-and-analysis/making-a-success-of-brexit/>

Gráfico 1

Impacto del *Brexit* en Reino Unido y España distribuido por escenarios

Fuente: Elaboración propia.

la que el acceso al Mercado Único será un eje esencial de los posibles acuerdos.

Como anticipo de la valoración de las perspectivas económicas del *Brexit* en Reino Unido y España, el gráfico 1 valora el impacto relativo de la salida británica de la UE para ambos países en función del escenario político que se materialice, sin valorar la probabilidad que pudiera asignarse a cada uno de ellos. El anteriormente citado *Bretun* no se considera en el gráfico, puesto que la única posibilidad de “vuelta” a la situación inicial sería mediante algún tipo de litigio respecto a la legalidad del proceso desde Reino Unido, algo que no sería rápido ni tendría costes nulos en términos de incertidumbre y administrativos. Sería, en todo caso, un escenario similar al definido en el gráfico como “Negociación prolongada y escasos cambios. Mantenimiento del acceso al Mercado Único”. Una situación que estimamos tendría escasos costes para España (no mucho más allá de los que se hayan podido observar a corto plazo) pero más elevados para Reino Unido, al deshacer un proceso administrativo y político que ha cambiado ya, *de facto*, muchas expectativas y estructuras institucionales en Gran Bretaña, además de que no acabaría con

la división social respecto a la situación de las relaciones con la UE.

Según la Confederación de la Industria Británica, el escenario que realmente esperan la mayoría de las empresas británicas es un Brexit suave, que mantenga el acceso al Mercado Único europeo.

En el extremo opuesto se encontraría una salida de Reino Unido que le dejara como un miembro más de la Organización Mundial del Comercio (WTO, por sus siglas en inglés), lo que implicaría un abandono del Mercado Único que acarrearía costes importantes para socios como España pero, en sentido último, aún mayores para Gran Bretaña. Existen dos situaciones que habitualmente se discuten similares a esta. Una se refiere a un acuerdo similar al que ostenta Noruega dentro del marco del Área Económica Europea (EEA, por sus siglas en inglés), con acceso al Mercado Único pero sin compartir las estructuras políticas de la UE. La otra es seguir un modelo similar al de Suiza, dentro del Área de Libre Comercio Europea (EFTA, por

sus siglas en inglés), similar al de la EEA pero sin aportaciones presupuestarias al mercado común.

La estimación del impacto y el papel de la fase de implementación: el papel del sector financiero

El gráfico 1, al no estar cuantificado, puede considerarse como un conjunto de hipótesis de partida. En todo caso, el impacto de los diferentes escenarios puede cambiar en la medida en que las negociaciones sean más o menos fluidas y más o menos favorables a los intereses comerciales y financieros de España que, en el caso de las relaciones con Reino Unido, son muy significativos. Con los datos proporcionados por el Instituto de Comercio Exterior (ICEX), se puede comprobar que la economía española presentaba un superávit comercial con Reino Unido del 1,3% del PIB en octubre de 2016. Y, lo que es muy importante, es uno de los pocos países que mantiene este saldo positivo tanto en bienes como en servicios. Un 7,7% de las exportaciones españolas se dirigen a Reino Unido y el tipo de bienes y servicios es

variado. Automóviles, trenes, elementos de aviación, fruta, verdura y, por supuesto, servicios turísticos están entre los más importantes. Según los datos de movimientos transfronterizos Frontur del INE, entre enero y noviembre de 2017 visitaron España 17 millones de turistas del Reino Unido, un 12,3% más que en el mismo período de 2015 y un 21,1% del turismo total. Más allá de los registros oficiales, se estima que hay entre 800.000 y 1.000.000 de británicos viviendo en España de forma permanente o por largas temporadas cada año. Las cifras oficiales únicamente muestran los que se han empadronado y alcanzan los 250.000. Desde la perspectiva financiera, además, conviene tener en cuenta que la mayor parte de visitantes y residentes son mayores de 65 años y aspectos como las pensiones, las transferencias financieras, la atención sanitaria o las transacciones inmobiliarias son muy relevantes para ellos en el contexto del *Brexit*.

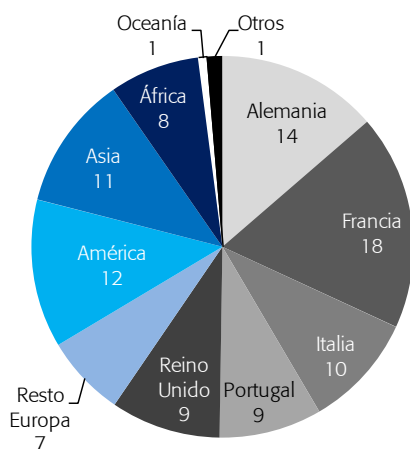
Lo que sí que parecen advertir los datos del ICEX es que el referéndum de junio de 2016 que dio pie al *Brexit* no ha tenido, de momento, una incidencia negativa sobre las relaciones comerciales entre ambos países, al menos desde la

Gráfico 2

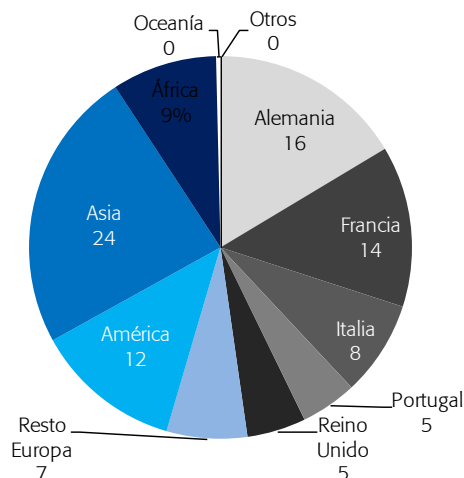
Relaciones comerciales (bienes y servicios) de España con terceros países

(Porcentaje sobre el total, octubre de 2016)

Exportaciones



Importaciones

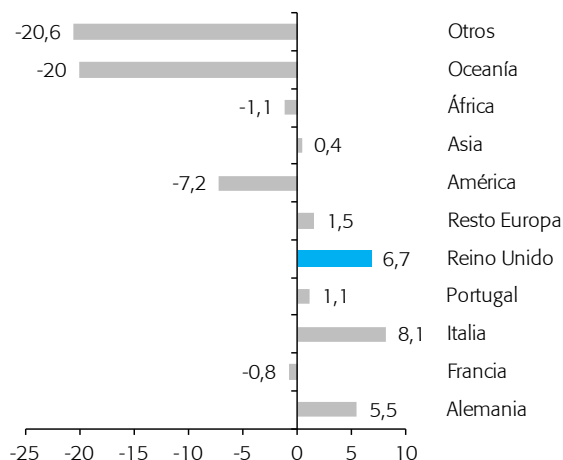
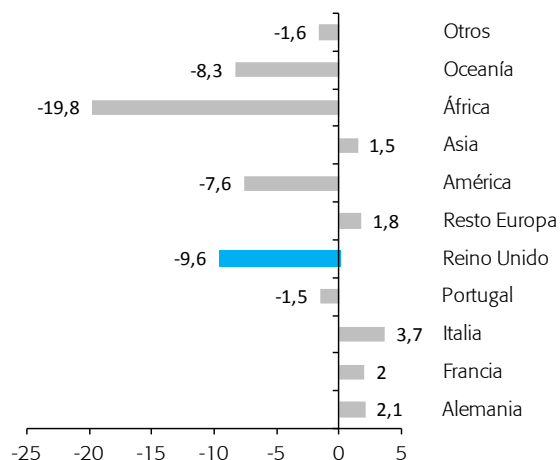


Fuente: Instituto de Comercio Exterior (ICEX) y elaboración propia.

Gráfico 3

Tasa de variación anual de exportaciones e importaciones de bienes y servicios en España

(Enero-octubre de 2016 respecto al mismo período de 2015)

Exportaciones**Importaciones**

Fuente: ICEX y elaboración propia.

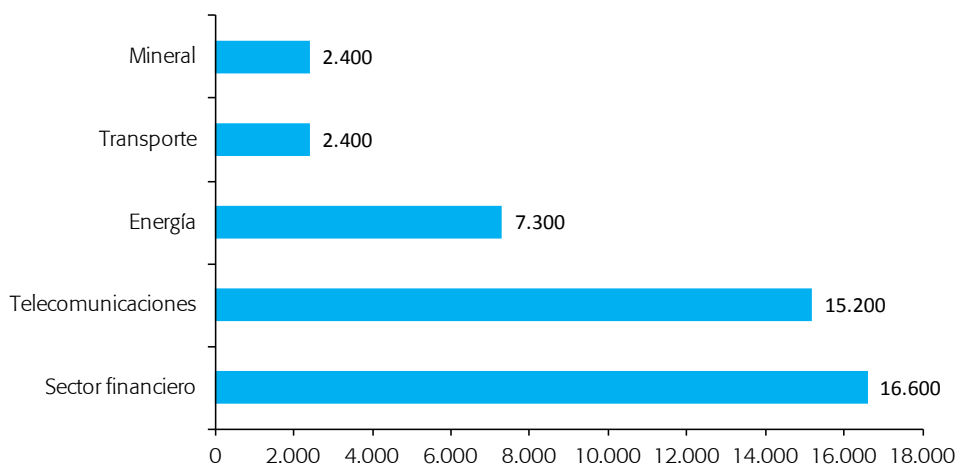
perspectiva española. Como muestra el gráfico 2, Reino Unido ha concentrado el 9% de las exportaciones españolas de bienes y servicios entre enero y octubre de 2016 y el 5% de las importaciones. Eso sí, como se observa en el gráfico 3, las expor-

taciones a Gran Bretaña aumentaron de enero a octubre de 2016 un 6,7% respecto al mismo período de 2015, pero las importaciones cayeron un 9,6%. En este sentido, no parece que el *Brexit*, a corto plazo, haya dañado la balanza comercial.

Gráfico 4

Inversión directa de España en Reino Unido (2015)

(Millones de euros)



Fuente: Office for National Statistics (ONS) de Reino Unido y elaboración propia.

¿Y el sector financiero? Para ver la exposición del sector financiero español en las islas británicas, una perspectiva de interés es comprobar la inversión directa de España en Reino Unido, según reconoce la Office for National Statistics (ONS). Los últimos datos anuales corresponden a 2015 (gráfico 4) y muestran que, precisamente, el sector financiero es el que realiza mayor inversión directa, alcanzando los 16.600 millones de euros, seguido por el de telecomunicaciones (15.200 millones) y, a cierta distancia, por el energético (7.300 millones).

Una fotografía incluso más cercana de la magnitud de las relaciones financieras y, en particular, bancarias, entre ambos países puede obtenerse a partir de las estadísticas bancarias consolidadas del Banco de Pagos Internacionales (BIS).

El gráfico 5 muestra la posición consolidada de los bancos españoles (británicos) respecto a contrapartes con residencia en Reino Unido (España). Se trata de los derechos (créditos y otros derechos) de los bancos de cada país respecto a distintos sectores en el otro, incluyendo otros bancos, el sector oficial (deuda pública y participaciones

similares) y el sector empresarial no bancario. Los derechos se muestran en base al riesgo último asumido, lo que significa que son riesgos netos de transferencias de riesgo que estos bancos puedan realizar entre ambos países. Como puede observarse en el gráfico, la exposición de los bancos españoles al Reino Unido es significativa, con derechos que alcanzaban los 377.289 millones de euros en junio de 2016, distribuidos entre 18.596 millones de euros en derechos respecto a bancos, 38.506 respecto al sector oficial (Gobierno y otras instituciones públicas) y 320.187 respecto al sector empresarial no bancario (principalmente en créditos y participaciones).

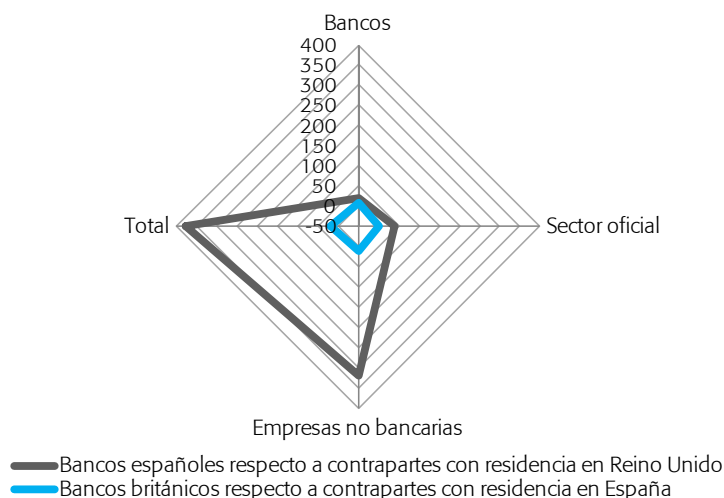
El sector financiero es el que realiza la mayor inversión directa en el Reino Unido, alcanzando los 16.600 millones de euros, seguido por el de telecomunicaciones (15.200 millones) y, a cierta distancia, por el energético (7.300 millones).

Sin embargo, la posición consolidada de derechos de los bancos británicos en territorio español

Gráfico 5

Posición consolidada de los bancos españoles (británicos) respecto a contrapartes con residencia en Reino Unido (España)

(Miles de millones de euros. Distribución por sectores. Créditos y derechos)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS) y elaboración propia.

es considerablemente más limitada, alcanzando los 20.188 millones de euros, fundamentalmente con bancos (8.112 millones) y empresas (12.365 millones), siendo la posición con el sector oficial negativa en términos netos (-289 millones).

Además de la contundencia de los datos hay varias dimensiones que hacen aún más relevante la exposición bancaria de España en Reino Unido. Los bancos españoles han penetrado de forma significativa en el mercado minorista británico, habiendo sido, entre otras cuestiones, adquirentes activos de entidades financieras con problemas en Gran Bretaña durante y después de la crisis financiera. En este sentido, la recuperación de la economía de Reino Unido en los años posteriores a la crisis ha contribuido positivamente a la diversificación de ingresos de la banca española en los últimos años. Pero cualquier incidencia negativa en la economía que pudiera concurrir a medio plazo por el *Brexit* —como un aumento de la tasa de paro— tendría también consecuencias negativas sobre esta exposición.

La exposición de los bancos españoles al Reino Unido es significativa, con derechos que alcanzaban los 377.289 millones de euros en junio de 2016, distribuidos entre 18.596 millones en derechos respecto a bancos, 38.506 respecto al Gobierno y otras instituciones públicas, y 320.187 respecto al sector empresarial no bancario, principalmente en forma de créditos y participaciones.

Una cuestión abierta con múltiples ramificaciones es la referente a los cambios potenciales en la regulación financiera. Los bancos afrontan, a escala internacional, las disposiciones que habrán de completar la regulación de solvencia de Basilea III en el horizonte de 2019. Asimismo, se está generando una presión añadida para aumentar la transparencia, con el anuncio de la realización de nuevas pruebas de esfuerzo coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea y el Banco Central Europeo (BCE) en 2017. Y, sobre todo, la dificultad

añadida por la crisis bancaria que se abre en Italia, a partir del rescate del Monte dei Paschi di Siena y de la dotación contingente de 20.000 millones de euros por parte del Tesoro italiano para cubrir potenciales necesidades de capital del resto del sector. En ese entorno, las relaciones financieras entre Londres y Europa pueden verse, asimismo, afectadas, por disposiciones contingentes añadidas dentro del proceso de negociación. Desde el propio BCE, incluso, se ha apuntado a que parte de las operaciones más importantes de descuento de valores para obtener liquidez realizadas por bancos de la eurozona en la London Clearing House (LCH Clearnet) podrían acabar siendo desarrolladas por otras agencias en la eurozona. Además, se han producido múltiples rumores sobre la posibilidad de traslado de fichas bancarias desde Reino Unido a otras plazas europeas, con el fin de mantener la capacidad de acceso de los bancos británicos al mercado único financiero de la UE. Todo un conjunto de posibilidades que sugiere grandes cambios estructurales potenciales en materia competitiva y/o de arbitraje regulatorio.

Para los bancos españoles, que operan en base consolidada desde España, la posibilidad de diversificación continúa, al tiempo que no existe riesgo para operar mediante la licencia única europea. Aun así, deberán permanecer atentos a cualquier cambio o exigencia que pueda producirse desde Reino Unido para los bancos que, precisamente, operen con licencia única de la UE.

La lectura de las oportunidades

En todo caso, el tumultuoso terreno regulatorio y competitivo que para el sector financiero puede generar el *Brexit* también contempla oportunidades. Y las propias instituciones oficiales así lo han detectado y actuado en consecuencia.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en España, en coordinación con el Gobierno, ha desarrollado un plan para aprovechar las oportunidades del *Brexit* en materia financiera. Se trata de un plan para atraer a las entidades financieras que pudieran considerar cambiar su sede

a la UE y, en concreto, a España. Estas medidas fueron anunciadas el 12 de diciembre. Además de ofrecer una interlocución en inglés y de crear un proceso de preautorización para que estudien la mudanza con la máxima rapidez, la CNMV también plantea algunas ventajas regulatorias². El plan se desarrolla en cinco puntos:

- La creación de un programa de bienvenida dedicado a las empresas de inversión y gestión con sede en Reino Unido. Dentro de este programa las empresas encontrarán una interlocución única que, en habla inglesa, les ayudará a entender la regulación española y les guiará durante todo el proceso de autorización y hasta seis meses después del mismo.
- Procedimiento directo de autorización para las empresas con sede en Reino Unido. Se crearán formularios estandarizados en inglés y se facilitará su presentación electrónica. Asimismo, se establecerá un plazo de preautorización para que las empresas puedan comenzar a organizar el traslado de su negocio en España.
- Uso de modelos internos de cálculo de recursos propios mínimos: esta medida responde al interés manifestado por algunas entidades en poder continuar utilizando los modelos internos de determinación de las necesidades de capital para cubrir riesgos de mercado y de contraparte. En este sentido, la CNMV pretende estar en condiciones de supervisar de manera eficiente dichos modelos. En este ámbito se ha establecido un esquema específico de cooperación con el Banco de España para garantizar que estas tareas puedan llevarse a cabo sin complicaciones. En este terreno también podrá utilizarse un procedimiento rápido de autorización en el caso de que la autoridad competente en el Reino Unido haya revisado y autorizado los modelos en cuestión.

- Flexibilidad en la externalización de actividades: la CNMV va a adoptar un enfoque flexible a la hora de facilitar la externalización de funciones o actividades, lo que, además, puede facilitar las reubicaciones parciales de las actividades de las entidades de forma rápida, siempre que se cumpla con los requisitos establecidos al respecto en la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID).

- Acciones en otros ámbitos importantes para las empresas como: en áreas como recuperación y resolución, políticas de remuneración, creadores de mercado, etc. no habrá más requisitos que los derivados de la legislación europea y se aplicarán con pleno respeto al principio de proporcionalidad.

Las oportunidades también aparecen en el plano eminentemente institucional, con el posible traslado con el *Brexit* de importantes instituciones multilaterales europeas que actualmente se encuentran en Londres, destacando la propia Autoridad Bancaria Europea. En este sentido, España puede ofrecer ciertas ventajas respecto a otros grandes países de la eurozona (en particular respecto a Fráncfort o París) en términos de costes de instalación y de vida, inmobiliarios, o dotación de infraestructuras.

Reflexiones sobre el *Brexit* en 2017: un decálogo sobre el impacto financiero

De los datos y reflexiones aportadas parece deducirse que el *Brexit* tiene implicaciones importantes para España y que el financiero es un sector con particular incidencia. A modo de conclusión, se ofrece un decálogo sobre el impacto financiero del *Brexit* en España:

- La inversión directa del sector financiero español en Reino Unido supera los 16.000 millones de euros y lo convierte en una industria

² <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={5925f8f2-4f0b-433b-9ec3-07af2f87cc8b}>.

estratégica esencial en el contexto del *Brexit*, junto a otras importantes para España, como el turismo o las telecomunicaciones.

- La exposición financiera –en cuanto a derechos consolidados de los bancos españoles en Gran Bretaña– es muy considerable. Alcanzaba los 377.289 millones de euros en junio de 2016, distribuidos entre 18.596 millones de euros en derechos respecto a los bancos, 38.506 respecto al sector oficial y 320.187 respecto al sector empresarial no bancario.
- En un año como 2017, en el que se prevé la activación y el comienzo de la fase de implementación del *Brexit*, el entorno bancario en la eurozona no parece sencillo. La crisis bancaria en Italia es una amenaza importante que aún no parece controlada.
- Los bancos (como otras empresas) españoles tienen en Reino Unido una ventaja de diversificación que no se cierra con el *Brexit*. De hecho, la experiencia internacional de las entidades financieras españolas en diferentes contextos regulatorios supone una garantía.
- Hay aspectos relacionados con el posible impacto económico del *Brexit* que deben ser, en cualquier caso, monitorizados. Por ejemplo, las consecuencias sobre la actividad bancaria en Gran Bretaña de una caída de la actividad y un aumento del desempleo.
- La regulación será un aspecto que convendrá monitorizar de forma importante. El *Brexit* se va a negociar en el momento en que se va a ir cerrando la implementación completa de los requerimientos de Basilea III.
- Los bancos españoles en Reino Unido podrán seguir disfrutando de las ventajas que otorga la licencia única europea y no es previsible que la regulación británica imponga trabas o dificultades adicionales a su actividad.
- Existen oportunidades de la salida de Reino Unido de la UE en el sector financiero de las que ya se han hecho eco las autoridades españolas. La CNMV, en coordinación con el Gobierno, ha desarrollado un plan para atraer a las entidades financieras que pudieran considerar cambiar su sede a España.
- España puede ofrecer ciertas ventajas en términos de coste y condiciones de actuación para instituciones regulatorias o supervisoras europeas que pudieran dejar su sede en Londres.
- Parece conveniente, dado el papel de España y de su sector bancario en las relaciones y financieras con Reino Unido, que hubiera una interlocución y representación significativa española en las negociaciones que desde Bruselas se desarrollen con respecto al *Brexit*.

Coyuntura inmobiliaria, *momentum* y evolución probable

Paloma Taltavull*

En este artículo se aproxima el momento económico del sector inmobiliario y de la construcción en España tras el análisis de los indicadores disponibles de oferta, demanda e inversión. Las estadísticas muestran una débil mejoría de la construcción, siendo los factores de demanda los que lideran la recuperación de los precios –con un aumento de las transacciones y los precios localizados en algunas regiones– asociada a la movilidad de la población y al acceso en alquiler. Muestran también actividad en mercados no residenciales con importante presencia de la inversión extranjera, que acelera su entrada en 2015. Los precios residenciales crecen lentamente como resultado de la existencia de barreras al acceso residencial, como una elevada restricción crediticia, insuficiente ahorro y fallos en el mercado de trabajo. No obstante, la recuperación de las transacciones, el crecimiento positivo de los precios y la presencia de inversión foránea, son los síntomas de la recuperación del sector que continuará, *ceteris paribus*, en los próximos trimestres.

El de la construcción ha sido tradicionalmente un sector relevante para la economía, tanto por su aportación a la riqueza, por su mayor inversión y porque es generador de bienes de capital. Sus efectos de arrastre y el hundimiento en su actividad experimentado tras la crisis financiera global, podrían estar detrás de la falta de dinamismo en el crecimiento en la economía española (y de una buena parte de las occidentales) durante los últimos años. Su débil o nula producción en algunas de sus actividades ha sido la consecuencia de su rol como epicentro de la crisis en los mercados de capitales, recibiendo, como castigo, la mayor

restricción crediticia que se recuerda desde la posguerra en España. La inactividad ha podido cauterizar su efecto motriz sobre otras actividades económicas y por eso el análisis de su momento económico es clave para identificar su capacidad de recuperarse y asentar la expansión de los próximos períodos.

El sector de la construcción es el sector de oferta del mercado inmobiliario. España tiene unos mercados inmobiliarios con distintos grados de desarrollo, siendo el residencial el más conocido y el que ha jugado un papel más relevante en

* Universidad de Alicante.

el crecimiento de las últimas dos décadas, tanto económico como propiamente urbanístico. Esta relevancia es el resultado de una intensa actividad constructora que generó el segundo gran ciclo de edificación de la historia reciente entre 1994 y 2007, con un protagonismo constructor de viviendas que ha configurado y asentado los modelos de ciudades y áreas metropolitanas en España. Este gran ciclo se ha producido como resultado del solapamiento de demandas y una fuerte y prolongada reacción de la edificación (en parte, única en Europa), que ha aprovisionado a los distintos mercados inmobiliarios residenciales: el de viviendas principales, que han absorbido la mayor parte de las unidades construidas en los últimos quince años; el de viviendas secundarias; el de residencias de carácter temporal, demandadas tanto por residentes como por no residentes; y el de unidades para el uso turístico. Esta diversificación en mercados residenciales junto con la excelente localización geográfica de España (con buen clima), de su especialización turística y de la flexible y suficiente oferta de espacio, entre otros factores, han sido las razones de que se haya producido ese gran ciclo, al hilo del desarrollo de un uso mixto del parque muy asociado a mayores niveles de crecimiento económico, al igual que ha ocurrido en otras economías.

En los sectores no residenciales, el de oficinas, por ejemplo, se han alcanzado altos niveles de consolidación en Madrid y Barcelona¹, ciudades que se consideran mercados maduros en competencia directa con los de otras ciudades de Europa. El mercado de espacio comercial, especialmente el de centros comerciales, es un mercado en expansión, como el logístico, ligados al crecimiento económico, a la creación de empresas y a la proliferación de nuevas áreas urbanas.

El sector en su conjunto experimentó un fuerte *shock* tras el impacto de la crisis financiera global. Durante la segunda fase de la crisis (2011-2014), el sector ha recibido impulsos económicos dispares según el subsector que se analice. Las

actividades no residenciales han sido el objetivo, secuencialmente, de la entrada de flujos de inversión extranjera que se han posicionado en, e impulsado, actividades como la asociada a áreas logísticas, centros comerciales o al mercado de oficinas, entre otros. Los flujos de inversión internacional hacia este sector (menos nítido en las cifras agregadas que en las estadísticas de sociedades internacionales²) han sido importantes y más asociados a inversiones especializadas que a operaciones oportunistas, contribuyendo a desarrollar la competencia en estos mercados en España. Por su parte, el sector residencial ha sido el más perjudicado en la crisis, con una falta generalizada de inversión que aún persiste.

Este artículo analiza la situación actual del sector, tanto desde la óptica de oferta (estudiando la situación de las reacciones de la producción ante los impulsos de mercado), como de demanda (perfilando la evolución de los factores que la impulsan). El análisis se centra en mayor medida en los condicionantes de crecimiento en el sector residencial, aunque aporta un guiño analítico al resto de sectores con las estadísticas disponibles. El papel jugado por el sector público en su rol de inversor en infraestructuras es también abordado con el fin de cerrar el círculo en la explicación sobre las cifras finales de aportación al PIB español.

La relevancia del sector de la construcción y su evolución reciente

El peso del sector de la construcción en España es relevante, tanto en términos de su aportación a la inversión como al conjunto de la actividad económica, tal como puede verse en el cuadro 1. Como media de largo plazo, el sector aporta entre un 60% y un 65% del total de la inversión de la economía, proporción que puede ser incluso superior en los ciclos de construcción expansivos (como ocurrió en el período 2001-2007).

¹ Véase los informes de las principales empresas de gestión en el sector, por ejemplo, JLL.

² Véase *Real Capital Analytics*, <http://www.ranalytics.com>

Cuadro 1

Relevancia de la construcción en las cuentas agregadas

(En porcentaje sobre PIB. Promedios)

	1995-2000	2001-2007	2008-2011	2012-2016*
DEMANDA				
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	23,41	28,70	24,52	19,43
<i>FBCF. Activos fijos materiales. Construcción</i>	<i>14,52</i>	<i>19,32</i>	<i>15,63</i>	<i>10,03</i>
<i>Viviendas</i>	<i>6,83</i>	<i>10,75</i>	<i>7,79</i>	<i>4,49</i>
<i>Otros edificios y construcciones</i>	<i>7,69</i>	<i>8,57</i>	<i>7,85</i>	<i>5,54</i>
FBCF. Activos fijos materiales. Bienes de equipo	7,19	7,22	6,25	6,40
OFERTA				
VABpb Industria manufacturera	16,21	14,59	12,54	12,16
<i>VABpb Construcción</i>	<i>8,55</i>	<i>10,01</i>	<i>8,75</i>	<i>5,17</i>
Promemoria: Tasa media de crecimiento del PIB real	4,09	3,56	-0,85	0,53

Nota: * Año 2016 al tercer trimestre.

Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

En el último período, 2012-2016, el sector aporta apenas en torno al 52% del total de inversión, cifra que es reflejo de la muy grave crisis existente. El impulso inversor de la construcción se reparte entre los tres grandes subsectores: vivienda, edificación no residencial e infraestructuras. La información de la Contabilidad Nacional los agrega en dos grupos: edificación y resto de actividades. El cuadro 1 muestra que ambos tienen una aportación similar

Si se tiene en cuenta la senda expansiva del PIB durante los dos últimos años, los datos del sector de construcción estarían mostrando uno de los pocos periodos en la historia de la economía española en que el crecimiento económico no viene acompañado de una expansión equivalente en construcción.

a la economía, de entre el 7-8% del PIB en inversión. En períodos de fuerte expansión del sector, los datos de inversión reflejan qué subsector es líder, de manera que durante 2001-2007 fue la inversión (privada) en vivienda la que determinó

el ciclo inversor. El hundimiento posterior del mercado de viviendas y de la construcción de infraestructuras se ve reflejado en la caída en la inversión a la mitad de la aportación de equilibrio. De forma similar, la construcción aporta entre el 8% y 9% del VAB total, alcanzando una proporción superior al 10% en fases expansivas, generalmente asociadas al crecimiento del mercado residencial.

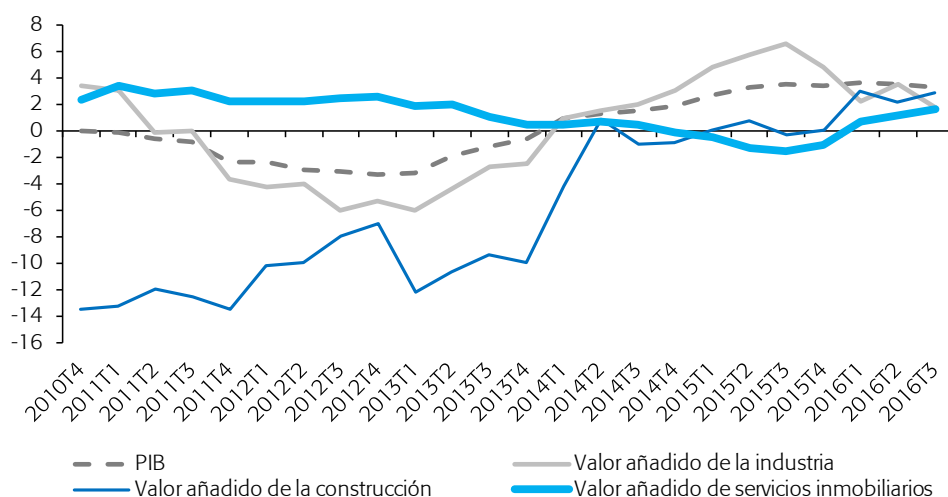
La situación del sector en 2016 muestra una recuperación muy débil tras la intensa crisis de la actividad experimentada desde 2007. El gráfico 1 data en 2014 el fin de la caída en la generación de riqueza, aunque sin tasas positivas (recuperación desde los niveles de máxima crisis) hasta bien entrado el año 2016, en que tanto la actividad de construcción como los servicios inmobiliarios parecen aumentar en términos reales hasta un ritmo estabilizado en el 2%. Esta evolución contrasta claramente con el resto de la industria, que ha liderado el crecimiento económico español desde 2013.

La aportación mencionada contradice el aparente impulso de la inversión en los dos subsectores de construcción (gráfico 2), que crecen

Gráfico 1

Valor añadido sectorial, detalles del sector de la construcción

(Porcentaje de crecimiento anual en términos reales)



Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

desde 2013 (primero en viviendas y luego en otros edificios y construcciones), aunque no se vean reflejados en actividad efectiva hasta bien entrado 2015. Durante 2016, el impulso inversor se ha reducido a tasas del 2%, mostrando

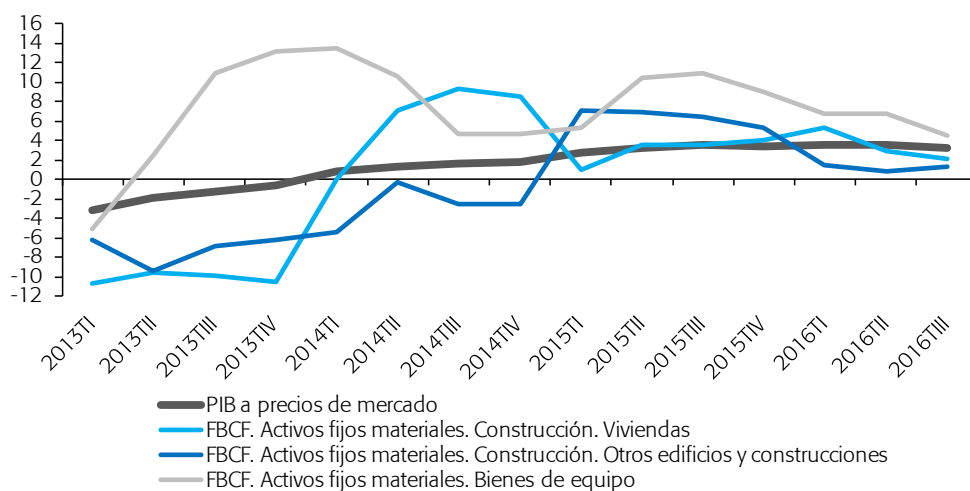
expectativas de crecimiento moderado en el medio plazo.

La contradicción que aparentemente muestran estas cifras (fuerte inversión que no se refleja en

Gráfico 2

Contribución de la formación bruta de capital al crecimiento económico

(Porcentaje de crecimiento anual en términos reales)

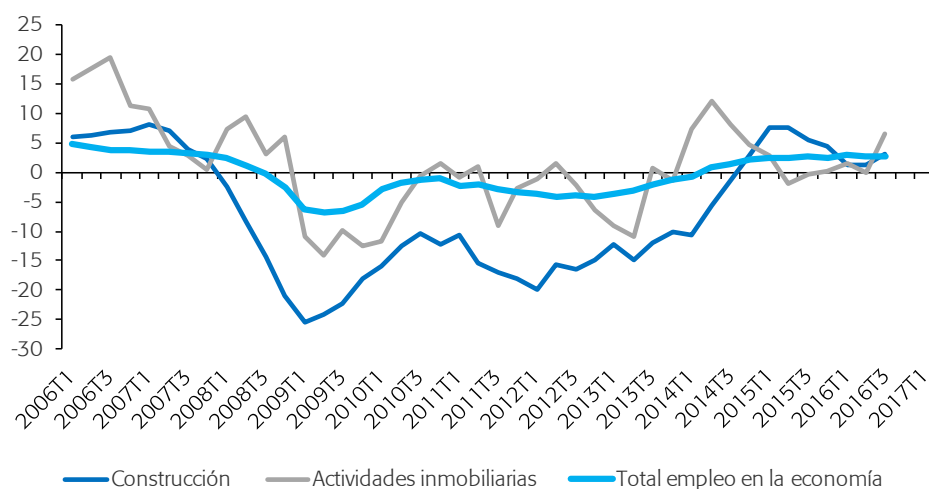


Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3

Empleo en construcción en España

(En porcentaje de variación anual)



Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

aportación al VAB durante un período de casi dos años), se resuelve en favor de la idea de la debilidad en la producción una vez se analiza el gasto realizado, tanto en ocupación como en consumos de materiales de construcción básicos (como el

cemento). En cuanto al empleo (gráfico 3), la recuperación aparente de 2014 se ha ido ralentizando hasta frenarse en 2016. Esto no ocurre en el consumo del material fundamental de la construcción, el cemento, que se encuentra anclado

Gráfico 4

Consumo aparente de cemento

(Miles Tm por trimestre)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

en mínimos históricos sin mostrar síntomas de crecimiento (gráfico 4). Estas cifras indican que la producción efectiva, si la hay, es muy reciente o se está generando en servicios más que en construcción propiamente dicha.

Si se tiene en cuenta la senda expansiva del PIB durante los últimos dos años, estos datos estarían mostrando uno de los pocos períodos en la historia de la economía española en que el crecimiento económico no viene acompañado de una expansión en construcción. Las razones para comprender esta evolución se exponen a continuación, analizando los dos grandes segmentos de actividad: la obra pública y, por tanto, el gasto en infraestructuras, y la edificación, principalmente inversión privada en viviendas o edificios no residenciales.

Evolución de la oferta de construcción: obra pública y edificación

La obra pública

La producción de obra en ingeniería civil supone alrededor de un 40% en media del total

del VAB de la construcción (Taltavull, 2015: 201), por lo que es un elemento importante para entender la evolución del sector en su conjunto. El gasto en ingeniería civil queda evidenciado a través de la encuesta de coyuntura (gráfico 5) y también a través de la licitación oficial (como indicador adelantado del gasto, gráfico 6).

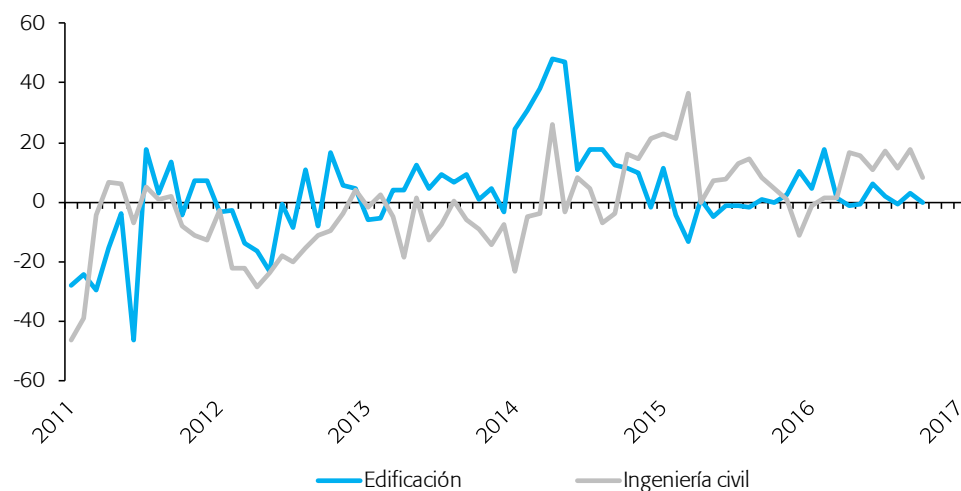
En ambos casos, la evolución de los indicadores muestra claramente cómo ha sido la ingeniería civil la que ha experimentado ritmos relevantes de recuperación (posiblemente en actividades que no requieren el uso intensivo de cemento, como infraestructuras de ferrocarril) durante los años 2015 y 2016. En concreto, la licitación muestra un incremento durante 2014 que sería el responsable del aumento de actividad a final de ese año y posteriormente. Los últimos datos no aportan una recuperación sensible de las cifras licitadas para obra pública, por lo que no se espera una aportación relevante al VAB de la obra pública en el próximo año.

El gráfico 6 es especialmente ilustrativo sobre cómo este grupo de actividades ha dejado de contribuir al VAB de construcción de forma súbita durante los años posteriores a la crisis financiera

Gráfico 5

Trabajos realizados por las empresas: edificación e ingeniería civil

(Índice, 1 enero 2009=100)

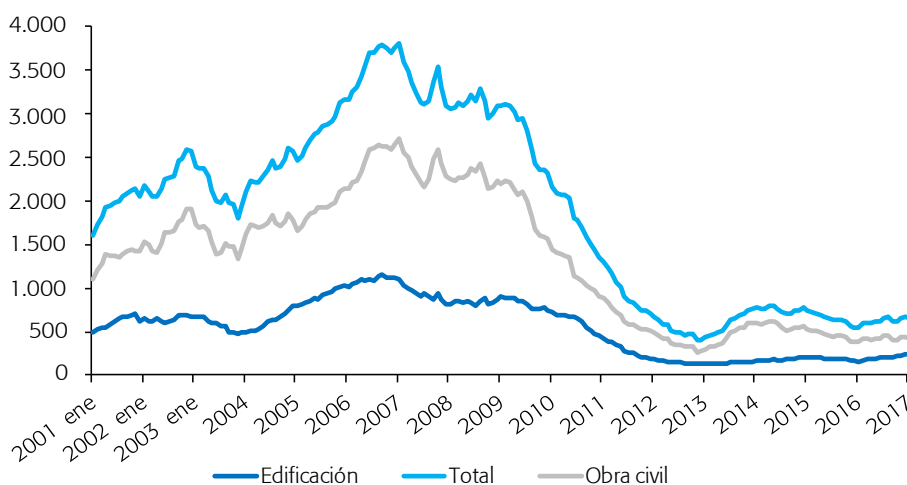


Fuente: Ministerio de Fomento.

Gráfico 6

Licitación oficial en construcción

(Millones de euros corrientes, media móvil 12)



Fuente: Ministerio de Fomento.

global, con un volumen de inversión que se redujo a un 17% del existente en 2010 en tan solo dos años.

El mercado de edificación: la reacción de la oferta de viviendas y otros edificios

El indicador de obra realizada del gráfico 6 muestra sistemáticas tasas negativas que reflejan la dramática evolución del sector de edificación residencial español. Esta evolución queda patente si se observa el ciclo de viviendas iniciadas (indicador de obra que comienza) en el gráfico 7, que se desploman desde 2007 (tres años antes que la obra civil) hasta su nivel actual. La contracción en el mercado residencial ha sido la más severa experimentada en nuestra historia, con un ajuste drástico en las viviendas iniciadas en tan solo dos años (2007-2009) desde su punto álgido de algo más de 60.000 viviendas iniciadas al mes en media hasta alrededor de 10.000, para continuar con su caída en los años posteriores a 2010 hasta alcanzar el mínimo histórico de actividad desde la década de los cincuenta (de 26.000 viviendas iniciadas en todo el año 2014). Aunque las estadísticas muestran una pequeña mejoría, esta parece

ser demasiado suave como para recuperar las constantes del sector en el medio plazo.

En la edificación para otros usos, la construcción se ha resentido igualmente por los efectos de

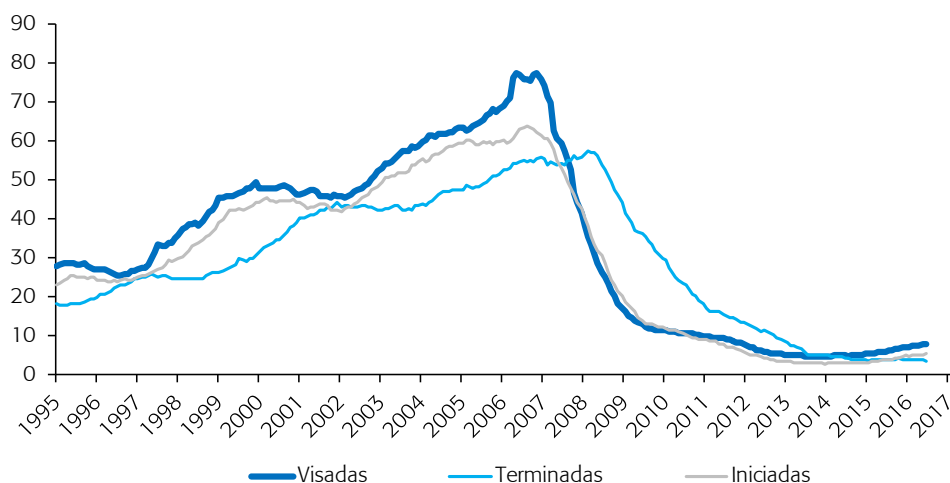
El aumento reciente del VAB en construcción es responsabilidad de la inversión pública en infraestructuras y de la edificación de algunos sectores de actividad económica, sin que se haya producido todavía una reacción de la edificación residencial, lo que limita la capacidad de recuperación del conjunto del sector.

la crisis, especialmente en el sector líder de construcciones industriales. Sectores asociados a la logística y distribución (almacenes, servicios) y agricultura se han visto menos afectados, manteniendo mayores tasas de actividad relativa. Estos datos indican que la fuerte inversión en industria que registra la Contabilidad Nacional desde 2013 no ha tenido reflejo en la edificación de espacios adaptados (sino en almacenes y transportes, entre otros).

Gráfico 7

Evolución del ciclo de edificación en España

(En miles de viviendas iniciadas por mes. Medias móviles anuales)



Fuente: Ministerio de Fomento.

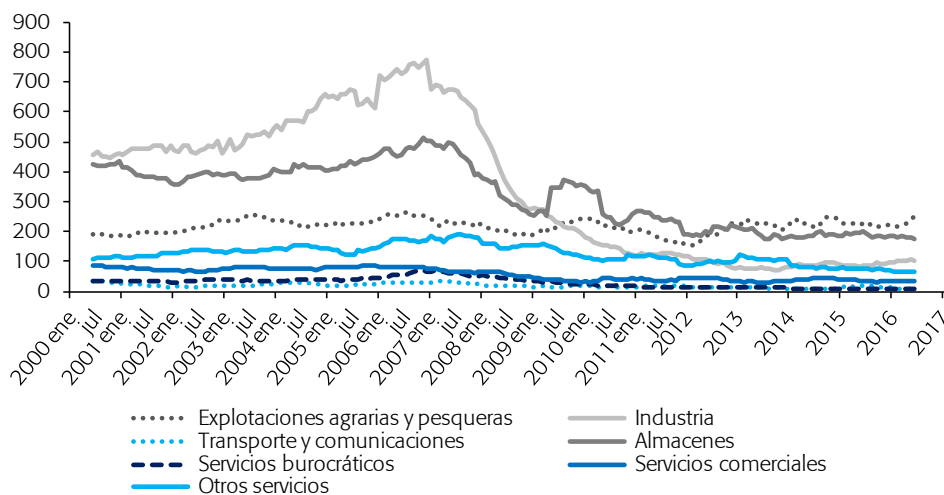
Parece, por tanto, que el aumento en el VAB de la construcción registrado por la Contabilidad Nacional es responsabilidad de la inversión pública en infraestructuras, en una suerte de

política contracíclica con limitado alcance en un entorno de restricción de gasto público, y de la edificación de algunos sectores de la actividad económica. La ausencia de reacción de mercado

Gráfico 8

Licencias concedidas para la construcción de edificios no residenciales

(Número de edificios, medias móviles)



Fuente: Ministerio de Fomento.

con una mayor edificación impone una limitación a la capacidad de recuperación económica, a la vez que muestra un cambio en los mecanismos de asignación. Así pues, ¿cómo es posible que en un entorno de crecimiento del 3% y de creación de empleo, no se haya recuperado la edificación como habitualmente ha ocurrido en la economía española? Se puede responder a esta pregunta abordando los condicionantes que determinan las dos fuentes principales de demanda: la fundamental (hogares) y la de inversión.

La demanda fundamental

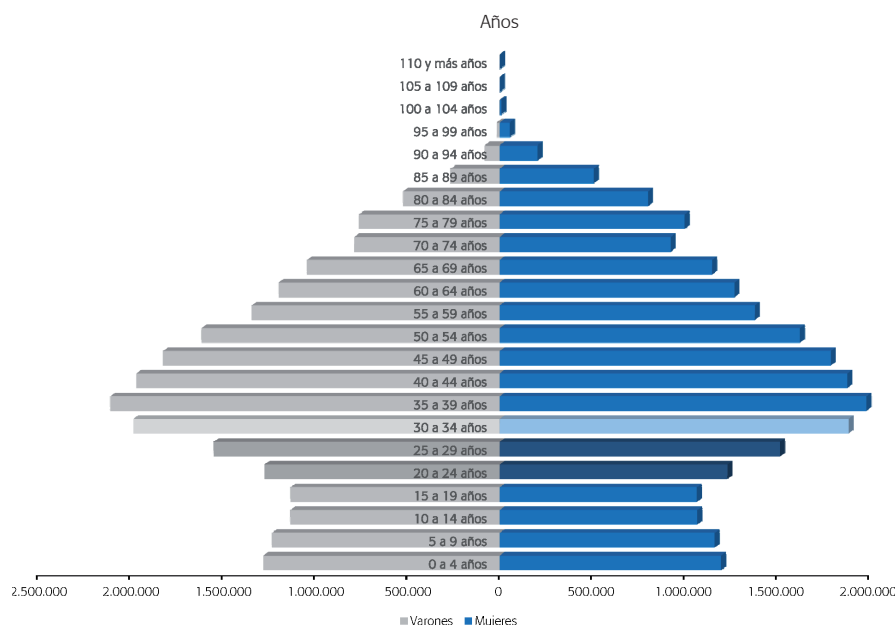
Los principales factores de demanda fundamental de viviendas son los que inciden en la cobertura de la necesidad residencial básica (demográficos, renta y factores financieros) que determinan la intensidad y dinámica de cada mercado residencial. La experiencia dice que la demanda potencial básica está asociada a la

cobertura de las necesidades residenciales de la población, y cambia (1) con el ciclo de vida de la población (con demandas específicas por cada grupo de edad y según el tamaño de los hogares), (2) con los cambios en los modelos de formación de hogares, y (3) con la movilidad de la población. Los factores (1) y (2) no siempre son observables ya que dependen de pautas sociales (dinámicas por naturaleza). No obstante, la estructura de edad aproxima las necesidades básicas de primer acceso. En la pirámide de población contenida en el gráfico 9 se observan cohortes entre 24 y 34 años con importantes cifras de población que, aunque disminuye, todavía muestra la existencia de una importante demanda básica para la próxima década. El engrosamiento superior de la pirámide (cohortes entre 35 y 55 años) hace referencia a la existencia de una todavía fuerte demanda de vivienda de reposición³.

La movilidad de la población (migración) modifica estas cifras como efecto de la relocalización de

Gráfico 9

Pirámide de población española en 2012



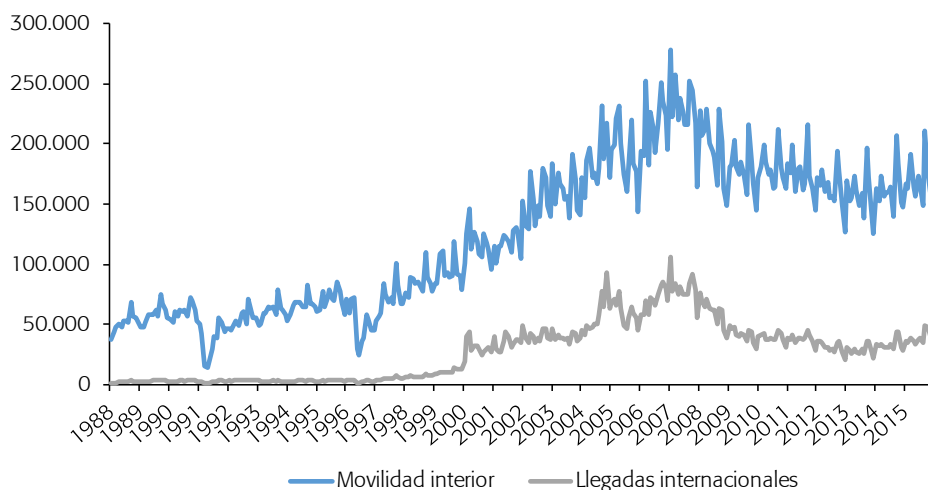
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

³ Lo que muestra una oportunidad para rehabilitar con objetivos energéticos, en la reposición de demanda.

Gráfico 10

Movilidad de la población. Altas residenciales y procedencia del extranjero

(En número de personas por mes)



Fuente: Estadística de variaciones residenciales, Instituto Nacional de Estadística.

los hogares en el territorio. El gráfico 10 sugiere la existencia de una elevada movilidad interna en

Una tendencia tan estable de la movilidad sugiere que la tensión de demanda en los mercados residenciales españoles de destino se va a mantener durante el medio plazo, procedente de dos orígenes: la movilidad y la creación (decreciente) de nuevos hogares.

La demanda potencial se convierte en efectiva si tiene capacidad de pago, es decir, si cumple los requisitos de ser solvente y tener ingresos suficientes para (1) entrar al mercado residencial como demandantes efectivos y (2) atender las obligaciones de pago adquiridas por la compra/alquiler de su vivienda. Las condiciones de crecimiento económico han favorecido la creación de empleo y aumentado la capacidad de pago de nuevos compradores potenciales. No obstante, como se observa en el gráfico 11, el aumento en el empleo ha sido selectivo, penalizando a las cohortes jóvenes (que son quienes necesitan la primera vivienda) cuya tasa de ocupación ha decrecido de forma sistemática durante todo el período. Por otro lado, la capacidad de compra de los ingresos

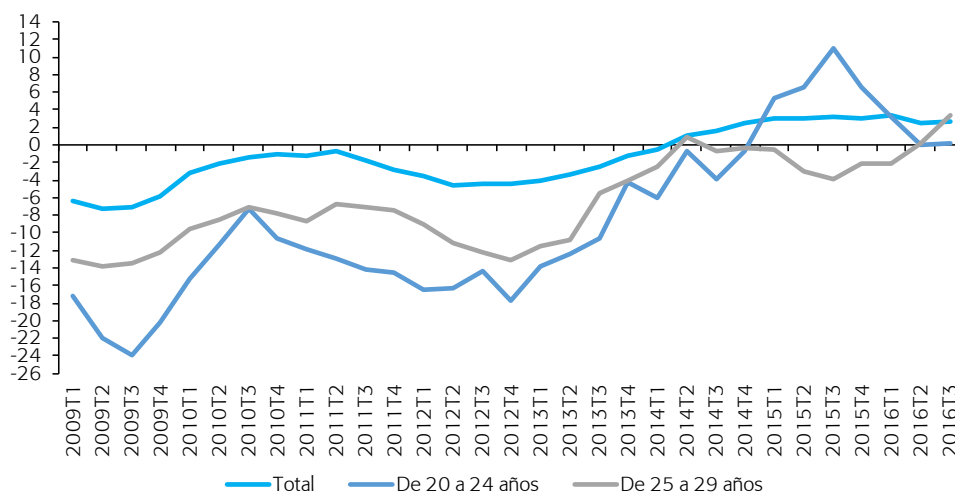
España⁴, y de cómo los flujos de inmigración se mantienen incluso en los años de recesión. Estas cifras muestran una media de 160.000 personas por mes dándose de alta en alguna ciudad en España desde 2007, lo que sin duda generó, y lo sigue haciendo, un volumen importante de actividad en el mercado de la vivienda en la ciudad donde se localicen.

⁴ La estadística recoge el número de personas que cambian de residencia en cada momento del tiempo. Si se mide en años, desde 2009 se pueden computar una media de alrededor de 1,9 millones de personas por año que cambian de residencia dentro de España, de las que alrededor de 400.000 proceden directamente del extranjero.

Gráfico 11

Evolución de la ocupación en España por grupos de edad

(Porcentaje de crecimiento anual)



Fuente: Encuesta de Población Activa, Instituto Nacional de Estadística.

por salario decrece (gráfico 12), lo que reduce la capacidad de pago de los hogares potencialmente compradores de viviendas.

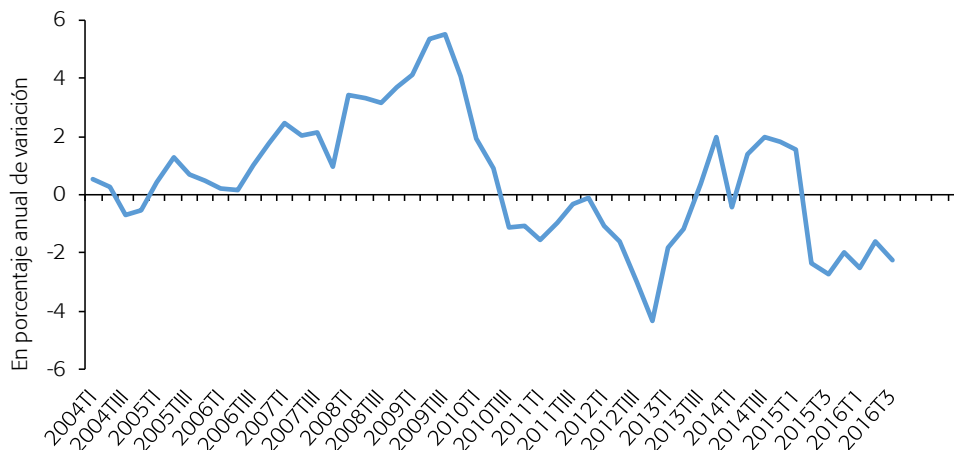
El resultado final de este análisis sugiere que el mercado residencial en España cuenta aún

con una fuerte demanda potencial pero con poca capacidad de acceso entre los grupos de mayor necesidad, por el efecto de las condiciones del mercado de trabajo sobre los ingresos, y con pocas expectativas de mejora en el medio plazo. Esta dificultad de entrada resulta una paradoja,

Gráfico 12

Remuneración real del trabajo en España

(En porcentaje anual de variación real corregido con el deflactor del PIB)



Fuente: Contabilidad Nacional de España, Instituto Nacional de Estadística.

ya que se produce en momentos en que las condiciones del mercado residencial español son las idóneas para el acceso: con precios que han caído hasta niveles muy competitivos y con bajos tipos de interés.

Durante los últimos años se han producido inmejorables condiciones de accesibilidad a la vivienda, pero solo para los hogares con ingresos estables y ahorro disponible –dada la escasez de crédito– y con capacidad para endeudarse.

Es precisamente la situación de precios y tipos de interés la que determina la existencia en España de una tasa de accesibilidad elevada incluso computando los ingresos existentes. Sin embargo, la accesibilidad es una condición necesaria pero no suficiente para que los hogares puedan entrar al mercado residencial en propiedad. El análisis conjunto de los tres indicadores de accesibilidad muestra las razones. El cuadro 2 contiene la estimación promedio de las tres ratios.

La primera, la ratio de accesibilidad⁵, oscila alrededor o por debajo del 30% durante todo el período, lo que muestra la existencia de una elevada capacidad de acceso en propiedad. Solo en el período 2006-2010 superó el 35%-40% refle-

jando dificultades de pago y una pérdida de capacidad de compra de la demanda (como resultado del aumento de los tipos de interés); en los últimos años, la tasa es lo suficientemente baja como para reflejar las condiciones inmejorables de accesibilidad para los hogares con ingresos estables a la que se hacía referencia.

La ratio de solvencia⁶ captura los niveles de esfuerzo en deuda que hacen los hogares por acceder a una vivienda en propiedad. La media de largo plazo en España está entre 6 y 8 (suele ser 5 en otros países), y su evolución muestra un súbito aumento de la propensión a endeudarse por vivienda (en media) de los hogares españoles a partir de la primera década del siglo XXI, y una reducción de esta tendencia durante los últimos años lo que implica una caída en el apalancamiento medio (por razón de vivienda) de los hogares.

La ratio LTV⁷ refleja una media de concesión de los créditos por una proporción del 65-70% del valor de la vivienda, a lo largo del período. Esta tasa se reduce dramáticamente desde 2008 mostrando cómo un hogar que quiera comprar una vivienda debe llegar a aportar como ahorro previo hasta aproximadamente el 50% del precio, ya que el crédito solo le será concedido al hogar (si pasa los *scoring*) por el 50,6% del valor de la vivienda,

Cuadro 2

Ratios de accesibilidad a la vivienda en España

	1995-2000	2001-2005	2006-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016
Ratio accesibilidad (trimestrales), con el crédito estimado a 30 años (%)	30,6	32,1	45,5	37,4	24,9	23,01
Ratio crédito/valor – LTV (%)	65,8	63,4	65,3	55,3	48,5	50,6
Ratio de solvencia	8,2	12,7	15,9	15,3	13,7	13,2

Fuentes: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

⁵ La estadística recoge el número de personas que cambian de residencia en cada momento del tiempo. Si se mide en años, desde 2009 se pueden computar una media de alrededor de 1,9 millones de personas por año que cambian de residencia dentro de España, de las que alrededor de 400 mil proceden directamente del extranjero.

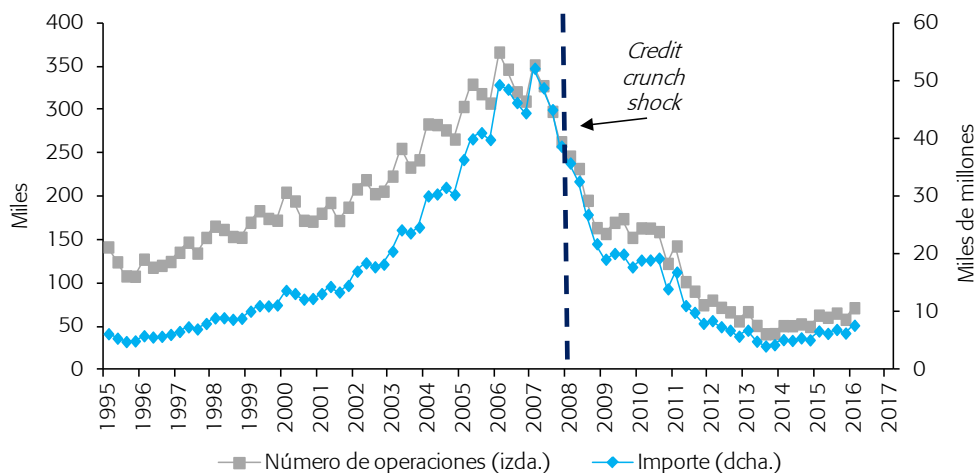
⁶ Ratio precio/renta, es un indicador de endeudamiento excesivo.

⁷ LTV, porcentaje de crédito/precio, que es una ratio que mide el riesgo de impago.

Gráfico 13

Hipotecas urbanas concedidas en España

(Número e importe por trimestres)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

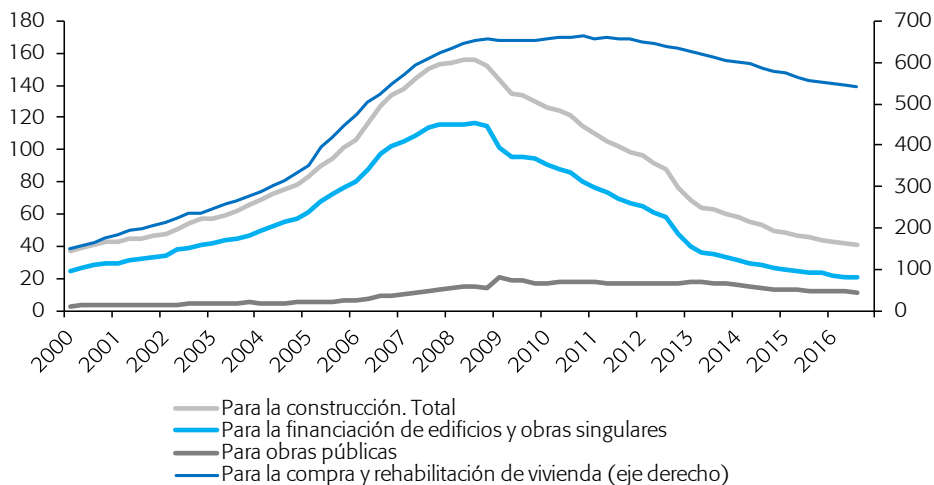
en media (último período). Esta cifra esconde una restricción severa de crédito (también contrastada en Scalon *et al.*, 2011) que limita el acceso a la demanda independientemente de que esta sea solvente.

La reducción de los flujos de fondos resultante de tal restricción se refleja en fuertes caídas en la financiación a la compra de viviendas desde los primeros años de la crisis y acelerado desde 2010 (gráfico 13). La situación también es aplicable

Gráfico 14

Crédito concedido a la construcción y sus actividades

(Saldo vivo en millones de euros corrientes)



Fuente: Banco de España.

al sector de construcción en su conjunto, como se observa en el gráfico 14, con el desplome de los saldos vivos de los créditos de todas las actividades desde inicios de la crisis, hasta alcanzar el mínimo histórico. La dureza de esta sequía de fondos *per se* implica la ausencia de los mínimos de financiación necesarios para el funcionamiento del mercado, dando lugar a un fallo de mercado no resuelto con ningún sistema alternativo de financiación hasta el momento.

Del análisis de las ratios se deduce la existencia de condiciones inmejorables de accesibilidad durante los últimos años, pero solo para aquellos hogares con ingresos estables y ahorro disponible, dada la escasez de crédito, y con capacidad para endeudarse. En un entorno con elevado desempleo, con salarios que pierden capacidad de pago y con restricción en el crédito, el acceso en propiedad difícilmente se puede mantener o recuperar, quedando el acceso al alquiler como única solución para la cobertura de la necesidad residencial de aquellos carentes de ahorro. Las buenas condiciones poscrisis del mercado residencial español y sus beneficios no están pudiendo, por tanto, ser aprovechadas por los jóvenes hogares españoles.

Las razones de inversión

La inversión⁸ inmobiliaria en España durante este período ha reaccionado a influencias contrapuestas. Por un lado, la evolución de los precios a la baja ha sido un factor suficiente de desincentivo inversor en nuevas obras, pero, por otro, ha generado oportunidades para la compra. La distorsión en el mercado antes mencionada desincentiva la inversión doméstica, a la vez que la situación económica general aumenta los incentivos a desinvertir (vendiendo activos inmobiliarios) con el objeto de reducir el apalancamiento de las empresas.

Estas aparentes contradicciones se han saldado con la aparición de actores internacionales, tanto en operaciones de mayor tamaño en el sector no residencial, como en la compra en el mercado de viviendas. Desde el principio de la crisis, el sector no residencial está recibiendo flujos de inversión muy focalizados a algunos sectores, como el logístico, con recorrido en su desarrollo en España. Muchos de los flujos de capital no son observables, pero parte quedan registrados en las estadísticas de inversiones (gráfico 15) que muestran un posicionamiento creciente de agentes internacionales en las

El sector no residencial está recibiendo flujos de inversión procedentes del exterior muy focalizados en algunos sectores, como el logístico, con recorrido en su desarrollo. Los agentes internacionales muestran un posicionamiento creciente en actividades inmobiliarias que implican gestión y rentabilización en alquiler (desde 2012), así como en la inversión en construcción (desde 2015).

actividades inmobiliarias que implican la gestión y rentabilización en alquiler (desde 2012), y en la inversión directa en construcción (desde 2015). La aceleración del último período que se observa en el gráfico es un reflejo de la rentabilidad esperada en este sector en España para los próximos períodos.

Por su parte, la inversión en nuevas viviendas se guía por la evolución de sus precios y por la rentabilidad derivada de los alquileres. La evidencia empírica demuestra que el aumento en los precios ha sido el referente que ha incidido en la toma de decisión de construcción en una buena parte de España (véase Taltavull, 2014; Taltavull y Gabrielli, 2015), y de compra, por lo que hasta que los precios residenciales no han dejado de caer (finales de 2015), no se ha podido reactivar este incentivo⁹. El gráfico 16 representa cómo

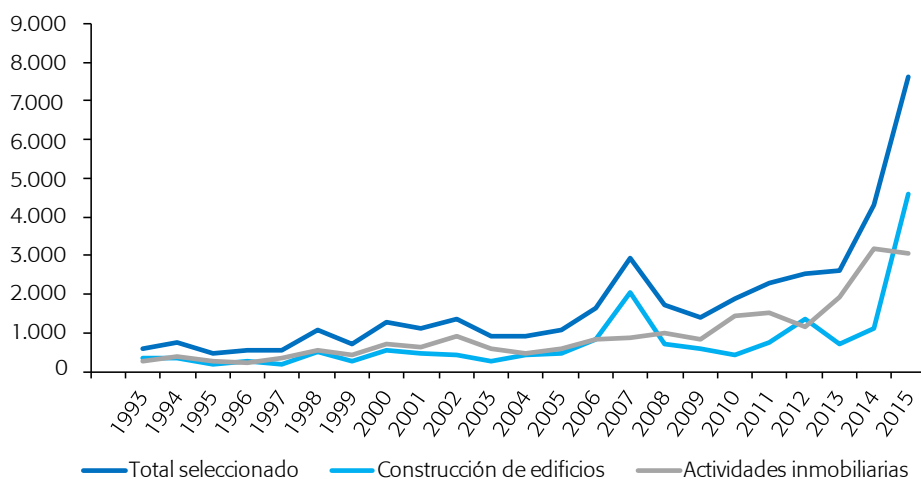
⁸ La inversión que se aborda aquí excluye la demanda de edificios destinados a sede empresarial en sectores ajenos al inmobiliario.

⁹ En la medida en que una caída de precios implica una pérdida de valor del bien final, la inversión se retira cuando estos activos entran en una senda de desvalorización sistemática, tanto por las expectativas de pérdidas como por la dificultad en la estimación de los precios futuros y su ajuste a los costes de construcción presentes.

Gráfico 15

Inversión extranjera en el mercado inmobiliario

(En millones de euros corrientes)



Fuentes: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y DataInVex.

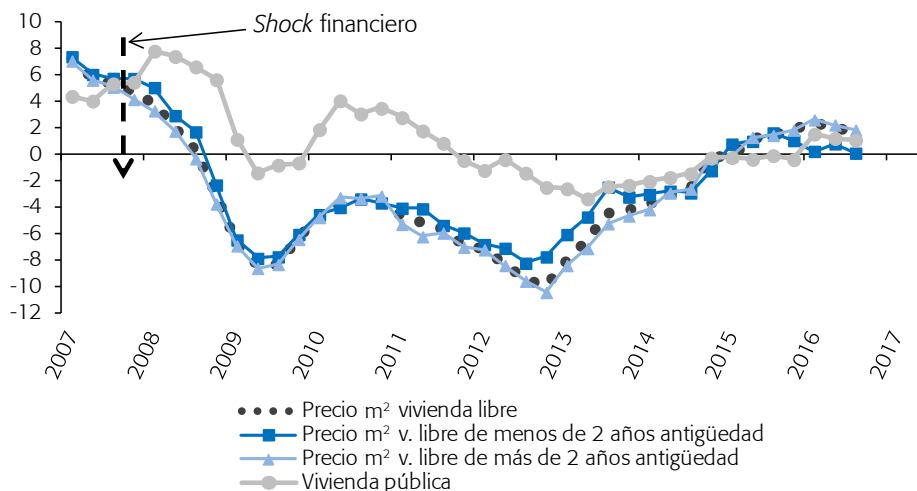
los precios residenciales en España se recuperan a finales de 2015 y mantienen un ritmo de revalorización moderado alrededor del 2% nominal desde entonces (4% real si se tiene en cuenta la inflación negativa), ritmo que debería incentivar la edificación de nuevas unidades.

Las transacciones residenciales reaccionan a los cambios en los precios con un suave crecimiento en el último año con respecto a la media mantenida durante toda la crisis (gráfico 17), aunque con una clara tendencia al alza. Por su parte, como ya se ha explicado, la debilidad en el acceso

Gráfico 16

Evolución nominal de los precios residenciales

(En porcentaje de crecimiento anual en euros corrientes)

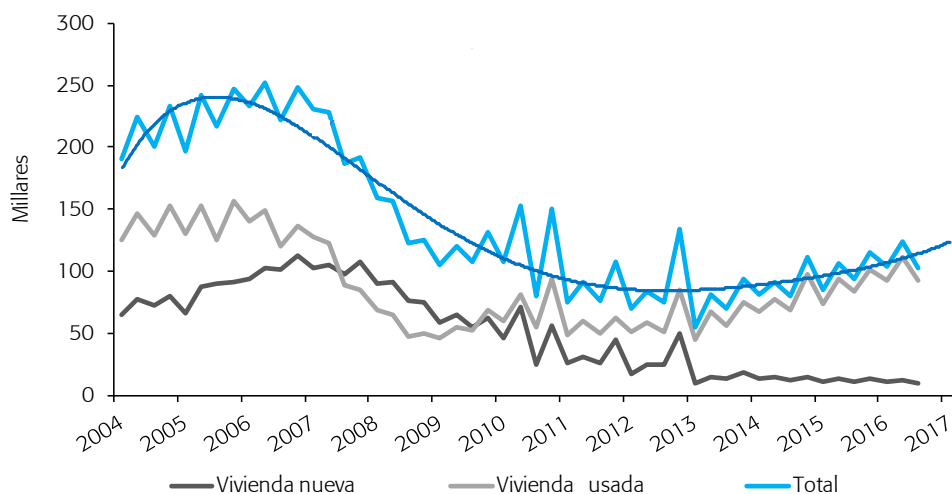


Fuente: Ministerio de Fomento.

Gráfico 17

Transacciones totales de viviendas en España

(En número de transacciones por trimestre)



Fuente: Ministerio de Fomento.

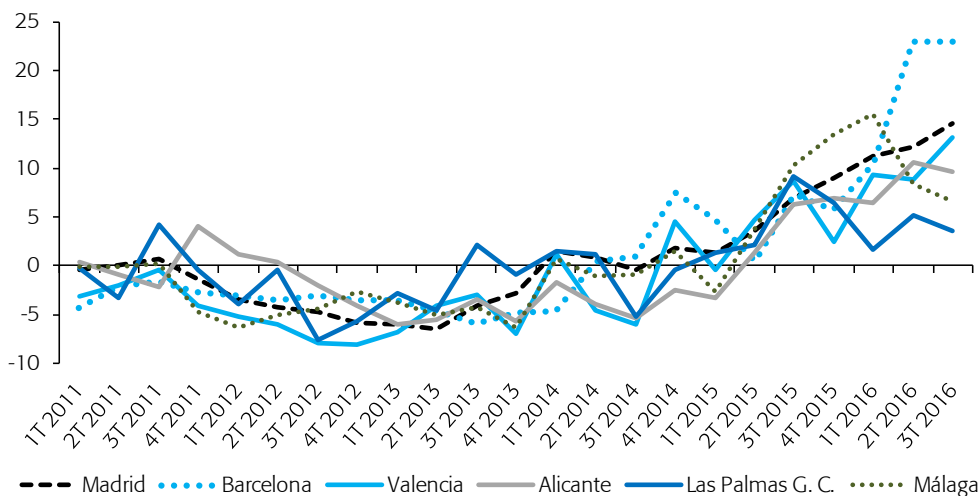
ha incentivado la demanda de alquiler con el reflejo consiguiente sobre sus precios a medida en que la economía se vuelve a recuperar. El gráfico 18

recoge la evolución de los importes de alquiler por m² en algunas ciudades donde esto parece ocurrir¹⁰, y de ellos se puede observar un crecimiento

Gráfico 18

Precio de alquiler ofertado por m² y mes

(Porcentaje de variación anual)

Fuente: Idealista.com (<http://www.idealista.com>).

¹⁰ La recuperación de estos precios no es general, solo se produce en determinadas ciudades entre las cuales se han elegido las que aparecen en el gráfico.

desde finales de 2014 más intenso y sostenido que en los precios de propiedad, reflejo de una intensa demanda, desde 2015.

El aumento de transacciones y de los precios de alquiler, y la aceleración de la inversión extranjera, son indicadores de cómo este sector se está recuperando desde la demanda, aunque la actividad propiamente dicha de construcción no lo haya hecho todavía.

Perspectivas y predicción

A la vista de los indicadores, se puede afirmar que los sectores inmobiliarios experimentan una recuperación a lo largo de 2016 lenta pero sólida. Esta recuperación no parece aún haber incentivado de forma generalizada a los precios de propiedad, aunque sí a los de alquiler. Los datos también indican que la recuperación es selectiva, teniendo lugar en las áreas de mayor actividad económica sin haberse generalizado a todos los mercados.

Por el momento, la demanda residencial está siendo satisfecha en el mercado inmobiliario sin acudir directamente a nueva construcción, al existir un volumen de unidades lo suficientemente grande como para ajustar su mecanismo de equilibrio al stock existente.

La situación actual refleja un *status* del mercado diferente a los conocidos del pasado, en que se asociaba de forma inmediata la recuperación económica al aumento de la edificación (obra). En estos momentos, los mercados residenciales son maduros y tienen un volumen de unidades lo suficientemente grande como para ajustar su mecanismo de equilibrio al *stock* existente. Esto significa que la demanda puede ser satisfecha en el mercado inmobiliario directamente sin acudir a una nueva construcción, al menos en los primeros momentos. Esto es lo que parecen mostrar

los indicadores de precios. De momento, parece que las vacantes disponibles son suficientes para garantizar la atención a la demanda de viviendas procedentes de la mayor movilidad, que es mucho más intensa en algunas áreas geográficas que en otras, posiblemente bajo una forma mixta de acceso en la que el alquiler va tomando una posición importante.

La demanda (solvente) estaría alimentando en mayor medida las transacciones de reposición o de inversión pura (para alquilar), pero no tanto los movimientos especulativos, en la medida en que los incentivos precio no son lo suficientemente grandes¹¹. Tampoco lo son para reactivar la construcción nueva, todavía.

La recuperación de la demanda básica en propiedad pasa por eliminar dos relevantes fallos de mercado. El primero, el relacionado con la restricción crediticia y la inexistencia de sistemas alternativos de financiación de la vivienda principal. Cualquier sistema alternativo de largo plazo que permita a los nuevos hogares acceder a una vivienda, puede tener un efecto relevante de aceleración de la actividad en el mercado. Otros países están aplicando y creando nuevas figuras que cubran este desajuste, dado que el problema no es único de España.

El segundo fallo de mercado afecta al mercado del suelo. Tras la debacle de la financiación al promotor (y la forma en la que se congeló esta financiación desde el principio de la crisis financiera global), una parte muy relevante de los suelos ha pasado a ser propiedad del sistema financiero y están inmovilizados, por lo que cualquier incentivo de mercado para construir se encuentra con una barrera de acceso imposible de resolver para las compañías promotoras pequeñas que aún estén operativas, aunque no para los grandes inversores.

En lo referente al mercado no residencial, los intercambios en las grandes operaciones (edificios

¹¹ Las inversiones especulativas aparecen cuando el beneficio esperado supera los costes de transacción en el corto plazo. Teniendo en cuenta que estos últimos son una proporción superior al 10% del precio, la revalorización debe ser muy intensa para atraer a estas transacciones.

de oficinas, comerciales, logísticos...) se están produciendo de forma sistemática en una suerte de cambio de propiedad en el segmento inmobiliario de mayor dimensión. La recuperación de la rentabilidad del espacio de oficinas en zonas *no-prime*, por ejemplo, es todavía lenta y se asocia a la mejora de la actividad económica en su conjunto, por lo que no es de esperar que haya construcciones de nuevo espacio en el medio plazo. Las expectativas en este sentido, son buenas (dado el crecimiento diferencial de la economía española en Europa) pero fuertemente dependientes de la evolución global y más asociadas al mecanismo inmobiliario que a la nueva edificación.

Así las cosas, la actividad constructora en términos generales puede tardar aún tiempo en recuperarse hasta su nivel de largo plazo y, por tanto, a extender sus efectos de arrastre sobre el sistema económico. No obstante, se puede asistir a un inicio de edificación más intensa en las áreas con mayor demanda (principales capitales y algunas costas).

Conclusiones

A lo largo del artículo, se han evaluado los indicadores disponibles que permiten dar una idea de la situación coyuntural del sector de la construcción. Este es un sector de medio y largo plazo, donde las inversiones realizadas crean bienes de capital que alimentan los mercados inmobiliarios, por lo que un análisis de la coyuntura sigue esta perspectiva temporal.

Lo que indican las estadísticas es que la recuperación de la aportación al VAB es debida a la realización de obra pública más que a la edificación residencial, que ha experimentado, esta última, una muy débil recuperación algunos trimestres atrás. Por su parte, son los factores de demanda los que lideran la recuperación de los precios y de la actividad (transacciones) dentro del propio mercado inmobiliario, aunque de forma muy localizada en algunas regiones (y a partir de 2015) y asociada a la movilidad de la población que imprime tensión en algunos mercados de alquiler. El acceso en alquiler (cuya dimensión no se

observa por falta de estadísticas) por sí mismo supone ya un cambio relevante para la sociedad española. El aumento de los precios de alquiler en determinadas regiones respalda esta interpretación.

El menor crecimiento en los precios en propiedad podría proceder de las limitaciones al acceso que afectan, especialmente, a los hogares jóvenes, no tanto a través de falta de capacidad en el pago sino como resultado de una elevada restricción crediticia, insuficiente ahorro e indisponibilidad de un trabajo "seguro". La necesidad de que la demanda básica pueda acceder para hacer crecer los precios algo más –corolario de esta situación– es una medida de su importancia en el mercado y cómo reducir las barreras existentes es clave. No obstante, la recuperación de las transacciones, el crecimiento positivo de los precios y la presencia de inversión foránea, muestran los síntomas de la recuperación del sector que alcanza ya un año y medio.

Por último, los mercados no residenciales han acusado un menor impacto de la recesión, salvo el sector de edificación industrial, con flujos de financiación internacional aumentando su participación en algunas actividades (logística, oficinas, centros comerciales).

Todo el proceso de crisis y recuperación se ha desarrollado en un entorno de baja inflación y tipos de interés, a menudo negativos, cuyos incentivos sobre los mercados residenciales no han tenido efecto por la restricción crediticia y la debilidad de la demanda. En un entorno de inflación, este marco cambiará hacia otro más conocido en que la inflación positiva acrecienta el valor actual de los activos y reduzca el de los créditos; y con un aumento de los tipos de interés que desincentivará parte de la demanda solvente. Dependiendo del efecto que domine, podría verse una recuperación de los precios más rápida.

Referencias

EUROPEAN CONSTRUCTION SECTOR OBSERVATORY (ECSO) (2016), *Informe sobre España*, disponible en: ec.europa.eu/growth/sectors/construction/observatory_en (accedido en 20/12/2016).

- SCANLON, K.; LUNDE, J., y C. M. E. WHITEHEAD (2011), "Responding to the housing and financial crisis: Mortgage lending, mortgage products and government policies", *International Journal of Housing Policy*, 11(1): 23-49.
- TALTAVULL, P. (2014), "New housing supply and price reactions: Evidence from Spanish markets", *Journal of European Real Estate Research*, 7(1): 4-28.
- (2015), "Sector de la construcción y mercado de la vivienda", en GARCÍA DELGADO, J.L., y R. MYRO, *Lecciones de Economía Española*, 12 ed., Thomson-Reuters: 199-210.
- TALTAVULL, P., y L. GABRIELLA (2015), "Housing Supply and Price Reactions: A Comparison Approach to Spanish and Italian Markets", *Housing Studies*, 30(7): 1036-1063.

Doing Business en España 2015: análisis de resultados

Ramon Xifré*

El objetivo del presente trabajo es presentar los principales resultados del informe *Doing Business en España 2015* sobre las regulaciones a las que se enfrentan las pymes y analizarlos en relación con variables que capturan la actividad económica regional en España. El análisis apunta que diversas puntuaciones del informe no están asociadas, de forma estadísticamente significativa, con variables económicas clave en las que debería reflejarse el impacto de la regulación estudiada. Además, en diversos casos la correlación entre las puntuaciones y las variables construidas a partir de los datos tiene el signo opuesto al que cabría esperar. El trabajo proporciona tres explicaciones, compatibles entre sí, de estos resultados y aporta algunos elementos de juicio para valorar las puntuaciones del informe *Doing Business*. En cualquier caso, muy probablemente hay un importante margen para que las comunidades autónomas mejoren su regulación económica de forma que se facilite la creación y desarrollo de empresas en su territorio.

Las atribuciones para determinar las regulaciones que afectan a la actividad económica son uno de los últimos resortes en materia política económica que mantienen los gobiernos de la eurozona. La política monetaria compete en exclusiva al Banco Central Europeo y la política fiscal ha dejado de ser un ámbito en el que los gobiernos puedan decidir al margen de los límites y condicionantes que se derivan de la gobernanza económica de la eurozona. Es lógico, pues, que los distintos niveles de gobierno centren su atención en actuar sobre la regulación económica a las empresas.

Adicionalmente a este factor, en el caso particular de España, como recientemente apuntaba Funcas (2016), la brecha entre las comunidades autónomas más ricas y las más pobres se ampliará en 2016. En parte, este incremento en la distancia entre unas comunidades y otras se basa en que las mejor posicionadas tienen una estructura económica en la que predominan determinados sectores e industrias más orientados a satisfacer la demanda exterior (como el automovilístico, el agroalimentario o el turístico).

* Profesor ESCI-Universitat Pompeu Fabra e investigador del PPSRC-IESE Business School.

La inquietud que este proceso de divergencia económica regional genera en ciertos ámbitos sociales, económicos y políticos, puede dirigirse a plantear preguntas relacionadas con las regulaciones autonómicas (y su heterogeneidad). ¿Hasta qué punto las diferencias en regulación en España son responsables de que las comunidades autónomas tengan perspectivas económicas distintas? ¿Se están dando “carreras regulatorias” en España que lesionan el interés general? ¿Introducen algunas administraciones barreras regulatorias desproporcionadas para proteger a sus mercados y empresas locales respectivos?

Es posible que cuestiones como estas y otras parecidas motivaran que el Gobierno de España encargara al Banco Mundial la realización de un informe *Doing Business* sobre la regulación autonómica en España que se publicó en 2015 (Banco Mundial, 2015; en adelante DBE2015). El objetivo de este artículo es presentar los principales resultados de este informe y analizarlos poniéndolos en relación con variables que capturan la actividad económica regional. El presente trabajo no alcanza a responder a las preguntas planteadas anteriormente, pero aporta algunos elementos de juicio que permiten valorar hasta qué punto el DBE2015 puede hacerlo.

Contexto y metodología del informe *Doing Business*

Según el propio informe, el DBE2015 “analiza las regulaciones comerciales desde la perspectiva de la pequeña y mediana empresa. La premisa es que el clima de negocios y la regulación tienen un impacto importante sobre la actividad económica de un país. Si las leyes y regulaciones son claras, accesibles y transparentes, y se pueden hacer cumplir ante un tribunal, el emprendedor tiene más tiempo para dedi-

carse a actividades productivas. También tendrá más confianza para arriesgarse a hacer negocios con desconocidos, lo que puede contribuir a ampliar su red de clientes y proveedores y hacer crecer su negocio”.

Siguiendo con la metodología habitual de este tipo de informes para los Estados, las regulaciones se estudian eligiendo algunos momentos particularmente importantes en la trayectoria de una empresa y preguntando a una serie de expertos locales su opinión sobre los mismos. En los informes habituales sobre la regulación en un país, se estudian de forma sistemática diez áreas¹ y algunas otras de forma especial o discontinua². En el caso del DBE2015, se ofrece información solamente para cuatro de ellas: apertura de una empresa, obtención de permisos de construcción, obtención de electricidad y registro de propiedades. Se analizan estas cuatro dimensiones de la regulación de la actividad privada porque son en las que tienen competencia las gobiernos subcentrales (comunidades autónomas y municipios).

El informe estudia la regulación en cada comunidad autónoma, aproximándose la situación por la regulación que se aplica en la ciudad más poblada en cada una de ellas. Se estudian por tanto diecisiete comunidades autónomas (representadas por otras tantas ciudades) más las dos ciudades autónomas (Ceuta y Melilla). Para cada indicador, los resultados corresponden a lo que en la metodología de los estudios *Doing Business* se conoce como “distancia a la frontera” (DTF, *distance to the frontier*). Es una puntuación en una escala de 0 a 100, siendo 100 la mejor puntuación, que viene determinada por la mejor práctica internacional en cada ámbito (véase Sánchez-Bella, 2015 y Llobet, 2015).

Además, para los casos de los puertos de Algeciras, Barcelona, Bilbao, Valencia y Vigo se estu-

¹ Las áreas estudiadas en general en los informes de ámbito estatal son las siguientes: apertura de una empresa, obtención de permisos de construcción, obtención de electricidad, registro de propiedades, obtención de crédito, protección de los inversores minoritarios, pago de impuestos, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos, y resolución de la insolvencia.

² Se trata de la regulación del mercado de trabajo y la contratación pública.

dia el tiempo, coste y número de documentos necesarios para realizar importaciones y exportaciones.

La premisa del DBE2015 es que si las leyes y regulaciones son claras, accesibles y transparentes, y se pueden hacer cumplir ante un tribunal, el emprendedor tiene más tiempo para dedicarse a actividades productivas. También tendrá más confianza para arriesgarse a hacer negocios con desconocidos, lo que puede contribuir a ampliar su red de clientes y proveedores.

El DBE2015 afirma que se han realizado entrevistas individuales a más de 350 profesionales del sector privado (notarios, registradores, gestores, abogados, arquitectos, ingenieros, asociaciones profesionales, representantes aduaneros, transitarios, empresas de logística, operadores portuarios,

distribuidoras eléctricas, empresas de construcción, consultores y profesionales independientes), y más de 400 funcionarios públicos de todos los niveles de gubernamentales han participado en el proceso de recopilación de datos.

El estudio fue solicitado al Banco Mundial por el Ministerio de Economía y Competitividad de España y financiado por ICEX España Exportación e Inversiones a través del Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) de la Unión Europea.

Resultados del Doing Business en España 2015

Los principales resultados del DBE2015 se presentan en el cuadro 1, en el cual las comunidades autónomas (CC.AA.) se presentan en orden decreciente según su puntuación global.

Cuadro 1

Principales resultados del DBE2015 por comunidades autónomas

	Puntuación global (*)	Apertura de una empresa	Obtención permisos construcción	Obtención electricidad	Registro de propiedades
Rioja, La	72,1	83,1	79,2	55,1	71,2
Madrid	71,8	86,3	63,4	63,9	73,5
Navarra	71,6	77,2	68,6	67,7	73,1
C. Valenciana	71,1	83,6	74,1	62,9	63,9
Extremadura	71,0	83,4	74,8	61,3	64,5
Cataluña	70,7	82,0	67,1	69,5	64,4
Asturias	70,3	83,6	74,8	58,8	64,1
País Vasco	69,8	81,2	62,1	65,1	70,7
Castilla-La Mancha	69,3	81,5	71,8	55,2	68,7
Cantabria	69,0	85,9	67,3	57,3	65,6
Castilla y León	69,0	81,2	72,5	57,4	64,9
Canarias	68,9	82,1	73,6	48,1	72,0
Melilla	68,7	78,9	69,4	51,4	75,2
Andalucía	68,3	86,5	66,1	54,5	66,1
Baleares	67,9	81,8	59,4	64,9	65,6
Murcia	66,4	81,7	62,1	53,6	68,3
Ceuta	66,4	77,9	66,7	45,5	75,6
Aragón	66,1	81,2	60,0	52,1	70,9
Galicia	62,1	80,8	49,9	54,5	63,3
Descriptivos					
Mínimo	62,1	77,2	49,9	45,5	63,3
Máximo	72,1	86,5	79,2	69,5	75,6
Media	69,0	82,1	67,5	57,8	68,5
Moda	69,0	81,8	67,3	57,3	68,3
Desv. típica	2,5	2,5	7,0	6,6	4,1

Nota: (*) La puntuación global no aparece en el informe original y se calcula aquí como la media de las puntuaciones en las cuatro dimensiones.
Fuente: Doing Business en España 2015.

Como se puede observar, tomando el índice agregado de facilidad para hacer negocios que resulta de combinar los cuatro indicadores, la comunidad autónoma mejor posicionada es La Rioja seguida de Madrid, mientras que la región con peores resultados globales es Galicia precedida de Aragón. Como muestran los estadísticos descriptivos del cuadro 1, hay diferencias importantes en cuanto a la dispersión, medida por la desviación típica, de cada uno de los cuatro indicadores, siendo esta muy importante en el caso de la obtención de permisos de construcción y la obtención de electricidad.

Además, como señala Sánchez-Bella (2015), salvo en la obtención de permisos de construcción, todas las CC.AA. se sitúan por debajo de la media de la Unión Europea y ninguna está en el primer cuartil de la distribución de puntuaciones. Asimismo, como apunta Llobet (2015), incluso algunas CC.AA. que quedan en la parte inferior

de la clasificación global tienen resultados relativamente positivos en algunos indicadores.

En un índice agregado de facilidad para hacer negocios, la comunidad mejor posicionada es La Rioja seguida de Madrid, Navarra, Comunidad Valenciana y Extremadura.

Es el caso de Ceuta que ocupa el puesto número 17 (de 19) en la clasificación general, pero el puesto número 1 en lo que se refiere a los trámites para registrar la propiedad; o también el caso de Andalucía que mientras ocupa el puesto 14 en la clasificación general, ocupa el primer puesto en cuanto a la facilidad para crear una empresa.

El informe también ofrece indicadores sobre la facilidad para que una pyme industrial inicie sus actividades, que se presentan en el cuadro 2.

Cuadro 2

Inicio de actividades de una pyme industrial por comunidades autónomas

	Clasificación	Trámites (número)	Tiempo (días)	Coste (porcentaje de la renta per cápita)
Canarias	1	5	63	1,6
Balears	2	5	68	4,9
Galicia	3	6	64	4,0
Navarra	4	4	121	13,1
Castilla y León	5	6	62	8,7
Asturias	6	6	119	4,1
Rioja, La	7	7	83	3,0
C. Valenciana	8	6	161	3,6
Madrid	9	6	80	13,2
Cantabria	10	6	190	3,2
Extremadura	11	6	187	3,7
Melilla	12	7	82	8,5
Castilla-La Mancha	13	7	91	9,0
Andalucía	14	7	168	1,2
Ceuta	15	7	201	1,7
Aragón	16	7	137	8,6
Cataluña	17	6	118	20,1
País Vasco	18	7	104	19,0
Murcia	19	7	248	9,3

Notas: según hace constar el informe: "Los datos de Inicio de actividades de una pyme industrial han sido obtenidos en el desarrollo de un caso de estudio específico para este informe. No forma parte de las áreas de *Doing Business* y los datos no son comparables a nivel internacional. La clasificación general de *Doing Business en España 2015* no incluye los datos de este área adicional".

Fuente: *Doing Business en España 2015*.

El estudio se completa con una comparativa de las diferentes condiciones con que los cinco principales puertos de España operan en sus actividades de importación y exportación de mercancías, que se reproducen en el cuadro 3.

Análisis de los resultados

En esta sección se examina la relación (correlación) entre algunas de las puntuaciones que ofrece el estudio *Doing Business en España 2015* (DBE2015) con datos económicos de las CC.AA. A efectos de resumen, las correlaciones corres-

pondientes a los gráficos 1–6 se presentan en el cuadro 7.

En primer lugar, se relaciona la puntuación global del DBE2015 con dos medidas del desarrollo económico de las CC.AA. El cuadro 4 presenta el PIB per cápita de las CC.AA. en 2015 en valor absoluto en euros y como índice, tomando la referencia de base 100 para España. También se ofrecen las cifras de crecimiento interanual del PIB regional en 2013, 2014 y 2015, así como el promedio de estas tres tasas de crecimiento. El gráfico 1 presenta la asociación entre la puntuación global de cada comunidad autónoma en el

Cuadro 3

Indicadores de los principales puertos españoles para importar y exportar

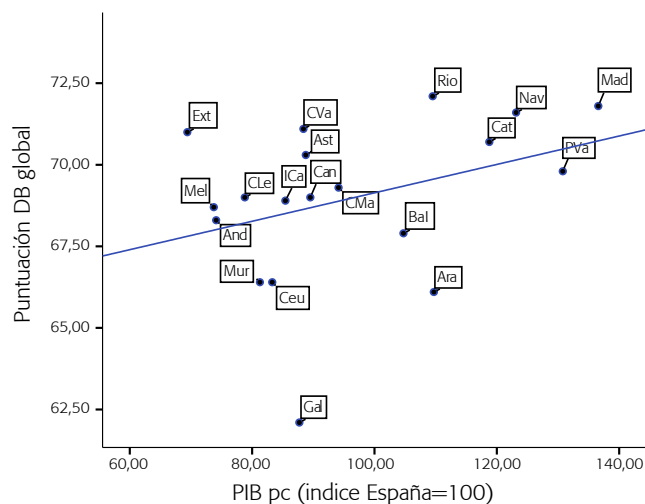
	Exportación			Importación		
	Documentos (número)	Tiempo (días)	Coste (dólares USA)	Documentos (número)	Tiempo (días)	Coste (dólares USA)
Algeciras	4	10	2.097	4	9	2.163
Barcelona	4	10	2.199	4	9	2.266
Bilbao	5	10	885	5	9	1.920
Valencia	4	10	1.369	4	9	1.437
Vigo	5	10	2.115	5	9	2.170

Fuente: *Doing Business en España 2015*.

Gráfico 1

PIB per cápita regional y puntuación global en el DBE2015

(Índice, España = 100)



Fuentes: *Doing Business en España 2015*, *Contabilidad Regional de España* (INE) y elaboración propia.

DBE2015 (primera columna del cuadro 1) y su PIB per cápita en términos relativos al total nacional (segunda columna del cuadro 4); y el gráfico 2 refleja la asociación de la puntuación global en el DBE2015 con el crecimiento medio del PIB regional entre 2012 y 2015 (sexta columna del cuadro 4).

Como se aprecia en el gráfico 1, existe una leve correlación positiva (0,35) entre la puntuación global en el DBE2015 y el PIB per cápita de las CC.AA., mientras que no se observa un patrón definido en la asociación entre el la puntuación global y el crecimiento medio del PIB regional (correlación de -0,03). En ambos casos, sin embargo, las corre-

laciones son no significativas estadísticamente (véase el cuadro 7).

Las puntuaciones de las CC.AA. en el informe Doing Business no están asociadas, de forma estadísticamente significativa, con variables económicas clave en las que debería reflejarse el impacto de dicha regulación, como el crecimiento medio del PIB o distintas medidas del dinamismo emprendedor.

En segundo lugar, se explora la asociación entre la puntuación en el DBE2015 correspondiente a la

Cuadro 4

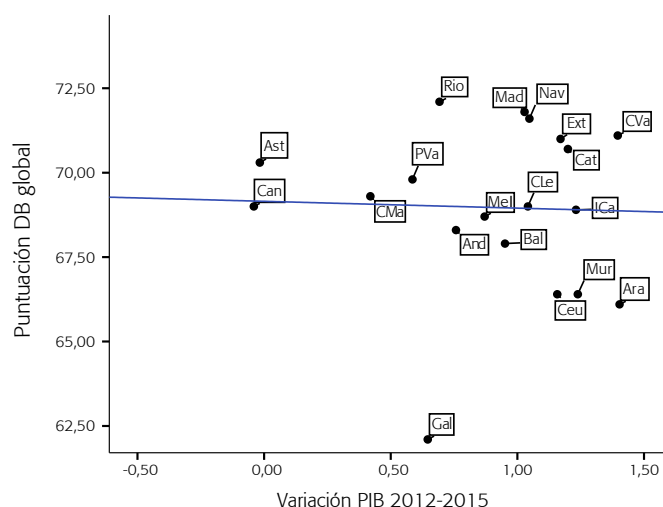
PIB per cápita y crecimiento del PIB por comunidades autónomas

	PIB per cápita en 2015, euros	PIB per cápita en 2015, índice España =100	Variación PIB 2012-2013 (%)	Variación PIB 2013-2014 (%)	Variación PIB 2014-2015 (%)	Variación Media PIB 2012 - 2015 (%)
Andalucía	17.263	74,1	-1,9	1,0	3,2	0,8
Aragón	25.552	109,7	0,0	1,4	2,7	1,4
Asturias	20.675	88,8	-3,6	0,5	3,1	0,0
Baleares	24.394	104,7	-1,6	1,2	3,2	1,0
Canarias	19.900	85,4	-0,8	1,7	2,8	1,2
Cantabria	20.847	89,5	-3,7	1,0	2,6	0,0
Castilla y León	21.922	94,1	-2,6	1,0	2,9	0,4
Castilla-La Mancha	18.354	78,8	-0,4	0,3	3,2	1,0
Cataluña	27.663	118,8	-1,4	1,6	3,3	1,2
C. Valenciana	20.586	88,4	-1,3	1,9	3,6	1,4
Extremadura	16.166	69,4	-0,8	1,3	3,0	1,2
Galicia	20.431	87,7	-1,6	0,4	3,2	0,6
Madrid	31.812	136,6	-1,9	1,6	3,4	1,0
Murcia	18.929	81,3	-1,2	1,8	3,1	1,2
Navarra	28.682	123,2	-1,4	1,6	2,9	1,0
País Vasco	30.459	130,8	-2,7	1,3	3,1	0,6
Rioja, La	25.507	109,5	-2,7	2,0	2,8	0,7
Ceuta	19.399	83,3	-0,2	0,7	3,0	1,2
Melilla	17.173	73,7	-0,6	0,5	2,7	0,9

Fuente: Contabilidad Regional de España. Base 2010 (INE).

Gráfico 2

Variación del PIB regional entre 2012 y 2015 y puntuación global en el DBE2015



Fuentes: Doing Business en España 2015, Contabilidad Regional de España (INE) y elaboración propia.

facilidad para crear una empresa (segunda columna del cuadro 1) y dos medidas del dinamismo emprendedor en las CC.AA. El cuadro 5 presenta la variación porcentual en el número de empresas, entre el 1 de enero de 2012 y de 2016, en cada

comunidad autónoma según el registro del DIRCE del INE, distinguiendo de si se trata de empresas (de cualquier forma jurídica) con asalariados o sin asalariados (es decir, trabajadores autónomos). Las asociaciones entre las puntuaciones del DBE2015

Cuadro 5

Variación en el número de empresas con y sin asalariados entre 2012 y 2016

(Porcentaje)

	Con asalariados	Sin asalariados
Andalucía	1,1	1,8
Aragón	0,0	2,6
Asturias	-4,1	0,1
Baleares	3,5	5,6
Canarias	1,0	5,6
Cantabria	-4,1	1,5
Castilla y León	-2,3	-2,1
Castilla-La Mancha	-1,2	-0,7
Cataluña	-0,6	1,6
C. Valenciana	1,7	-0,3
Extremadura	2,7	0,1
Galicia	-1,3	4,2
Madrid	4,6	2,7
Murcia	0,4	7,0
Navarra	2,3	9,7
Pais Vasco	-0,5	-9,0
Rioja, La	0,4	4,6
Ceuta	-0,2	7,7
Melilla	5,5	23,8
Total	0,7	1,5

Fuente: DIRCE (INE).

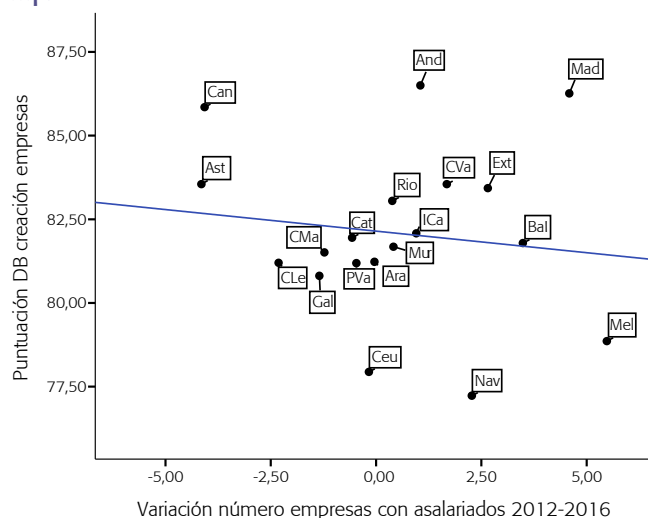
y estas dos variables se representan en los gráficos 3 y 4 respectivamente.

Como se observa, ambas asociaciones son negativas y no significativas, con una correlación

de -0,13 en el caso de la variación de empresas con asalariados y de -0,44 en el caso de empresas sin asalariados. Igualmente, en ambos casos las correlaciones son no significativas estadísticamente (véase el cuadro 7).

Gráfico 3

Variación en el número de empresas con asalariados entre 2012-2016 y puntuación en el índice DBE2015 en el apartado de creación de empresas

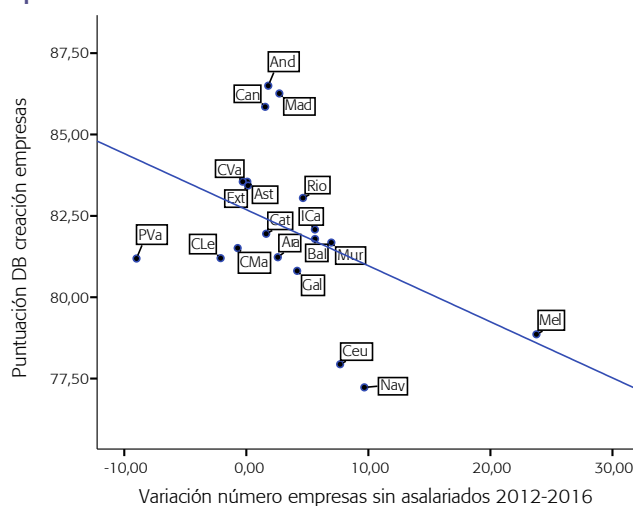


Nota: los datos se refieren al 1 de enero de cada año.

Fuentes: *Doing Business en España 2015*, *Contabilidad Regional de España* (INE) y elaboración propia.

Gráfico 4

Variación en el número de empresas sin asalariados entre 2012-2016 y puntuación en el índice DBE2015 en el apartado de creación de empresas



Nota: los datos se refieren al 1 de enero de cada año.

Fuentes: *Doing Business en España 2015*, *Contabilidad Regional de España* (INE) y elaboración propia.

Finalmente, en tercer lugar se analiza el grado de asociación entre las puntuaciones del DBE2015 que miden la facilidad para crear una pyme industrial en las CC.AA. y distintas medidas de la importancia de este sector en las mismas. La primera columna del cuadro 6 presenta la distribución por CC.AA. del total nacional de la cifra de negocios de la industria, a partir de la encuesta del INE. Esta medida depende del tamaño de cada comunidad autónoma (las de menor tamaño tienen, independientemente de la eficiencia y competitividad de su sector industrial, una menor parte en la distribución del total de la facturación nacional), lo cual indica que las posibles asociaciones con el índice DB2015 deben entenderse más de forma cualitativa que cuantitativa.

La segunda columna del cuadro 6 presenta la cifra de negocios de la industria de cada comunidad autónoma en relación al PIB regional. Hay que aclarar que esta medida no puede interpretarse de forma directa como un indicador de la presencia o importancia relativa de la industria en un territorio, ya que las fuentes de datos manejan variables de naturaleza diferente (la cifra de negocios es la facturación empresarial, mientras que el PIB regional calcula el valor añadido agregado generado en la región). Con todo, esta segunda medida es independiente del tamaño de la región.

Las asociaciones entre la puntuación del DBE2015 en materia de facilidad para establecer una pyme industrial y estas dos medidas de la pre-

Cuadro 6

Cifra de negocios de la industria por comunidades autónomas

(Porcentaje)

	<i>Cifra de negocios de la industria, distribución nacional</i>	<i>Ratio entre la cifra de negocios de la industria y el PIB regional</i>
Andalucía	12,2	50,4
Aragón	4,3	75,1
Asturias	2,4	66,4
Baleares	0,7	14,6
Canarias	1,2	16,6
Cantabria	1,4	66,1
Castilla y León	6,2	67,6
Castilla-La Mancha	4,4	69,3
Cataluña	22,3	64,6
C. Valenciana	10,1	59,1
Extremadura	1,2	39,5
Galicia	6,3	67,3
Madrid	9,7	28,2
Murcia	3,8	80,7
Navarra	3,0	96,5
País Vasco	10,0	89,9
Rioja, La	0,9	68,3
Ceuta	0,0	12,3
Melilla	0,0	11,2

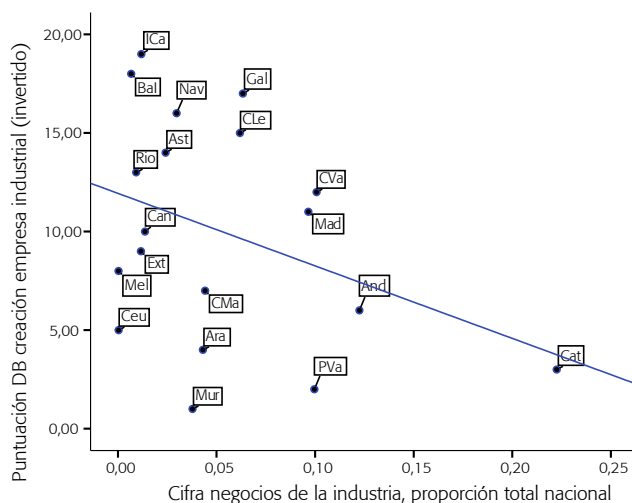
Fuentes: Encuesta Industrial de Empresas CNAE 09 y Contabilidad Regional de España. Base 2010 (INE).

sencia territorial de la industria se representan en los gráficos 5 y 6 respectivamente. En ellos y en los cálculos de los coeficientes de correlación respectivos, para facilitar la interpretación, se representa la puntuación del DBE2015 de forma invertida, es decir, la máxima puntuación correspondiendo a un 19 y la mínima, a un 1.

Como muestran ambas figuras, existe una asociación negativa entre la puntuación del DBE2015 y las variables que aproximan la importancia de la industria en cada comunidad autónoma (con correlaciones de -0,37 para el caso de la distribución territorial de la cifra de negocios nacional y de -0,22 para el caso de la cifra negocios relativa al

Gráfico 5

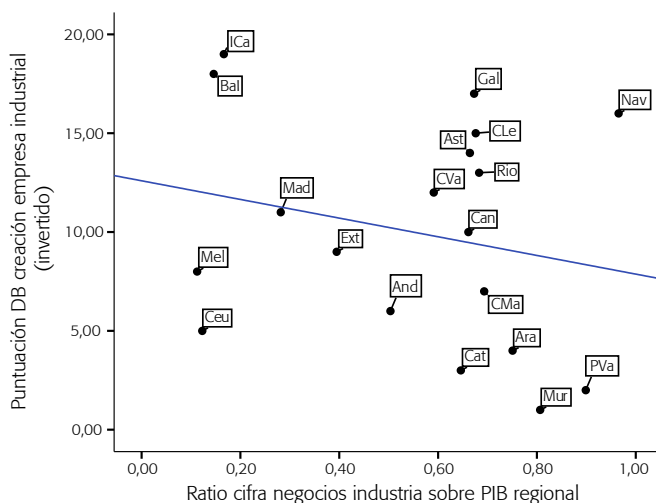
Cifra de negocios de la industria como proporción del total nacional y puntuación invertida en el índice DBE2015 en la facilidad para el inicio de actividades de una pyme industrial



Fuentes: *Doing Business en España 2015*, *Contabilidad Regional de España* (INE) y elaboración propia.

Gráfico 6

Ratio cifra de negocios de la industria sobre PIB autonómico y puntuación invertida en el índice DBE2015 en la facilidad para el inicio de actividades de una pyme industrial



Fuentes: *Doing Business en España 2015*, *Contabilidad Regional de España* (INE) y elaboración propia.

PIB regional; en ambos casos la correlación no es significativa; véase el cuadro 7).

Discusión y conclusiones

El análisis anterior apunta que diversas puntuaciones del informe DBE2015 no están asociadas, de forma estadísticamente significativa, con variables económicas clave en las que debería reflejarse el impacto de dicha regulación. Además, en diversos casos la correlación entre las puntuaciones y las variables construidas a partir de datos tiene el signo opuesto al que cabría esperar (véase el cuadro 7).

Es decir, en términos estadísticos las puntuaciones del DBE2015 no pueden considerarse predictores fiables de, entre otras variables, el PIB per cápita regional en 2015, el crecimiento medio del PIB regional entre 2012 y 2016, la variación en el número de empresas o la importancia de la industria en cada comunidad autónoma.

Existe un margen importante para que las CC.AA. mejoren su regulación económica de forma que se facilite la creación y desarrollo de empresas.

Las razones por la cuales no se observa esta asociación pueden ser múltiples y compatibles entre sí:

- El análisis omite consideraciones de tipo histórico o derivadas de la estructura económica de las distintas CC.AA. Estos factores, tales como el tamaño del mercado (la amplitud de la red de clientes y suministradores), la trayectoria industrial o el posicionamiento logístico de cada comunidad pueden explicar que una región tenga un mayor grado de desarrollo económico, al margen del valor de los indicadores de regulación del DBE2015. Las empresas en España no se crean en una comunidad autónoma y un sector dado atendiendo únicamente a las regulaciones autonómicas en principio más favorables, sino que estas decisiones tienen en cuenta la red preexistente de actividad económica. El tamaño de las empresas es otro factor que se ha omitido en este análisis y que tiene un impacto importante sobre la productividad de la economía (véase Xifré, 2016).
- Una explicación alternativa de los resultados es que una regulación más exhaustiva o compleja en una comunidad autónoma (que puede resultar más costosa para la empresa) puede ser consecuencia precisamente de una mayor actividad empresarial en dicho territorio. Ante la proliferación de empresas que operen en un determinado sector y territorio, las autoridades pueden conside-

Cuadro 7

Correlaciones entre puntuaciones del DBE2015 y variables de contraste

Gráfico	Variable DBE2015	Variables de contraste	Correlación
1	Puntuación global	PIB per cápita (índice, España=100)	0,35
2	Puntuación global	Variación en PIB entre 2012 y 2015	-0,03
3	Apertura de una empresa	Variación en el número de empresas con asalariados, 2012-2016	-0,13
4	Apertura de una empresa	Variación en el número de empresas sin asalariados, 2012-2016	-0,44
5	Inicio actividades pyme industrial (invertido)	Cifra de negocios de la industria, proporción sobre el total nacional	-0,37
6	Inicio actividades pyme industrial (invertido)	Ratio cifra de negocios de la industria sobre PIB regional	-0,22

Nota: Todas las correlaciones son no significativas estadísticamente al nivel 0,05 (N=19).

Fuente: Doing Business España 2015 (INE) y elaboración propia.

rar necesario definir mejor la normativa que regula tales actividades. En este caso, “más regulación” no debería entenderse como un freno a la actividad económica, sino como la reacción del sector público a una situación empresarial dinámica que requiere clarificar y detallar las reglas bajo las que operan las empresas. Esta perspectiva puede ser útil para relativizar los impactos dañinos que algunos han atribuido a la “carreras regulatorias”; es decir, procesos en los que, teóricamente, diferentes jurisdicciones competirían relajando sus regulaciones sectoriales con el fin de atraer empresas. Como muestra el reciente trabajo de Carruthers y Lamoreaux (2016), las condiciones para que se produzcan este tipo de carreras son relativamente exigentes y, en cambio, lo que suele predominar son interferencias de tipo político que buscan favorecer intereses particulares por delante del interés general.

- Finalmente, es preciso considerar también con cierta precaución la metodología misma de los informes *Doing Business*, en la línea de la evaluación independiente que la propia institución hizo de este tipo de estudios (Banco Mundial, 2008). En el informe independiente que el Banco Mundial realizó sobre su propia metodología, se concluye que “los indicadores [...] no pueden, por ellos mismos, capturar otras dimensiones clave del entorno de negocios de un país así como los aspectos beneficiosos de la regulación”. A pesar de que con posterioridad a este informe el Banco Mundial ha adaptado una parte de la metodología de los informes *Doing Business*, algunas de las críticas de fondo realizadas por el informe independiente siguen siendo válidas. Por tanto, procede considerar que estas puntuaciones son un elemento parcial e incompleto para evaluar la calidad regulatoria de un territorio. Por ese motivo, no debe sorprender que estas puntuaciones no guarden una relación significativa con algunas variables económicas clave en el caso de las CC.AA. españolas.

Estas limitaciones del informe, no obstante, no reducen en absoluto la importancia de las cuestiones que lo motivan. ¿Hay margen para que las diversas CC.AA. mejoren su regulación económica de forma que se facilite la creación y desarrollo de empresas? Muy probablemente, la respuesta sea afirmativa y existen numerosas tareas pendientes y referencias internacionales para abordar esta cuestión (véase Xifré, 2015).

De hecho, para abordar esta cuestión de forma satisfactoria, parece más prometedor, desde el punto de vista de la eficiencia del gasto público, continuar en la línea iniciada por la Comisión para la Reforma de las Administraciones Públicas (CORA) de revisión de la normativa pública para evitar duplicidades y mejorar la regulación. Si se avanza por esta línea hay que advertir, no obstante, que el progreso viene limitado por la capacidad que los distintos niveles de gobierno tengan de superar la dinámica de confrontación y evolucionar hacia escenarios de auténtica cooperación interadministrativa en beneficio de las empresas y los ciudadanos.

Referencias

- BANCO MUNDIAL (2008), “Doing Business: An Independent Evaluation”, *Taking the Measure of the World Bank-IFC Doing Business Indicators*.
- (2015), *Doing Business en España 2015*, en <http://espanol.doingbusiness.org/reports/subnational-reports/spain>
- CARRUTHERS, B. G. y N. R. LAMOREAUX (2016), “Regulatory Races: The Effects of Jurisdictional Competition on Regulatory Standards”, *Journal of Economic Literature*, 54(1): 52-97.
- FUNCAS (2016), *Coyuntura Regional, octubre de 2016*, en http://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores_img.aspx?id=4&file=0
- LLOBET, G. (2015), “Haciendo negocios en España”, *Blog Nada es Gratis*, en <http://nadaesgratis.es/gerard-llobet/visual-y-basico-haciendo-negocios-en-espana>
- SÁNCHEZ-BELLA, P. (2015), “Trabas regulatorias y pyme en España”, *Blog Politikon*, en <http://politikon.es/2015/12/03/trabas-regulatorias-y-pymes-en-espana/>

- XIFRÉ, R. (2015), "Reformas recientes del entorno de negocio de España: realizaciones y tareas pendientes", *Cuadernos de Información Económica*, 245: 63-72.
- (2016), "El tejido empresarial en España: estructura, evolución y retos pendientes", *Cuadernos de Información Económica*, 252: 21-29.

Financiación del endeudamiento autonómico: entre el FLA y los mercados

César Cantalapiedra y Salvador Jiménez*

El Tesoro y aquellas comunidades autónomas que han decidido financiarse en los mercados de capitales en 2016 han aprovechado el buen contexto económico-financiero para formalizar sus operaciones de endeudamiento en condiciones muy favorables, alargando la vida media de sus carteras y reduciendo el coste medio. De hecho, las comunidades que acudieron al mercado se encontraron con una demanda amplia que trata de capturar rentabilidades adicionales respecto a la deuda soberana. Sin embargo, unos dos tercios de sus necesidades de financiación a largo plazo se han cubierto apelando al Tesoro, a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas, que concentra ya más de la mitad del endeudamiento autonómico. En estos momentos, es discutible que el Tesoro tenga que seguir incentivando esta vía de financiación en todos los casos, tanto por los incentivos perversos que genera sobre el compromiso con la estabilidad presupuestaria, como por su discrecionalidad y asimetrías en el reparto de recursos. Además, alejar por mucho tiempo a los inversores de las comunidades autónomas supondrá costes de reentrada en el futuro que deberían evitarse.

El endeudamiento público tenderá a estabilizarse en torno al 100% del PIB

La deuda pública española se situaba antes del estallido de la crisis financiera de 2008 por debajo del 40% del PIB, un nivel muy inferior al de paí-

ses como Alemania, Francia o Italia. No obstante, la fuerte recesión económica que padeció la economía española supuso una intensa reducción de los ingresos fiscales, a la vez que el gasto crecía de manera sustancial por diversos motivos (prestaciones por desempleo, ayudas al sistema financiero, incremento en el gasto de intereses, etc.). Todo ello desembocó en sucesivos y elevados

* Afi-Analistas Financieros Internacionales S.A.

déficits en un entorno de débil crecimiento que ha supuesto que en apenas una década la ratio de deuda sobre el PIB haya aumentado más de 60 puntos porcentuales y se sitúe en el nivel de Francia y muy por encima del nivel de Alemania (véase el gráfico 1).

Aunque España ha conseguido salir de la recesión económica con fuerza y en 2016 es la economía que más crece de las cuatro grandes de la eurozona, aún no ha logrado corregir sus desequilibrios fiscales, lo que le ha impedido, por el momento, entrar en una senda de reducción del endeudamiento.

Con todo ello, el volumen de deuda pública a cierre del tercer trimestre de 2016 alcanzó los 1,11 billones de euros, habiendo aumentado en los últimos doce meses en torno a 40.000 millones de euros. El conjunto de administraciones públicas (AA.PP.) cerrará el ejercicio con una ratio deuda/PIB algo superior al 100% –a septiembre se sitúa en el 100,3%–. A pesar del crecimiento de la deuda en términos absolutos, el dinamismo de la economía ha neutralizado este incremento en términos relativos sobre el PIB, que prácticamente se mantiene respecto a hace un año. En todo caso

hay que reseñar que el nivel de llegada será un punto superior a la previsión del Gobierno a cierre de 2016 –recogida en el Plan Presupuestario de 2017– que se situaba en el 99,4%.

Aunque en el tercer trimestre de 2016 el endeudamiento se redujo siete décimas de PIB, no esperamos que esta sea la tónica de los próximos trimestres, ya que esta contracción se debió

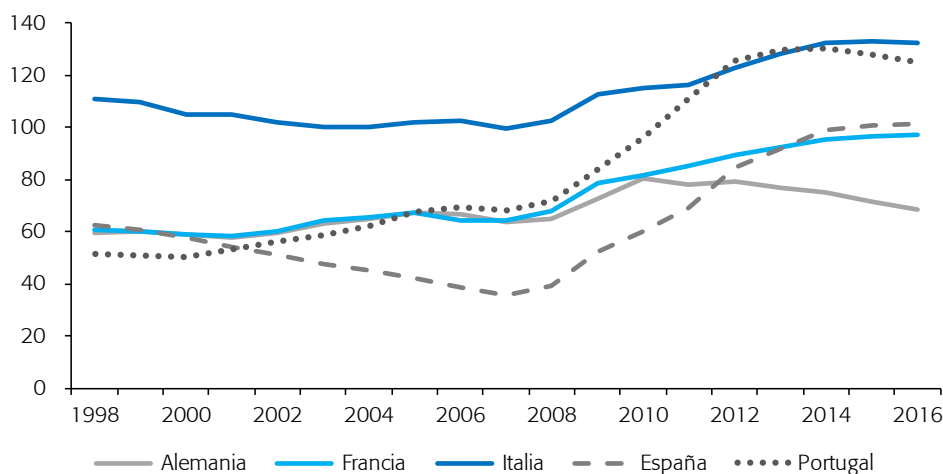
El Tesoro prevé una emisión bruta de 220.000 millones de euros en 2017 y una emisión neta de 35.000 millones, soportada en su totalidad por bonos y obligaciones. Una parte significativa del endeudamiento se utiliza a su vez para canalizar liquidez a las comunidades autónomas.

más a aspectos coyunturales que a la propia dinámica de la evolución del endeudamiento. En el mejor de los casos, y mientras no se constate una política más efectiva de reducción del déficit, cabría esperar una contención de la deuda en niveles similares a los actuales (2016: 100,6%; 2017: 100,8% y 2018: 100,4%).

Gráfico 1

Evolución del endeudamiento público en algunos países de la UEM

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 1

Endeudamiento público de las AA.PP. españolas por subsectores y total*

	Saldo vivo (miles de millones de €)					Deuda sobre PIB (%)				
	Nivel		Variación			Nivel		Variación		
	Sep.-15	Jun.-16	Sep.-16	Trimestral	Anual	Sep.-15	Jun.-16	Sep.-16	Trimestral	Anual
Admin. Central	938,8	964,7	968,8	4,1	30,0	88,2	88,1	87,7	-0,4	-0,5
Comunidades autónomas	253,6	272,8	272,0	-0,8	18,4	23,8	24,9	24,6	-0,3	0,8
Corporaciones locales	36,9	35,1	34,7	-0,4	-2,2	3,5	3,2	3,1	-0,1	-0,4
Seguridad Social	17,2	17,2	17,2	0,0	0,0	1,6	1,6	1,6	0,0	0,0
Ajuste	-178,8	-183,5	-184,9	-1,4	-6,2	-16,0	-16,9	-16,7	0,2	-0,7
Admin. públicas	1.068	1.106	1.108	1,4	40,0	100,3	101,0	100,3	-0,7	0,0

Nota: * La metodología para el cálculo del nivel de deuda pública total en términos de Protocolo de Déficit Excesivo supone la suma de la deuda de cada uno de los niveles ajustada por los activos financieros frente a las AA.PP.

Fuente: Banco de España, Afi.

Del total de la deuda, a la Administración Central (AC) le corresponde el 87,7% del PIB, el 24,6% a las comunidades autónomas (CC.AA.), el 3,1% a las corporaciones locales (CC.LL.) y un 1,6% a las Administraciones de la Seguridad Social (SS). Los ajustes por deuda entre administraciones suponen 185.000 millones de euros y permiten que el total sea menor que la suma de los subsectores (véase el cuadro 1). La práctica totalidad de dicho ajuste lo explican la deuda que tienen contraída las CC.AA. con la Administración Central a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas –138.000 millones de euros– y la deuda captada por las CC.LL. a través del Fondo de Financiación para las Corporaciones Locales –7.200 millones de euros–. El resto se explica por la deuda, cada vez menor, del Tesoro adquirida por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, que de no tomarse medidas que lo impidan podría agotarse a finales de 2017 o a lo más tardar a inicios de 2018.

Mínimos históricos del coste de financiación del Tesoro y aumento de la vida media de su cartera de deuda

El Tesoro tuvo que financiar en 2016 unas necesidades brutas de 221.000 millones de euros.

De este volumen 120.000 millones de euros se cubrieron a través de la emisión de bonos y obligaciones y 101.000 a través de letras del Tesoro. La mayor parte de estas necesidades se destinan a refinanciar vencimientos. La emisión neta fue de 35.000 millones, sensiblemente inferior a los 45.000 millones inicialmente pronosticados.

La estrategia prevista para 2017 es muy similar a la seguida en 2016, con una emisión bruta de 220.000 millones de euros y una emisión neta

Cuadro 2

Programa de financiación del Tesoro

(En millones de euros y en términos efectivos)

	Cierre 2015	Cierre 2016	Previsión 2017
Emisión neta total	47.717	35.043	35.000
Emisión bruta total	236.817	221.364	220.017
Medio y largo plazo			
Emisión bruta*	139.000	120.368	122.904
Amortización*	95.997	85.301	87.904
Emisión neta*	43.003	35.067	35.000
Letras del Tesoro			
Emisión bruta	97.816	100.996	97.113
Amortización	93.103	101.020	97.113
Emisión neta	4.713	-24	0

Nota: * Incluye deuda en divisas, bonos y obligaciones, préstamos y deudas asumidas.

Fuente: Tesoro Público.

de 35.000 millones, la cual es soportada en su totalidad por la emisión de bonos y obligaciones (cuadro 2). Esta emisión neta no está destinada en su totalidad a financiar el déficit de la Administración Central, ya que una parte significativa del endeudamiento que capta el Tesoro se utiliza a su vez para, canalizar liquidez a las CC.AA. —que se endeudan con la Administración Central a través

del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas (FFCA)—.

A pesar de esta elevada actividad emisora del Tesoro, el contexto ha sido claramente favorable y ha podido beneficiarse de la reducción de los tipos de interés, hasta nuevos mínimos históricos, para financiar su nueva deuda. Desde el 3,8% en

Gráfico 2a

Porcentaje de emisión de bonos y obligaciones por tramos y vida media de la emisión

(En años)

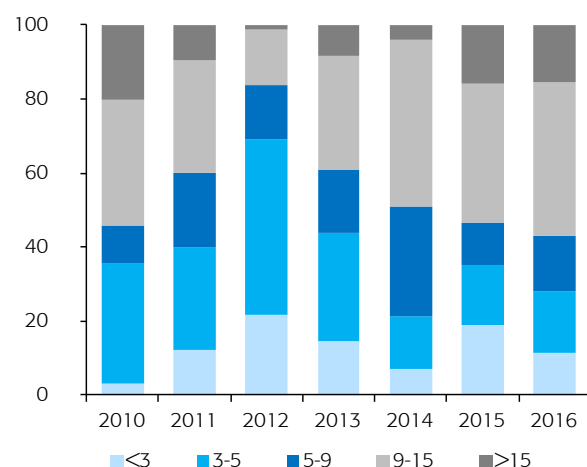


Gráfico 2b

Vida media de las emisiones de bonos y obligaciones

(En años)

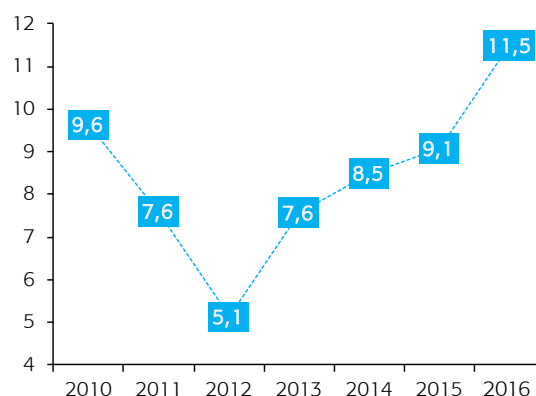


Gráfico 2c

Vida media de la cartera de deuda del Estado en circulación

(En años)

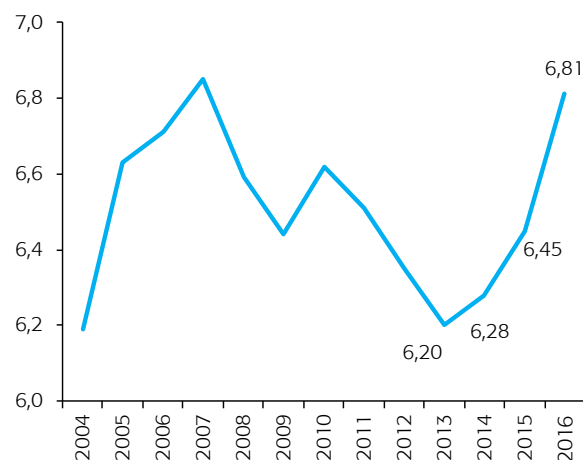
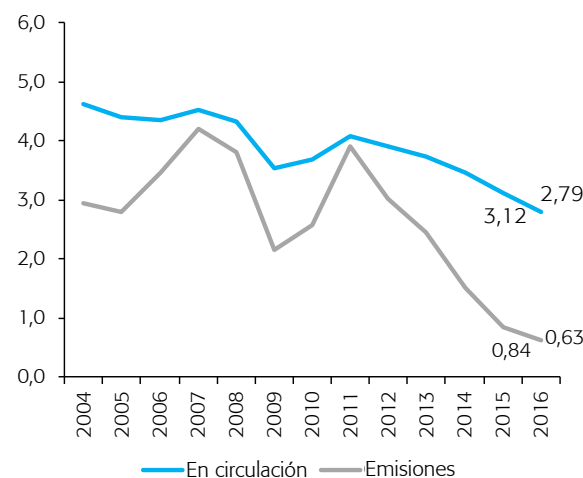


Gráfico 2d

Coste medio anual de las emisiones y de la deuda en circulación

(En porcentaje)



Fuente: Tesoro Público.

el que se situaba la TIR media de emisión a finales de 2011, el Tesoro se ha beneficiado de una tendencia claramente bajista que ha permitido cerrar 2016 en el 0,63% (gráfico 2d). En consecuencia, el coste medio anual de la cartera de deuda del Tesoro viene reduciéndose desde entonces, desde el 4,1% al 2,8% en el que ha finalizado 2016.

Este proceso de reducción del coste de la deuda en términos relativos se debe tanto a la drástica caída de la prima de riesgo a la que se financia el Tesoro español frente a la deuda alemana, como a la intensa reducción del propio tipo de interés al que se financia el Tesoro alemán. Ambos movimientos vienen explicados en buena parte por la política monetaria expansiva adoptada por el Banco Central Europeo (BCE). Aunque tampoco hay que obviar el impacto que ha tenido en la contracción de la prima de riesgo la buena dinámica que está teniendo la economía española, así como el saneamiento del sistema financiero.

Al igual que en otros países de nuestro entorno, el Tesoro ha aprovechado el actual contexto económico y financiero propicio para alargar la vida media de su cartera. Esto le permitirá reducir los efectos de eventuales tensiones financieras que le dificulten colocar su deuda en los mercados de capitales, a consecuencia de la menor acumulación de vencimientos en un ejercicio determinado. De esta manera, la vida media se ha ampliado desde los 6,2 años de cierre de 2013 hasta los 6,8 años a cierre de 2016 (gráfico 2c). De hecho, de todas las emisiones de deuda a largo plazo realizadas por el Tesoro en el año, más del 50% son a un plazo igual o superior a 10 años, volumen muy superior al de ejercicios anteriores (gráficos 2a y 2b). Además, un 16% del total se ha emitido a un plazo superior a los 15 años, llegando a lanzarse incluso una emisión a 50 años a través de una operación sindicada a mediados de ejercicio con un claro efecto señalizador sobre el mercado.

En 2017 el Tesoro continuará con su estrategia de cubrir la mayor parte de sus necesidades de financiación a largo plazo a través de subastas ordinarias de bonos y obligaciones con cupón fijo; aunque, al igual que en durante 2016, podría efectuar subastas de referencias indexadas a la inflación europea en la primera subasta de cada mes. Este tipo de deuda ya supera el 3% del total de la deuda del Estado en circulación. Igualmente, en determinadas ocasiones, el Tesoro recurrirá a sindicaciones bancarias para colocar ciertas referencias.

Mayor apelación de las comunidades autónomas a los mercados a pesar del aumento del FLA

La complicidad de los mercados y el mantenimiento de los mecanismos de liquidez del Tesoro a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas (FFCA)¹ han facilitado la estrategia de endeudamiento de los gobiernos regionales. La mayoría de las necesidades de

Aunque la mayor parte de las necesidades de financiación a largo plazo de las CC.AA. ha continuado cubriéndose en 2016 a través del Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas, han aumentado las operaciones en el mercado de capitales. A Madrid, País Vasco y Navarra se han sumado Asturias, Castilla y León y La Rioja.

financiación de 2016, aproximadamente dos tercios del total, se han seguido cubriendo apelando al Tesoro, que ha proporcionado 31.373 millones de euros a las regiones que voluntariamente lo han solicitado. Los incentivos del Gobierno central para reducir la presencia de las administraciones

¹ El Fondo de Financiación para las Comunidades Autónomas (FFCA) se divide en cuatro compartimentos: Facilidad Financiera, Fondo de Liquidez Autonómica, Fondo Social y Fondo de Financiación para el Pago a Proveedores. No obstante, en 2016 únicamente se han cubierto necesidades de financiación a través de los primeros y se espera que esta sea la tónica de los próximos años.

territoriales en el mercado hacen difícil que algunas CC.AA. puedan justificar su autonomía para financiarse. Si bien es cierto que las más endeudadas no pueden plantearse otra alternativa, en otros casos su permanencia en el FFCA se explica por la clara subvención que el Gobierno está practicando en la financiación de las CC.AA. Ya no solo porque no está trasladando ningún coste por el proceso de gestión e intermediación de esta financiación sino sobre todo porque ha ofrecido un tipo del 0% durante los tres primeros años a todas las CC.AA. que hayan cumplido con la estabilidad presupuestaria a través del compartimento de la Facilidad Financiera.

No obstante, aunque la actividad emisora de deuda autonómica sigue siendo reducida en comparación a su potencial, las condiciones en los mercados de bonos han sido también muy propicias, con tipos de interés en mínimos históricos y cada vez más próximos al Tesoro. De hecho, en 2016 se han sumado tres comunidades más (Asturias, Castilla y León y La Rioja) a las que ya se financiaban en el mercado de capitales un año antes (País Vasco, Navarra y Madrid). Aunque han tenido que asumir un coste por el diferencial –decreciente,

en todo caso– que los inversores exigen sobre Tesoro, esta estrategia debería permitirles beneficiarse de menores costes en el futuro como emisores habituales con una política de comunicación permanente con los inversores.

Hay más factores que deben tenerse en cuenta en esta decisión que cada gobierno regional puede adoptar cada año voluntariamente. Unos son de carácter político, como la pérdida de autonomía financiera que supone la adhesión al compartimento del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) o la sujeción a condicionalidades diversas, y otros son fundamentalmente de mercado, porque la financiación que proporciona el FLA es muy estandarizada en plazos –hasta ahora, a diez años–, impidiendo aprovechar oportunidades de alargar vencimientos en una coyuntura bajista de tipos, tal y como está llevando a cabo el propio Tesoro.

Este retorno de algunas comunidades autónomas a los mercados de capitales lógicamente ha tenido su impacto en el mercado de bonos autonómicos. Aunque en términos de volumen no ha sido muy significativo (se ha pasado de 3.473 millones de euros en 2015 a 4.165 millones

Cuadro 3

Emisiones de bonos realizadas en 2016

Comunidad autónoma	Volumen (mill. euros)	Plazo (años)	Cupón (%)	Comunidad autónoma	Volumen (mill. euros)	Plazo (años)	Cupón (%)
Asturias	102	9	0,862	Madrid	44	4	0,204
Asturias	39	5	0,654	Madrid	60	10	1,771
Castilla y León	400	5	0,700	Navarra	150	12	2,128
Castilla y León	44	15	1,585	Navarra	10	12	2,128
Castilla y León	246	10	1,200	Navarra	15	12	2,128
Castilla y León	50	4	0,350	Navarra	85	12	1,592
Madrid	700	5	0,727	País Vasco	500	10	1,750
Madrid	300	30	3,250	País Vasco	120	2	0,000
Madrid	265	12	2,214	País Vasco	190	10	1,466
Madrid	66	15	2,398	La Rioja	60	2	0,125
Madrid	66	50	3,756	La Rioja	45	3	0,300
Madrid	48	15	1,785	La Rioja	60	2	0,100
Madrid	500	8	0,997				

Fuente: Bloomberg, Afi.

de euros), sí ha sido más relevante en cuanto al número de emisiones (véase el cuadro 3). Mientras que en 2015 apenas se realizaron nueve emisiones de deuda autonómica, en 2016 su número se ha elevado a veinticinco.

Las CC.AA. que decidieron acudir al mercado en 2016 cubrieron sus necesidades de financiación en unas condiciones muy favorables y de amplia liquidez, coexistiendo una oferta reducida de valores autonómicos y una demanda amplia

donde los inversores tratan de capturar rentabilidades adicionales respecto a la deuda soberana. Como factor adicional hay que subrayar que el BCE decidiese incorporar a su programa de compras de deuda pública –*Public Sector Purchase Programme*–, la deuda subsoberana en riesgo de inversión según las agencias de *rating*. Aunque son pocas las referencias líquidas en el mercado de deuda autonómica, el BCE ya había adquirido deuda de diez emisiones distintas correspondientes a cuatro CC.AA. –Madrid, Castilla y León, País

Cuadro 4

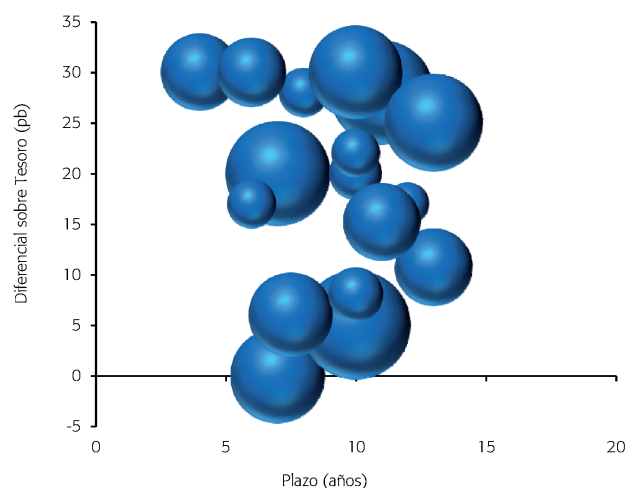
Referencias adquiridas por el BCE de comunidades autónomas

	Fecha emisión	Vencimiento	Cupón (%)	Saldo vivo (Mill €)
Castilla y León	25/02/2014	30/04/2024	4	650
Madrid	10/02/2014	21/05/2024	4,13	1.600
Madrid	18/02/2015	30/04/2024	1,83	1.803,75
País Vasco	08/03/2016	16/03/2026	1,75	500
Madrid	12/03/2010	12/03/2020	4,688	1.469,38
Madrid	19/05/2016	19/05/2021	0,727	700,00
Madrid	08/05/2015	08/05/2022	1,189	500,00
Madrid	30/09/2016	30/09/2024	0,997	500,00
Madrid	15/09/2006	15/09/2026	4,3	1.972,13
Aragón	17/01/2013	17/01/2027	8,25	401,00

Fuente: Banco de España.

Gráfico 3

Muestra relevante de préstamos formalizados en 2016 por comunidades autónomas*



Nota: * Tamaño de la burbuja según volumen.

Fuente: Afi.

Vasco y Aragón— a cierre de 2016. Siete de ellas pertenecen a la Comunidad de Madrid, lo que constituye un estímulo para los gobiernos que definen una estrategia de presencia activa en el mercado con emisiones que concentren volumen a los plazos más relevantes y que puedan servir de *benchmark* para el sector (véase el cuadro 4).

Estas CC.AA. también canalizaron un volumen relevante de sus necesidades a través de préstamos, donde las condiciones han sido en algunos casos tan ventajosas o más que en las emisiones de valores (gráfico 3). Aunque el coste máximo se encuentra limitado desde septiembre de 2012 por el “principio de prudencia financiera”, hay que señalar que el mercado se ha situado en la mayor parte de los casos por debajo del límite establecido normativamente. Conviene indicar que no solo han formalizado préstamos las CC.AA. que no han acudido al FFCA. Algunas de las comunidades adheridas al mecanismo, aunque con resultados muy desiguales, han continuado refinanciando sus carteras con el objetivo de reducir su coste medio y conseguir ahorros, aprovechando la competencia en el sector crediticio para ganar cuota de mercado. Han sido sobre todo las entidades medianas y pequeñas las que han dinamizado el mercado de préstamos frente la incomodidad de las grandes con una medida —el “principio de prudencia

financiera”— que limita el margen de negociación de las refinanciaciones.

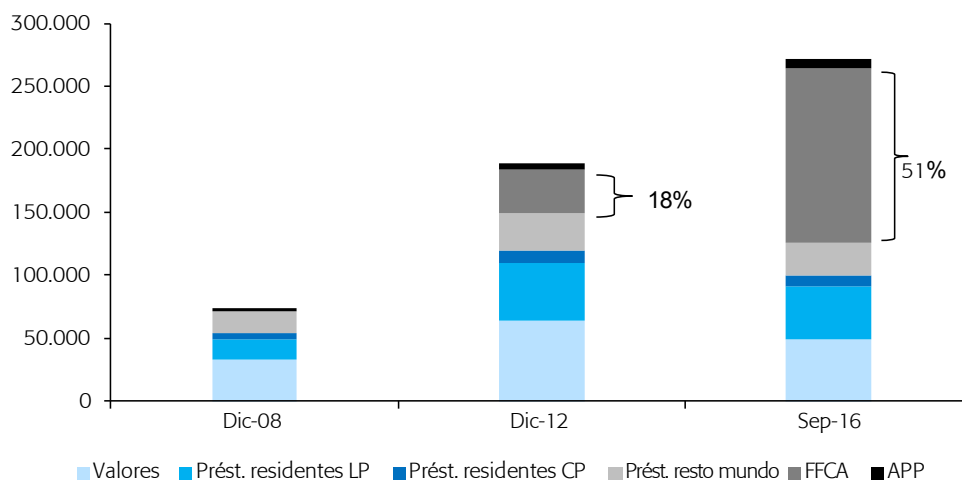
No obstante, el rasgo fundamental es el mayor protagonismo que la Administración Central ha ido adquiriendo en los últimos cinco años como financiador de los gobiernos regionales, que concentra ya más del 50% de su endeudamiento. Sin duda, es una estrategia que tendrá trascendencia en el futuro más inmediato, estando pendiente la reforma del sistema de financiación de las comunidades autónomas. Esta circunstancia ha condicionado la estructura de la cartera de deuda en el sector autonómico, que lógicamente ha ido en detrimento de otros financiadores e instrumentos. Con todo, el hecho de que algunas CC.AA. hayan decidido financiarse en los mercados de capitales en 2016 con volúmenes significativos ha supuesto que el peso de los valores se mantenga en el entorno del 18%. Los préstamos en entidades nacionales representan un porcentaje similar, mientras que el 10% restante de la financiación se concentra en banca extranjera (véase el gráfico 4).

La distribución de la deuda es bastante desigual entre las distintas CC.AA., tanto en términos relativos como en cuanto a los instrumentos utilizados (véase el cuadro 5). Respecto a la ratio de deuda/PIB, únicamente cinco comunidades tienen un

Gráfico 4

Evolución del conjunto del endeudamiento autonómico por instrumentos

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España, Afi.

Cuadro 5

Volumen y distribución de la deuda autonómica por instrumentos, tercer trimestre 2016

	Total (mill. euros)	Instrumento (%)		Por prestamista (%)			
		Préstamos	Valores	EEFF	Resto del mundo	FFCA	Asoc. Público Privadas
Andalucía	32.316	87,5	12,5	12,5	7,3	66,9	0,9
Aragón	7.320	62,2	37,8	21,1	11,6	29,5	0,0
Asturias	4.111	100,0	0,0	43,0	18,1	36,1	2,8
Baleares	8.628	92,2	7,8	22,0	4,4	63,7	2,1
Canarias	6.816	81,0	19,0	17,7	1,9	60,9	0,5
Cantabria	2.823	98,5	1,5	24,8	9,2	61,0	3,5
Castilla-La Mancha	13.846	89,2	10,8	15,1	7,9	66,3	0,0
Castilla y León	10.910	73,4	26,6	35,7	16,2	18,8	2,7
Cataluña	74.400	91,1	8,9	13,9	8,5	62,8	5,9
Extremadura	3.966	85,5	14,5	35,3	10,7	39,4	0,0
Galicia	10.624	56,3	43,7	21,5	10,9	20,2	3,7
La Rioja	1.482	71,1	28,9	38,3	14,4	18,4	0,0
Madrid	29.502	45,5	54,5	23,4	11,5	6,5	4,0
Murcia	8.098	95,1	4,9	11,6	10,1	73,5	0,0
Navarra	3.678	55,0	45,0	33,9	12,5	0,0	8,6
País Vasco	10.264	64,1	35,9	43,1	21,0	0,0	0,0
Valencia	43.194	95,1	4,9	11,7	8,3	73,0	2,1
Total	271.980	81,8	18,2	18,5	9,6	50,7	3,0

Fuente: Banco de España y Afi.

nivel superior a la media autonómica (24,6%). Dos de ellas, Cataluña y Comunidad Valenciana, acumulan el 43% del total del endeudamiento autonómico, con ratios muy elevadas (35,6% y 41,6% sobre PIB, respectivamente). Las CC.AA. que presentan una menor ratio de deuda en términos de PIB, son la Comunidad de Madrid con un 14,2% y País Vasco y Canarias (15,2% y 15,8%, respectivamente) y por debajo del 20% hay otras cinco comunidades. Todas estas regiones son las que más fácil tienen el acceso a los mercados de capitales.

En cuanto a los instrumentos utilizados también hay una divergencia importante (cuadro 5). Mientras que Navarra y País Vasco no han contraído endeudamiento alguno con el FFCA y en Madrid se ha limitado a un año, ocho ya tienen contraído

con este más del 60% de su endeudamiento, e incluso se aproxima al 75% en la Región de Murcia y la Comunidad Valenciana. Lógicamente, la adhesión a estos mecanismos genera una pérdida de peso de los valores emitidos, de forma que comunidades que tradicionalmente tenían una gran presencia en los mercados de bonos, como Cataluña, Andalucía y Comunidad Valenciana, tienen hoy en día un peso muy residual.

Conclusiones

Razones muy diversas han permitido cubrir a costes cada vez menores las necesidades de financiación de las administraciones públicas, sobre todo del Tesoro y de las comunidades autónomas². A pesar del fuerte crecimiento de la deuda pública, el dinamismo de la economía y

² Las corporaciones locales, a diferencia de la Administración Central y las comunidades autónomas, desde junio de 2012 se encuentran en proceso de desapalancamiento y han reducido su nivel de deuda en casi 12.000 millones de euros, situándose en 34.700 millones a septiembre de 2016. Esto supone una reducción del 25% desde el máximo que se registraba a mediados de 2012. Este proceso de reducción de la deuda se ha debido en buena parte a las limitaciones normativas que se les han impuesto para la captación de financiación.

la mejora de los fundamentos domésticos ayudan a entender una parte de este retorno de la confianza de los inversores —y no tanto por el cumplimiento de los objetivos de déficit, que se han superado de forma casi sistemática—.

Pero han sido sobre todo factores externos, alimentados por la política monetaria extraordinariamente expansiva del BCE, los que han conducido las curvas de rentabilidades a mínimos históricos en casi toda la eurozona con referencias negativas en casi todos los tramos representativos de la deuda alemana. Gracias a ello, el Tesoro ha podido satisfacer no solo sus necesidades, sino intermediar dos tercios de la financiación de las comunidades autónomas, sobreendeudándose en alrededor de 140.000 millones desde 2012.

El desequilibrio más grave de nuestras finanzas públicas reside en la Seguridad Social, y dada la cercanía del agotamiento del Fondo de Reserva quizás el Tesoro debería priorizar sus esfuerzos en captar financiación para este subsector y no desincentivar a las comunidades autónomas a financiarse en los mercados de capitales.

Todo ello ha sido posible porque el BCE ha adquirido en el mercado secundario algo más de 90.000 millones de euros solo durante 2016, importe que representa tres cuartas partes de las emisiones brutas del Tesoro de bonos y obligaciones y que triplica a sus necesidades netas del pasado año.

Sin embargo, esta estrategia no puede ser neutra para el Gobierno central. Aunque contablemente la titularidad de la deuda también se impute a las comunidades autónomas, la actividad emisora es del Tesoro, que ha tenido que destinar un 40% de sus emisiones netas a financiar los diferentes compartimentos del FFCA en los últimos cinco años. A todas luces la curva de rentabilidades no puede ser ajena a este aumento del stock de deuda —que puede estimarse aproximadamente en un 15% del saldo vivo—. Aún en el

caso de que su impacto haya sido mínimo, difícilmente lo será en el futuro.

La conveniencia, en su momento, de estos mecanismos permitió alejar el fantasma de suspensión de pagos de algún gobierno regional e inyectar liquidez en la economía pero en el contexto actual es discutible que el Tesoro tenga que seguir incentivando esta vía de financiación disuadiendo de salir al mercado a quienes tienen oportunidad de hacerlo subvencionando el tipo de interés. Salvo que esta política tenga vocación de permanencia, lo que invitaría a reflexionar por sus contradicciones con la autonomía financiera, alejar por mucho tiempo a los inversores de las comunidades autónomas supondrá costes de reentrada en el futuro que se podrían evitar. Más allá de otras derivadas, como los incentivos perversos que genera el sistema actual sobre el compromiso con la estabilidad presupuestaria y la discrecionalidad y asimetrías en el reparto de recursos, el problema de la financiación regional no debe descansar en solventar su endeudamiento. El contexto actual permite el retorno de las CC.AA. a los mercados y el Tesoro debería centrarse en auxiliar a aquellas que aún no pueden hacerlo mientras se define un modelo que garantice una financiación suficiente, de acuerdo con los principios de equidad, transparencia y corresponsabilidad fiscal, tal y como se ha recogido en el borrador de la Conferencia de Presidentes.

Es evidente que los factores externos que hoy son cómplices no serán duraderos y el Tesoro tiene la responsabilidad de gestionar una cartera de deuda récord que se aproxima al billón de euros minimizando los costes para los contribuyentes. En un Estado tan descentralizado como el nuestro, las diferentes administraciones deben asumir su corresponsabilidad fiscal. Condicionar la autonomía por la vía financiera no parece lo más prudente si conlleva un coste de sobreendeudamiento que sin duda penaliza la capacidad del Tesoro para acceder a los mercados. Más aún cuando existen otros retos sin resolver que exigirán, al menos en el corto plazo, del aumento de la deuda pública. De hecho, estando el Fondo de Reserva de la Seguridad Social cerca del agotamiento, el desequilibrio

estructural más grave y urgente de nuestras cuentas públicas reside, sin ningún género de dudas, en la financiación de las pensiones. Aunque una

parte pueda corregirse con mayores ingresos, es difícil intuir medidas que no pasen por aumentar el recurso al endeudamiento.

El aplazamiento de pago y la mora comercial, ¿poder de negociación o mecanismo de eficiencia? Implicaciones para una buena regulación

Pablo I. Hernández*

Desde enero de 2013, la normativa española que regula los plazos de pago de las operaciones comerciales sitúa el máximo legal en sesenta días. La regulación nació con el objetivo de limitar el problema de la morosidad en las pymes. Sin embargo, el escaso impacto atribuible a dicha normativa en la reducción de los periodos medios de pago ha reavivado un viejo debate acerca de los principios y del fondo del problema que persigue la regulación. ¿Es el alargamiento de los plazos de pago o la demora una consecuencia del diferente poder de negociación? ¿O se debe, por el contrario, a un mecanismo de salvaguardia para solucionar un problema de información asimétrica? ¿Es el plazo de pago la variable que debe controlar el regulador para evitar la morosidad comercial? A la vista de los escasos efectos de la regulación sobre la reducción de los plazos de pago, los esfuerzos deberían dirigirse no a limitar dichos plazos, sino a mejorar la supervisión de los acuerdos, garantizando la suficiente eficacia a los tribunales o instancias mediadoras en caso de conflicto.

El aplazamiento del pago se ha fundamentado tradicionalmente en las ventajas comerciales y financieras que brinda a proveedores y clientes en el ejercicio de su operativa corriente. Por un lado, permite a los deudores suplir el acceso a la financiación externa, al tiempo que les confiere la capacidad de control de la calidad del producto o servicio intercambiado previo al pago definitivo. Para los acreedores, por otro lado, constituye una

dimensión estratégica alternativa a las tradicionales del precio o la cantidad ofrecida para competir en el mercado o fidelizar clientes. Sin embargo, en la medida en que gran parte de los flujos de compra y venta de bienes y servicios se realizan bajo acuerdos que postergan el pago o el cobro de las operaciones corrientes, el riesgo de crédito¹ intrínseco a esta operativa constituye una preocupación natural de las empresas. Sobre todo, para

* Afi-Analistas Financieros Internacionales. Este trabajo no habría sido posible sin el apoyo de Elena Montesinos, Jaime Lazareno y la revisión de José Antonio Herce.

¹ Riesgo de incumplimiento del plazo de pago y de incurrir en mora.

aquellas de reducida dimensión cuya solvencia depende crucialmente de la liquidez con la que pueden desempeñar su actividad comercial. Adicionalmente, les exige disponer de recursos² para evaluar la exposición al impago de sus deudores y protegerse de estas circunstancias, lo que comporta un coste añadido a la actividad.

Así, la incidencia directa del aplazamiento de pago y la demora en la operativa de las empresas —y, por ende, en la competitividad del tejido productivo— han motivado a los reguladores europeos en la materia a establecer un marco normativo que limite las distorsiones que puedan ocasionar comportamientos oportunistas o abusivos por parte de proveedores o deudores. La Directiva 2011/7/UE del Parlamento y del Consejo Europeo³, de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, establece unas reglas comunes de aplicación a todo el territorio europeo. El propósito no es otro que proteger la viabilidad de aquellas empresas más expuestas o desprotegidas (según argumenta su exposición de motivos, las pymes) ante la eventualidad de las demoras injustificadas o, en el peor de los casos, el impago definitivo en el crédito comercial. Otro objetivo que persigue es eliminar posibles agravios para la competitividad de las empresas que puedan emerger de la problemática del alargamiento de los plazos de pago en el ámbito de las relaciones transfronterizas⁴. España se anticipó a la promulgación de dicha Directiva aprobando la Ley 15/2010, de modificación de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, fijando un plazo máximo de pago de 60 días después de la fecha de recepción de las mercancías o de la prestación de servicios. Para ello estableció un calendario de reducción progresiva⁵, desde los 85 días en julio de 2010 hasta los 60 días desde principios de 2013. Además, a diferencia de la norma europea, que permite acuerdos entre

las partes para determinar el plazo de pago, en la norma española dichos acuerdos no pueden superar el máximo de 60 días.

Si bien la morosidad comercial en España se ha reducido ostensiblemente en los últimos años, es difícil atribuir la causalidad de la reducción al efecto de la regulación, en cuanto la economía española ha atravesado un periodo cíclico cuanto menos, complejo. No obstante, tras la salida de la recesión y la progresiva normalización de los mercados financieros se observa un claro estancamiento de los plazos de pago en torno a un “nivel estacionario”, y alejado del previsto en el marco legal. Ello ha reavivado el debate tanto teórico como empírico sobre la efectividad de la normativa y la necesidad de introducir mejoras de diseño en la misma.

En el propósito de contribuir a la discusión sobre la regulación de los plazos de pago de las transacciones comerciales, en el presente trabajo se aborda una evaluación del impacto de la Directiva de morosidad al caso español, a partir del análisis de la evolución de la morosidad comercial interempresarial en España en los últimos años y de una revisión sucinta de la literatura que ha tratado de entender la naturaleza de los aplazamientos y la demora de las operaciones comerciales. A pesar de que la falta de información estadística impide realizar contrastes de mayor profundidad, la evidencia recogida no invita al optimismo en lo que se refiere a la efectividad de la normativa de lucha contra la morosidad. Por el contrario, los indicios legitiman la reapertura del debate sobre las verdaderas causas del fenómeno de los alargamientos en plazos de pago. Y, en particular, sobre si el establecimiento de un periodo legal máximo de pago y transversal a todos los sectores es la medida adecuada para combatir la morosidad.

² Esta capacidad es menor para empresas con menor músculo financiero, generalmente pymes.

³ www.boe.es/doue/2011/048/L00001-00010.pdf

⁴ Según reza la ley, “garantizar que en el mercado único las operaciones transfronterizas no supongan mayores riesgos que las ventas en el mercado nacional”.

⁵ El calendario quedó configurado de la siguiente forma: desde el 7 de julio de 2010 hasta el 31 de diciembre de 2011, el plazo máximo era de 85 días; entre el 1 de enero de 2012 y el 31 de diciembre de 2012, de 75 días; a partir del 1 de enero de 2013, de 60 días.

El alargamiento de los plazos de pago. ¿Poder de negociación o mecanismo de eficiencia?

Existe una amplia discusión acerca de los determinantes que explican la duración del aplazamiento, la posible demora o el incumplimiento⁶ de los plazos de pago acordados en las operaciones comerciales. La explicación más extendida –y de la que se hace eco la Directiva europea– descansa en las conductas estratégicas que adoptan las empresas en función de su capacidad negociadora. Según esta línea argumental –que hunde sus raíces en la teoría del monopolio–, en el tamaño o en la intensidad de la competencia de los mercados en los que los proveedores o clientes desarrollan su actividad residen las causas que explicarían el alargamiento de los plazos pactados o la demora injustificada (con respecto a los plazos de pago legales o establecidos entre las partes). Así, a la parte del contrato menos sometida a la presión competitiva o de mayor dimensión, esta posición de partida le otorgaría una mayor capacidad de imponer condiciones beneficiosas en el comercio. Entre otras razones, por los pocos incentivos que se presupone que tienen los proveedores a penalizar la demora de sus clientes por el “temor a represalias”. Cuanto menores sean los costes de transacción en los que incurriría una empresa con poder de mercado –en el límite, un monopsonista– para cambiar de proveedor, menores serían los incentivos de estos últimos para condicionar los términos del acuerdo. Por tanto, las industrias proveedoras donde existe una mayor tensión competitiva serán más proclives a aceptar mayores volúmenes de crédito comercial o peores condiciones en el cobro cuando su contrapartida comercial es un cliente⁷ de mayor

tamaño u opera en un entorno de menor presión competitiva.

La explicación más extendida del alargamiento de los plazos de pago –y de la que se hace eco la Directiva europea– descansa en las conductas estratégicas que adoptan las empresas en función de su capacidad negociadora. A la parte del contrato menos sometida a la presión competitiva o de mayor dimensión, esta posición de partida le otorgaría una mayor capacidad de imponer condiciones beneficiosas en el comercio.

En el plano de la investigación empírica, un trabajo relativamente reciente (Fabbri y Kripper, 2016) hallaba evidencias que da soporte a esta línea argumental. Según concluyen los autores, los proveedores con una débil posición negociadora eran más proclives a extender el crédito a sus clientes, tener una posición de clientes mayor en balance y ofrecer mayores periodos de pago antes de exigir intereses de demora. De esta forma, los clientes preferenciales aprovecharían esa debilidad tendiendo a retrasar los pagos a proveedores. Para el caso español, a pesar de las limitaciones de las estadísticas de plazos de pago a proveedores y de cobro a clientes elaboradas por el Banco de España⁸, los datos ofrecidos apoyarían la tesis de que las grandes empresas disfrutaban de una mejor posición en lo que se refiere a cobros y pagos comerciales. El *gap* entre el tiempo que negocian el pago a sus proveedores y el de cobro a sus clientes se sitúa en 18 días en 2014. Sin embargo, ese mismo diferencial es menor en las pymes (10 días). Por otra parte, los niveles de ambos

⁶ Se distingue demora o incumplimiento del plazo de pago del impago o incumplimiento definitivo.

⁷ Alternativamente, cuando el poder de mercado reside en los proveedores, el aplazamiento de pago puede ser, en la práctica, una estrategia de discriminación de precios entre sus clientes (Meltzer, 1960). Si el proveedor mantiene constantes el precio y las condiciones de pago, implícitamente estará pagando precios menores a aquellos clientes con peor capacidad de pago. Asimismo, si modifica las condiciones de pago entre clientes, podrá mantener un mismo precio de venta explícito, pero vendiendo a precios reales menores a aquellos clientes a los que concede un mayor plazo de pago, una vez descontados los costes financieros inherentes a la demora.

⁸ Las series se construyen con datos de la Central de Balances y del Registro Mercantil, con el saldo a cierre de ejercicio en balance. Por otra parte, estos plazos no discriminan las relaciones estrictamente *business to business* (B2B), sino que tienen en cuenta toda la operativa comercial, incluidas administraciones (B2PA) y consumidores (B2C).

indicadores son manifiestamente menores en las grandes empresas. El cobro en las grandes empresas es 16 días menor que en las pymes, mientras que el pago también lo es, cercano a los 63 días.

Otras interpretaciones, apoyadas en la moderna teoría de los contratos, expresan conclusiones que se alejan de la presunción del ejercicio del poder de negociación. Por el contrario, los alargamientos en el plazo de pago y la demora sobre el plazo pactado surgirían como “mecanismo de salvaguardia” en las relaciones entre proveedores y clientes, solucionando de manera eficiente un problema de información asimétrica inherente a las transacciones comerciales. En particular, por la posibilidad de que se produzcan comportamientos oportunistas⁹ a partir de una ventaja informativa en el contexto de una transacción comercial. Como señala Arruñada (1999), “la especial utilidad del aplazamiento es la disciplina que introduce en la relación entre fabricantes y distribuidores”. En otras palabras, la demora en el pago permitiría al deudor evaluar el cumplimiento de las condiciones del contrato (calidad del producto o servicio).

Por otra parte, en la medida en que existen claros incentivos entre proveedores y clientes a mantener las relaciones comerciales en un horizonte dinámico, la “repetición” de las relaciones disminuye la probabilidad de comportamiento oportunista por parte de proveedores y clientes. Dicho de otra manera, las conductas estratégicas tendentes al abuso de las condiciones del contrato se disuaden desde el momento en que pueden ser castigadas cuando las relaciones proveedor-cliente son reiteradas. Sin embargo, en el caso de que la relación sea ocasional, crecerían los incentivos del proveedor a disminuir el esfuerzo por mantener la calidad del producto u otras condiciones del contrato. De esta forma, el aplazamiento del pago

permite alcanzar un *second best* en el que ambas partes del contrato maximizarían las ventajas del comercio derivadas de la especialización (mecanismo de eficiencia). La demora sobre el plazo legal estaría vinculada, entonces, a conflictos por el incumplimiento de alguna de dimensiones del contrato y no tanto al poder de fijación de condiciones por parte de la empresa mejor posicionada en la negociación.

Otras interpretaciones apuntan a que los alargamientos en los plazos de pago y la demora obedecen a un mecanismo de salvaguardia o de disciplina que evita comportamientos oportunistas en un contexto de información asimétrica. Las conductas estratégicas tendentes al abuso de las condiciones del contrato se disuaden desde el momento en que pueden ser castigadas cuando las relaciones proveedor-cliente son reiteradas.

Desde estos argumentos se ha sometido a crítica la tesis monopolística. En particular, por el hecho de que si el deudor dispone de suficiente poder de mercado –en el límite, un monopsonista– no tendría tantos incentivos a demorar los pagos cuando, en realidad, puede explotar menos dimensiones del contrato forzando a los proveedores a establecer un menor precio directo o indirecto (*rappels* por pronto pago, por ejemplo¹⁰). Por otra parte, tampoco sería racional que estableciesen un plazo de pago y lo incumpliesen con demoras sistemáticas, pudiendolo fijar directamente con arreglo a sus preferencias de maximización de beneficios, evitando además, de paso, un coste reputacional.

⁹ La “selección adversa” surge cuando alguna parte del contrato puede aprovechar una ventaja informativa de la que dispone antes de contratar. Por ejemplo, un distribuidor puede temer que la oferta de un cierto proveedor desconocido obedezca a que el producto tiene algún fallo oculto. Así, en ausencia de garantías, tenderá a ponerse en lo peor si no puede verificar la calidad *ex ante*. Por otra parte, el riesgo moral, surge en el cumplimiento de las obligaciones que integran el intercambio después de alcanzar el acuerdo. Por ejemplo, una vez firmado el contrato, el incentivo del proveedor a respetar la calidad del producto puede ser menor, sobre todo si se trata de una transacción ocasional.

¹⁰ Una de las prácticas más comunes en la distribución es precisamente la imposición por parte del distribuidor de pronto pago a cambio de una rebaja en el precio.

Uno de los indicios empíricos que ayudan a soportar esta crítica –y, de paso, a reforzar la tesis del mecanismo de eficiencia comercial– es el hecho de que los plazos de pago a proveedores del sector de la distribución (comercio mayorista y minorista) guarden una relación estadística inversa con los márgenes empresariales del sector. De ser evidente la tesis monopolística, se esperaría una relación, o bien positiva, o bien inexistente, puesto que los plazos irían fijados independientemente del precio negociado. En realidad, cuanto mayor es el plazo de pago, los márgenes de la distribución tienden a ser menores, y ello pudiera deberse a que el precio negociado con los proveedores sea mayor, lo que reduce el margen de intermediación comercial. Si bien, para la mayor parte de los países europeos, no cabría descartar esta tesis, cuando se añade al análisis empírico el grupo de países que componen la “variante mediterránea”, los resultados dejan de ser significativos (cuadro 1 y gráfico 1). No obstante, el hecho de que estos países hayan atravesado fuertes problemas de liquidez puede haber fomentado el alargamiento del pago, pero no necesariamente por un abuso de posición. La carencia de estadísticas impide profundizar en este análisis, pero constituye un indicio más que anecdótico.

Sin embargo, esta corriente encuentra también algunos argumentos en contra. Desde el plano teórico, si la negociación sobre el precio pagado por el cliente y el aplazamiento de pago funcionan como sustitutivos, las empresas grandes sometidas al escrutinio de los mercados financieros –y,

Cuadro 1

Relación entre margen bruto y plazo de pago efectivo en el sector de la distribución en Europa, 2014

Variable dependiente	Todos los países	Todos los países salvo Italia, España y Portugal
	Margen Bruto / Facturación	Margen Bruto / Facturación
Plazo de pago efectivo	0,005(0,6)	-0,05* (0,09)
Constante	4,2**(0,00)	5,79** (0,00)
R ² ajustado	-0,04	0,14
F	0,24	3,37
N	15	12

Notas: El método de estimación es el de mínimos cuadrados ordinarios (MCO). P-valor entre paréntesis.

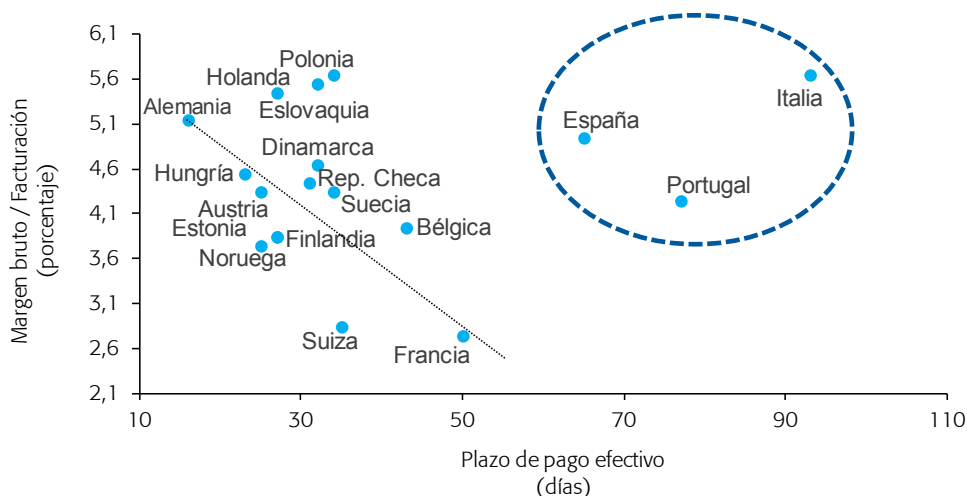
*Estadísticamente significativo al 90% de confianza.

**Estadísticamente significativo al 99% de confianza.

Fuentes: Intrum Justitia y Eurostat (2014).

Gráfico 1

Relación entre margen bruto y plazo de pago efectivo en el sector de la distribución en Europa, 2014



Nota: La recta de regresión representada corresponde a la estimación que excluye a España, Italia y Portugal.

Fuentes: Intrum Justitia y Eurostat (2014).

en particular, de las agencias de *rating* que califican sus bonos corporativos con arreglo a su posición financiera en balance— pueden tener incentivos a presentar una posición de endeudamiento financiero menor a costa de un mayor saldo de deuda comercial con proveedores. Así, esta circunstancia podría implicar mayores alargamientos en el pago que no obedecen a ventajas comerciales ni tampoco financieras. En este sentido, el ejercicio del poder de negociación —que puede no ser ocasional— para presentar una buena imagen de solvencia a costa de los proveedores puede ser una más que legítima argumentación a tener en cuenta.

La morosidad comercial interempresarial en España. Evolución reciente

Según publica el *Boletín de Morosidad y Financiación Empresarial* (Cepyme, 2016) el periodo medio de pago de las operaciones comerciales entre pymes se sitúa actualmente en el entorno

de los 80 días. Un nivel en el que permanece anclado, con incrementos y descensos sucesivos desde que la economía española abandonase la recesión y se normalizasen las condiciones financieras. Las restricciones crediticias y la caída de la demanda presionaron fuertemente la tesorería de las empresas durante la crisis. Ello obligó a las empresas a alargar los plazos de pago a proveedores para poder mantener su operativa corriente (pago de nóminas, etc.). Por su parte, la proporción de deuda comercial en retraso de pago sobre el periodo legal también oscila alrededor del 70% del crédito comercial total, como revela la evolución de ambos indicadores y del Índice Sintético de Morosidad Empresarial (véanse los gráficos 2a y 2b).

La trayectoria circular descrita por el porcentaje de deuda comercial y el periodo medio de pago evidencian el estancamiento de la morosidad en torno a un nivel “estacionario”, tal y como ocurre con otros fenómenos. Ello motiva varias lecturas. En primer lugar, que una vez eliminados los efectos de la normalización de la actividad económica y financiera, el efecto de la regulación de sesenta

Gráfico 2a

Índice Sintético de Morosidad Empresarial (ISME*)

(Base 100 en IVT10)

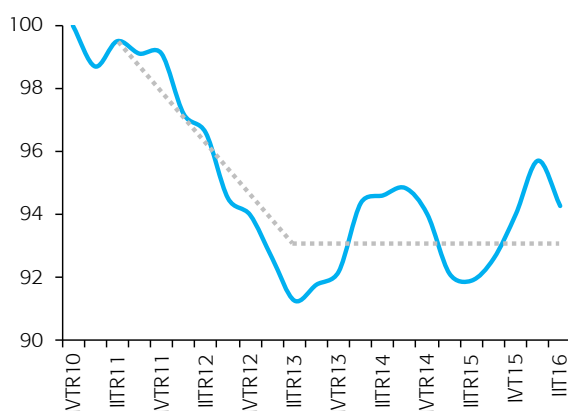
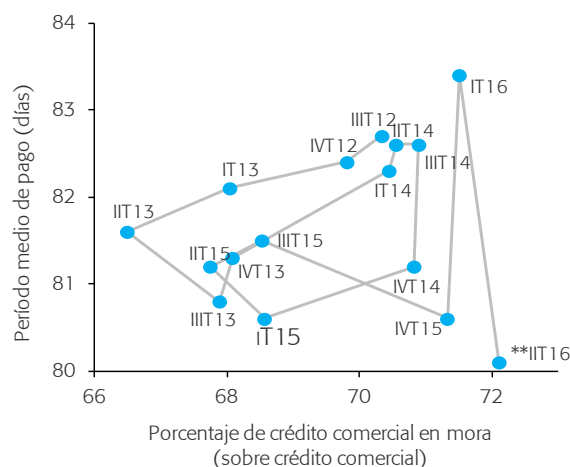


Gráfico 2b

Incidencia y duración de la morosidad

(IIT12-IIT16)



Notas: * Índice sintético basado en los indicadores simples de periodo medio de pago y crédito comercial en mora como porcentaje del total del crédito comercial, compuestos ambos mediante una media aritmética con ponderaciones de 0,5 a cada uno de ellos.

** Estimación provisional.

Fuentes: Elaboración propia a partir de CESCE e Informa.

días y de eliminación de la posibilidad de acuerdo entre las partes no ha conseguido que los agentes se adapten rápidamente a ese objetivo marcado por la ley. Es más, el plazo medio de pago se ha mantenido estancado en los 81 días de media en el periodo 2013-2016.

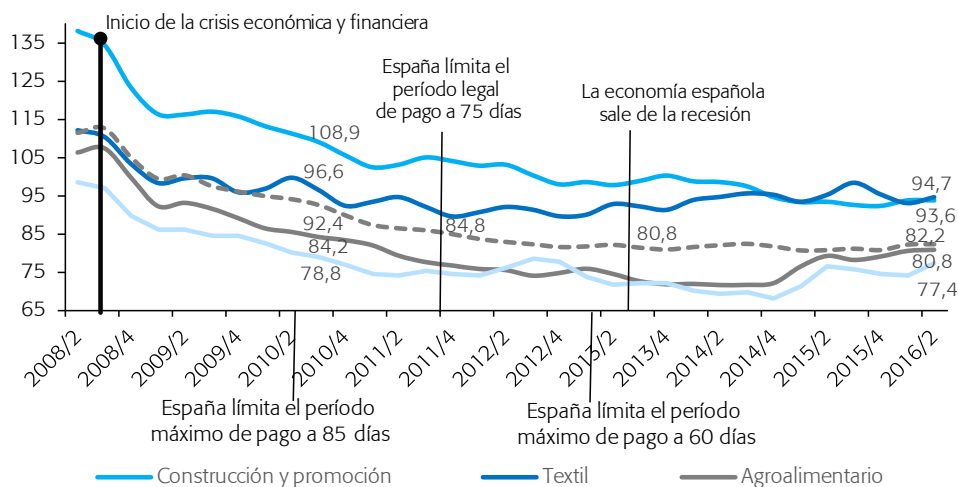
El periodo medio de pago de las operaciones comerciales permanece anclado en el entorno de los 81 días desde 2013. Por ramas de actividad se observan diferencias notables. En el sector textil apenas se ha reducido desde la introducción de la normativa (cerca de 90 días), mientras que en otros sectores, como el de la distribución, la capacidad de alineamiento al periodo legal ha sido mucho mayor. Sin embargo, el grado de concentración en el primero es mucho menor que en el segundo.

Por otra parte, si se atiende a la evolución del periodo medio de pago por ramas de actividad,

las diferencias que se observan son notables (gráfico 3). Los sectores textil y de la construcción superan ampliamente el plazo legal de pago, mientras que los sectores de distribución alimentaria se ajustan de manera mucho más clara a ese umbral, aunque siguen estando por encima de los 60 días¹¹. Asimismo, en el sector textil, el periodo medio de pago apenas se ha reducido desde la introducción de la normativa (cerca de 90 días), mientras que en otros sectores, como el de la distribución, la capacidad de alineamiento al periodo legal ha sido mucho mayor. El hecho de que el ciclo comercial del textil sea posiblemente más largo que el de otros sectores como el alimentario, es una posible causa que explicaría estas diferencias. Estas evidencias descriptivas nos llevan a las tres cuestiones de fondo: (i) si efectivamente este es un “nivel natural” de los plazos de pago, con cerca de 20 días de demora, (ii) ¿es el alargamiento de los plazos de pago una consecuencia del poder de negociación, tal y como presume la normativa? ¿O se debe a que es el plazo mínimo que necesitan los deudores para ratificar que el proveedor ha cumplido satisfactoriamente las condiciones contractuales? Y, (iii) ¿Es el plazo

Gráfico 3

Evolución del periodo medio de pago por sectores (días), 2008-2016



Fuente: Elaboración propia a partir de CESCE.

¹¹ No hay que olvidar que la ley prevé sesenta días desde la recepción de las mercancías, no de la factura, por lo que puede existir algún sesgo al alza por este motivo.

de pago la variable correcta a regular en aras de eliminar el problema de la morosidad?

Evaluación del impacto de la Directiva sobre morosidad en España

El objetivo de esta sección es realizar una evaluación econométrica que permita determinar si la regulación ha sido efectiva en el caso español, y si por tanto ha contribuido a corregir el supuesto “fallo de mercado” que emerge del diferente poder de negociación y, en particular, del abuso de posición de las empresas en la determinación de los plazos de pago.

Para ello, se ha tratado de aislar el efecto de la regulación sobre los plazos efectivos de pago de otros determinantes, como la actividad económica o la posición financiera de las empresas. Lamentablemente, la ausencia de información a escala de empresa impide realizar un análisis más profundo que permita ahondar en el conocimiento del fenómeno.

En la línea de las conclusiones de la propia Comisión Europea, el efecto estimado de la regulación sobre los plazos medios de pago es inapreciable en el periodo 2012-2016.

Los resultados de este ejercicio estadístico han quedado expresados en el cuadro 2. Tanto el signo como la significatividad de los parámetros son los esperados. La actividad económica, medida por la variación trimestral del PIB con un retardo¹² tiene un efecto positivo sobre los periodos medios de pago, en la medida en que la mejora del entorno permita relajar las necesidades de liquidez y provoque que los acreedores permitan a los deudores financiarse en mayor medida (ventaja financiera). Por otro lado, la posición financiera de las empresas, que se aproxima por la ratio de endeuda-

miento empresarial, también tendría un efecto positivo, sugiriendo que un mayor endeudamiento financiero tendería a alargar los plazos de pago, en la medida en que el canal comercial podría ser sustitutivo a este.

En cuanto al efecto de la normativa, se han introducido tres variables ficticias de control (*dummies*), que permiten distinguir los distintos escalones previstos en el calendario de aplicación de la normativa. Así, si bien el primer tramo, que prevé el periodo máximo legal en 85 días entre julio de 2010 y diciembre de 2011 tuvo un efecto claro y significativo de reducción de los plazos de pago, en el resto del periodo el efecto de las reformas adicionales deja de ser significativo.

Esta evidencia está en consonancia con las conclusiones de la propia Comisión Europea. Textualmente, en su *Informe de evaluación*¹³ de la

Cuadro 2

Evaluación econométrica del impacto de la regulación sobre plazos de pago en el periodo medio de pago efectivo, 2010-2014

Variable	Periodo medio de pago (PMPT)
PIB _{t-1}	3,50* (0,00)
Endeudamiento Financiero _{t-1}	0,83*(0,00)
Dummy1 _t (85 días)	-12,90*(0,00)
Dummy2 _t (75 días)	-0,35(0,88)
Dummy3 _t (60 días)	2,88(0,24)
R ² ajustado	0,84
DW	1,63
N	32

Nota: El método de estimación es el de mínimos cuadrados ordinarios (MCO). P-valor entre paréntesis.

*Estadísticamente significativo al 99% de confianza.

Fuentes: Comisión Europea, Central de Balances del Banco de España, CESCE, e Instituto Nacional de Estadística.

¹² Sobre la hipótesis de que la información pasada sobre la actividad influye sobre los periodos de pago en el presente, a través de un mecanismo adaptativo de expectativas.

¹³ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/ES/1-2016-534-ES-F1-1.pdf>

normativa, señala que “la mejora de los plazos medios de pago sigue siendo modesta hasta la fecha”. No solo en España, sino en el conjunto de la Unión Europea. Según argumenta, la ausencia de un sistema de supervisión común, la falta de claridad de determinados conceptos esenciales de la Directiva y el desequilibrio en el mercado entre grandes y pequeñas empresas constituyen los principales frenos a su efectividad.

Conclusiones

El impacto de la Directiva sobre morosidad en los plazos medios de pago ha sido muy escaso en España, tal y como ha manifestado la propia Comisión Europea en su informe de evaluación. Asimismo, la evidencia aquí reunida no permite indicar que el efecto de la regulación haya sido positivo para la reducción de los plazos de pago. De hecho, según la evaluación econométrica realizada en este artículo, el efecto es inapreciable entre 2012 y 2016.

No obstante, estas evidencias no son, ni pretenden ser, una prueba palmaria. Lamentablemente, la carencia de estadísticas públicas disponibles ha limitado notablemente la investigación empírica en este campo, así como la capacidad de realizar contrastes rigurosos de las hipótesis que formula la literatura teórica. La información disponible es escasa y, en muchos casos, sesgada. Además, es frecuentemente agregada, lo que dificulta –o, más bien, impide– el control de la enorme heterogeneidad de las transacciones comerciales a una escala de empresa, así como de los verdaderos determinantes causales que subyacen a las mismas. Entre otras razones, por los pocos incentivos de las empresas a revelar la información sobre su operativa diaria en lo que se refiere a su facturación. Ello no obsta, sin embargo, para que permita cuestionar si la dirección de la regulación es la adecuada para el fin que se propone. Los principios sobre los que se basa la normativa presumen el ejercicio sistemático del abuso del poder de negociación por parte de las grandes empresas sobre las pequeñas. Sin desdeñar la posibi-

lidad de que puedan encontrarse evidencias en este sentido, como lo ha hecho la literatura académica, lo cierto es que existen diversos indicios que apuntan a que esta interpretación es, cuanto menos, excesiva. Los periodos medios de pago de las relaciones comerciales interempresariales se encuentran anclados desde principios de 2013 en un nivel medio de 81 días en este periodo, 20 días por encima del periodo legal. Por otra parte, el hecho de que se observe una notable variabilidad por sector, refrenda la conveniencia de revisar la normativa atendiendo a la naturaleza del producto o servicio intercambiado.

En este sentido, de ser acertada la tesis de eficiencia, como parece ser a tenor de las distintas evidencias reunidas, las condiciones de pago deben estar ligadas a la capacidad de verificación por parte del cliente de la calidad del producto intercambiado. Por consiguiente, no sería racional establecer un plazo de pago común, idéntico y transversal a todos los sectores de actividad. La libertad de acuerdo de plazos entre las partes, por consiguiente, sería el principio que debería presidir cualquier regulación en la materia. Ello no quiere decir, sin embargo, que no existan o no deban perseguirse comportamientos abusivos u oportunistas. Los esfuerzos no deberían dirigirse, entonces, a limitar los plazos de pago por norma, sino a mejorar la supervisión y vigilancia del cumplimiento de los acuerdos comerciales, garantizando una buena política de defensa de la competencia y la suficiente eficacia a los tribunales que deben impartir justicia, o instancias mediadoras, en caso de conflicto. Una interpretación equivocada del fenómeno de los aplazamientos de pago por parte de los organismos reguladores a la hora de establecer las normas que afectan a las relaciones comerciales puede comportar elevados costes a la competitividad de los sectores productivos de los distintos países. En particular, un periodo legal de pago demasiado bajo podría distorsionar la eficiencia, favorecer de manera sistemática a los proveedores y hacer brotar comportamientos oportunistas, tanto como, a favor de los clientes en este caso, un periodo legal de pago demasiado alto. Para que la regulación en materia de morosidad introduzca los incentivos adecuados

es preciso que los organismos públicos pongan en marcha operaciones estadísticas de calado que permitan un mejor conocimiento del fenómeno de la morosidad comercial. Las estadísticas oficiales disponibles, a pesar de proporcionar buenos indicios, no garantizan la suficiente robustez de los resultados obtenidos de ejercicios convencionales de evaluación de políticas como para implantar, sobre la base de dichos resultados, medidas eficaces y eficientes de política económica en materia de lucha contra la morosidad empresarial.

Referencias

- ARRUÑADA, B. (1999a), *Aplazamiento de pago y morosidad en las transacciones comerciales*, Instituto de Estudios del Libre Comercio, Madrid.
- (1999b), *La Directiva sobre morosidad: Una mala solución para un falso problema*, Instituto de Estudios del Libre Comercio, Madrid.
- BARBACEIA, A. (2016), *Three Essays on Trade Credit and Market Power*, Fundação Getulio Vargas. Escola de Administração de Empresas, Sao Paulo.
- CEPYME (2016), *Boletín de Morosidad y Financiación Empresarial* (www.cepyme.es).
- FABBRI, D., y L. F. KLAPPER (2008), *Trade credit supply, market power and the matching of trade credit terms*, mimeo.
- (2016), "Bargaining power and trade credit", *Journal of Corporate Finance*, 41: 66–80.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., e I. HERNANDO (1998), "El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas", *Documento de Trabajo*, núm. 9810, Servicios de Estudios del Banco de España.
- HOWORTH, C., y B. REBER (2003), "Habitual Late Payment of Trade Credit: An Empirical Examination of UK Small Firms", *Managerial and Decision Economics*, 24 (6/7), The Economics of Credit Management: 471-482.
- MELTZER, A. H. (1960), "Mercantile credit, monetary policy, and size of firms", *The Review of Economics and Statistics*, 42 (4): 429–438.
- PIKE, R.; SANG CHENG, N.; CRAVENS, K., y D. LAMMINMAKI (2005), "Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination. Evidence From Three Continents", *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (5-6): 1197-1236.
- SMITH, J. (1987), "Trade Credit and Informational Asymmetry," *Journal of Finance*, 42: 863-872.

La normalización de la política monetaria en Estados Unidos en la coyuntura actual y sus repercusiones internacionales

Juan Carlos Berganza y Javier Vallés*

La Reserva Federal fue el primer gran banco central en elevar su tipo de interés oficial tras la crisis, en diciembre de 2015. Sin embargo, tras ese primer movimiento, el segundo incremento no se produjo hasta un año después. Esta separación temporal en los anuncios de endurecimiento monetario es algo inédito en ciclos anteriores. Las dificultades para medir correctamente el grado de recuperación después de una crisis de la magnitud de la crisis financiera global y los nuevos elementos de incertidumbre en el entorno exterior están detrás del lento proceso de normalización monetaria en EE.UU. y de sus peculiaridades en relación a periodos anteriores. Este artículo analiza los factores que ayudan a explicar estos hechos, repasa los principales canales de transmisión internacional de la política monetaria norteamericana y concluye poniendo de relieve los riesgos que conlleva el aumento de las diferencias cíclicas y de política monetaria entre las principales economías mundiales.

La política monetaria expansiva en las principales economías desarrolladas ha tenido un papel muy relevante en la respuesta a la crisis financiera global y a la Gran Recesión que la siguió. En el caso de EE.UU., la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés de los fondos federales cerca de cero durante siete años, entre diciembre de 2008 y diciembre de 2015. Además adoptó un conjunto de medidas monetarias no convencionales que llevaron a la expansión de su balance hasta un máximo histórico, pues las tenencias de títulos de deuda pública estadounidense y de deuda

hipotecaria (MBS) ascendieron al 23,8% del PIB estadounidense a finales de 2014 cuando finalizó su tercer programa de compras de activos financieros.

En diciembre de 2015 la Reserva Federal fue el primer gran banco central de las economías desarrolladas en elevar su tipo de interés oficial tras la crisis. Las dificultades para medir correctamente el grado de recuperación después de una crisis financiera de la magnitud de la crisis financiera global han hecho que hasta diciembre de 2016 no

* Banco de España. Juan Carlos Berganza (jcberganza@bde.es), Javier Vallés (jvalles@bde.es).

Los autores quieren agradecer el apoyo técnico de Patricia Sánchez. Las opiniones y análisis que aparecen en el artículo son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

se volviera a incrementar el tipo de interés oficial. Además hay diversos factores en el entorno exterior que hacen que este proceso de normalización se realice en un contexto complejo e incierto. A la lenta recuperación de las economías desarrolladas y el menor crecimiento de las economías emergentes, en especial de China, hay que añadir en 2016 tanto el incremento en la incertidumbre de las políticas económicas por la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea y la inesperada elección de Donald Trump en EE.UU., como las mayores tensiones geopolíticas. Las posibles consecuencias de todos estos acontecimientos, y en especial para la política monetaria, se han dejado ver ya durante las últimas semanas de 2016 en los mercados financieros. En concreto se han apreciado cambios en las rentabilidades y en la volatilidad de los activos financieros de EE.UU., incluido el tipo de cambio, trasladándose a otras zonas geográficas.

Es por tanto lógico que despierte un especial interés analizar los factores que están detrás de la senda gradual de normalización monetaria de EE.UU. así como sus repercusiones internacionales.

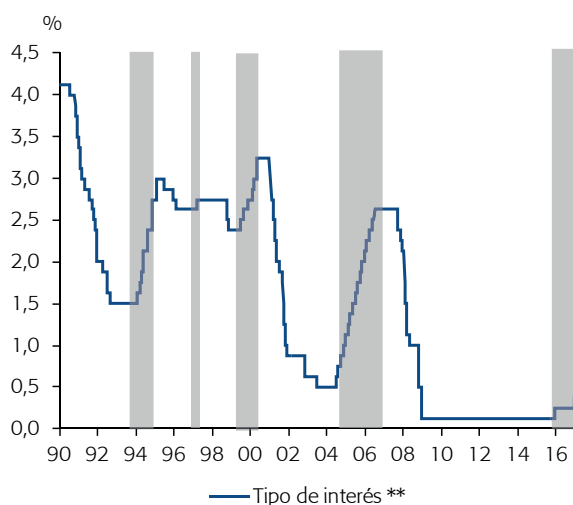
La sección siguiente analiza las peculiaridades del actual período de endurecimiento monetario en la economía americana en relación a períodos anteriores. A continuación, se repasa cuáles han sido los principales canales de transmisión internacional tanto durante el período de políticas no convencionales como a partir de 2015, con las subidas de los tipos de interés oficiales. El artículo finaliza con una sección donde se repasa la reciente situación de aumento en las diferencias cíclicas y de política monetaria entre las principales economías mundiales y se ponen de manifiesto algunos de los riesgos que ello conlleva.

Claves del lento proceso de endurecimiento monetario

El Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) elevó el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos (pb), hasta el 0,25%–0,50% en diciembre de 2015. Tras ese primer movimiento, el segundo incremento, de la

Gráfico 1.1

Tipo de interés objetivo de los fondos federales*

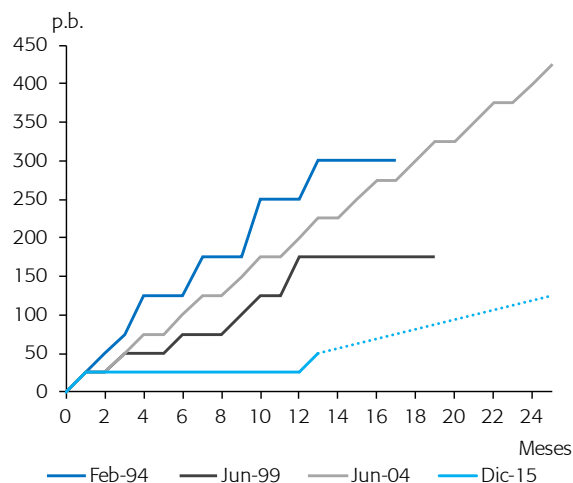


Notas: * Las zonas sombreadas corresponden a los períodos de endurecimiento monetario. ** Extremo superior del intervalo objetivo para el tipo de interés de los fondos federales a partir de diciembre de 2008. *** Proyecciones del FOMC en punteado (dic-16).

Fuentes: Reserva Federal, Datastream Thomson-Reuters y elaboración propia.

Gráfico 1.2

Cambios en el tipo de interés objetivo de los fondos federales en ciclos de subidas anteriores y en el ciclo actual***



Cuadro 1

Condiciones macroeconómicas en el momento del primer aumento del tipo de interés oficial

	Feb-94	Jun-99	Jun-04	Dic-15
Tipo de interés objetivo de los fondos federales	3,0	4,8	1,0	0 - 0,25
Tasa de paro	6,6	4,2	5,6	5,0
Tasa de paro de largo plazo (estimación del FOMC)	6,5	5,3	5,0	4,9
Brecha de paro (pp)	0,1	-1,1	0,6	0,1
Índice de condiciones laborales (Federal Reserve Board)	-51,9	100,5	-22,3	93,8
Salarios nominales (% ia)	2,6	3,5	2,0	2,0
Inflación general (PCE) (% ia)	2,2	1,4	2,1	0,2
Inflación subyacente (PCE) (% ia)	2,5	1,3	1,9	1,3
Objetivo de inflación (PCE) (% ia)	2,0	2,0	2,0	2,0
Brecha de inflación (pp)	0,2	-0,6	0,1	-1,8
Brecha de inflación (subyacente) (pp)	0,5	-0,7	-0,1	-0,7
Expectativas de inflación (largo plazo) (% ia) (Univ. de Michigan)	3,3	2,8	2,9	2,6
Tipos de interés de los fondos federales derivados de Taylor (1999) con inflación subyacente	4,55	5,05	2,65	2,75

Fuentes: Taylor (1999), Federal Reserve Board (último dato disponible en el momento de la reunión del FOMC), Datastream Thomson-Reuters.

misma magnitud, no se produjo hasta diciembre de 2016 (gráfico 1.1). Como se observa en el gráfico 1.2, esta separación temporal en los anuncios de endurecimiento monetario es algo inédito en ciclos anteriores. Y según las proyecciones más recientes del FOMC, la senda de incrementos del tipo de interés oficial en los próximos años será mucho más suave que en ciclos restrictivos anteriores, y su duración, notablemente mayor.

Como es conocido, la Reserva Federal tiene el objetivo dual de medio plazo de alcanzar el máximo empleo y mantener la estabilidad de precios. En el cuadro 1 aparecen los valores de la brecha de paro (tasa de paro observada – tasa de paro de largo plazo), de la brecha de inflación (tasa de inflación – 2%) y de la brecha de inflación subyacente (tasa de inflación subyacente – 2%)¹ en

el momento de iniciarse los últimos cuatro ciclos de normalización monetaria. Respecto al objetivo de empleo, en el inicio del último ciclo de endurecimiento monetario, en diciembre de 2015, la brecha de paro se encontraba prácticamente cerrada.

La inflación subyacente del índice de precios del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) registraba en diciembre de 2015 un valor claramente por debajo de la referencia del 2%, como venía sucediendo desde mayo de 2012. Además, la inflación general se situaba muy cerca del 0%, a diferencia de lo observado en ciclos anteriores de normalización monetaria, como consecuencia, principalmente, de la caída del precio del petróleo registrada desde mediados de 2014. El escenario central que han venido manejando los miembros del FOMC suponía que,

¹ El FOMC especifica el objetivo de inflación en términos del índice de precios del gasto en consumo personal (PCE) general, pero presta especial atención al PCE subyacente a la hora de adoptar sus decisiones de política monetaria. El PCE subyacente excluye los precios de los alimentos y la energía, que se pueden ver más afectados por perturbaciones de oferta (factores climáticos y/o decisiones del cartel de la OPEP, por ejemplo) que no están relacionadas con las presiones inflacionistas derivadas de la evolución de la demanda y sobre las que el FOMC no tiene control.

si las expectativas de inflación estaban bien ancladas, a medida que se fuera reduciendo la capacidad ociosa en el mercado de trabajo y que los efectos de esos factores transitorios fuesen desapareciendo, la inflación iría convergiendo hacia el objetivo, algo que hemos venido observando de forma gradual en 2016. Por tanto, el papel de las expectativas de inflación como ancla es esencial para volver al objetivo de inflación. Como se puede apreciar en el cuadro 1, las expectativas² medidas a través de encuestas no estaban muy alejadas de las que había al iniciarse los ciclos anteriores de normalización monetaria. Durante 2016, tras reducirse las mismas en la primera mitad del año, han registrado un repunte en el último trimestre del año tal y como se describe en la última sección.

La regla de Taylor (1999) permite sintetizar de forma muy estilizada el proceso de toma de decisiones de un banco central. Esta regla incorpora una relación simple entre las variables que definen el objetivo dual del FOMC y los tipos de interés de los fondos federales. En su formulación más general, tiene la siguiente forma:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho) [r^* + \pi_t + \alpha (\pi_t - \pi^*) - \beta (u_t - u^*)]$$

donde i_t es el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el período t , r^* el tipo de interés real de equilibrio de los fondos federales o tipo de interés natural, que se define como el tipo de interés real consistente con el pleno empleo y la inflación objetivo del banco central en el medio plazo, de forma que no se ve afectado por los *shocks* de carácter transitorio que afectan a la economía³. Históricamente, el valor asignado a este tipo de interés real de equilibrio ha sido el 2%. π_t es la tasa de inflación en el período t , π^* es la tasa de inflación objetivo (la diferencia entre ambas es la brecha de inflación que se representaba en el cuadro 1), u_t es la tasa de paro en el período t y u^*

es la tasa de paro estructural de largo plazo (la diferencia entre ambas es la brecha de paro representada también en el mismo cuadro). El coeficiente ρ define el grado de inercia en la regla, el coeficiente α el grado de respuesta a desviaciones de la inflación de su objetivo y el coeficiente β el grado de respuesta a desviaciones de la tasa de paro de su nivel de largo plazo. Los dos últimos presidentes del FOMC han utilizado habitualmente en sus discursos y presentaciones⁴ una versión de la regla que establece los siguientes valores para los coeficientes: $\rho=0$, $\alpha=0,5$ y $\beta=2$.

El ciclo actual de la política monetaria en EE.UU. presenta una serie de particularidades que ayudan a explicar el bajo nivel del tipo de interés de los fondos federales y su alejamiento del nivel que marcaría una regla de Taylor tradicional.

De acuerdo con estos parámetros y valores, y tomando la inflación subyacente y la tasa de paro existentes en el inicio de cada ciclo de normalización monetaria considerado, se pueden calcular los niveles del tipo de interés de los fondos federales que serían apropiados según la regla de Taylor. Como se puede apreciar en el cuadro 1, donde se recogen estos cálculos, en el inicio de todos los ciclos de normalización el nivel del tipo de los fondos federales fijado efectivamente por el FOMC en ese momento se encontraba por debajo del señalado por la regla de Taylor, pero es en el ciclo más reciente donde esa diferencia es mayor, y eso sin considerar que las medidas de expansión cuantitativa adoptadas son equivalentes a un nivel de tipos aún menor. Por tanto, ¿qué puede explicar que en el ciclo iniciado en diciembre de 2015, a pesar de esta fuerte diferencia, el ritmo de subidas

² Esas expectativas de inflación se refieren al IPC. Históricamente, la tasa de inflación calculada a partir del IPC se ha situado unas cuatro décimas por encima de la calculada con el PCE.

³ La teoría económica señala que este tipo de interés varía a lo largo del tiempo y viene determinado por cambios en las preferencias de los agentes (tasa de descuento), en la tecnología y en la tasa de crecimiento de la población.

⁴ J. Yellen, Simposio de Jackson Hole (agosto de 2016) (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm>).

realizado y previsto sea el más lento de todos los ciclos considerados?

El ciclo actual de política monetaria presenta una serie de particularidades que ayudan a explicar el bajo nivel del tipo de interés de los fondos federales y su alejamiento del nivel que marcaría una regla de Taylor tradicional. Hay cinco factores, algunos de naturaleza más transitoria, que deben tenerse en consideración: i) la incertidumbre sobre el grado de holgura económica, y en concreto en el mercado laboral; ii) la caída del tipo de interés natural (r^*); iii) los cambios en la oferta y la demanda de activos seguros, que han llevado sus rentabilidades a niveles muy bajos; iv) la proximidad de los tipos oficiales al *ZLB*, que genera riesgos específicos en caso de que fuera preciso revertir el proceso de subida de tipos, y v) el entorno exterior: las divergencias con las políticas monetarias de otras economías desarrolladas y los efectos indirectos sobre la propia economía estadounidense derivados del impacto de sus decisiones de política monetaria sobre el entorno global (*spillovers*).

Incertidumbre sobre la holgura del mercado laboral

En la actual fase de recuperación hay una elevada incertidumbre sobre si la tasa de paro mide de forma adecuada el grado de utilización de los recursos en el mercado laboral. Hay varios motivos para ello. Por un lado, la reducción de la tasa de paro se explica en parte por una disminución de la tasa de participación en el mercado de trabajo que, en la medida en que fuera debida a factores cíclicos, podría revertir al avanzar la fase expansiva, elevando la oferta de trabajo. Otro factor que opera en la misma dirección es la existencia de un número inusual de personas que están trabajando a tiempo parcial, pero que preferirían hacerlo a tiempo completo. Por estos motivos, la Reserva Federal suele hacer referencia a un índice de condiciones del mercado de trabajo que resume un conjunto amplio de variables del mercado laboral, como indicador complementario de esta capa-

cidad ociosa. De acuerdo con este índice, que se incluye también en el cuadro 1, el mercado laboral presentaría una menor capacidad ociosa que en ciclos de endurecimiento anteriores, con la excepción del ciclo iniciado en junio de 1999 (un valor mayor significa un mercado laboral con menor holgura). Algunos analistas sugieren que la baja tasa de aumento de los salarios nominales es el indicador más robusto de la persistencia de un cierto grado de holgura en el mercado laboral. No obstante, si se considera la baja inflación, los crecimientos de los salarios reales estarían próximos al (modesto) avance de la productividad. En cualquier caso, en 2016 la tasa de paro ha oscilado alrededor del valor de largo plazo, situándose al final del año ligeramente por debajo del mismo, el índice de condiciones laborales ha seguido mejorando y los salarios nominales se han acelerado, hasta presentar algunos meses tasas por encima del 2,5%.

Reducción del tipo de interés natural

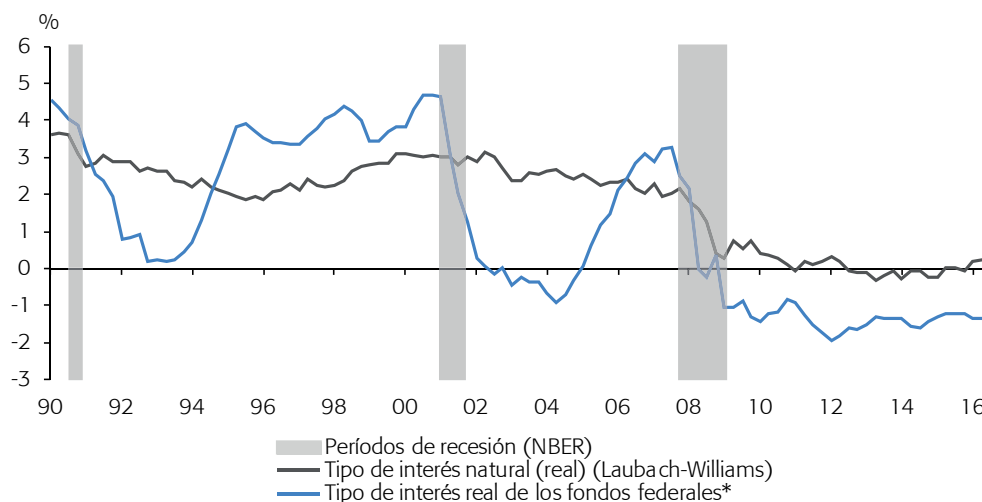
El cálculo de la regla de Taylor requiere aproximar una variable —el tipo de interés natural— que no es observable. Como se ha comentado anteriormente a esta variable se le ha asignado tradicionalmente un valor del 2%, pero algunos autores, como Laubach y Williams (2016), estiman que el tipo de interés natural⁵ ha ido cambiando en Estados Unidos, oscilando en el rango 2%–3% desde principios de los años noventa hasta el inicio de la Gran Recesión, cuando se produjo una brusca caída, quedando situado alrededor de cero (incluso ligeramente negativo) desde finales de 2010, como se puede apreciar en el gráfico 2.

Detrás de esta caída, que podría tener un carácter permanente, estarían el bajo crecimiento de la productividad y de la población, el envejecimiento de esta y la baja inversión, es decir, un menor crecimiento potencial, que habría que incorporar también a través de la brecha de la tasa de paro o del *output gap* al cálculo de la regla de política monetaria. Por su parte, Summers (2014) señala que las economías desarrolladas sufren

⁵ Estos autores utilizan un modelo multivariante que tiene en cuenta cambios en la inflación, el PIB y los tipos de interés.

Gráfico 2

Tipo de interés real de los fondos federales y tipo de interés natural (real) (Laubach-Williams)



Nota: * Calculado como la diferencia entre el tipo de interés de los fondos federales (media trimestral) y la media móvil de 4 trimestres de la inflación subyacente intertrimestral anualizada (calculada a partir del deflactor del gasto en consumo personal).

Fuentes: Laubach y Williams (2016), Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis y Datastream Thomson-Reuters.

un desequilibrio entre una propensión a ahorrar creciente y una propensión a invertir decreciente, cuyo resultado es un exceso de ahorro, que lastra la demanda y reduce el tipo de interés natural (*secular stagnation*). Otros análisis (*i.e.*, Hamilton *et al.*, 2015) coinciden en identificar la tendencia descendente del tipo de interés natural, pero también resaltan la elevada incertidumbre de las estimaciones y de la evolución futura de esta variable, lo que dificulta aquilatar el tono de la política monetaria.

Cambios en la oferta y demanda global de activos seguros

Un desarrollo destacado en la evolución reciente de la economía global ha sido la creciente escasez de activos seguros⁶: es decir, la oferta de activos seguros no ha podido hacer frente al incremento en la demanda internacional de dichos

activos, lo que ha ejercido una presión a la baja sobre sus rendimientos. De hecho, algunos autores señalan que esta escasez de activos puede llevar a una trampa de la liquidez cuando se alcanza el límite inferior para los tipos de interés, de forma que el mercado de activos seguros solo se reequilibra con un descenso de la renta (véase Caballero y Fahri, 2016).

La continua escasez de activos seguros en la actualidad favorece la persistencia de niveles bajos, e incluso negativos en algunos momentos, de la prima de plazo y de la estructura temporal de tipos.

En el período 2000-2007, las reservas internacionales de los países emergentes crecieron fuer-

⁶ Aunque la definición precisa de activo financiero seguro puede variar, en general se incluyen en esta categoría aquellos activos con baja probabilidad de impago, liquidez elevada y riesgo bajo de tipo de cambio, como los títulos de deuda pública de muchos países desarrollados. Además de facilitar las transacciones financieras (al servir como colateral), los activos seguros son esenciales para inversores públicos y privados con elevada aversión al riesgo, como fondos de pensiones o compañías de seguros. La deuda pública de Estados Unidos, por la amplitud de su oferta y el desarrollo y profundidad de sus mercados, constituye el activo seguro por excelencia.

temente como forma de autoaseguramiento, tras las diversas crisis de balanza de pagos en 1998-2000. Además, China y algunos países exportadores de materias primas presentaron superávits corrientes abultados, que se reflejaron en un fortísimo crecimiento de sus reservas internacionales, que se invirtieron en buena parte en los activos mencionados anteriormente. Por el lado de la oferta, en esos años la mejora en la posición fiscal de los países desarrollados llevó a un crecimiento de la deuda pública menor que el del PIB mundial, aunque se crearon nuevos instrumentos, como los *MBS* hipotecarios, que vinieron a aumentar la oferta de activos considerados seguros. Por tanto, la globalización y los desarrollos financieros favorecieron los desajustes entre el ahorro y la inversión de países emergentes, por un lado, y de los países avanzados, por otro, produciendo a escala agregada el fenómeno conocido como *savings glut* (Bernanke, 2005).

Tras la crisis financiera global de 2008, activos como los *MBS* hipotecarios en Estados Unidos (salvo los asegurados por las agencias paragubernamentales, GSE) y la deuda soberana de algunos países de la eurozona perdieron la condición de

Un entorno de mayor incertidumbre, con una brecha de producción negativa, una inflación persistentemente por debajo del objetivo y una posición de los tipos de interés oficiales cercana al ZLB, aconseja una política monetaria más acomodaticia que en otras circunstancias, dada la asimetría en su efectividad.

activo seguro. Por el lado de la demanda, las reservas internacionales de los países emergentes comenzaron a reducirse en 2014, pero esta disminución fue más que compensada por la acumula-

ción de activos seguros por motivo de precaución en muchos países desarrollados, dado el aumento de la incertidumbre, y también por parte del sector bancario, por motivos regulatorios. Todos estos factores han continuado desplazando las curvas de oferta y demanda de activos seguros y empujando a la baja su rentabilidad.

Por tanto, al igual que en el anterior ciclo de normalización monetaria el exceso de ahorro en los países emergentes permitió que los tipos de interés a largo plazo se mantuvieran estables (*conundrum*), la continua escasez de activos seguros en la actualidad favorece la persistencia de niveles bajos, e incluso negativos en algunos momentos, de la prima de plazo⁷ y de la estructura temporal de tipos.

El nivel de los tipos de interés oficiales próximo a cero

El cero como cota inferior de los tipos de interés nominales (*ZLB*) limita la capacidad de actuación de los bancos centrales en presencia de *shocks* negativos a la actividad real o de procesos deflacionistas⁸. Con anterioridad a la crisis se pensaba que los episodios de *ZLB* no eran relevantes en la práctica. Los modelos estructurales de la economía estadounidense y los *shocks* observados históricamente sugerían que reglas simples de política monetaria con un objetivo de inflación del 2% garantizaban que los tipos de los fondos federales solo alcanzarían cero en un número reducido de ocasiones y que dichos episodios tendrían una duración corta. Sin embargo, el mantenimiento de tipos casi nulos de manera prolongada en el período reciente, en parte como consecuencia de la reducción en el tipo de interés natural que se mencionó anteriormente, ha puesto en cuestión los resultados anteriores y lleva a pensar que los episodios de *ZLB* podrían ser más frecuentes y duraderos (Chung *et al.*, 2011).

⁷ La prima de plazo se define como la recompensa demandada por los agentes por realizar su inversión en un instrumento de renta fija durante un período largo en lugar de invertir en un instrumento de menor plazo (y reinvertir durante el período de vencimiento del instrumento de más largo plazo).

⁸ En realidad, se ha pasado a utilizar el concepto de cota inferior efectiva (ELB, por sus siglas en inglés) en lugar del de *ZLB*, pues en los últimos años varios bancos centrales, incluido el BCE, han situado su tipo de interés oficial en territorio negativo, demostrando que el coste de mantener efectivo es mayor de lo que se anticipaba.

Un entorno de mayor incertidumbre, con una brecha de producción negativa, una inflación persistentemente por debajo del objetivo y una posición de los tipos de interés oficiales todavía cercana al *ZLB*, aconseja una política monetaria más acomodaticia que en otras circunstancias, dada la asimetría en su efectividad. Este es especialmente el caso en un entorno en el que las expectativas de inflación se sitúan cerca de sus mínimos históricos. En estas circunstancias, existe más espacio para responder a presiones inflacionistas (mediante un endurecimiento de la política monetaria) que a presiones deflacionistas, puesto que en el entorno del *ZLB* las medidas no convencionales pueden no ser sustitutos perfectos de las políticas de tipos de interés. De hecho, los beneficios y los costes de los instrumentos no convencionales son inciertos y su efecto parece ser decreciente conforme aumenta el tamaño del balance o el *ZLB* perdura en el tiempo. Por ello, un retraso comparativo en la subida de tipos generaría un mayor nivel de actividad y mayor inflación que con una regla de Taylor que no tuviese en cuenta esta incertidumbre (Evans *et al.*, 2015).

Diferencias cíclicas entre las economías, *spillovers* y *spillbacks*

Un último aspecto que se ha de tener en cuenta y que se desarrollará en la última sección es la falta de sincronización de los ciclos económicos entre las principales economías desarrolladas, que ha llevado a discrepancias en los tonos de sus políticas monetarias. Así, frente al endurecimiento iniciado por la política monetaria en Estados Unidos, esta se ha seguido haciendo más expansiva en la eurozona y en Japón en los dos últimos años y en el Reino Unido en la segunda mitad de 2016. Estas divergencias se corresponden con ritmos de crecimiento por encima del 2% en Estados Unidos, que permitieron recuperar el nivel de actividad previo a la crisis; mientras que Japón ha mostrado un crecimiento más débil, con grandes oscilaciones; la eurozona mantiene un escenario de recuperación moderado, pero con un nivel de desempleo todavía elevado respecto al considerado neutral; y el Reino Unido se enfrenta

a un escenario con mayor incertidumbre y menor dinamismo de la actividad tras la celebración del referéndum sobre su salida de la Unión Europea.

El spillover positivo de la apreciación del dólar sobre el PIB del resto del mundo es posible que se vea más que compensado por los otros dos canales a través de los que opera la política monetaria y que tienen un efecto negativo: la menor demanda de EE.UU. reduce también su demanda externa, y el incremento de tipos de interés tiene un cierto grado de traslación al exterior endureciendo las condiciones financieras en el resto de países.

Estados Unidos es una pieza central del sistema financiero internacional y el dólar desempeña el papel de moneda de reserva, por lo que su política monetaria influye en las variables financieras del resto del mundo. Por tanto, hay un claro efecto *spillover* de la política monetaria de Estados Unidos al influir en el denominado *global financial cycle* (Rey, 2013), también a través de las medidas no convencionales. A su vez, la situación internacional tiene influencia sobre la economía de Estados Unidos, lo que constituye una vía indirecta de impacto de las propias decisiones de política monetaria de la Reserva Federal (efectos de retorno o *spillback*). Así, según el FMI, las medidas expansivas en la eurozona en 2014-2015 y el empeoramiento de sus perspectivas de crecimiento pusieron presión a la baja en los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, a través de los flujos hacia su mercado de deuda pública (FMI, 2015). Se trata, por tanto, de un contexto complejo e incierto que hace especialmente difícil la gestión de la normalización monetaria que, además, se ha visto complicado en los últimos meses por los planes anunciados durante su campaña electoral por el próximo presidente estadounidense, Donald Trump, tal y como se verá en la última sección.

Los efectos internacionales de la política monetaria de EE.UU.

Las decisiones de política monetaria en las grandes áreas económicas tienen implicaciones que van más allá de sus propias fronteras. En particular, dado el peso de la economía de Estados Unidos y el papel del dólar como moneda de reserva, las medidas de la Reserva Federal tienen repercusión en otras áreas geográficas.

A nivel teórico se suelen distinguir tres canales de transmisión de la política monetaria de un país a otras economías. El canal de tipo de cambio por el efecto recomposición que los cambios en el valor de la moneda nacional produce entre demanda exterior y demanda nacional y por el efecto sobre la deuda en moneda extranjera, especialmente relevante en los países emergentes; el canal comercial por el efecto que una política monetaria expansiva o contractiva tiene en la demanda nacional, influyendo por tanto en la demanda exterior; y por último, el canal financiero por la relación de movimientos de tipos de interés de EE.UU. con los precios de los activos financieros a nivel global. La importancia relativa de cada uno de ellos dependerá de factores de cada país como su grado de apertura financiera o los vínculos comerciales con EE.UU. y el peso que tengan las exportaciones en su PIB.

Desde finales de 2008 hasta 2015 la Reserva Federal adoptó medidas no convencionales de política monetaria una vez que los tipos de interés oficiales alcanzaron el límite inferior del 0%. Los distintos programas de compra de activos financieros perseguían, una vez agotado el margen de reducción de los tipos de interés a corto plazo, ejercer presión a la baja sobre la rentabilidad de instrumentos públicos o privados a medio y largo plazo, que resultan relevantes para las decisiones de gasto de los agentes. Así, favorecieron la recomposición de la cartera de los inversores por la sustitución entre instrumentos de diferente grado de liquidez, riesgo y vencimiento. La compra de activos junto a la orientación de expectativas (*forward guidance*) sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales tenían un claro efecto señalizador sobre el tono expansivo de la política

monetaria en el futuro. Así, ambas políticas contribuyeron a una reducción histórica de la prima de plazo en los tipos de interés de largo plazo, llegando a valores negativos, al reducirse la incertidumbre futura sobre la senda de tipos de interés a corto plazo.

Estos efectos actuaron a nivel doméstico pero también a nivel global. La expansión del balance por parte de la Reserva Federal redujo los tipos a largo plazo de las economías tanto emergentes como desarrolladas al aumentar la demanda de activos con mayor rentabilidad. Igualmente el incremento de liquidez y la persistencia de diferenciales de tipos de interés condujeron a operaciones de *carry trade* y a importantes flujos de capitales hacia otras economías.

Existe todavía un elevado debate en EE.UU. sobre el papel que han tenido las intensas políticas monetarias no convencionales para recuperar los niveles de actividad anteriores a la crisis. Y también hay incertidumbre sobre el alcance que estas acciones tuvieron a nivel internacional. En concreto, se discute el signo y la intensidad del efecto de las políticas de la Reserva Federal en el tipo de cambio y en los tipos de interés de largo plazo de otros países, así como su impacto final en la actividad económica. Hay que tener en cuenta la dificultad que tiene aislar correctamente el impacto de estas medidas en las variables de interés dada la propia evolución macroeconómica tanto nacional como exterior. En este sentido, las investigaciones llevadas a cabo por la propia Reserva Federal (Ammer *et al.*, 2016) estiman que el conjunto de medidas monetarias expansivas entre 2008 y 2015 depreciaron significativamente el dólar en relación al resto de monedas, pero al mismo tiempo se observó un incremento en la demanda de bienes y servicios producidos en el exterior y una reducción de los tipos de interés de los bonos soberanos en otras economías avanzadas. Cuantitativamente los canales comerciales y financieros dominaron al canal tipo de cambio y por tanto encuentran un efecto *spillover* positivo de la política monetaria. En concreto, una reducción persistente de los tipos de interés de largo plazo de 0,25 puntos básicos (pb) supone un incremento del PIB de EE.UU. de 0,6 puntos porcentuales

(pp) y una mejora del PIB del resto del mundo de 0,3 pp en un horizonte de tres años.

Estos efectos *spillover* de las políticas monetarias expansivas de EE.UU. no han sido homogéneos en el tiempo, al variar el tipo de medidas no convencionales que se fueron ejecutando hasta 2014 dependiendo de la valoración de la situación económica en cada momento. Y tampoco su transmisión al exterior ha sido igual por países. En los países emergentes su efecto se vio afectado por los importantes cambios en los flujos de capitales y las disparidades cíclicas y estructurales (Bowman *et al.*, 2014). A ello hay que sumar en algunos casos la reacción de los responsables de las políticas económicas tratando de evitar una apreciación no deseada de su moneda⁹. Sin embargo en los países desarrollados hay cierta coincidencia de una mayor homogeneidad de los *spillover* entre países y una transmisión que se asemeja más al de “periodos normales”¹⁰.

En diciembre de 2015, como ya se ha comentado, se inició en EE.UU. el retorno a unas condiciones monetarias acordes con la estabilidad de precios y el crecimiento tendencial de la economía. De momento, el final de las medidas expansivas no convencionales y esta normalización monetaria han conllevado la apreciación del dólar desde mediados de 2014 resultado del mayor atractivo de los activos denominados en dólares, en parte debido a la esperada escalada de los tipos oficiales. Dicha apreciación del dólar respecto a una cesta de monedas ha sido de un 26% desde mediados de 2014 hasta finales del 2016 (4,5% durante 2016) como se puede ver en el gráfico 3. Este incremento en el valor del dólar afecta a la competitividad relativa de los bienes producidos fuera de EE.UU. y por tanto incrementa el PIB del resto del mundo.

El *spillover* positivo del tipo de cambio sobre el PIB del resto del mundo es previsible que se vea

Gráfico 3

Tipo de cambio efectivo nominal del dólar



Fuente: Datastream Thomson-Reuters.

⁹ Bermanke (2015) discute la posible “guerra de divisas” y el *trilemma* de políticas (control de tipo de cambio; independencia monetaria; libre movilidad de capitales) al que se enfrentaban las autoridades monetarias de los países emergentes en este período.

¹⁰ Por ejemplo Gilchrist *et al.* (2014) encuentran un efecto similar en los *spillover* a las rentabilidades de los tipos de interés de los bonos soberanos de los países desarrollados en el período de políticas no convencionales en relación con el período previo de políticas convencionales, aunque sí hay diferencias en la transmisión a lo largo de la curva de tipos por plazo.

más que compensado por los otros dos canales a través de los que también está operando el endurecimiento de la política monetaria y que tienen un efecto negativo: la menor demanda de EE.UU. reduce también su demanda externa; y el incremento de tipos de interés tiene un cierto grado de traslación en el exterior endureciendo las condiciones financieras en el resto de países. Por tanto, este endurecimiento de los tipos de interés es de esperar que tenga un efecto contractivo a nivel global. Aunque no hay una evidencia definitiva sobre la magnitud de sus efectos en la actividad económica, sí se suele señalar que estos suelen ser más significativos en los países emergentes que en los países desarrollados, y en particular, en los europeos (FMI, 2013).

En cualquier caso, como se ha explicado en la sección anterior, la actual normalización monetaria tiene características singulares que la diferencian de las producidas con anterioridad. Y todo indica que también su transmisión internacional va a ser diferente por las peculiaridades en que se encuentran en este caso las economías desarrolladas. Por ejemplo, en 1994-1996 hubo un elevado contagio a través del canal financiero. El impacto en

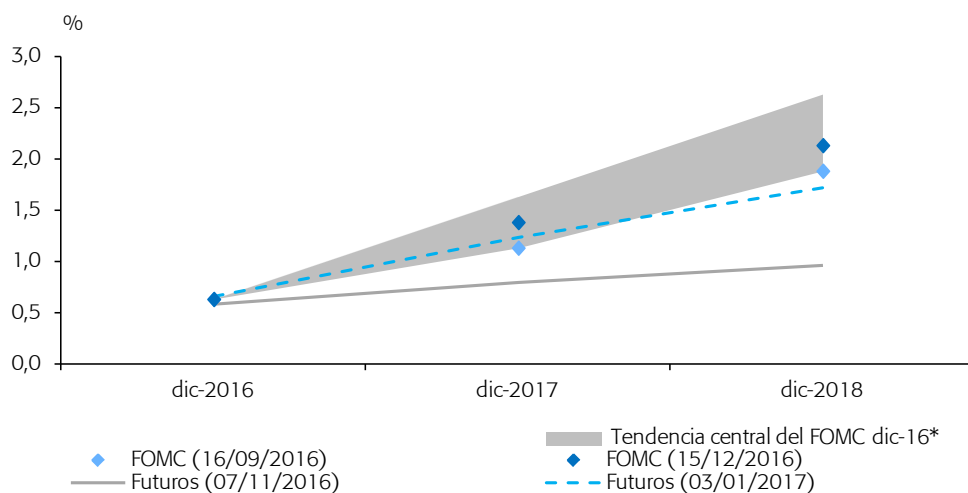
los mercados de activos fue inesperado y de gran magnitud con un aumento en las rentabilidades de los bonos, no solo en Alemania y en los países que constituyeron el euro, sino también de otros países como Reino Unido o Japón. Esta transmisión se produjo en un contexto en el que la mayoría de estas economías estaban en una fase de recuperación incipiente, no había signos inflacionistas y las políticas monetarias eran expansivas. Por el contrario, durante el período de restricción monetaria 2004-2006, las buenas perspectivas macroeconómicas propiciaron una reducción de la incertidumbre que, junto al exceso de ahorro de los países emergentes, impulsaron unos tipos de interés de largo plazo anormalmente bajos (p.e., en el bono alemán). Y en lugar de la esperada apreciación del dólar se produjo una depreciación. En la siguiente sección se analizan las actuales diferencias cíclicas y de políticas entre EE.UU. y las otras economías desarrolladas.

Perspectivas monetarias globales

El resultado de las elecciones presidenciales y legislativas celebradas en Estados Unidos el

Gráfico 4

Tipos de interés de los fondos federales: expectativas (mercados de futuros) vs proyecciones del FOMC (mediana y rango)



Nota: *Excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas.

Fuentes: Reserva Federal, Datastream Thomson-Reuters.

pasado 8 de noviembre, que se saldaron con el triunfo inesperado de Donald Trump y con sendas mayorías republicanas tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado, ha cambiado las perspectivas para la política monetaria en Estados Unidos durante los próximos trimestres, tal y como se recoge en la evolución de los mercados financieros. Así, tal y como se puede ver en el gráfico 4, se ha observado una revisión al alza de la senda de tipos de interés de los fondos federales descontados en los mercados de futuros acercándose a las proyecciones realizadas por el FOMC, que prevén implícitamente una recuperación gradual del tipo de interés real y alcanzar el de equilibrio (1%) a medio plazo. Asimismo, se ha producido un ascenso de la rentabilidad de la deuda pública, en mayor magnitud en Estados Unidos pero también en otros países desarrollados (gráfico 5.1), principalmente por el aumento en la prima a plazo (gráfico 5.2), y un aumento de la pendiente de la curva de tipos. También se ha registrado en los mercados cambiarios una notable apreciación del dólar (gráfico 3), especialmente respecto al yen entre las monedas de países desarrollados, y respecto al peso mexicano entre las economías emergentes, situándolo

en términos efectivos nominales en máximos desde 2002.

Esta evolución de los mercados financieros parece descontar la realización de algunas propuestas de política realizadas por el nuevo presidente estadounidense, Donald Trump. Aunque hay que resaltar la vaguedad en torno a muchas de las mismas, la mayoría de los analistas han destacado los cambios anunciados en política fiscal (más expansiva), política comercial (mayor proteccionismo) y política migratoria (mayor beligerancia hacia los inmigrantes). Muchos analistas coinciden en que tales cambios de política en la economía americana pueden traducirse en un *shock* de demanda positivo en el corto plazo y un *shock* de oferta negativo tanto en el corto como en el largo plazo. Es decir, referente al mandato dual de la Reserva Federal, supondría una disminución de la brecha de desempleo y un aumento de la inflación (anticipado ya por el aumento de las expectativas de inflación obtenidas de los mercados financieros) y, por tanto, como respuesta, una política monetaria más restrictiva. Y de confirmarse esta actuación por parte de la Reserva Federal se agudizaría la divergencia de las políticas monetarias entre países desarrollados en los próximos trimestres.

Gráfico 5.1

Tipos de interés de los bonos a 10 años

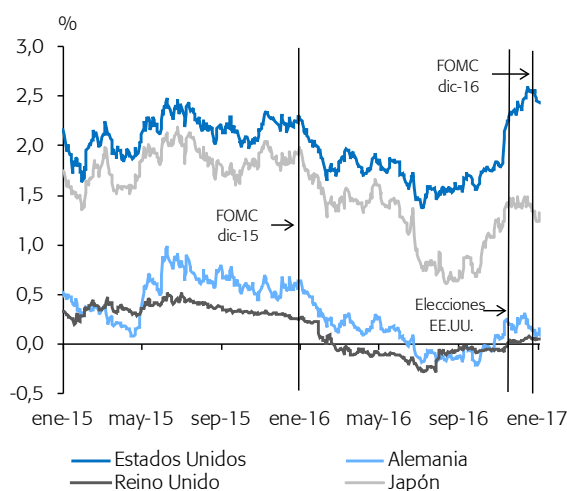


Gráfico 5.2

Componentes del rendimiento del bono del tesoro de EE.UU. a 10 años*



Nota: * La zona sombreada corresponde al período de *taper tantrum*.

Fuentes: Reserva Federal de Nueva York según metodología de Adrian *et al.* (2014) y Datastream Thomson-Reuters.

Los *spillovers* de las nuevas políticas aplicadas en Estados Unidos sobre otras economías serían de naturaleza diversa. En primer lugar, la mayor

Muchos analistas señalan que los anunciados cambios en las políticas fiscal, comercial e inmigratoria de EE.UU. pueden traducirse en un shock de demanda positivo en el corto plazo y en un shock de oferta negativo, tanto en el corto como en el largo plazo; es decir, una disminución de la brecha de desempleo y un aumento de la inflación y, por tanto, como respuesta, una política monetaria más restrictiva.

actividad en el corto plazo, consecuencia principalmente de la política fiscal más expansiva, y la apreciación del dólar estimularía las exportaciones de sus socios comerciales. El mayor proteccionismo comercial tendría consecuencias negativas a nivel global, al reducirse los intercambios, pero podría haber ganadores y perdedores en este proceso, al producirse la sustitución de importaciones procedentes de los países a los que se impongan mayores aranceles (en su programa electoral se citaban los casos de China y México). En ese sentido, la eurozona podría verse beneficiada por una mayor demanda de sus productos por parte de Estados Unidos y por la depreciación del euro respecto al dólar generando presiones inflacionistas. Sin embargo, la eurozona también se podría ver afectada por un aumento de los tipos de interés, tal y como ocurrió durante el episodio conocido como *taper tantrum* en la primavera y verano de 2013. En esa ocasión algunos bancos centrales, entre ellos el BCE, utilizaron la comunicación y el *forward guidance* para frenar el endurecimiento no deseado de las condiciones financieras proveniente de EE.UU.

Durante el año 2016 se produjo un aumento en la divergencia de las políticas monetarias entre

la Reserva Federal y el resto de los bancos centrales más importantes de los países desarrollados. Como se comentó anteriormente, la Reserva Federal en su reunión de diciembre decidió elevar 25 pb el intervalo objetivo del tipo de interés de los fondos federales (hasta 0,50%–0,75%), segundo incremento en este ciclo de normalización monetaria tras el adoptado en diciembre de 2015. Adicionalmente, en las proyecciones trimestrales del FOMC de diciembre destaca el mayor número de subidas esperadas del tipo de interés oficial en 2017 (tres), así como una ligera elevación del tipo de interés neutral.

Por su parte, el BCE anunció en su reunión de noviembre¹¹ una prolongación de su programa de compra de activos financieros (APP, por sus siglas en inglés) al menos durante nueve meses adicionales, desde abril a diciembre de 2017, aunque a un menor ritmo mensual (volviendo a la cuantía de 60 mil millones de euros que se compraron de marzo de 2015 a febrero de 2016 frente a 80 mil millones que se llevan adquiriendo desde marzo de 2016)¹². Adicionalmente, la comunicación procedente de la institución insiste en destacar que esta reducción no supone en ninguna medida el inicio del ciclo de normalización de la política monetaria, puesto que las proyecciones de inflación del BCE no habían cambiado (se mantenían por debajo del objetivo en 2019) y que existe la posibilidad de aumentar el ritmo o la duración del APP si el entorno económico deviene más desfavorable.

Con el mismo objetivo de alcanzar el objetivo de inflación, el Banco de Japón anunció tras su reunión de septiembre un cambio de su marco de política monetaria, estableciendo un esquema de expansión cuantitativa con control de la curva de rendimientos. Esta nueva orientación de su esquema de expansión cuantitativa combina dos elementos: i) el control de la curva de rendimientos, manteniendo el tipo de interés a corto

¹¹ Anteriormente en su reunión de marzo decidió introducir cuatro subastas trimestrales (de junio de 2016 a marzo de 2017) de facilidades de financiación (TLTROs II).

¹² El Consejo de Gobierno del BCE también decidió ampliar el conjunto de títulos que podía adquirir al incluir aquellos con vencimiento entre 1 y 2 años e incorporar aquellos títulos cuyo rendimiento se sitúa por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito.

plazo en el -0,1% para una porción de los depósitos bancarios en el banco central y modulando sus compras de activos de distinto vencimiento, tratando de mantener los tipos a 10 años alrededor del 0%; y, ii) un compromiso de *inflation overshooting*, mediante el cual el Banco de Japón se compromete a expandir la base monetaria hasta que el crecimiento interanual del IPC supere y se mantenga de manera estable por encima del 2%, con el objetivo de elevar las expectativas de inflación.

Por su parte, el Banco de Inglaterra, tras el resultado favorable a la salida del Reino Unido de la Unión Europea en el referéndum celebrado en junio, adoptó, en su reunión de agosto una serie de medidas para hacer la política monetaria más expansiva y atenuar de esa manera una desaceleración prevista en la economía. Así, recortó 25 pb el tipo de referencia de la política monetaria, dejándolo en el 0,25%, introdujo una facilidad de crédito a los bancos (*Term Funding Scheme*), inició la compra de bonos corporativos británicos por hasta 10 mil millones de libras y aumentó el volumen objetivo de activos financieros en el balance del banco central (*Asset Purchase Facility*) en 60 mil millones, llegando así a los 435 mil millones de libras. No obstante, en sus últimas reu-

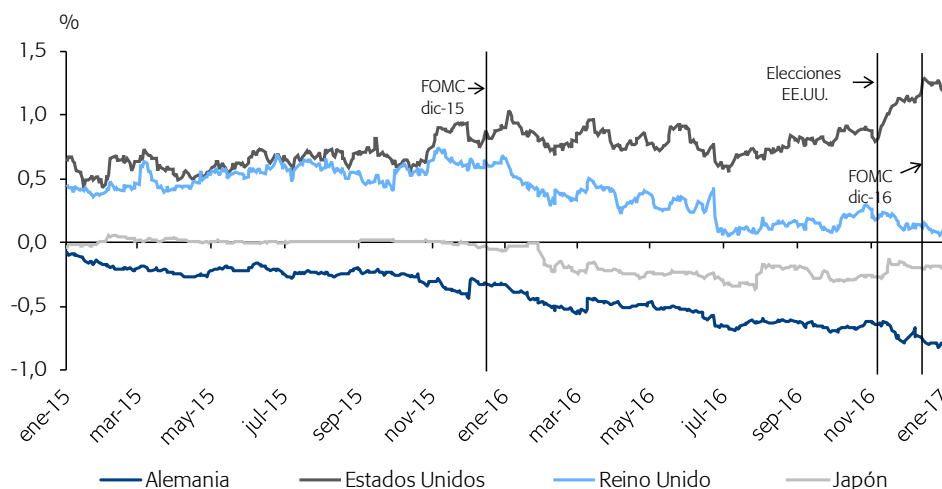
niones, el Comité de Política Monetaria adoptó un tono neutral de política monetaria a corto plazo, indicando que esta puede responder en cualquier dirección, en función de los cambios en las perspectivas económicas.

Este aumento en la divergencia de las políticas monetarias entre la Reserva Federal y el resto de los bancos centrales más importantes de los países desarrollados se ha reflejado en la apreciación del dólar y en un aumento de los diferenciales de los tipos de interés en los tramos cortos de la curva (gráfico 6), si bien en el caso de Alemania, la reducción más reciente en algunos tipos de interés de corto plazo obedece en gran medida a la decisión del Consejo de Gobierno del BCE en su reunión de diciembre de ampliar el espectro de activos elegibles de su programa de compras a valores con un plazo residual superior a un año. A la vista de las proyecciones económicas de las distintas economías en los próximos dos años es de esperar que se mantengan estas divergencias.

El desafío de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos también se ha extendido a las autoridades de las economías emergentes que están afrontando y afrontarán un escenario económico con menores entradas (o incluso salidas)

Gráfico 6

Tipos de interés de los títulos de deuda pública a 2 años



Fuente: Datastream Thomson-Reuters.

netas de capitales, condiciones financieras más restrictivas y depreciación de sus monedas cuando algunos agentes están endeudados en dólares (*efecto balance*). Entre estas economías destaca China, cuyas autoridades durante 2016 ejecutaron intervenciones en los mercados cambiarios, realizaron cambios en las divisas y los pesos de las mismas en la cesta frente a la que se fija el tipo de cambio y establecieron algunos controles de capital para enfrentar las presiones depreciatorias del renminbi frente al dólar. Destaca también el caso de México donde las autoridades han reaccionado con políticas (monetaria y fiscal) procíclicas.

Por tanto, desde la óptica de EE.UU., cómo se vaya materializando la recuperación económica y cómo se formule la política fiscal, determinarán la senda de endurecimiento monetario que, no obstante, se espera que sea mucho más gradual que en ocasiones anteriores. Evitar cambios bruscos de los mercados financieros y en particular en los tipos de interés de largo plazo, (las expectativas de inflación) y en los tipos de cambio favorecerá que las autoridades del resto de países, y especialmente los bancos centrales, puedan responder a la circunstancias de sus respectivas economías domésticas sin que se produzca un aumento en los desequilibrios globales. En ese sentido, una importante lección durante el episodio de *taper tantrum* de 2013 fue que la comunicación efectiva y las acciones de los bancos centrales de las economías desarrolladas, incluyendo el Banco Central Europeo, ayudó a que las condiciones financieras fueran más apropiadas a la situación de sus economías. Este es un riesgo en un momento de elevada incertidumbre sobre el ritmo de recuperación y sobre las políticas económicas a nivel global.

Referencias

- ADRIAN, T.; CRUMP, R., y E. MOENCH (2014), *Treasury term premia: 1961-present* (http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/05/treasury-term-premia-1961-present.html#.VZOmWM_tBc).
- AMMER, J.; DE POOTER, M.; ERCEG, C., y S. KAMIN (2016), "International Spillovers of Monetary Policy," *IFDP Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERNANKE, B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", discurso pronunciado en Virginia.
- BOWMAN, D.; LONDONO, J. M., y H. SAPRIZA (2014), "U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies", *Journal of International Money and Finance*.
- CABALLERO, R. J., y E. FARHI (2016), *The Safety Trap*, mimeo.
- CHUNG, H.; LAFORTE, J-P.; REIFSCHNEIDER, D., y J. WILLIAMS (2011), "Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound events?", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2011-01.
- EVANS, C.; FISHER, J.; GOURIO, F., y S. KRANE (2015), "Risk management for monetary policy near the zero lower bound," *Brookings Papers on Economic Activity*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013), "Unconventional monetary policies – Recent experiences and prospects", *IMF Policy Papers*.
- (2015), *2015 Spillover Report*.
- GILCHRIST, S.; YUE, V., y E. ZAKRAISEK (2014), *US Monetary Policy and Foreign Bond Yields*, mimeo, Federal Reserve Board of Governors.
- HAMILTON, J.; HARRIS, E.; HATZIUS, J., y K. WEST (2015), "The equilibrium real funds rate: past, present and future", U.S. Monetary Policy Forum.
- LAUBACH, T., y J. WILLIAMS (2016), "Measuring the natural rate of interest redux", *Business Economics*, de próxima publicación.
- REY, H. (2013): "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve of Kansas City Economic Symposium: 285-333.

SUMMERS, L. (2014), "U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound", *Business Economics*, vol. 49: 65-73.

TAYLOR, JOHN B. (1999), "A historical analysis of monetary policy rules", en *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press: 319-348.

El impacto de las políticas económicas de Donald Trump

Juan Carlos Berganza y Pilar L'Hotellerie-Fallois*

La victoria de Donald Trump en las recientes elecciones presidenciales de EE.UU. va a suponer la aplicación de un programa económico heterodoxo, que se aparta en gran medida de las líneas por las que ha discurrido la política económica de EE.UU. en las últimas décadas. Además, dado el peso de la economía norteamericana a nivel mundial y sus profundas interrelaciones comerciales y financieras con el resto del mundo, la trascendencia global de este cambio es difícil de imaginar. Valorar con exactitud las consecuencias de las políticas anunciadas por Donald Trump sobre las perspectivas económicas de EE.UU. y del mundo es una tarea imposible, en el momento actual, debido a la amplitud y profundidad de los cambios anunciados y a la incertidumbre sobre cómo se concretarán. Por el momento, lo que se espera es que en el terreno económico la acción se centre en torno a un impulso fiscal (resultado de bajadas impositivas y de un mayor gasto en infraestructuras y defensa) y en la puesta en práctica de una serie de medidas proteccionistas, en el terreno comercial y de inmigración, posiblemente acompañadas de un desarme regulatorio.

Los primeros días de la nueva presidencia han venido marcados por la firma de numerosos decretos ejecutivos, que solo confirman la voluntad de aplicar las políticas anunciadas, sin aportar todavía información suficiente. Además, aunque se puedan valorar algunas iniciativas por separado, el impacto conjunto dependerá no solo de cómo se concreten sino de la secuencia en que lo

hagan, puesto que no todas operan en la misma dirección y sus efectos están interrelacionados.

La incertidumbre limita, por tanto, la profundidad del análisis. En estas circunstancias, para fundamentar mejor los comentarios que siguen, empezaremos por describir en qué situación se encuentra la economía de EE.UU. al inicio de la

* Los autores pertenecen a la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España y agradecen los comentarios de Ángel Estrada, Ignacio Hernando, José Manuel Marqués, Pedro del Río y Daniel Santabábara, y el apoyo técnico de Roberto Pascual y Luis Molina. Las opiniones contenidas en este artículo son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan la posición del Banco de España ni del Eurosistema.

Administración Trump. A continuación valoraremos con mayor detalle las medidas anunciadas y, posteriormente, abordaremos, de forma muy general, algunas implicaciones a nivel internacional. Por último, se incluyen unos breves comentarios finales.

La situación de la economía de EE.UU. al final del mandato de Obama

La recuperación de la peor crisis económica después de la Gran Recesión está ganando solidez en EE.UU.: como muestra el gráfico 1 el crecimiento está siendo sostenido, algo por encima del 2,5% anualizado en el segundo semestre de 2016; la inflación converge hacia el objetivo de la Reserva Federal del 2%, tras estar estancada en tasas excesivamente bajas; y la tasa de paro se sitúa en niveles próximos al pleno empleo, ligeramente por debajo del 5%, como se puede ver en el gráfico 2. Los indicadores disponibles muestran que en este momento la brecha de producto (*output gap*) de la economía de EE.UU. estaría prácticamente cerrada, indicando que el margen de expansión adicional desde el punto de vista

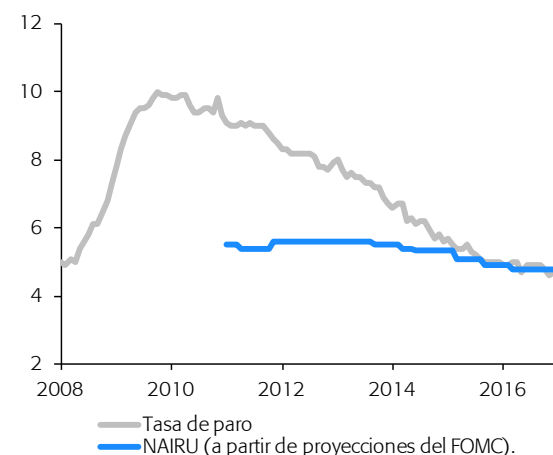
cíclico es reducido (Álvarez, 2017). Todo ello se ha producido sin generar desequilibrios macroeconómicos significativos, si bien la situación fiscal presenta riesgos para la sostenibilidad en el largo plazo (gráfico 3).

Cabe recordar que la política monetaria ha proporcionado un apoyo muy importante a este

Gráfico 2

Tasa de paro y NAIRU (FOMC)

(en porcentaje)

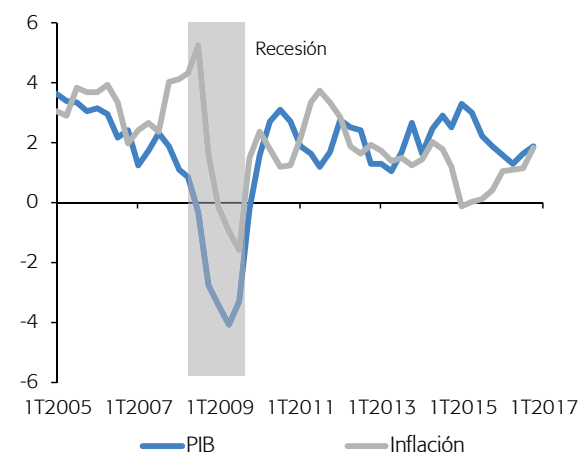


Fuentes: Bureau of Labor Statistics, FOMC.

Gráfico 1

PIB e inflación

(tasas de crecimiento interanual)

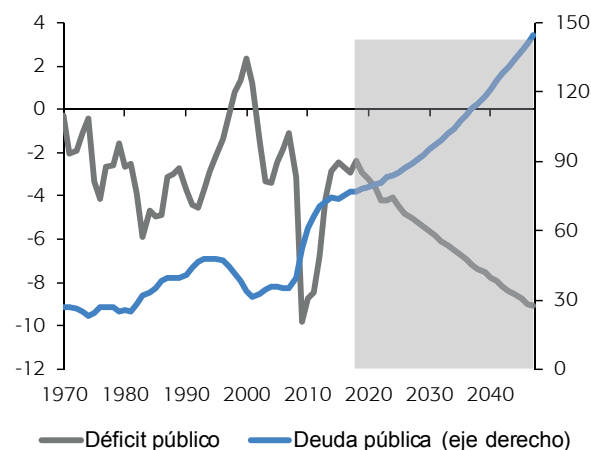


Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics.

Gráfico 3

Evolución y proyecciones a largo plazo del déficit y la deuda pública federal

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Congressional Budget Office.

proceso de recuperación, agotando prácticamente sus márgenes de maniobra. Así, los tipos de interés oficiales se han mantenido en niveles próximos a cero entre diciembre de 2008 y diciembre de 2015 (cuando la Reserva Federal empezó a incrementarlos muy gradualmente) y se han aplicado medidas no convencionales (como la expansión del balance de la Reserva Federal) cuando el margen de bajada de tipos se había agotado.

Sin embargo, la recuperación solo ha permitido alcanzar tasas de crecimiento comparativamente reducidas en relación con el pasado. Detrás de este resultado se encuentran: un ritmo históricamente bajo de avance de la productividad y un crecimiento de la población cada vez menor (gráfico 4), tendencias que ya venían detectándose desde antes de la Crisis Financiera Global (CFG). Otra característica a destacar es que se ha producido un aumento de la desigualdad (en términos de renta, de riqueza y geográficos), que se relaciona, en gran parte, con la pérdida de empleos en muchos sectores, sobre todo manufactureros. El cambio tecnológico y, en menor medida, la globalización han conducido a una polarización del mercado de trabajo, de forma que los empleos se han ido concentrando en las colas de la distri-

bución de cualificación laboral, perdiéndose puestos de trabajo de cualificación media (Tüzemen y Willis, 2013).

La recuperación económica solo ha permitido alcanzar tasas de crecimiento comparativamente más reducidas que en el pasado. Las políticas más apropiadas deberían dirigirse a incentivar la inversión pública y privada, permitir una mejora de la productividad, elevar el crecimiento potencial de la economía y reducir posibles fuentes de inestabilidad financiera; así como políticas redistributivas para reducir la desigualdad.

El aumento de la desigualdad, junto con el bajo crecimiento de la productividad, han llevado a que la renta de la mayoría de los hogares haya crecido muy poco en las tres últimas décadas. Así, dada la evolución observada de la productividad y la población, se estima que si no hubiera aumentado la desigualdad entre 1973 y 2013 la renta del hogar mediano hubiera sido un 18% superior en ese último año (Council of Economic Advisers, 2015).

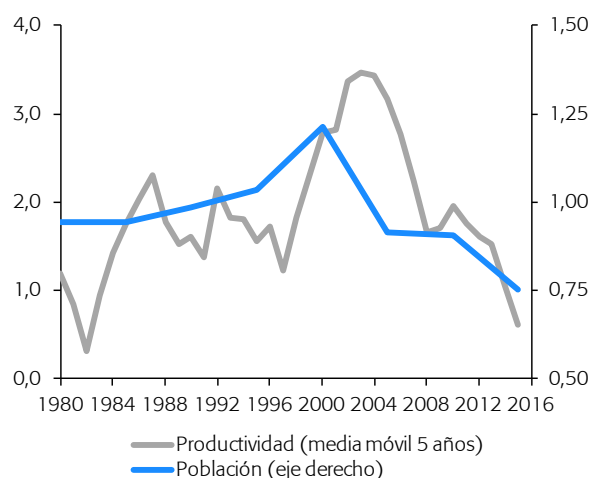
El bajo crecimiento ha coincidido con un descenso tendencial de los tipos de interés nominales y reales, que están en niveles mínimos históricos. Esto ha llevado a algunos economistas a hablar de un estancamiento secular de la economía, resultado de una insuficiencia prolongada de demanda, a la que pueden haberse añadido fenómenos de histéresis que han debilitado el potencial de crecimiento (Summers, 2014). Esto explicaría también las dificultades para normalizar el tono de la política monetaria, es decir, para devolver los tipos de interés hacia los niveles previos a la crisis.

¿Qué políticas económicas serían apropiadas en las circunstancias actuales de la economía de EE.UU.? Por un lado, políticas que incentiven la inversión pública y privada, y permitan mejorar la productividad, elevar el crecimiento potencial de la economía y reducir posibles fuentes de inesta-

Gráfico 4

Productividad y crecimiento de la población

(tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Naciones Unidas.

bilidad financiera. Por otro, una combinación de políticas macroeconómicas (un *policy mix*) que bascule menos hacia la política monetaria y más hacia la política fiscal, sin por ello introducir un mayor impulso expansivo, puesto que la situación cíclica de la economía no parece justificarlo.

En particular, una política fiscal que fomente las infraestructuras públicas, la educación y la I+D aparece como un instrumento adecuado para elevar la productividad y el crecimiento potencial de la economía estadounidense, y para mejorar la empleabilidad de aquellos que pierden su trabajo. No obstante, este énfasis fiscal, que también permitiría un *policy mix* más equilibrado, debe hacerse sin olvidar los elevados niveles de deuda y déficit públicos proyectados en el medio plazo para EE.UU. (gráfico 3), que limitan la posibilidad de usar la política fiscal como un mecanismo de estabilización sin poner en riesgo la sostenibilidad.

También son necesarias políticas redistributivas para combatir la desigualdad (la no renovación de los recortes impositivos de Bush, que expiraban a finales de 2012, fue ya en esa dirección). La implantación de mecanismos de aseguramiento frente a las fuentes de incertidumbre, como el desarrollo de sistemas de protección social y de reducción de fuentes de inestabilidad financiera, es también importante para reforzar la demanda y reducir el malestar en torno a los costes de la crisis. Algunas medidas adoptadas por la anterior Administración (como la ley de reforma sanitaria *Affordable Care Act*, también conocida como *Obamacare*, y la Ley Dodd-Frank) iban en esta dirección, aunque presentaran aspectos, sin duda, mejorables.

¹ Referente a la reforma del impuesto de sociedades, también se está considerando una propuesta realizada por la mayoría republicana en la Cámara de Representantes (http://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf), que supondría un cambio radical del actual impuesto puesto que gravaría el flujo de caja de las empresas incorporando el conocido como "ajuste en fronteras", pues solo estaría sujeto al impuesto el flujo de caja generado en territorio estadounidense. Por tanto, las exportaciones no estarían incluidas en los ingresos y las importaciones no se podrían considerar un coste deducible.

² El impuesto sobre la renta pasaría de siete a tres tramos impositivos (12%, 25% y 33%; siendo 39,6% el máximo actualmente), aumentaría la cuantía de la deducción fiscal estándar, las ganancias de capital y dividendos pasarían a gravarse a un tipo impositivo máximo del 20%, se eliminaría el impuesto federal de patrimonio y sociedades, así como el impuesto a las rentas elevadas para ayudar a la financiación de las subvenciones recogidas en la *Obamacare* a la contratación de seguros médicos de los hogares con rentas más bajas.

Las propuestas económicas de Trump: valoración y posibles consecuencias en EE.UU.

Por el momento, las medidas de actuación anunciadas en el terreno fiscal se centran en: una reforma radical del impuesto de sociedades (con una rebaja drástica del tipo legal, del 35% al 15%, desgravación del 100% de los gastos de inversión en el año en que se realiza, desaparición de la deducción por gastos de intereses e incentivos a la repatriación de beneficios)¹; una rebaja del impuesto sobre la renta (con mayor reducción para las rentas más altas)²; un plan de infraestructuras, sin concretar (posiblemente con elementos de financiación pública e incentivos para la

El conjunto de propuestas planteado por el presidente Trump puede llevar fácilmente a un escenario de recalentamiento, con un repunte fuerte de la inflación y consiguiente reacción de la política monetaria, y una ampliación de los desequilibrios macroeconómicos a medio y largo plazo, tanto en el plano fiscal, como en el externo, que obliguen a un posterior ajuste.

financiación privada); y un aumento del gasto en defensa, con posibles recortes compensadores de otras partidas de gasto. En suma, un impulso fiscal para la economía de EE.UU. que puede ser muy sustancial.

Sin duda, algunas de estas propuestas van en la dirección que señalábamos en la sección ante-

rior: el mayor énfasis en la política fiscal, el desarrollo de infraestructuras, la necesaria reforma del impuesto de sociedades, que impulse la inversión privada, y un tratamiento fiscal menos favorable de la deuda, que incentive una estructura de financiación menos inclinada al apalancamiento.

La intensidad del impacto positivo de estas medidas sobre la demanda agregada dependerá del grado en el que sean compensadas por reducciones en otras partidas del gasto público y de la forma en la que se apliquen. En ese sentido, los impulsos fiscales que aumentan directamente el consumo público y, especialmente, la inversión pública, o que reducen los impuestos de los hogares con una mayor propensión marginal al consumo tienen un mayor efecto multiplicador, es decir, generan una respuesta mayor de la demanda agregada (*Congressional Budget Office*, 2015). Dado que, como hemos señalado, la economía estadounidense se sitúa en un punto avanzado en el ciclo económico, este impulso fiscal

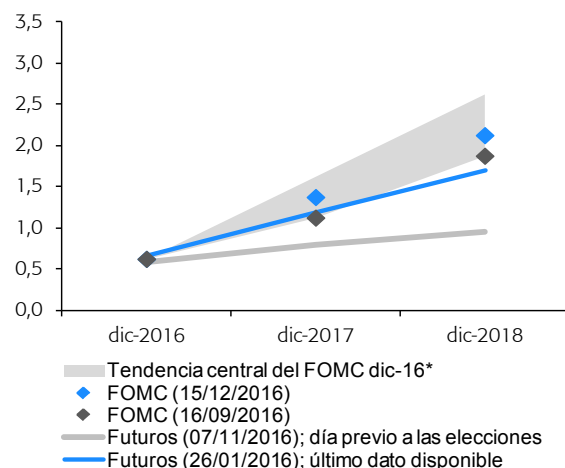
intensificará las presiones inflacionistas y llevará a aumentos más rápidos de los tipos de interés oficiales en el futuro, dando lugar a un *policy mix* más equilibrado, en principio, que el de los últimos años.

De hecho, los mercados financieros ya adelantan ese escenario de subidas más rápidas de tipos de interés, como muestran los futuros sobre los tipos de los fondos federales (gráfico 5), los tipos de interés de largo plazo (gráfico 6) y la apreciación del dólar que se han observado desde la elección del presidente Trump (gráfico 7). No obstante, cuanto menor sea el margen de recuperación cíclica de la economía (sobre el que existe notable incertidumbre) y mayor el impulso fiscal, mayores serán las presiones inflacionistas sobre la economía y más intensas la reacción restrictiva de la política monetaria y la apreciación del dólar³. Además, estas medidas fiscales pueden empeorar los problemas ya existentes de sostenibilidad fiscal, reforzando el aumento de los tipos de interés de largo plazo (Laubach, 2009). Todo ello genera riesgos para la estabilidad financiera tanto dentro como, sobre todo, fuera de EE.UU.

Gráfico 5

Tipos de interés de los fondos federales: futuros en los mercados financieros y proyecciones del FOMC (mediana y rango)

(en porcentaje)



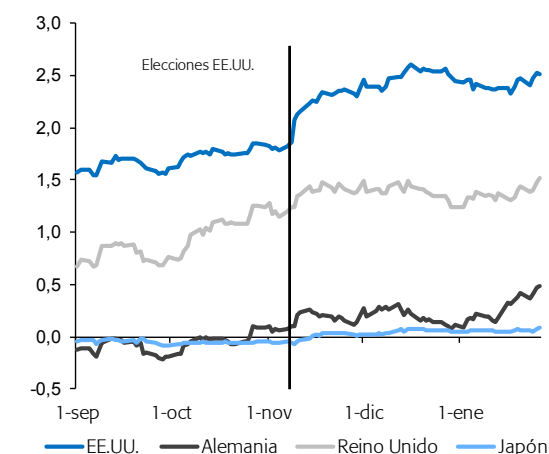
Nota: *Excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas.

Fuentes: Reserva Federal y Datastream.

Gráfico 6

Tipos de interés de los bonos a 10 años

(en porcentaje)



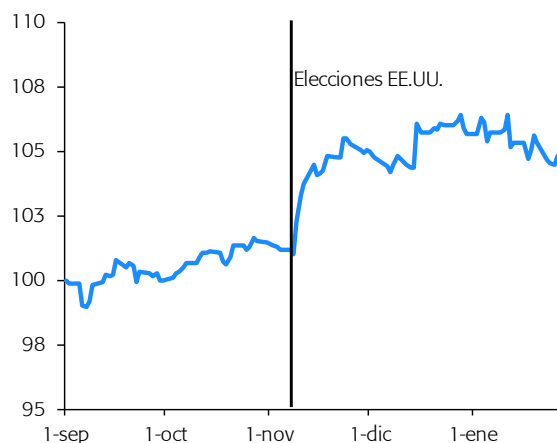
Fuentes: Datastream.

³ Este margen se puede ver ampliado si las políticas fiscales conducen a un aumento del producto potencial de la economía.

Gráfico 7

Tipo de cambio efectivo nominal del dólar

(1-sept-2016 = 100)



Fuente: Datastream.

El presidente Trump también se propone poner en práctica una política comercial proteccionista. Entre las medidas anunciadas durante su campaña electoral se encuentran: el rechazo al Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés)⁴ y la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés)⁵; la declaración de China como manipulador del tipo de cambio; la imposición de aranceles sobre las importaciones chinas (45%) y mexicanas (35%); y la posibilidad de un impuesto compensatorio en frontera, que en algunos aspectos se podría considerar similar a la figura de un arancel.

Es difícil encontrar un lado positivo al mayor proteccionismo, pues, al añadir barreras a la competencia y a la reasignación de recursos, revertiría las ganancias de la globalización y conduciría a un menor crecimiento —corriente y potencial— del PIB.

A ello habría que añadir el impacto de una política inmigratoria más restrictiva, que llevaría a un descenso del factor trabajo (con la consiguiente caída del crecimiento potencial), agravando el proceso de envejecimiento de la población estadounidense, sin necesariamente incentivar la participación en el mercado laboral de los residentes en el país. De hecho, no cabe pensar que el cierre de fronteras lleve a una repatriación significativa de puestos de trabajo en los sectores manufactureros, en la medida en la que los empleos perdidos se deben más al cambio tecnológico que a la competencia de terceros países (Muro, 2016). Es más, la reducción de la oferta de productos que puede resultar de las restricciones comerciales tenderá a intensificar las presiones inflacionistas y, posiblemente, la reacción restrictiva de la política monetaria, especialmente en una situación cíclica como la actual en la que la brecha de producción es prácticamente cero.

Otra propuesta del nuevo presidente es retirar la reforma sanitaria conocida popularmente como *Obamacare*⁶. Aunque se ha anunciado su sustitución por otro esquema que todavía no se ha hecho público, el rechazo de muchos aspectos de *Obamacare* puede agravar la desigualdad social y la incertidumbre, un efecto que se vería reforzado por la reforma impositiva sobre la renta, que, tal y como está anunciada, favorecería en mayor medida a las rentas más altas.

Un último grupo de medidas a reseñar es el desarme de la reforma regulatoria del sistema financiero (la Ley Dodd-Frank), en aspectos todavía no definidos. Más allá de que esta ley pueda contener algunos aspectos cuestionables, desmontar la reforma financiera puede llevar en el futuro a comportamientos excesivos del crédito que eleven los riesgos para la estabilidad finan-

⁴ El *Trans-Pacific Partnership* es un tratado de libre comercio entre doce países del Pacífico que se firmó en febrero de 2016 pero que aún no ha entrado en vigor por no haber sido aprobado por algunas cámaras legislativas como, por ejemplo, el Congreso de Estados Unidos. Uno de los decretos ejecutivos firmado por el presidente Trump en los primeros días tras su toma de posesión suponía la salida de Estados Unidos de ese tratado.

⁵ Se trata de un acuerdo entre Canadá, Estados Unidos y México para crear una zona de libre comercio y entró en vigor el 1 de enero de 1994.

⁶ Otro de los decretos ejecutivos firmado por el presidente Trump en los primeros días tras su toma de posesión emplazaba a las agencias federales a que disminuyan en todo lo posible el coste financiero que supone *Obamacare*.

ciera y acaben desembocando en crisis financieras más frecuentes y/o más profundas. Además se produciría una fragmentación regulatoria con otros países, distorsionando así los movimientos de capitales.

En resumen, la introducción del conjunto de propuestas planteadas por el presidente Trump tendría notables implicaciones sobre la economía estadounidense, con un balance altamente incierto, dependiendo de la formulación concreta y de la secuenciación de las medidas, sin que puedan excluirse efectos negativos significativos. La radicalidad, multiplicidad e interacción de los cambios propuestos generan riesgos elevados. Por el momento, analistas privados e instituciones como el FMI⁷ han elevado sus previsiones de crecimiento del PIB y de inflación de la economía estadounidense para 2017 y 2018, como consecuencia de los resultados electorales, si bien con cambios modestos.

Por su parte, los mercados financieros han tendido a hacer una lectura optimista de la agenda del nuevo presidente. Como se apuntaba antes y se recoge en los gráficos 6 y 7, se han observado aumentos de los tipos de interés y una apreciación

del dólar y, como muestra el gráfico 8, la bolsa está en máximos históricos, apoyada en comportamientos especialmente alcistas de aquellos sectores que se verían más beneficiados por las políticas anunciadas⁸. De hecho, dado que Donald Trump ha subrayado que la creación de empleo es un objetivo importante de su presidencia y tendrá que obtener resultados claros en ese terreno, un escenario bastante probable es el de una aceleración de la economía en el corto plazo, apoyada en un repunte de la inversión privada –impulsada, a su vez, por los recortes impositivos para las sociedades y una regulación más laxa– que sustente la generación de empleo.

No obstante, con la economía estadounidense cerca del pleno empleo, esta dinámica puede llevar fácilmente a un escenario de recalentamiento, con un repunte fuerte de la inflación y consiguiente reacción de la política monetaria, y una ampliación de los desequilibrios macroeconómicos a medio y largo plazo, tanto en el plano fiscal, con un mayor endeudamiento, como en el externo, que obliguen a un posterior ajuste. En el otro extremo, algunos analistas destacan cómo la mejora de la confianza y el impulso inversor (*animal spirits*) pueden dar lugar a un círculo virtuoso de mayor productividad y a un aumento del crecimiento potencial. Los riesgos, en cualquier caso son sustanciales.

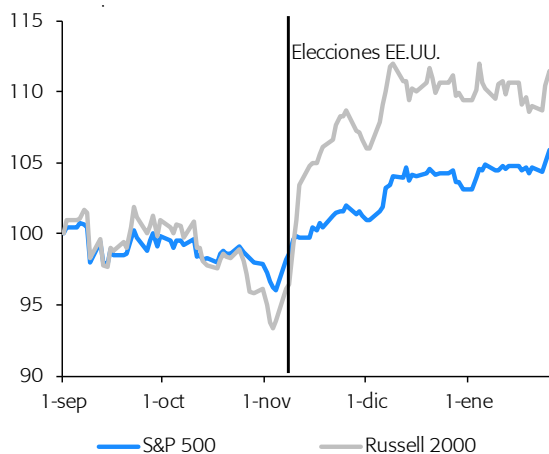
El impacto de las políticas de Trump sobre la economía global

La economía de EE.UU., además de su gran tamaño, está fuertemente integrada económica y financieramente con el resto del mundo (Banco Mundial, 2017). EE.UU. representa el 22% del PIB mundial (a tipos de cambio de 2015), el 11% del comercio mundial, el 12% de los flujos bancarios transfronterizos y el 35% de la capitalización bursátil global. Además, es el principal acreedor y deudor a nivel global. Su moneda, el dólar, es la más utilizada en transacciones comerciales y financieras; un porcentaje muy elevado de las

Gráfico 8

Índices bursátiles

(1-sept-2016 = 100)



Fuente: Datastream.

⁷ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/update/01/index.htm>

⁸ El índice Russell 2000 incluye empresas con poca exposición fuera de Estados Unidos.

reservas internacionales se mantiene en dólares y muchos países vinculan el tipo de cambio de sus monedas al dólar.

Por lo tanto, las políticas aplicadas en Estados Unidos se transmitirán hacia otras economías a través de múltiples y potentes canales, de naturaleza diversa: reales, financieros y de confianza. No obstante, si ya resulta difícil aquilatar el impacto de las políticas de Donald Trump sobre la economía de EE.UU., los impactos globales son aún más complicados de valorar, pues dependen además de la reacción de otros países.

El impacto en los mercados financieros internacionales se ha percibido con rapidez, con importantes alzas en las bolsas de las economías desarrolladas, aumentos de los tipos de interés, en sintonía con los de EE.UU., y la depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar. En general, como en el caso de los mercados de EE.UU., estas reacciones responden a una percepción positiva del impacto económico de las medidas de Trump. En la medida en que otro tipo de políticas menos favorables al crecimiento gane plausibilidad a los ojos de los mercados, y aumente la incertidumbre económica y política a nivel global, podrían aparecer escenarios de mayor aversión al riesgo y de huida hacia la calidad, con el consiguiente aumento de las primas de riesgo. Estos escenarios plantean riesgos particularmente acusados para algunas economías emergentes.

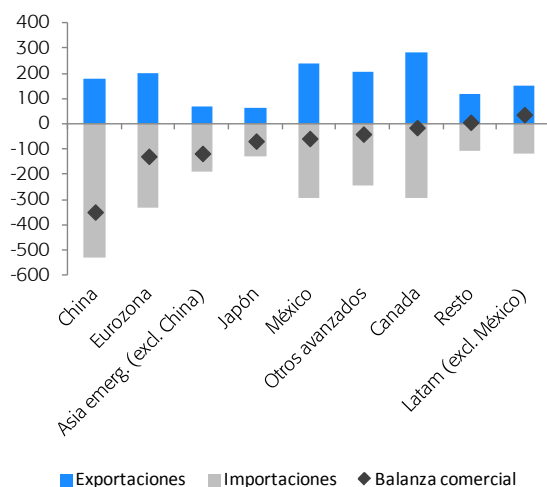
Un mayor crecimiento en EE.UU., derivado de una política fiscal más expansiva, y la apreciación del dólar estimularán las exportaciones de los socios comerciales de EE.UU. Estos efectos positivos podrían verse contrarrestados, en una medida difícil de precisar, por la mayor incertidumbre y el mayor proteccionismo comercial de EE.UU.

En el terreno de los impactos sobre la actividad y el comercio, un mayor crecimiento en EE.UU., derivado de una política fiscal más expansiva, y la apreciación del dólar estimularán las exportacio-

Gráfico 9

Exportaciones hacia e importaciones desde EE.UU. (2015)

(miles de millones de dólares)



Fuente: IMF Dots.

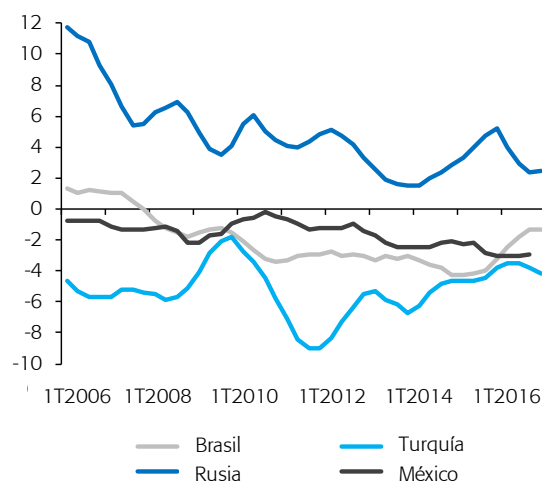
nes de los socios comerciales de EE.UU. (véase el gráfico 9). Estos efectos positivos podrían verse contrarrestados, en una medida difícil de precisar, por la mayor incertidumbre y el mayor proteccionismo comercial de EE.UU., posiblemente reforzado por las reacciones defensivas de otros países, que incidirían negativamente sobre el volumen global de intercambios. En este proceso, que llevaría a un menor crecimiento del comercio y de la actividad globales, habrá ganadores y perdedores, dependiendo de las acciones concretas que adopte EE.UU. (mayores aranceles a determinados países, como China y México, o acciones proteccionistas más generales), de la capacidad de otros países de sustituir las importaciones procedentes de los países más castigados, y de la composición del comercio de cada país.

El impacto sobre los mercados de materias primas es también incierto. La implementación del plan de infraestructuras impulsará la demanda de materias primas y podría favorecer a los países más dependientes de su exportación. Por su parte, la exportación de bienes intermedios a Estados Unidos se podría ver favorecida por el probable aumento de la inversión privada y en infraestruc-

Gráfico 10

Balanza por cuenta corriente

(saldo en porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales.

turas, si bien puede haber una preferencia por los productos de origen interno, tal y como ha incluido el presidente Trump en algunos de sus primeros decretos ejecutivos.

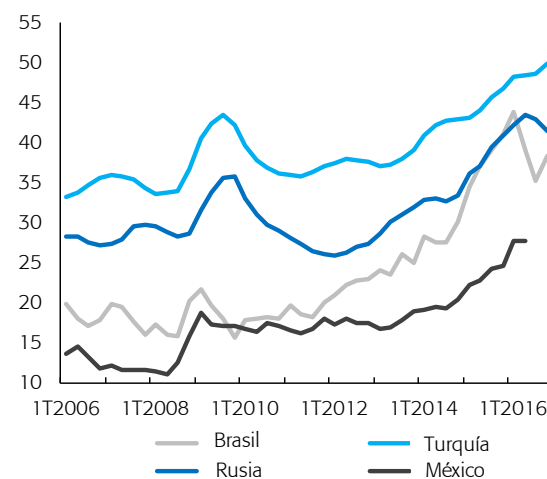
Las economías emergentes se enfrentan a retos particularmente agudos en este contexto. En algunos casos, sus autoridades han reaccionado con un endurecimiento de la política monetaria (p.e., en México) para frenar la salida de capitales y el aumento de los costes de financiación. El fortalecimiento del dólar frente a las monedas emergentes tendrá implicaciones particularmente negativas para las más vulnerables y con mayor dependencia de la financiación exterior (gráficos 10 y 11), como Brasil o Turquía, o más ligadas al ciclo de tipos de interés norteamericano, como las de América Latina en general, que se enfrentarán a unas condiciones financieras más duras. Adicionalmente, la apreciación del dólar puede dar lugar a efectos de balance adversos en aquellas economías con un elevado endeudamiento en dólares.

La evolución de los mercados emergentes también podría verse condicionada por el cambio en las prioridades geoestratégicas de EE.UU.: Rusia se vería beneficiada, mientras que los países árabes y

Gráfico 11

Deuda externa

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales.

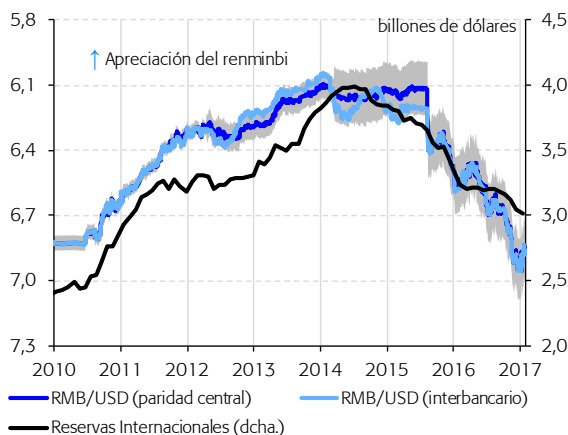
Turquía resultarían perjudicados respecto al *status quo* actual; Corea y otras economías asiáticas se verían perjudicadas por las intenciones de reducir la presencia norteamericana en la zona.

En el caso de China, las consecuencias finales de una potencial guerra comercial con EE.UU. se entrecruzan con las derivadas de la retirada de EE.UU., del TPP y la mayor capacidad de China para dominar comercialmente la región asiática. Por otra parte, desde el punto de vista financiero cabe recordar que las autoridades chinas han intervenido en los mercados cambiarios y han establecido algunos controles de capital para frenar las presiones depreciatorias sobre el renminbi (gráfico 12) y la salida de capitales durante 2016, presiones que podrían verse intensificadas en el contexto actual. En todo caso, a pesar del descenso observado desde 2014, China es el principal tenedor de reservas internacionales (3 billones de dólares), con un porcentaje elevado de las mismas en deuda pública de EE.UU., y con el potencial, por tanto, de afectar a los tipos de interés en EE.UU., mediante cambios en su composición.

Finalmente, en el ámbito de las relaciones comerciales internacionales, las implicaciones

Gráfico 12

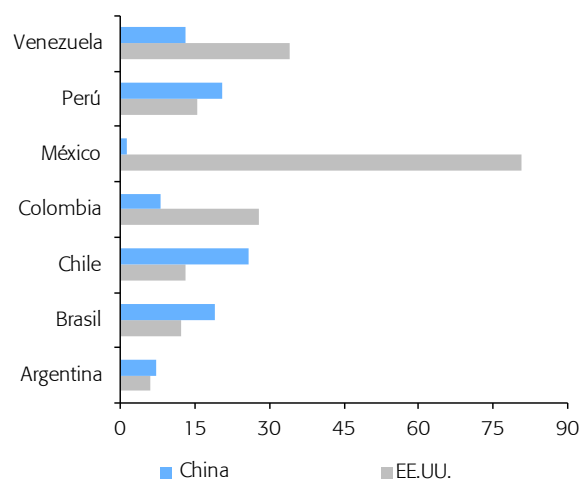
Tipo de cambio del renminbi frente al dólar y reservas internacionales



Fuente: Datastream y CEIC.

Gráfico 13

Exportaciones hacia China y Estados Unidos (en porcentaje del total)



Fuente: FMI.

de las políticas proteccionistas de Donald Trump pueden ser muy sustanciales, con efectos sobre el futuro de los tratados comerciales, más allá de un aumento de los aranceles comerciales de Estados Unidos y de otras medidas proteccionistas (que afectarían también a cuestiones de

inmigración). Se espera, en general, que la presidencia de Trump sea menos favorable al libre comercio que los acuerdos existentes actualmente. Estos efectos negativos afectarían con más

Resulta un tanto sorprendente que, a pesar de la incertidumbre y del aumento consiguiente de la dispersión de las previsiones para EE.UU., la confianza de los agentes económicos no se haya visto afectada y, sobre todo, que los mercados financieros y las bolsas hagan una lectura en general positiva del impacto de la nueva administración.

intensidad a aquellas economías más expuestas al comercio con Estados Unidos, entre ellas algunas de América Latina (gráfico 13) y Asia.

Comentarios finales

Con el ascenso de Donald Trump a la presidencia de EE.UU., se ha producido un aumento muy notable de la incertidumbre sobre los desarrollos económicos futuros y la aparición de riesgos sobre aspectos fundamentales del funcionamiento de la economía de EE.UU., y de la economía mundial, en general. Es cierto que algunos de estos riesgos son al alza y supondrían, de materializarse, un comportamiento mejor que el esperado, pero, en general, la probabilidad de escenarios económicos que deriven en desarrollos muy adversos es elevada, tanto en el caso de EE.UU., como en el de la economía mundial, particularmente afectada por la amenaza del proteccionismo.

Por el momento, esta incertidumbre se está reflejando en un aumento de la dispersión de las previsiones para EE.UU., mientras que los organismos internacionales apenas se han pronunciado sobre los impactos globales. Por ello, resulta un tanto sorprendente que la confianza de los agentes económicos no se haya visto afectada y, sobre todo, que los mercados financieros y las bolsas hagan una lectura en general positiva del impacto de la nueva administración.

Por otra parte, Donald Trump ha llegado a la presidencia aupado por aquellos sectores de la población que se han visto más afectados por la crisis y por todos los cambios estructurales que esta ha puesto de manifiesto. Sin embargo las políticas que preconiza, parecen estar sobre todo a favor de los intereses empresariales y de los segmentos más ricos de la población⁹. De hecho, la implementación de las medidas anunciadas apuntaría a una ampliación de las ratios de desigualdad al cabo de su presidencia. Si no consigue cumplir las promesas que ha hecho a los segmentos más castigados por la crisis, la reacción puede ser muy negativa.

En este sentido cabe recalcar, de nuevo, que la principal amenaza para las clases medias de EE.UU., es la automatización, y que las políticas proteccionistas y migratorias no son una buena solución para ello, sino una adaptación bien diseñada a un entorno tecnológico distinto.

Referencias

- ÁLVAREZ, L. J. (2017), "Business cycle estimation with high-pass and band-pass local polynomial regression", *Documentos de Trabajo*, 1702, Banco de España.
- BANCO MUNDIAL (2017), "The US economy and the world", *Special Focus, Global Economic Prospects*.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2015), *Estimated impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output in 2014*.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (2015), *Informe Anual*.
- LAUBACH, T. (2009), "New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt", *Journal of the European Economic Association*, 7: 858-85.
- MURO, M. (2016), "Manufacturing Jobs aren't coming back", *MIT Technology Review*, noviembre 2016.
- SUMMERS, L. (2014), "U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound", *Business Economics*, 49: 65-73.
- STIGLITZ, J. (2016), "Bad news for America's workers", *Project Syndicate*, 19 diciembre.
- TÜZEMEN, D., y J. WILLIS (2013), "The vanishing middle: job polarization and workers's response to the decline in middle-skill Jobs", *Economic Review*, primer trimestre de 2013, Reserva Federal de Kansas City.

⁹ Stiglitz se muestra muy crítico con la teoría de *trickle-down prosperity*: los recursos que se asignen a los ricos acabarán beneficiando a toda la sociedad (véase, por ejemplo, Stiglitz, 2016).

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							
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones	Bienes de equipo y otros productos				
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	-2,9	-3,5	-4,7	-8,6	-12,3	-10,3	-13,9	-3,5	1,1	-6,4	-5,1	2,2
2013	-1,7	-3,1	-2,1	-3,4	-8,6	-10,2	-7,3	2,8	4,3	-0,5	-3,2	1,5
2014	1,4	1,6	-0,3	3,8	1,2	6,2	-2,6	6,6	4,2	6,5	1,9	-0,5
2015	3,2	2,9	2,0	6,0	4,9	3,1	6,4	7,2	4,9	5,6	3,3	-0,1
2016	3,3	3,0	1,2	4,0	2,8	3,4	2,4	5,2	4,0	3,1	2,9	0,4
2017	2,4	1,9	1,1	4,5	4,5	4,3	4,6	4,5	3,1	3,2	2,3	0,1
2015	I	2,7	2,4	1,0	4,7	4,8	2,0	7,0	4,6	4,8	2,7	0,1
	II	3,1	2,5	1,9	6,3	4,6	2,7	6,2	8,1	5,5	3,1	0,0
	III	3,4	3,3	2,3	6,7	5,3	3,6	6,6	8,2	4,9	6,2	3,7
	IV	3,6	3,2	2,7	6,4	5,0	4,0	5,8	7,9	5,0	6,1	3,8
2016	I	3,4	3,4	2,0	4,8	3,1	4,5	2,0	6,6	4,1	4,8	3,5
	II	3,4	3,2	0,8	3,6	2,0	2,7	1,5	5,3	6,4	5,1	2,9
	III	3,2	2,8	1,4	3,1	2,0	2,6	1,4	4,2	2,8	0,9	2,6
	IV	3,1	2,7	0,8	4,5	4,3	3,6	4,9	4,7	2,7	1,7	2,7
2017	I	2,9	2,4	0,6	4,6	4,4	3,9	4,8	4,7	3,3	2,6	2,6
	II	2,5	2,1	1,6	4,6	4,7	4,1	5,3	4,4	1,4	1,7	2,6
	III	2,2	1,8	1,0	5,2	5,3	4,9	5,7	5,2	3,7	4,6	2,4
	IV	1,8	1,5	1,2	3,6	3,4	4,1	2,8	3,7	4,1	4,1	1,7
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2015	I	3,9	2,2	4,9	10,0	11,1	1,2	19,6	9,0	5,4	5,4	3,8
	II	3,1	3,6	2,0	9,5	6,5	10,9	3,2	12,6	3,5	7,2	4,2
	III	3,8	4,2	1,7	2,7	1,1	1,2	1,0	4,4	9,1	9,5	3,7
	IV	3,4	2,9	2,5	3,6	1,6	3,0	0,4	5,7	2,0	2,2	3,4
2016	I	3,2	3,1	1,8	3,6	3,2	3,2	3,2	3,9	1,8	0,5	2,7
	II	3,3	2,7	-2,4	4,7	2,2	3,3	1,2	7,2	13,0	8,4	1,7
	III	2,9	2,5	3,9	0,5	0,9	1,0	0,8	0,1	-5,0	-6,9	2,4
	IV	3,1	2,4	0,0	9,4	11,2	7,0	14,8	7,7	1,9	5,2	3,6
2017	I	2,2	2,0	1,0	3,8	3,6	4,5	3,0	4,0	4,2	4,4	2,1
	II	2,0	1,5	1,5	4,7	3,5	4,0	3,0	6,0	4,9	4,6	2,0
	III	1,5	1,1	1,5	3,1	3,2	4,0	2,5	3,0	3,6	4,1	1,5
	IV	1,6	1,1	1,0	2,7	3,4	4,0	2,8	2,0	3,6	3,3	1,4
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2009	1.079,0	56,1	20,5	24,3	16,2	8,1	8,1	8,2	22,7	23,8	101,2	-1,2
2010	1.080,9	57,2	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.070,4	57,8	20,5	21,5	12,5	5,7	6,8	9,0	28,9	29,2	100,2	-0,2
2012	1.039,8	58,8	19,7	19,8	10,9	4,9	6,0	8,9	30,7	29,2	98,5	1,5
2013	1.025,6	58,4	19,7	18,8	9,7	4,1	5,6	9,0	32,2	29,0	96,7	2,2
2014	1.037,0	58,7	19,5	19,1	9,7	4,3	5,3	9,5	32,7	30,2	97,6	2,4
2015	1.075,6	58,1	19,4	19,7	9,9	4,4	5,4	9,8	33,2	30,7	97,6	2,4
2016	1.114,8	57,6	19,1	20,1	10,0	4,7	5,4	10,0	32,8	30,0	97,2	2,8
2017	1.151,9	58,0	19,0	20,7	10,4	4,9	5,6	10,2	33,2	31,4	98,2	1,8

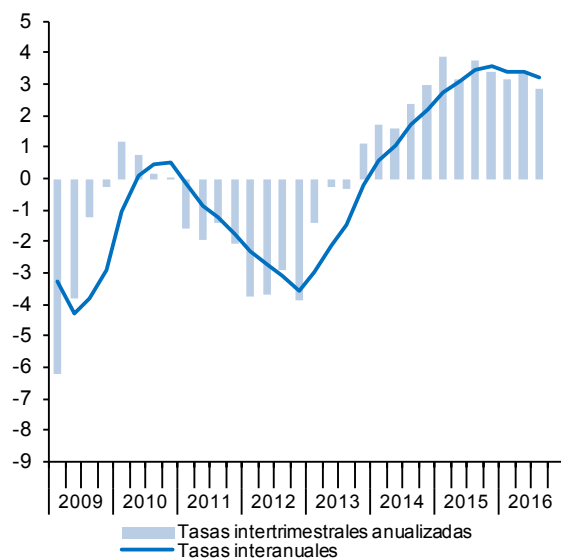
* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

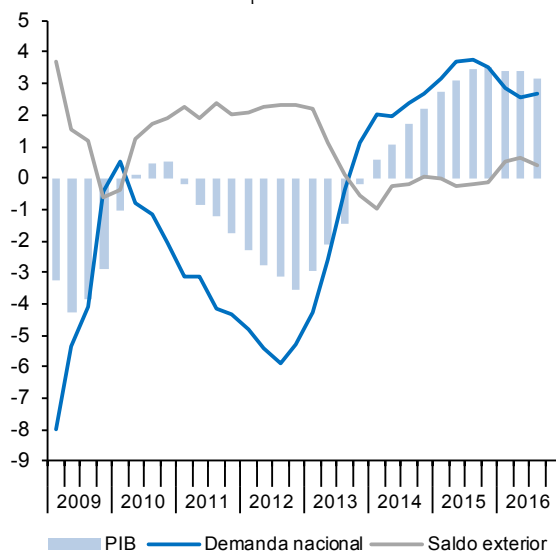
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1 - PIB

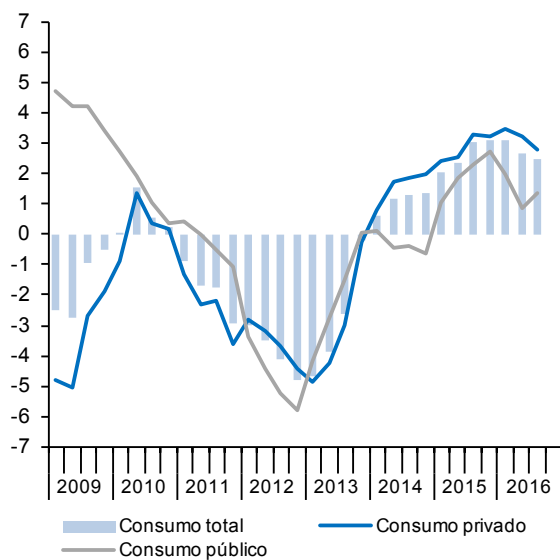
Tasas de crecimiento

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

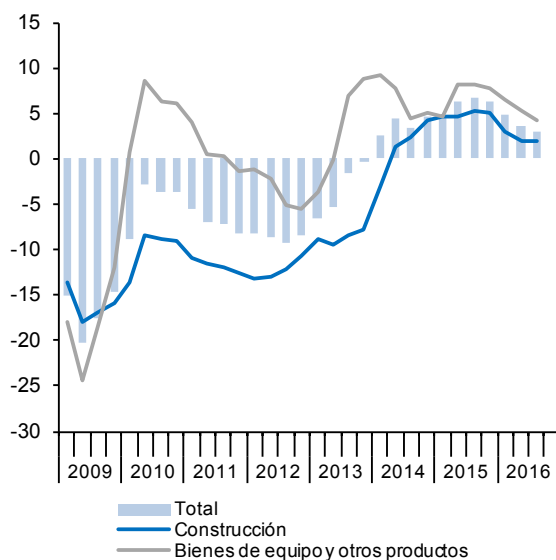
Puntos porcentuales

**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

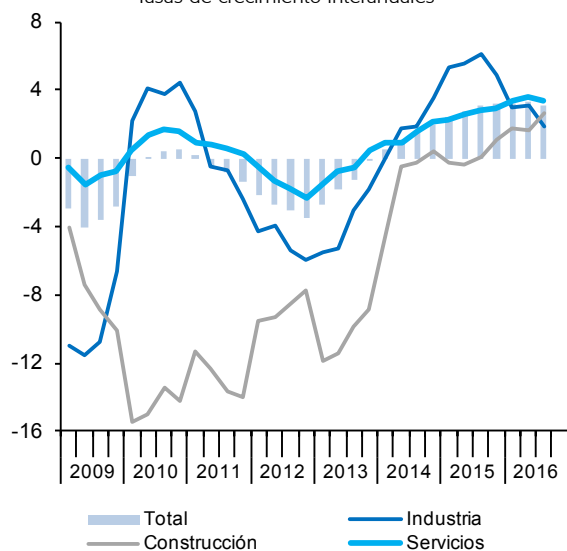
	Valor añadido bruto a precios básicos												Impuestos netos sobre los productos	
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ramas industriales	Construcción	Servicios									
					Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte	Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales	Actividades artísticas, recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales														
2009	-3,4	-3,6	-10,0	-7,6	-1,0	-3,7	0,6	-6,1	3,4	-3,7	2,3	0,7	-5,9	
2010	0,0	2,1	3,6	-14,5	1,3	1,5	3,9	-3,3	2,0	-1,4	2,4	1,4	0,1	
2011	-0,6	4,4	-0,2	-12,8	0,7	-0,1	-0,2	-2,4	2,8	2,3	0,9	-0,2	-5,6	
2012	-2,8	-9,7	-4,9	-8,8	-1,5	-1,9	1,6	-5,8	2,4	-3,8	-1,8	-3,2	-4,0	
2013	-1,5	13,6	-3,9	-10,5	-0,6	-1,7	3,3	-7,1	1,3	-0,7	0,1	-0,2	-4,3	
2014	1,2	-1,6	1,8	-1,2	1,4	1,8	5,7	-3,6	0,3	7,3	-0,5	0,0	2,9	
2015	2,9	-2,9	5,5	0,2	2,6	4,6	5,0	-7,5	-1,1	9,7	1,7	0,6	6,7	
2016	3,2	2,0	2,5	2,8	3,4	4,5	5,0	-0,6	1,4	7,0	2,6	1,1	4,3	
2017	2,3	1,2	2,4	4,2	2,2	3,1	2,2	-0,4	1,9	3,6	1,4	1,0	2,6	
2015	I	2,4	-6,5	5,3	-0,2	2,2	3,5	4,3	-8,2	-0,5	10,7	0,9	0,6	6,2
	II	2,8	-4,3	5,6	-0,4	2,6	4,8	5,3	-6,9	-1,5	10,5	1,1	0,5	6,6
	III	3,1	-4,3	6,1	0,1	2,9	5,1	6,0	-8,2	-1,6	9,6	2,3	0,6	6,9
	IV	3,2	3,9	4,9	1,1	2,9	5,1	4,3	-6,9	-0,8	8,1	2,6	0,8	7,0
2016	I	3,2	4,3	3,0	1,7	3,4	4,5	5,6	-0,5	0,6	7,6	2,5	1,2	4,8
	II	3,3	2,4	3,1	1,6	3,6	4,8	5,8	-1,7	1,2	7,4	2,8	1,5	4,2
	III	3,1	2,5	1,9	2,7	3,4	4,4	4,4	-0,8	1,8	6,9	2,7	0,8	4,5
2017	IV	3,0	-1,0	1,9	5,3	3,3	4,3	4,2	0,7	2,0	6,2	2,3	0,8	3,8
	I	2,7	-0,8	2,5	4,9	2,8	4,3	3,2	-3,2	1,7	5,2	1,9	1,0	4,1
	II	2,5	1,7	2,1	4,6	2,4	3,4	2,2	-0,8	2,1	4,3	1,6	1,2	3,0
	III	2,3	2,0	2,6	4,7	2,0	2,7	2,0	1,2	2,1	3,0	1,0	1,0	1,5
IV	1,8	2,0	2,2	2,8	1,6	2,1	1,5	1,2	1,8	2,1	1,0	0,9	2,0	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas														
2015	I	3,3	-0,2	7,9	2,2	2,4	5,8	0,7	-8,4	-2,4	9,1	2,8	-2,4	9,6
	II	2,7	-0,5	3,7	4,7	2,4	4,4	5,8	-3,8	-2,2	8,1	1,3	-0,5	8,0
	III	3,6	0,2	4,9	-2,1	3,8	6,2	7,3	-10,1	-0,8	8,1	3,7	4,7	5,8
	IV	3,3	16,9	3,2	-0,1	3,1	3,9	3,6	-5,0	2,2	7,2	2,6	1,7	4,7
2016	I	3,4	1,3	0,3	4,6	4,2	3,3	6,0	19,5	3,4	7,0	2,4	-0,9	0,9
	II	3,1	-7,5	3,9	4,2	3,2	5,7	6,4	-8,5	0,2	7,4	2,4	0,6	5,4
	III	2,5	0,7	0,2	2,0	3,1	4,8	1,6	-6,9	1,4	6,1	3,4	2,0	7,0
2017	IV	3,2	2,0	3,4	10,6	2,6	3,5	3,0	1,0	3,0	4,5	1,0	1,5	2,0
	I	2,3	2,0	2,7	3,0	2,1	3,2	2,0	2,0	2,0	3,0	1,0	0,0	2,0
	II	2,1	2,0	2,4	2,9	1,9	2,2	2,0	1,0	2,0	3,5	1,0	1,5	1,0
	III	1,6	2,0	1,9	2,6	1,4	2,1	1,0	1,0	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0
IV	1,3	2,0	1,8	2,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,6	1,0	1,0	1,0	4,0	
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes												
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	954,0	2,5	17,4	6,7	73,5	23,3	4,4	4,2	11,6	7,3	18,5	4,2	9,0	
2013	935,7	2,8	17,5	5,8	74,0	23,2	4,4	3,8	12,1	7,4	19,0	4,2	9,6	
2014	943,8	2,5	17,6	5,7	74,2	23,2	4,3	4,0	11,9	7,8	18,8	4,1	9,9	
2015	975,8	2,6	18,0	5,6	73,8	23,2	4,2	3,9	11,2	8,4	18,8	4,1	10,2	
2016	1.009,3	2,5	17,8	5,6	74,1	23,1	4,1	4,0	11,0	8,8	19,0	4,0	10,4	
2017	1.040,9	2,7	17,8	5,7	73,8	23,1	4,0	4,0	10,9	8,9	19,0	3,9	10,6	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

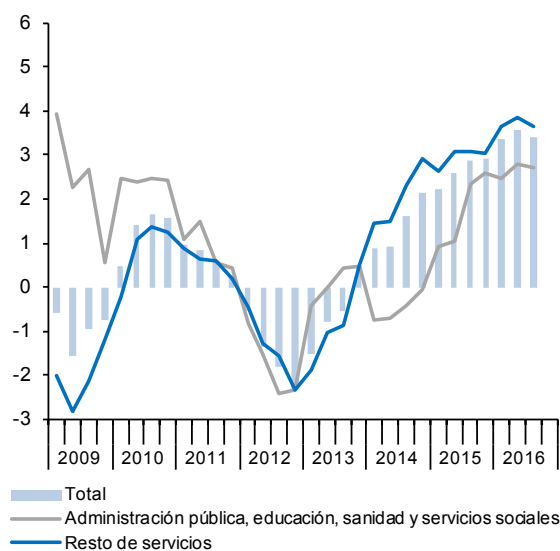
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 2.1 - VAB por sector

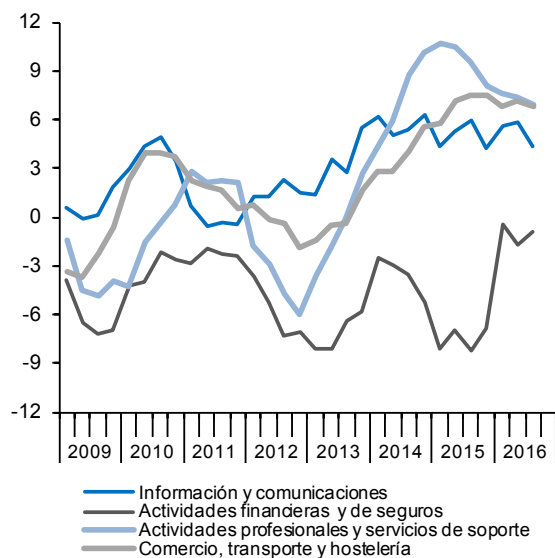
Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.2 - VAB, servicios (I)**

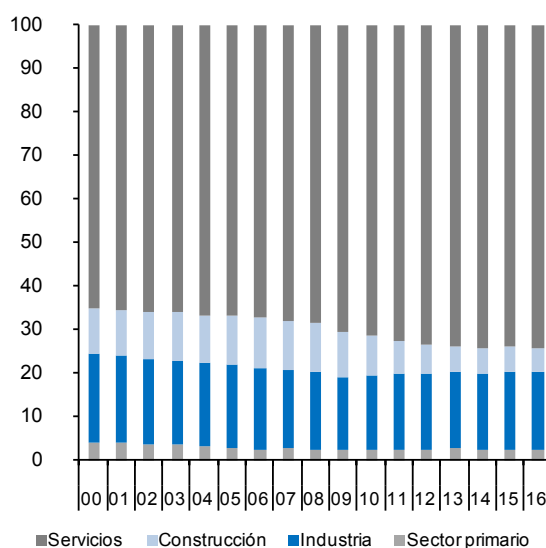
Tasas de crecimiento interanuales

**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	119,7	105,5	113,5	146,2	128,9	95,9	93,7	70,3	133,2	161,6	121,4	94,4
2013	117,6	101,9	115,5	148,2	128,4	95,2	93,5	67,0	139,6	164,2	117,6	91,5
2014	119,3	103,0	115,8	148,2	128,0	95,1	96,4	66,1	145,8	164,8	113,1	87,7
2015	123,1	106,0	116,1	148,9	128,2	94,8	103,1	67,4	152,9	163,8	107,1	83,2
2016	127,1	109,1	116,5	149,2	128,1	94,4	106,9	--	--	--	--	--
2017	130,1	111,3	116,9	151,3	129,4	94,6	110,1	--	--	--	--	--
2015 IV	120,4	104,0	115,8	148,4	128,1	95,0	98,4	66,6	147,7	164,8	111,6	86,5
2015 I	121,5	104,7	116,1	149,0	128,4	95,1	100,8	66,8	150,8	163,7	108,5	84,0
II	122,5	105,9	115,7	148,6	128,4	95,0	102,4	67,3	152,0	163,8	107,8	83,6
III	123,6	106,5	116,1	148,6	128,0	94,7	104,1	67,8	153,7	163,6	106,4	82,7
IV	124,7	107,1	116,4	149,2	128,1	94,6	105,3	67,9	155,1	163,9	105,7	82,3
2016 I	125,6	108,0	116,4	149,0	128,0	94,6	105,4	68,5	154,0	164,6	106,8	82,9
II	126,7	108,8	116,5	149,1	128,0	94,3	106,7	68,6	155,6	164,7	105,9	82,2
III	127,6	109,6	116,4	148,8	127,9	94,3	107,1	69,3	154,7	164,2	106,2	82,5
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	-2,9	-4,8	2,0	-0,6	-2,5	-2,6	-5,2	-7,4	2,3	1,7	-0,6	-1,0
2013	-1,7	-3,4	1,8	1,4	-0,4	-0,7	-0,2	-4,8	4,8	1,6	-3,1	-3,0
2014	1,4	1,1	0,3	0,0	-0,3	0,0	3,1	-1,3	4,5	0,4	-3,9	-4,2
2015	3,2	3,0	0,2	0,4	0,2	-0,3	7,0	2,0	4,9	-0,7	-5,3	-5,1
2016	3,3	2,9	0,3	0,2	-0,1	-0,4	3,7	--	--	--	--	--
2017	2,4	2,0	0,4	1,4	1,0	0,1	3,0	--	--	--	--	--
2015 IV	2,2	2,4	-0,2	0,1	0,3	0,4	4,5	0,5	3,9	0,3	-3,5	-3,7
2015 I	2,7	2,8	-0,1	0,8	0,9	0,4	6,1	1,6	4,5	-0,5	-4,8	-4,8
II	3,1	3,0	0,1	0,2	0,2	-0,4	6,9	2,3	4,5	-0,8	-5,1	-5,0
III	3,4	3,0	0,4	0,2	-0,3	-0,8	7,9	2,2	5,6	-0,8	-6,0	-5,9
IV	3,6	3,0	0,6	0,6	0,0	-0,4	7,0	1,9	5,0	-0,5	-5,3	-4,9
2016 I	3,4	3,1	0,3	0,0	-0,3	-0,5	4,6	2,5	2,1	0,5	-1,5	-1,3
II	3,4	2,8	0,6	0,3	-0,3	-0,8	4,3	1,9	2,4	0,6	-1,8	-1,7
III	3,2	2,9	0,2	0,1	-0,1	-0,4	2,9	2,2	0,6	0,4	-0,3	-0,3

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

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

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

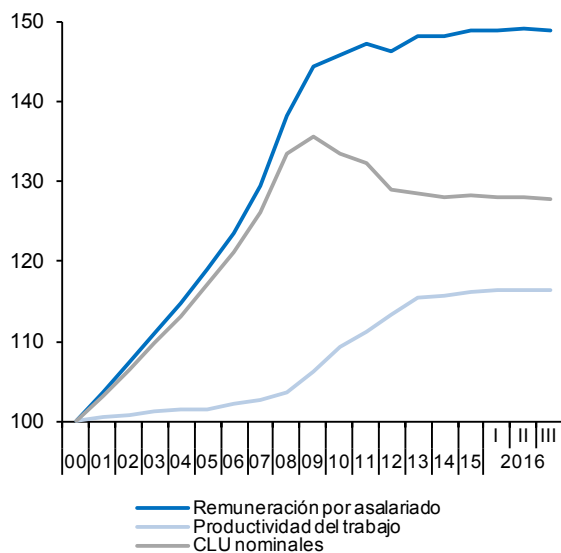
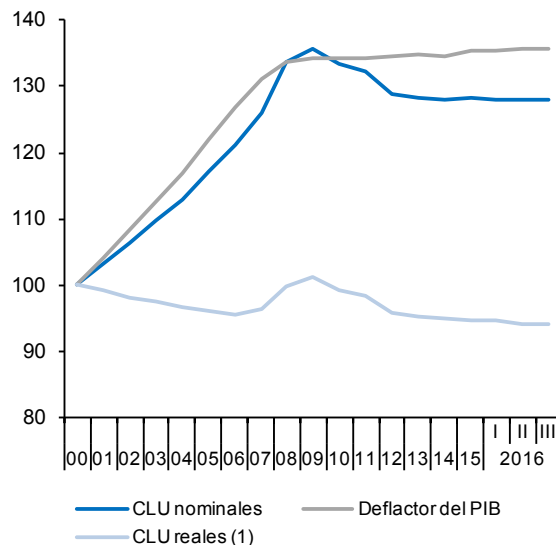


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

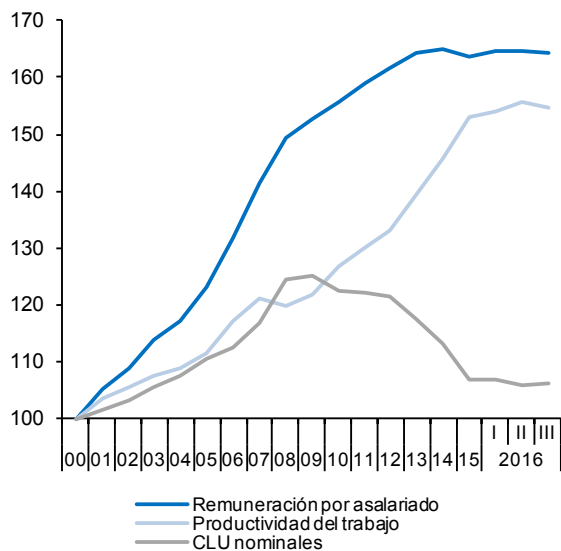
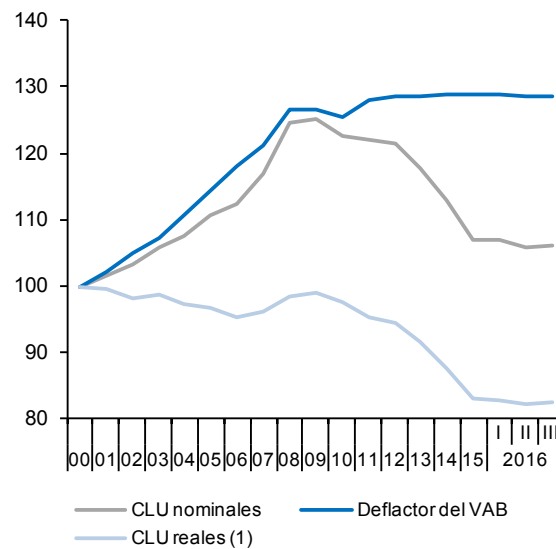


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

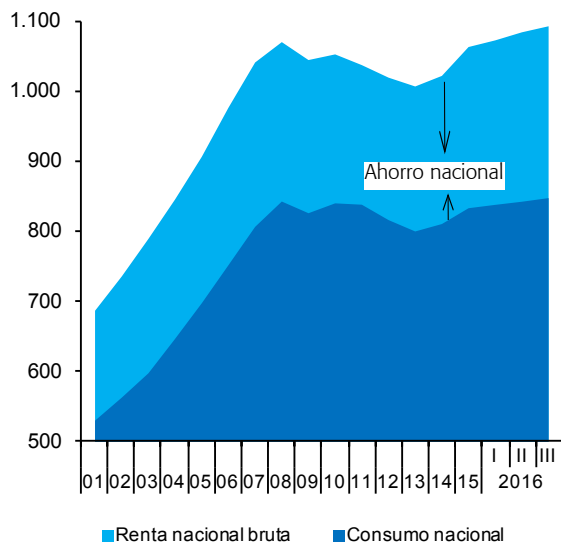
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transferencias corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
MM euros, suma móvil 4 trimestres										Porcentaje del PIB			
2009	1.079,0	549,2	455,2	74,7	-19,8	1.059,2	-14,3	1.045,0	826,4	218,6	50,9	42,2	6,9
2010	1.080,9	541,5	445,9	93,6	-15,2	1.065,8	-12,7	1.053,0	840,5	212,6	50,1	41,3	8,7
2011	1.070,4	531,0	449,4	90,0	-18,6	1.051,9	-14,1	1.037,7	838,5	199,2	49,6	42,0	8,4
2012	1.039,8	498,8	446,7	94,2	-7,3	1.032,4	-12,6	1.019,9	816,6	203,3	48,0	43,0	9,1
2013	1.025,6	485,3	440,4	99,9	-5,3	1.020,3	-13,1	1.007,2	800,3	206,9	47,3	42,9	9,7
2014	1.037,0	491,8	441,0	104,2	-3,3	1.033,7	-11,4	1.022,3	810,9	211,4	47,4	42,5	10,1
2015	1.075,6	510,3	453,0	112,3	-0,8	1.074,9	-11,3	1.063,6	833,5	230,0	47,4	42,1	10,4
2016	1.114,8	528,0	470,8	116,0	0,6	1.115,4	-11,5	1.103,9	855,2	248,7	47,4	42,2	10,4
2017	1.151,9	546,6	482,9	122,4	3,1	1.155,0	-11,6	1.143,3	886,6	256,8	47,5	41,9	10,6
2014 IV	1.037,0	491,8	441,0	104,2	-3,3	1.033,7	-11,4	1.022,3	810,9	211,4	47,4	42,5	10,1
2015 I	1.044,7	496,2	443,3	105,3	-2,8	1.041,9	-11,4	1.030,5	814,9	215,6	47,5	42,4	10,1
II	1.054,6	500,5	446,0	108,0	-0,1	1.054,4	-11,2	1.043,2	820,6	222,6	47,5	42,3	10,2
III	1.064,9	504,9	450,2	109,8	-0,1	1.064,8	-11,1	1.053,6	827,0	226,7	47,4	42,3	10,3
IV	1.075,6	510,3	453,0	112,3	-0,8	1.074,9	-11,3	1.063,6	833,5	230,0	47,4	42,1	10,4
2016 I	1.084,0	514,0	457,5	112,6	0,0	1.084,0	-10,9	1.073,1	838,3	234,7	47,4	42,2	10,4
II	1.095,3	518,3	463,4	113,6	-0,5	1.094,7	-10,2	1.084,6	842,8	241,8	47,3	42,3	10,4
III	1.104,3	522,3	466,9	115,1	0,3	1.104,6	-11,4	1.093,2	848,0	245,2	47,3	42,3	10,4
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	-2,9	-6,1	-0,6	4,7	-60,5	-1,8	-11,0	-1,7	-2,6	2,1	-1,6	1,0	0,7
2013	-1,4	-2,7	-1,4	6,0	-27,3	-1,2	3,9	-1,2	-2,0	1,8	-0,7	0,0	0,7
2014	1,1	1,3	0,1	4,3	-37,4	1,3	-13,1	1,5	1,3	2,2	0,1	-0,4	0,3
2015	3,7	3,8	2,7	7,7	-76,6	4,0	-0,7	4,0	2,8	8,8	0,0	-0,4	0,4
2016	3,6	3,5	3,9	3,3	-170,7	3,8	1,5	3,8	2,6	8,1	-0,1	0,1	0,0
2017	3,3	3,5	2,6	5,5	459,3	3,5	1,5	3,6	3,7	3,2	0,1	-0,3	0,2
2014 IV	1,1	1,3	0,1	4,3	-37,4	1,3	-13,1	1,5	1,3	2,2	0,1	-0,4	0,3
2015 I	1,8	2,5	0,4	4,4	-20,2	1,8	-15,9	2,1	1,6	4,0	0,3	-0,6	0,3
II	2,5	3,0	1,1	6,7	-97,7	3,1	-13,6	3,4	1,8	9,3	0,2	-0,6	0,4
III	3,2	3,3	2,2	7,1	-97,2	3,8	-6,1	3,9	2,2	10,3	0,1	-0,4	0,4
IV	3,7	3,8	2,7	7,7	-76,6	4,0	-0,7	4,0	2,8	8,8	0,0	-0,4	0,4
2016 I	3,8	3,6	3,2	6,9	-98,8	4,0	-4,4	4,1	2,9	8,9	-0,1	-0,2	0,3
II	3,9	3,5	3,9	5,2	268,3	3,8	-9,7	4,0	2,7	8,6	-0,1	0,0	0,1
III	3,7	3,4	3,7	4,8	-320,1	3,7	2,6	3,8	2,5	8,2	-0,1	0,0	0,1

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

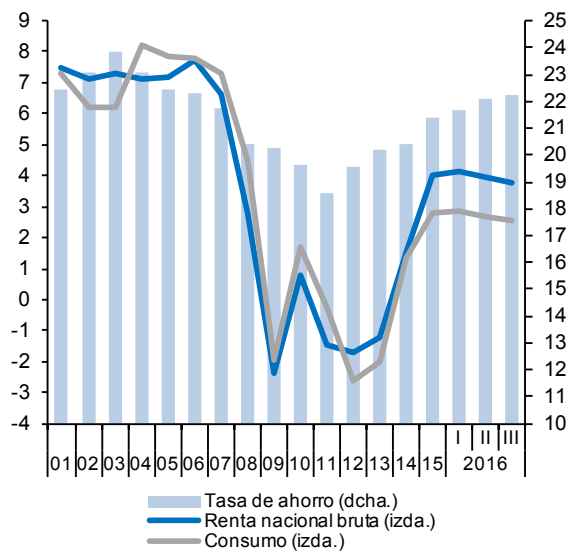
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

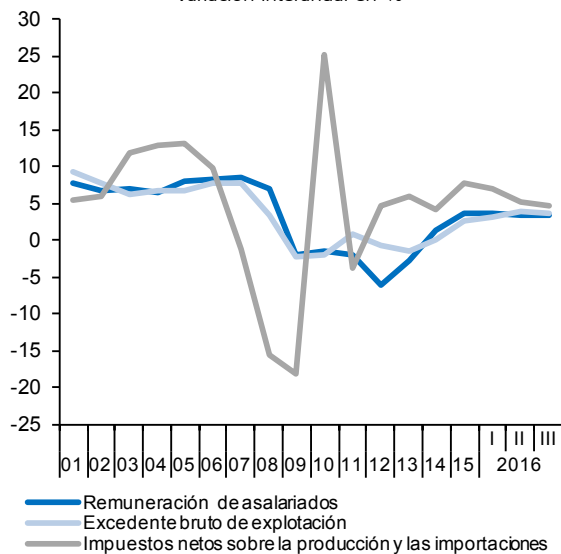
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

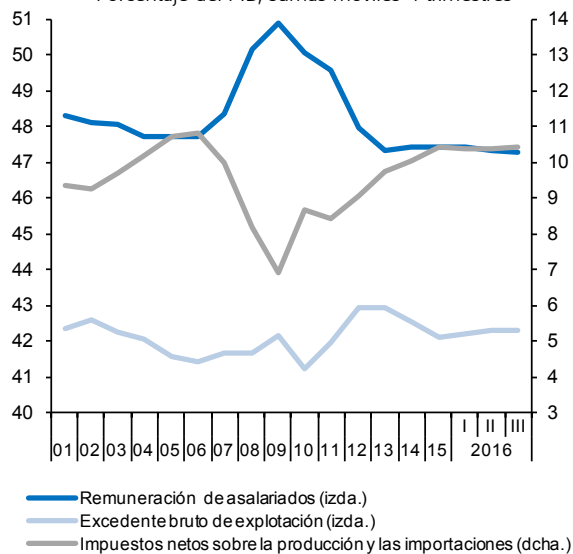
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**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)

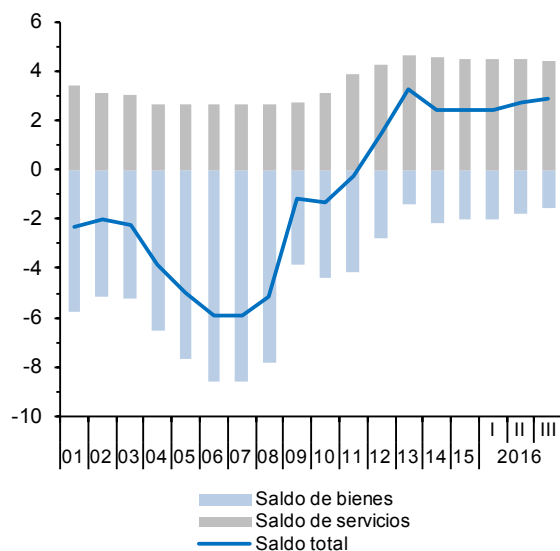
Previsiones en azul

	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	8	9=7+8	10	11	12=7-10-11
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	-29,2	27,1	17,5	-7,3	-12,6	-4,6	5,4	0,8	203,3	207,9	-4,6
2013	33,4	-14,0	28,3	19,1	-5,3	-13,1	15,0	6,6	21,6	206,9	191,9	15,0
2014	25,1	-22,4	28,7	18,8	-3,3	-11,4	10,4	5,0	15,4	211,4	201,0	10,4
2015	26,3	-21,7	28,5	19,6	-0,8	-11,3	14,3	7,0	21,3	230,0	215,8	14,3
2016	31,0	-17,7	29,4	19,3	0,6	-11,5	20,1	6,0	26,1	248,7	228,6	20,1
2017	21,3	-28,6	30,1	19,8	3,1	-11,6	12,7	6,3	19,0	256,8	244,0	12,7
2014 IV	25,1	-22,4	28,7	18,8	-3,3	-11,4	10,4	5,0	15,4	211,4	201,0	10,4
2015 I	26,4	-21,3	28,6	19,1	-2,8	-11,4	12,1	4,9	17,0	215,6	203,5	12,1
II	26,6	-21,5	28,5	19,6	-0,1	-11,2	15,2	5,2	20,4	222,6	207,4	15,2
III	26,7	-21,5	28,4	19,8	-0,1	-11,1	15,5	6,1	21,5	226,7	211,2	15,5
IV	26,3	-21,7	28,5	19,6	-0,8	-11,3	14,3	7,0	21,3	230,0	215,8	14,3
2016 I	26,1	-22,1	28,5	19,8	0,0	-10,9	15,2	6,8	22,0	234,7	219,5	15,2
II	29,8	-19,6	29,1	20,3	-0,5	-10,2	19,2	6,4	25,6	241,8	222,6	19,2
III	31,6	-17,2	29,3	19,5	0,3	-11,4	20,5	5,5	26,0	245,2	224,7	20,5
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	19,5	20,0	-0,4
2013	3,3	-1,4	2,8	1,9	-0,5	-1,3	1,5	0,6	2,1	20,2	18,7	1,5
2014	2,4	-2,2	2,8	1,8	-0,3	-1,1	1,0	0,5	1,5	20,4	19,4	1,0
2015	2,4	-2,0	2,7	1,8	-0,1	-1,0	1,3	0,7	2,0	21,4	20,1	1,3
2016	2,8	-1,6	2,6	1,7	0,0	-1,0	1,8	0,5	2,3	22,3	20,5	1,8
2017	1,8	-2,5	2,6	1,7	0,3	-1,0	1,1	0,5	1,7	22,3	21,2	1,1
2014 IV	2,4	-2,2	2,8	1,8	-0,3	-1,1	1,0	0,5	1,5	20,4	19,4	1,0
2015 I	2,5	-2,0	2,7	1,8	-0,3	-1,1	1,2	0,5	1,6	20,6	19,5	1,2
II	2,5	-2,0	2,7	1,9	0,0	-1,1	1,4	0,5	1,9	21,1	19,7	1,4
III	2,5	-2,0	2,7	1,9	0,0	-1,0	1,5	0,6	2,0	21,3	19,8	1,5
IV	2,4	-2,0	2,7	1,8	-0,1	-1,0	1,3	0,7	2,0	21,4	20,1	1,3
2016 I	2,4	-2,0	2,6	1,8	0,0	-1,0	1,4	0,6	2,0	21,7	20,3	1,4
II	2,7	-1,8	2,7	1,9	0,0	-0,9	1,8	0,6	2,3	22,1	20,3	1,8
III	2,9	-1,6	2,7	1,8	0,0	-1,0	1,9	0,5	2,4	22,2	20,3	1,9

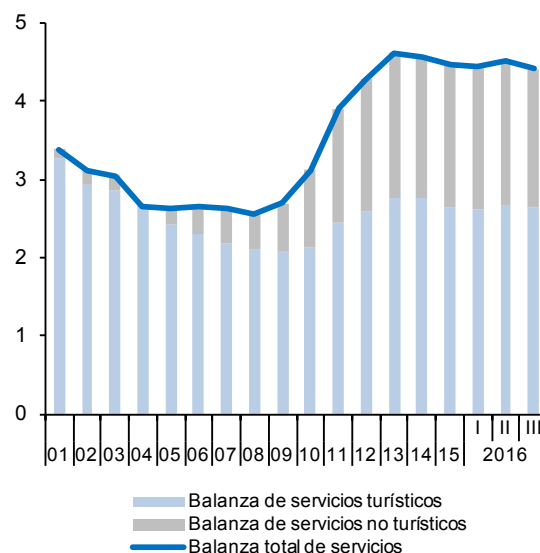
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

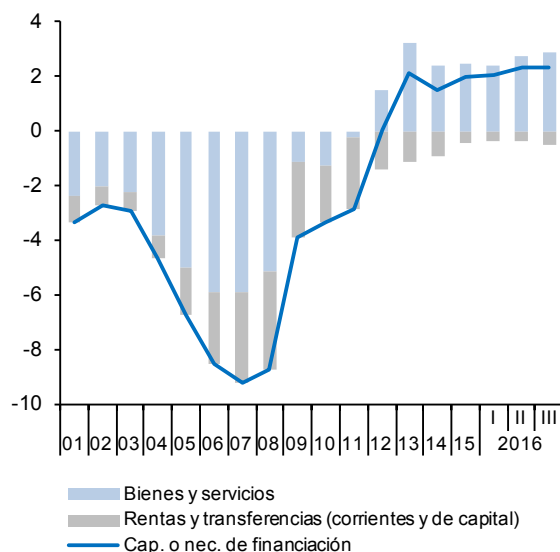
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

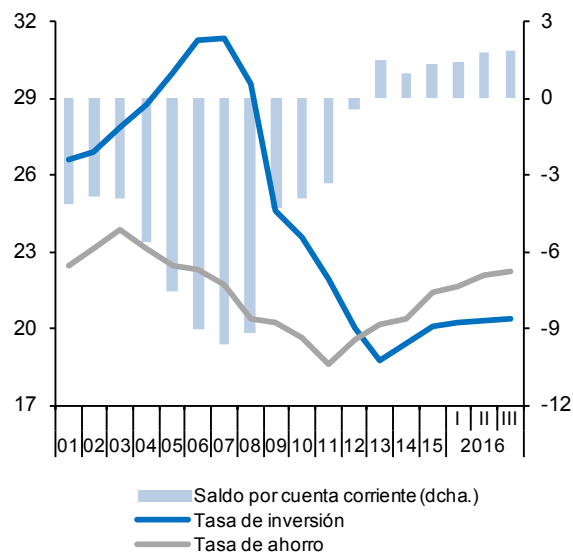
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**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

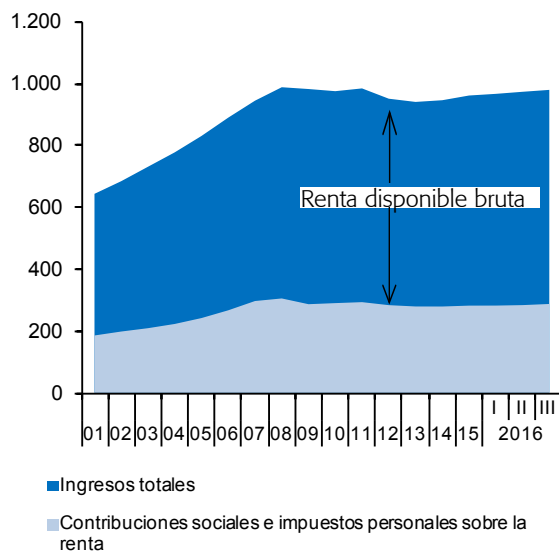
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto 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	52,2	27,6	2,6
2012	670,5	500,1	208,6	244,7	199,3	83,6	611,3	57,2	8,5	4,8	38,8	23,2	2,2
2013	664,4	487,3	209,6	246,1	195,1	83,6	598,5	63,9	9,6	2,8	25,7	41,1	4,0
2014	670,0	493,8	213,2	241,6	194,4	84,2	608,9	60,0	9,0	1,3	27,7	33,6	3,2
2015	682,4	512,4	211,2	240,2	197,8	83,6	625,0	55,8	8,2	1,8	30,5	27,2	2,5
2016	701,1	530,1	214,7	243,2	202,9	84,1	642,4	57,1	8,1	1,6	32,6	26,1	2,3
2017	726,6	548,8	224,5	249,7	209,2	87,2	667,5	57,5	7,9	1,5	35,1	23,9	2,1
2014 IV	670,0	493,8	213,2	241,6	194,4	84,2	608,9	60,0	9,0	1,3	27,7	33,6	3,2
2015 I	675,0	498,2	213,7	241,6	194,5	83,9	611,6	61,9	9,2	1,1	27,8	35,1	3,4
II	680,4	502,6	216,8	241,1	195,7	84,3	615,4	63,5	9,3	1,4	29,2	35,7	3,4
III	683,7	507,0	217,2	240,7	196,8	84,3	620,8	61,4	9,0	1,8	29,4	33,8	3,2
IV	682,4	512,4	211,2	240,2	197,8	83,6	625,0	55,8	8,2	1,8	30,5	27,2	2,5
2016 I	687,7	516,0	213,1	240,1	198,4	83,2	629,4	56,8	8,3	1,4	30,6	27,7	2,6
II	692,9	520,3	214,7	240,9	200,0	83,0	632,9	58,5	8,4	0,7	30,1	29,1	2,7
III	695,4	524,4	215,4	242,3	202,0	84,8	637,0	56,9	8,2	0,2	31,4	25,6	2,3
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	-17,1	-	1,3
2012	-3,4	-6,0	-1,6	0,7	-5,2	1,5	-1,2	-23,4	-2,2	-6,3	-25,6	-	-0,3
2013	-0,9	-2,6	0,5	0,6	-2,1	-0,1	-2,1	11,7	1,1	-41,4	-33,9	-	1,8
2014	0,9	1,3	1,7	-1,9	-0,4	0,7	1,7	-6,1	-0,7	-55,3	7,7	-	-0,8
2015	1,9	3,8	-0,9	-0,6	1,7	-0,6	2,6	-7,0	-0,8	42,9	10,1	-	-0,7
2016	2,7	3,5	1,7	1,2	2,6	0,6	2,8	2,3	0,0	-11,0	7,1	-	-0,2
2017	3,6	3,5	4,6	2,7	3,1	3,6	3,9	0,7	-0,2	-8,0	7,5	-	-0,3
2014 IV	0,9	1,3	1,7	-1,9	-0,4	0,7	1,7	-6,1	-0,7	-55,3	7,7	-	-0,8
2015 I	2,3	2,5	2,7	-0,9	-0,2	0,1	2,0	6,2	0,3	-55,9	2,9	-	0,1
II	3,2	3,0	5,1	-0,9	0,7	0,9	2,0	16,2	1,1	-20,6	8,4	-	0,5
III	3,6	3,3	5,3	-0,2	1,5	0,0	2,4	18,0	1,1	31,2	11,1	-	0,6
IV	1,9	3,8	-0,9	-0,6	1,7	-0,6	2,6	-7,0	-0,8	42,9	10,1	-	-0,7
2016 I	1,9	3,6	-0,3	-0,6	2,0	-0,9	2,9	-8,2	-0,9	34,7	9,9	-	-0,8
II	1,8	3,5	-0,9	-0,1	2,2	-1,5	2,8	-8,0	-0,9	-45,3	3,1	-	-0,7
III	1,7	3,4	-0,8	0,7	2,6	0,5	2,6	-7,3	-0,8	-90,7	7,1	-	-0,9

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

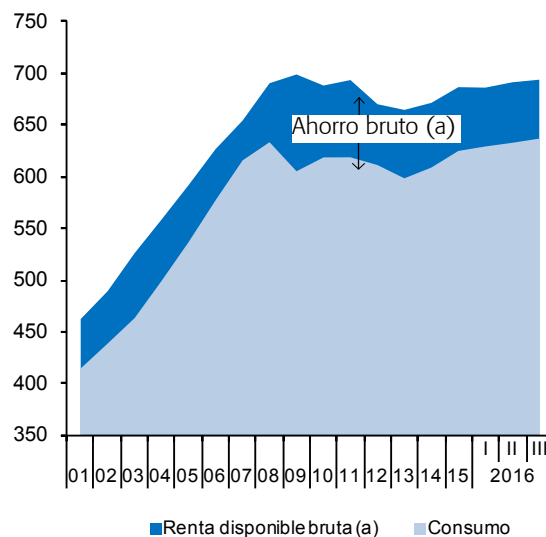
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Hogares: renta disponible bruta

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

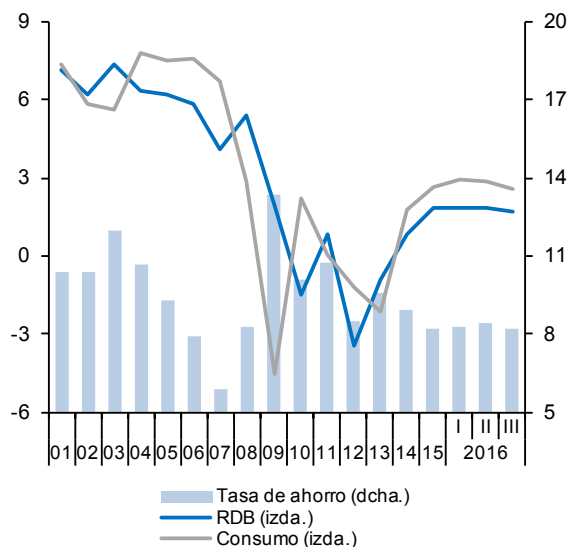
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



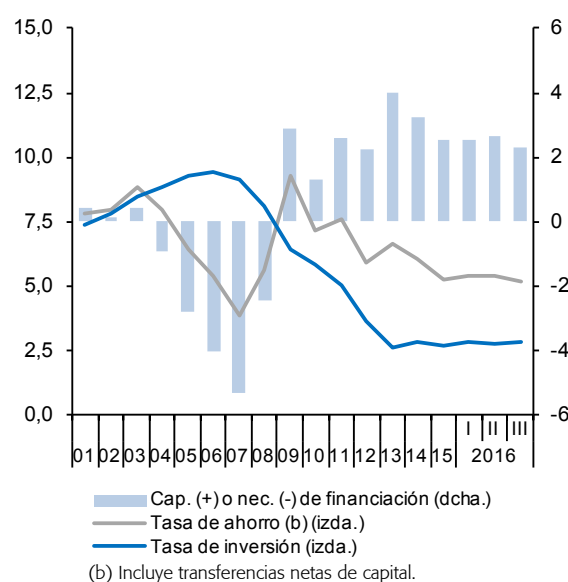
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

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



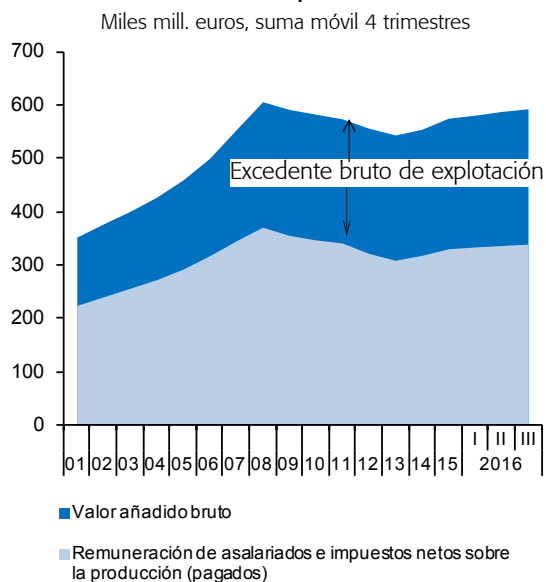
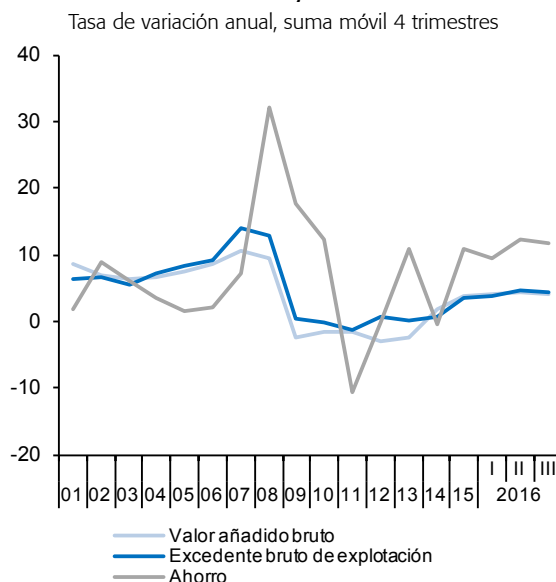
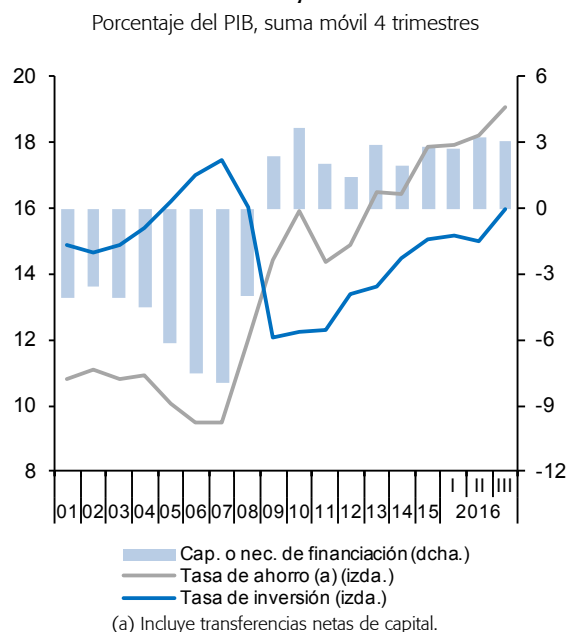
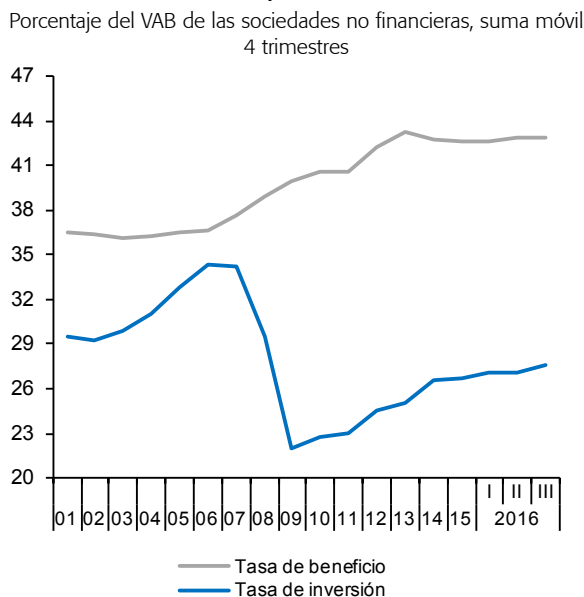
Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (SEC 1010, Base 2010)

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la produc- ción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propie- dad netas	Transfe- rencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transfe- rencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financia- ción 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	131,7	22,0	2,1	40,6	23,0
2012	555,6	320,9	234,7	-59,9	-10,2	19,8	144,8	6,6	136,5	14,9	1,4	42,2	24,6
2013	543,0	308,0	235,0	-46,9	-9,4	18,0	160,8	5,0	136,3	29,5	2,9	43,3	25,1
2014	553,6	317,2	236,4	-50,5	-8,0	17,7	160,2	6,9	147,1	20,1	1,9	42,7	26,6
2015	574,3	329,4	244,9	-40,7	-6,0	20,4	177,9	6,0	153,3	30,6	2,8	42,6	26,7
2016	596,5	342,5	254,0	-33,6	-6,2	19,2	195,0	6,0	166,4	34,7	3,1	42,6	27,9
2017	613,8	356,0	257,7	-29,2	-6,5	25,5	196,6	6,0	178,6	24,0	2,1	42,0	29,1
2014 IV	553,6	317,2	236,4	-50,5	-8,0	17,7	160,2	6,9	147,1	20,1	1,9	42,7	26,6
2015 I	557,7	320,0	237,7	-48,1	-7,7	17,0	165,0	6,8	148,9	22,8	2,2	42,6	26,7
II	562,5	322,3	240,2	-47,7	-7,2	18,4	167,0	6,6	153,6	20,0	1,9	42,7	27,3
III	568,8	325,6	243,2	-46,9	-6,5	19,5	170,3	6,6	153,1	23,8	2,2	42,8	26,9
IV	574,3	329,4	244,9	-40,7	-6,0	20,4	177,9	6,0	153,3	30,6	2,8	42,6	26,7
2016 I	579,9	332,7	247,1	-40,7	-5,6	20,3	180,5	6,4	157,1	29,8	2,7	42,6	27,1
II	586,9	335,5	251,4	-40,6	-5,4	18,0	187,5	6,6	159,0	35,1	3,2	42,8	27,1
III	591,9	338,1	253,8	-40,2	-5,2	18,0	190,4	6,5	163,2	33,7	3,1	42,9	27,6
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	-12,9	-0,2	--	-1,6	0,1	0,3
2012	-3,0	-5,7	0,8	-5,5	16,5	25,3	0,0	-26,1	3,6	--	-0,6	1,6	1,6
2013	-2,3	-4,0	0,1	-21,8	-8,1	-9,0	11,0	-24,1	-0,1	--	1,4	1,0	0,5
2014	2,0	3,0	0,6	7,7	-14,7	-1,9	-0,3	37,4	7,9	--	-0,9	-0,6	1,5
2015	3,8	3,8	3,6	-19,5	-24,8	15,5	11,0	-12,1	4,2	--	0,9	-0,1	0,1
2016	3,9	4,0	3,7	-17,3	3,5	-6,0	9,6	0,0	8,5	--	0,3	-0,1	1,2
2017	2,9	4,0	1,5	-13,0	4,0	32,7	0,8	0,0	7,3	--	-1,0	-0,6	1,2
2014 IV	2,0	3,0	0,6	7,7	-14,7	-1,9	-0,3	37,4	7,9	--	-0,9	-0,6	1,5
2015 I	2,4	3,9	0,6	8,0	-12,7	-5,9	0,0	30,0	7,9	--	-1,0	-0,8	1,4
II	2,8	3,7	1,6	-0,4	-13,9	-2,4	3,4	14,2	11,3	--	-0,9	-0,5	2,1
III	3,5	3,8	3,1	1,8	-21,2	6,2	4,3	12,8	8,6	--	-0,5	-0,2	1,3
IV	3,8	3,8	3,6	-19,5	-24,8	15,5	11,0	-12,1	4,2	--	0,9	-0,1	0,1
2016 I	4,0	4,0	4,0	-15,5	-27,0	19,8	9,4	-5,9	5,5	--	0,6	0,0	0,4
II	4,3	4,1	4,7	-14,9	-24,9	-2,1	12,3	-0,7	3,5	--	1,3	0,1	-0,2
III	4,1	3,8	4,4	-14,2	-19,5	-7,5	11,8	-2,1	6,6	--	0,8	0,1	0,6

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)

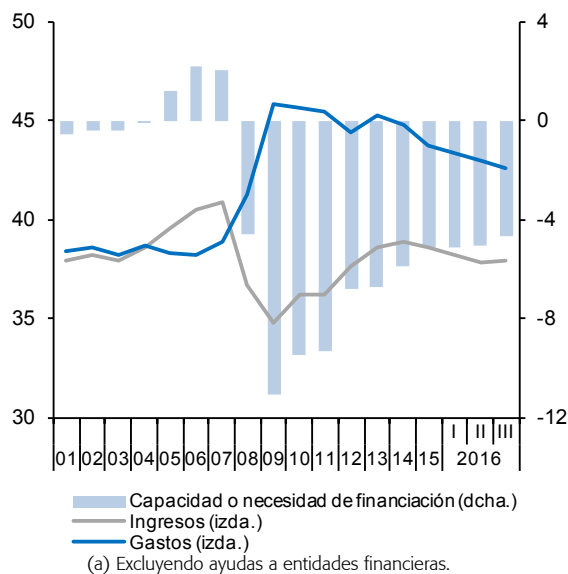
Previsiones en azul

	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	105,2	128,2	114,7	24,1	170,8	20,9	160,5	201,8	-41,3	30,5	-71,9	-68,6
2014	143,4	119,2	105,6	130,1	115,2	25,7	171,1	20,9	165,4	202,0	-36,6	25,6	-62,2	-60,8
2015	147,2	127,1	109,1	132,3	119,1	24,5	170,4	21,7	179,9	208,5	-28,6	26,6	-55,2	-54,6
2016	151,6	129,9	108,2	136,3	122,1	24,2	172,6	20,8	186,5	212,8	-26,3	26,8	-53,2	-51,5
2017	155,8	136,7	120,1	141,1	125,7	23,2	177,1	21,2	206,6	219,0	-12,5	25,6	-38,1	-38,1
2014 IV	143,4	119,2	105,6	130,1	115,2	25,7	171,1	20,9	165,4	202,0	-36,6	25,6	-62,2	-60,8
2015 I	144,4	120,9	106,3	130,2	116,2	26,0	170,9	22,0	166,7	203,3	-36,6	25,9	-62,5	-61,0
II	145,2	123,4	107,9	131,0	117,1	25,7	171,0	21,3	172,5	205,1	-32,7	24,9	-57,6	-56,1
III	145,6	125,6	109,0	131,4	117,5	25,2	170,8	21,4	176,6	206,2	-29,5	26,8	-56,4	-55,6
IV	147,2	127,1	109,1	132,3	119,1	24,5	170,4	21,7	179,9	208,5	-28,6	26,6	-55,2	-54,6
2016 I	147,2	127,0	106,9	132,9	119,2	23,9	171,0	20,6	179,2	208,9	-29,7	26,1	-55,8	-55,5
II	148,3	128,2	104,5	134,2	120,3	23,4	172,0	19,6	179,7	209,9	-30,2	27,3	-57,5	-55,6
III	149,0	129,3	106,4	135,3	121,0	23,1	172,7	20,5	182,7	211,0	-28,3	25,2	-53,5	-51,2
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	13,7	10,4	10,2	12,7	11,0	2,0	16,2	1,8	16,1	19,7	-3,7	6,8	-10,5	-6,8
2013	13,9	11,2	10,3	12,5	11,2	2,3	16,6	2,0	15,6	19,7	-4,0	3,0	-7,0	-6,7
2014	13,8	11,5	10,2	12,5	11,1	2,5	16,5	2,0	15,9	19,5	-3,5	2,5	-6,0	-5,9
2015	13,7	11,8	10,1	12,3	11,1	2,3	15,8	2,0	16,7	19,4	-2,7	2,5	-5,1	-5,1
2016	13,6	11,7	9,7	12,2	11,0	2,2	15,5	1,9	16,7	19,1	-2,4	2,4	-4,8	-4,6
2017	13,5	11,9	10,4	12,2	10,9	2,0	15,4	1,8	17,9	19,0	-1,1	2,2	-3,3	-3,3
2014 IV	13,8	11,5	10,2	12,5	11,1	2,5	16,5	2,0	15,9	19,5	-3,5	2,5	-6,0	-5,9
2015 I	13,8	11,6	10,2	12,5	11,1	2,5	16,4	2,1	16,0	19,5	-3,5	2,5	-6,0	-5,8
II	13,8	11,7	10,2	12,4	11,1	2,4	16,2	2,0	16,4	19,5	-3,1	2,4	-5,5	-5,3
III	13,7	11,8	10,2	12,3	11,0	2,4	16,0	2,0	16,6	19,4	-2,8	2,5	-5,3	-5,2
IV	13,7	11,8	10,1	12,3	11,1	2,3	15,8	2,0	16,7	19,4	-2,7	2,5	-5,1	-5,1
2016 I	13,6	11,7	9,9	12,3	11,0	2,2	15,8	1,9	16,5	19,3	-2,7	2,4	-5,1	-5,1
II	13,5	11,7	9,5	12,2	11,0	2,1	15,7	1,8	16,4	19,2	-2,8	2,5	-5,3	-5,1
III	13,5	11,7	9,6	12,2	11,0	2,1	15,6	1,9	16,5	19,1	-2,6	2,3	-4,8	-4,6

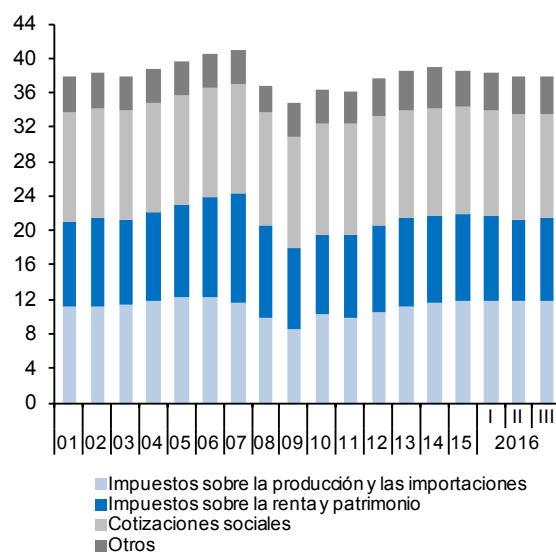
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 8.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)

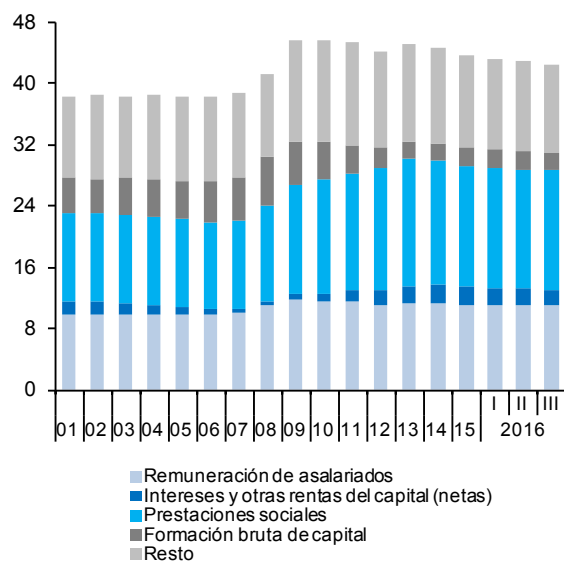
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 8.2.- Sector público: principales ingresos**

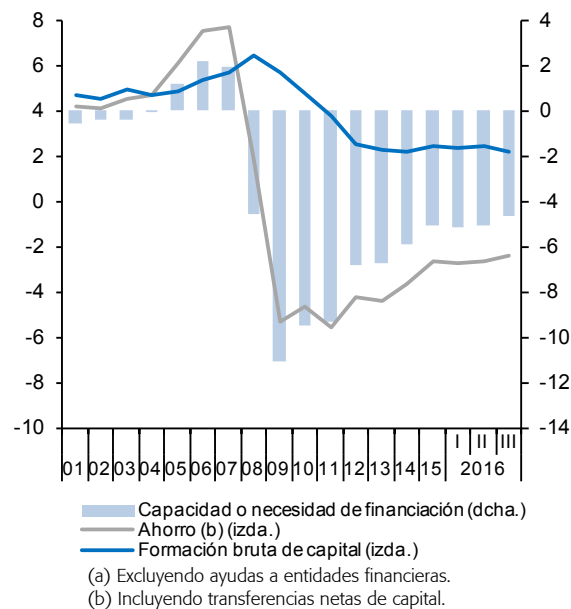
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**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

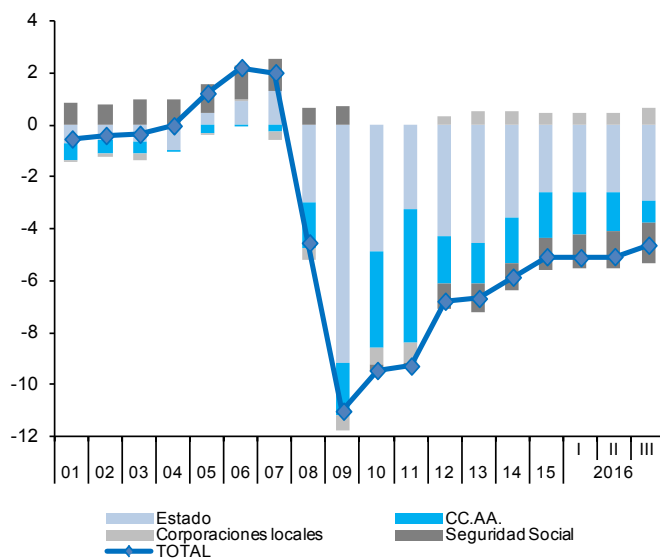
	Déficit					Deuda				
	Admón. Central (a)	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. (a)	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
MM euros, suma móvil 4 trimestres						MM euros, final de periodo				
2009	-99,1	-21,7	-5,9	7,8	-118,9	487,7	92,4	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	-46,5	-16,2	5,7	-11,5	-68,6	850,2	209,8	42,1	17,2	978,3
2014	-37,0	-18,5	5,5	-10,8	-60,8	902,5	237,2	38,3	17,2	1.040,9
2015	-27,9	-18,7	5,1	-13,2	-54,6	940,4	262,5	35,1	17,2	1.073,2
2016	-32,9	-6,7	3,3	-15,2	-51,5	--	--	--	--	1.120,4
2017	-20,7	-6,9	2,9	-13,4	-38,1	--	--	--	--	1.162,4
2014 IV	-37,0	-18,5	5,5	-10,8	-60,8	902,5	237,2	38,3	17,2	1.040,9
2015 I	-38,1	-17,6	6,0	-11,4	-61,0	912,8	240,7	38,3	17,2	1.052,1
II	-31,8	-17,1	6,4	-13,6	-56,1	922,7	250,3	37,7	17,2	1.057,6
III	-28,7	-18,5	5,0	-13,5	-55,6	938,8	253,6	36,9	17,2	1.067,6
IV	-27,9	-18,7	5,1	-13,2	-54,6	940,4	262,5	35,1	17,2	1.073,2
2016 I	-28,1	-18,0	4,7	-14,1	-55,5	962,1	265,3	35,1	17,2	1.096,2
II	-28,1	-16,9	5,0	-15,5	-55,6	964,7	272,8	35,1	17,2	1.106,3
III	-32,5	-9,4	7,3	-16,7	-51,2	968,8	272,0	34,7	17,2	1.107,7
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	-4,3	-1,9	0,3	-1,0	-6,8	73,3	18,1	4,2	1,7	85,7
2013	-4,5	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	82,9	20,5	4,1	1,7	95,4
2014	-3,6	-1,8	0,5	-1,0	-5,9	87,0	22,9	3,7	1,7	100,4
2015	-2,6	-1,7	0,5	-1,2	-5,1	87,4	24,4	3,3	1,6	99,8
2016	-3,0	-0,6	0,3	-1,4	-4,6	--	--	--	--	100,5
2017	-1,8	-0,6	0,3	-1,2	-3,3	--	--	--	--	100,9
2014 IV	-3,6	-1,8	0,5	-1,0	-5,9	87,0	22,9	3,7	1,7	100,4
2015 I	-3,6	-1,7	0,6	-1,1	-5,8	87,4	23,0	3,7	1,6	100,7
II	-3,0	-1,6	0,6	-1,3	-5,3	87,5	23,7	3,6	1,6	100,3
III	-2,7	-1,7	0,5	-1,3	-5,2	88,2	23,8	3,5	1,6	100,3
IV	-2,6	-1,7	0,5	-1,2	-5,1	87,4	24,4	3,3	1,6	99,8
2016 I	-2,6	-1,7	0,4	-1,3	-5,1	88,8	24,5	3,2	1,6	101,1
II	-2,6	-1,5	0,5	-1,4	-5,1	88,1	24,9	3,2	1,6	101,0
III	-2,9	-0,8	0,7	-1,5	-4,6	87,7	24,6	3,1	1,6	100,3

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

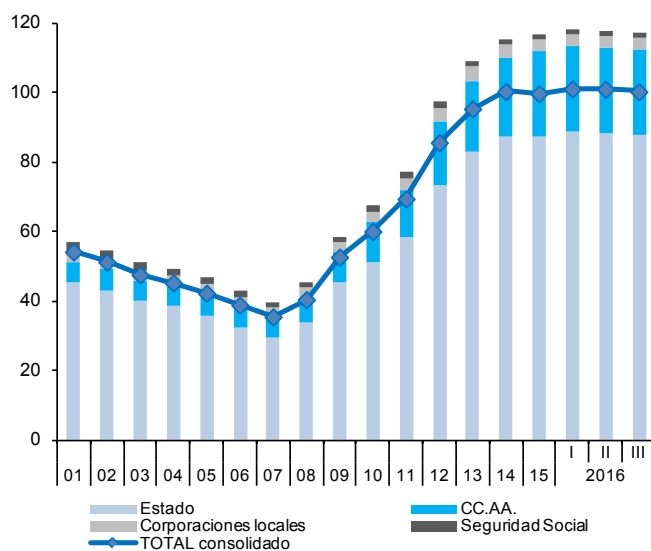
Fuentes: Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 9.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 10

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

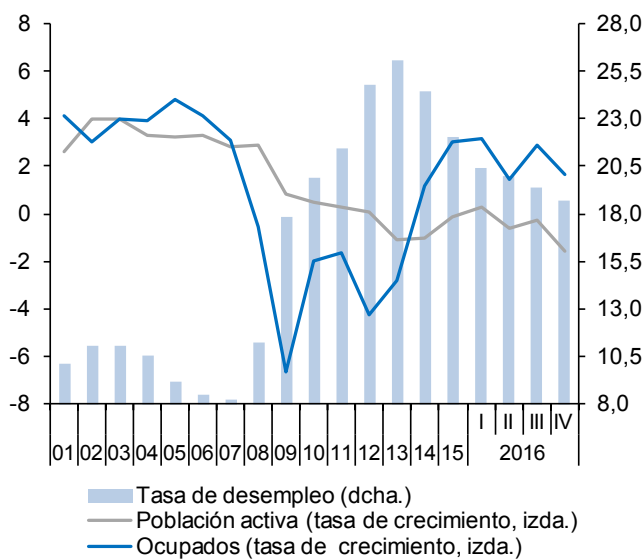
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
	1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13	
Millones								Porcentaje						
2009	31,2	23,3	--	19,1	--	4,2	--	74,1	60,8	17,9	37,7	16,0	28,2	
2010	31,1	23,4	--	18,7	--	4,6	--	74,6	59,7	19,9	41,5	18,1	29,9	
2011	31,1	23,4	--	18,4	--	5,0	--	74,9	58,8	21,4	46,2	19,5	32,6	
2012	30,9	23,4	--	17,6	--	5,8	--	75,3	56,5	24,8	52,9	23,0	35,9	
2013	30,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	75,3	55,6	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	30,3	23,0	--	17,3	--	5,6	--	75,3	56,8	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	30,2	22,9	--	17,9	--	5,1	--	75,5	58,7	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	30,1	22,8	--	18,3	--	4,5	--	75,4	60,5	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	30,0	22,9	--	18,8	--	4,1	--	75,8	62,1	18,0	--	--	--	
2015	I	30,2	22,9	23,0	17,5	17,6	5,4	5,3	75,4	57,3	23,2	50,3	21,9	32,1
	II	30,2	23,0	23,0	17,9	17,8	5,1	5,1	75,7	58,7	22,4	48,7	21,2	31,1
	III	30,2	22,9	22,9	18,0	17,9	4,9	5,0	75,4	59,4	21,6	47,9	20,5	29,9
	IV	30,1	22,9	22,9	18,1	18,1	4,8	4,8	75,4	59,5	21,0	46,4	19,9	28,6
2016	I	30,1	22,8	22,9	18,0	18,2	4,8	4,7	75,5	59,4	20,4	45,7	19,3	28,3
	II	30,1	22,9	22,8	18,3	18,3	4,6	4,6	75,4	60,3	20,0	45,4	19,0	27,5
	III	30,1	22,8	22,8	18,5	18,4	4,3	4,4	75,4	61,1	19,4	43,5	18,5	25,6
	IV	30,0	22,7	22,7	18,5	18,5	4,2	4,3	75,1	61,1	18,7	43,0	17,9	24,9
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	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,1	1,8	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8	
2017	-0,3	0,2	--	2,3	--	-8,3	--	0,4	1,6	-1,7	--	--	--	
2015	I	-0,4	0,1	-1,1	3,0	2,0	-8,2	-10,5	0,3	1,8	-2,2	-4,0	-1,9	-4,0
	II	-0,5	0,2	0,7	3,0	4,8	-8,4	-12,1	0,4	1,9	-2,1	-4,2	-1,9	-3,3
	III	-0,5	-0,1	-1,7	3,1	2,1	-10,6	-14,0	0,2	2,1	-2,5	-5,8	-2,2	-4,0
	IV	-0,5	-0,7	-0,4	3,0	3,1	-12,4	-12,4	-0,2	1,9	-2,8	-5,2	-2,5	-4,8
2016	I	-0,5	-0,3	0,3	3,3	3,2	-12,0	-10,2	0,1	2,1	-2,8	-4,6	-2,6	-3,8
	II	-0,4	-0,6	-0,6	2,4	1,5	-11,2	-8,4	-0,2	1,6	-2,4	-3,3	-2,2	-3,6
	III	-0,3	-0,2	-0,2	2,7	2,9	-10,9	-12,1	0,0	1,8	-2,3	-4,4	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,6	2,3	1,6	-11,3	-14,3	-0,2	1,5	-2,3	-3,4	-2,0	-3,7

(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.

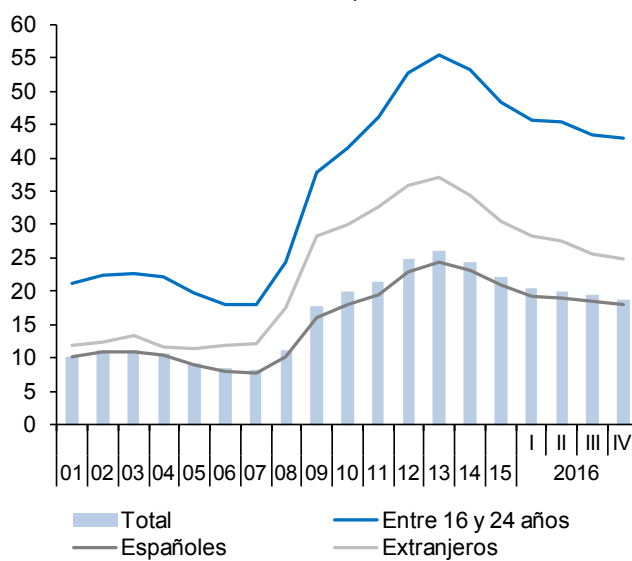
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

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

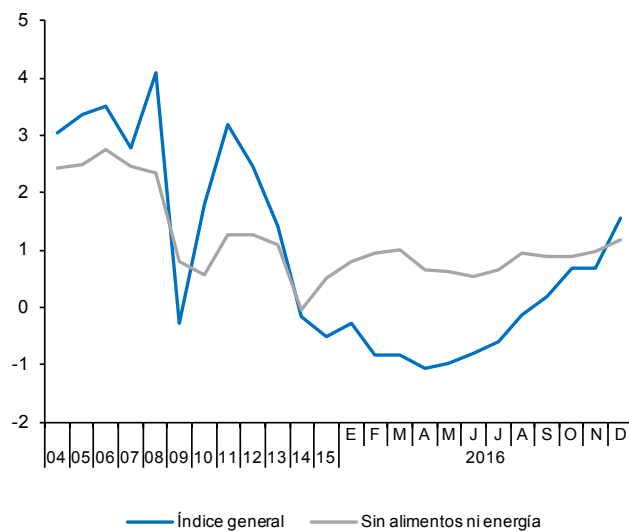
Previsiones en azul

	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	103,0	103,7	104,6	101,8	104,9	108,6	108,9	89,8	108,7
2017	105,3	104,8	105,6	102,6	106,2	109,3	110,2	101,2	109,6
Tasas de crecimiento interanual									
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3
2017	2,3	1,0	1,0	0,7	1,2	0,7	1,2	12,6	0,9
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	-0,8	0,6	0,6	0,3	0,7	1,0	2,3	-11,7	1,4
Jul	-0,6	0,6	0,7	0,4	0,9	0,8	5,7	-12,0	2,3
Ago	-0,1	0,9	0,9	0,7	1,1	0,7	3,7	-9,1	1,6
Sep	0,2	0,9	0,8	0,7	1,0	0,5	1,2	-4,8	0,7
Oct	0,7	0,9	0,8	0,6	1,1	0,4	0,2	0,1	0,3
Nov	0,7	1,0	0,8	0,6	1,2	0,3	0,6	-0,5	0,4
Dic	1,6	1,2	1,0	0,6	1,6	0,2	2,1	5,3	0,8
2017 Ene	2,6	1,1	1,0	0,8	1,3	0,3	0,9	16,1	0,5
Feb	3,0	1,1	0,9	0,8	1,2	0,3	1,6	19,8	0,7
Mar	2,7	0,9	0,8	0,8	1,0	0,4	1,6	17,6	0,7
Abr	2,9	1,3	1,1	0,8	1,5	0,4	1,4	17,4	0,7
May	2,5	1,1	1,0	0,8	1,3	0,4	0,8	14,8	0,6
Jun	2,1	1,1	1,0	0,8	1,3	0,6	0,5	10,9	0,6
Jul	2,1	1,1	1,0	0,8	1,2	0,8	-1,3	12,0	0,1
Ago	2,2	0,9	0,9	0,5	1,2	0,9	-0,3	13,2	0,5
Sep	2,3	1,0	1,0	0,6	1,3	1,0	2,4	11,5	1,4
Oct	1,8	1,0	1,0	0,6	1,3	1,1	2,0	7,4	1,4
Nov	1,8	1,0	1,0	0,6	1,3	1,2	2,5	7,3	1,6
Dic	1,3	0,8	0,9	0,6	1,0	1,3	1,8	3,6	1,5

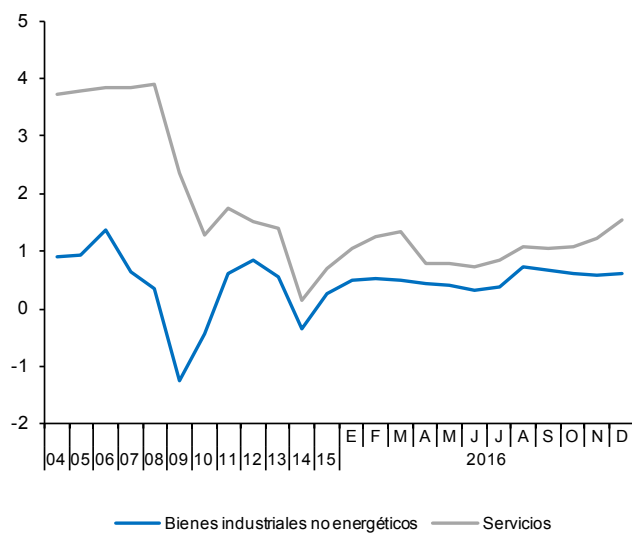
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

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

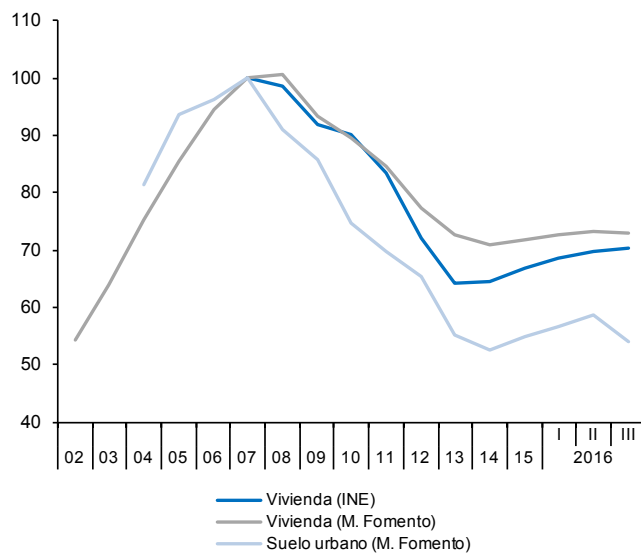
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. 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	150,1	--
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	100,5	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,3	--
2014	100,2	110,2	105,9	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,7	107,9	106,2	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016 (b)	101,0	104,1	105,7	69,7	72,9	56,5	141,6	139,3	148,7	153,8	--
2015 I	100,5	107,7	105,9	64,6	70,9	53,8	140,6	137,2	151,1	147,2	--
II	100,7	109,2	106,5	67,3	71,8	55,0	146,5	145,4	149,8	154,4	--
III	100,7	108,5	106,6	67,8	71,8	56,1	138,8	135,5	149,0	160,1	--
IV	100,8	106,1	105,7	67,7	72,5	54,5	151,0	151,7	148,6	164,5	--
2016 I	100,7	102,3	105,2	68,7	72,6	56,6	140,3	137,3	149,8	147,6	--
II	101,1	103,4	105,6	69,9	73,3	58,7	146,3	145,5	148,6	154,4	--
III	101,0	105,0	106,0	70,5	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV (b)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 Oct	--	106,7	106,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Nov	--	106,9	106,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Dic	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
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	0,1	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,0
2013	0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,3	0,5
2014	-0,3	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	1,1
2016 (d)	0,7	-3,7	-0,5	4,7	2,0	2,7	-0,3	-0,1	-0,8	-0,1	1,1
2015 I	0,5	-1,9	0,2	1,5	-0,1	5,9	0,5	1,4	-1,9	0,8	0,7
II	0,6	-1,2	0,7	4,0	1,2	4,7	0,4	0,6	-0,2	0,5	0,7
III	0,6	-2,4	0,5	4,5	1,4	9,7	0,3	0,5	-0,5	-0,1	0,8
IV	0,4	-2,8	-0,1	4,2	1,8	-2,4	1,2	1,7	-0,3	1,4	0,7
2016 I	0,2	-5,1	-0,7	6,3	2,4	5,3	-0,2	0,1	-0,8	0,3	1,1
II	0,4	-5,4	-0,9	3,9	2,0	6,6	-0,2	0,0	-0,8	0,0	1,1
III	0,3	-3,3	-0,5	4,0	1,6	-3,5	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4	1,1
IV (e)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,1
2016 Oct	--	0,3	0,1	--	--	--	--	--	--	--	1,1
Nov	--	0,6	0,8	--	--	--	--	--	--	--	1,1
Dic	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,1

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

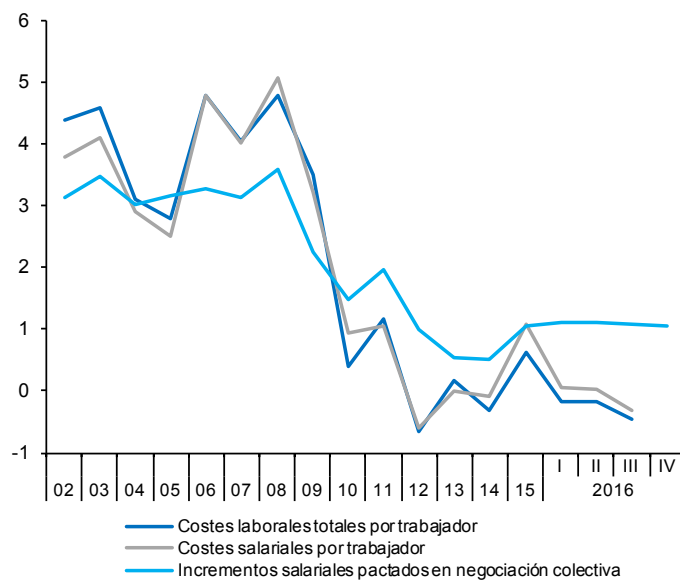
Fuentes: M. de Fomento, M. de Trabajo e INE.

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

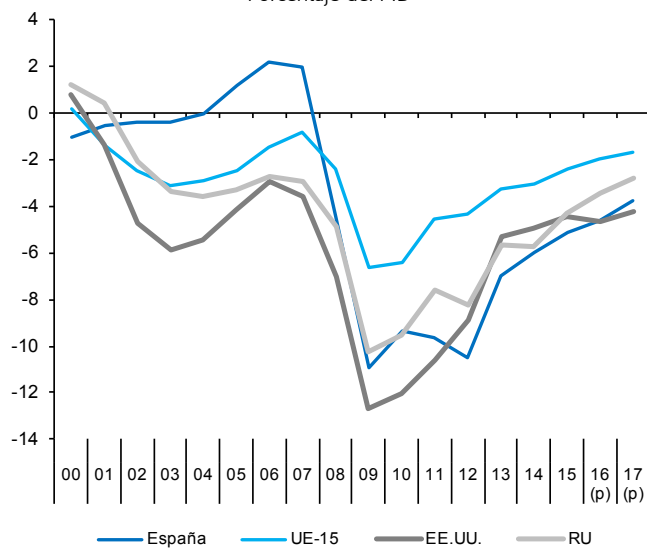
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las A.A.P.P.				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	-267,4	-543,4	-45,8	393,5	6.844,6	8.496,7	552,0	-70,3	45,4	-737,7	-16,7
2006	22,1	-170,5	-411,6	-39,9	392,2	7.057,0	8.817,9	597,1	-90,7	28,9	-802,2	-32,4
2007	21,6	-100,9	-513,6	-44,5	383,8	7.134,7	9.267,5	646,2	-104,1	24,1	-718,1	-37,5
2008	-49,4	-284,8	-1033,3	-76,4	439,8	7.570,7	10.721,7	786,3	-102,9	-82,0	-691,6	-55,0
2009	-118,2	-751,9	-1827,4	-155,4	568,7	8.531,5	12.404,7	975,5	-46,5	14,0	-381,9	-44,8
2010	-101,4	-759,8	-1797,7	-150,3	649,3	9.581,6	14.175,8	1.190,9	-42,0	35,0	-445,9	-43,1
2011	-102,9	-552,4	-1646,6	-124,1	743,5	10.258,0	15.361,7	1.324,2	-35,3	68,1	-481,5	-29,1
2012	-108,9	-534,5	-1430,7	-138,6	890,7	10.912,3	16.558,5	1.424,8	-4,6	147,7	-468,2	-61,4
2013	-71,9	-409,4	-889,6	-98,5	978,3	11.274,0	17.462,6	1.499,8	15,0	190,4	-386,1	-76,4
2014	-62,2	-387,6	-854,2	-104,4	1.040,9	11.811,8	18.210,6	1.604,8	10,4	189,8	-401,7	-85,0
2015	-55,2	-326,6	-800,1	-81,1	1.073,2	12.132,7	18.965,9	1.666,0	14,3	252,6	-477,4	-100,2
2016	-51,3	-269,4	-861,7	-66,5	1.112,2	12.073,0	20.093,1	1.710,1	18,7	305,9	-467,5	-107,0
2017	-43,6	-234,7	-811,8	-55,4	1.155,8	12.121,9	20.998,3	1.756,5	17,4	314,6	-498,2	-97,2
Porcentaje del PIB												
2005	1,2	-2,5	-4,2	-3,3	42,3	63,0	64,9	40,0	-7,6	0,4	-5,6	-1,2
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,7	38,9	61,7	63,6	41,0	-9,0	0,3	-5,8	-2,2
2007	2,0	-0,8	-3,5	-2,9	35,5	59,2	64,0	42,2	-9,6	0,2	-5,0	-2,4
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-4,9	39,4	63,1	72,8	50,3	-9,2	-0,7	-4,7	-3,5
2009	-11,0	-6,6	-12,7	-10,2	52,7	75,2	86,0	64,2	-4,3	0,1	-2,6	-3,0
2010	-9,4	-6,4	-12,0	-9,6	60,1	81,2	94,7	75,7	-3,9	0,3	-3,0	-2,7
2011	-9,6	-4,6	-10,6	-7,6	69,5	84,6	99,0	81,3	-3,3	0,6	-3,1	-1,8
2012	-10,5	-4,3	-8,9	-8,3	85,7	88,2	102,5	85,1	-0,4	1,2	-2,9	-3,7
2013	-7,0	-3,3	-5,3	-5,7	95,4	90,5	104,6	86,2	1,5	1,5	-2,3	-4,4
2014	-6,0	-3,0	-4,9	-5,7	100,4	91,8	104,7	88,1	1,0	1,5	-2,3	-4,7
2015	-5,1	-2,4	-4,4	-4,3	99,8	89,7	105,2	89,1	1,3	1,9	-2,6	-5,4
2016	-4,6	-2,0	-4,6	-3,5	99,5	89,0	108,1	89,2	1,7	2,3	-2,5	-5,6
2017	-3,8	-1,7	-4,2	-2,8	99,9	88,2	108,5	88,9	1,5	2,3	-2,6	-4,9

Fuente: Comisión Europea. Previsiones Otoño 2016.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

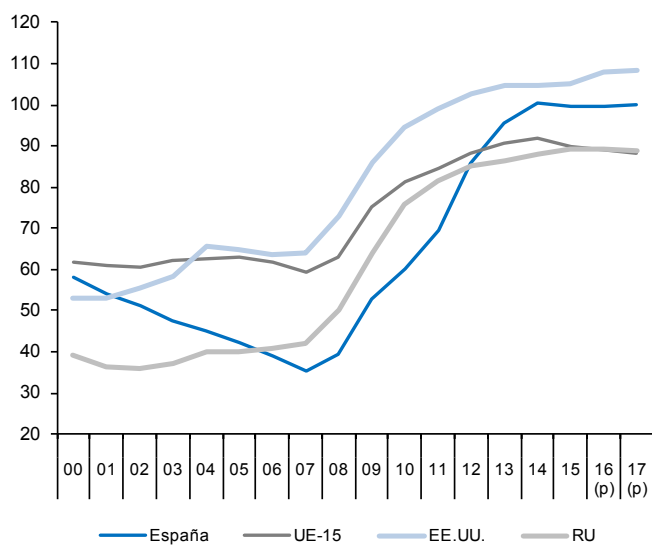
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población								Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)		
2006	44.708.964	40,63	16,74	77,71	84,16	47,49	24,63	10,82	840.844	37,60
2008	46.157.822	40,81	16,54	78,23	84,34	47,47	24,49	13,10	726.009	28,43
2010	47.021.031	41,12	16,87	79,06	85,05	48,63	25,03	14,05	464.443	35,57
2012	47.265.321	41,63	17,40	79,38	85,13	50,39	26,14	14,30	370.515	36,36
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	79,92	85,42	52,42	28,03	13,22	455.679	36,43
2016	46.557.008	42,67	18,60			52,86	28,42	13,15		
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 (%)
2006	15.856,2	2,76	11,55	10,27
2008	16.742,0	2,71	12,00	10,24
2010	17.173,9	2,67	12,82	9,93
2012	17.434,4	2,63	13,66	9,91
2014*	18.328,9	2,51	14,23	10,55
2015	18.375,9	2,54	14,56	10,74
2016	18.444,2	2,52		
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 (%)
2006	9,26	9,45	155.628	34,1	30,0	2,08
2008	8,51	8,35	131.060	34,6	31,5	1,62
2010	7,17	7,89	127.682	35,7	32,5	1,87
2012	7,17	6,74	127.160	36,3	33,3	2,04
2014	6,95	6,46	133.643	36,9	33,9	2,06
2015	7,25	6,50	130.141	37,2	34,3	2,26
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)	
2006	29,3	1,31	1,69	28,4	10,6	
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

EPA: Encuesta de Población Activa. EPF: Encuesta de Presupuestos Familiares. ID INE: Indicadores Demográficos INE. CGPJ: Consejo General del Poder Judicial. MSAN: Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

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

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

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

Cuadro 3
Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con Educación Primaria o menos	Población de 30 a 34 años con Educación Primaria o menos	Población de 16 o más años con Educación Universitaria	Población de 30 a 34 años con Educación Universitaria
2006	32,9	8,4	15,6	25,3
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014*	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
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)
2006	1.557.257	665.127	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	4,31
2008	1.763.019	669.021	472.604	1.377.228	49.799	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	720.937	555.580	1.445.392	100.963	53.099.329	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	111.087	46.476.414	4,46
2014	1.836.606●	690.228●	651.938●	1.361.340	139.844	44.846.415	4,31
2015	1.798.213♦	697.699♦	658.301♦	1.329.109	166.908		
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.

● 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
2006	720.384	4.809.298	723	859.780	732	2.196.934	476,7
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529,0
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	571,7
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	601,5
2014	1.059.799	5.558.964	1.000	929.484	916	2.348.388	624,0
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	630,6
2016●	762.208	5.727.152	1.042	937.775	930	2.358.145	637,6
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
	Número	Número	Número	
2006	278.110,0	276.920	204.844	82.064
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	999.965●	254.631■	199.724■	21.553■
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-noviembre.

■ Los datos se refieren a la media del periodo enero-octubre.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto						
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (por habitante)	Público (por habitante)	Atención primaria (% total del gasto)	Farmacia (% total del gasto)	Conciertos (% total del gasto)
2006	7,76	5,62	1.734	1.265	13,9	22,4	9,9
2008	8,29	6,10	1.976	1.464	14,5	20,7	9,5
2010	9,01	6,74	1.995	1.493	14,2	20,8	9,0
2012	9,09	6,54	1.909	1.370	13,6	17,6	9,6
2014	9,08	6,34	1.915	1.332	13,4	17,6	9,6
Fuentes:	OCDE	OCDE	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Personal y recursos				
	Médicos en atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeros/as en atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeros/as en atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Puestos en hospitales de día por 1.000 hab.
2006	1,6	0,7	2,8	0,6	0,2
2008	1,8	0,8	3,0	0,6	0,2
2010	1,8	0,8	3,2	0,6	0,4
2012	1,8	0,8	3,1	0,6	0,4
2014	1,8	0,8	3,1	0,7	0,4

Fuentes: INCLASNS INCLASNS INCLASNS INCLASNS INCLASNS

	Satisfacción		Pacientes en espera	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público*	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra*	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes por 1.000 hab.	Para consultas especializadas por 1.000 hab.
2006	5,6	7,0	9,4	35,4
2008	6,4	7,0	9,2	37,5
2010	6,6	7,3	9,8	33,0
2012	6,6	7,5	11,8	35,9
2014	6,3	7,5	11,4	39,4
2015	6,4		12,2	43,4

Fuentes: INCLASNS INCLASNS INCLASNS INCLASNS

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

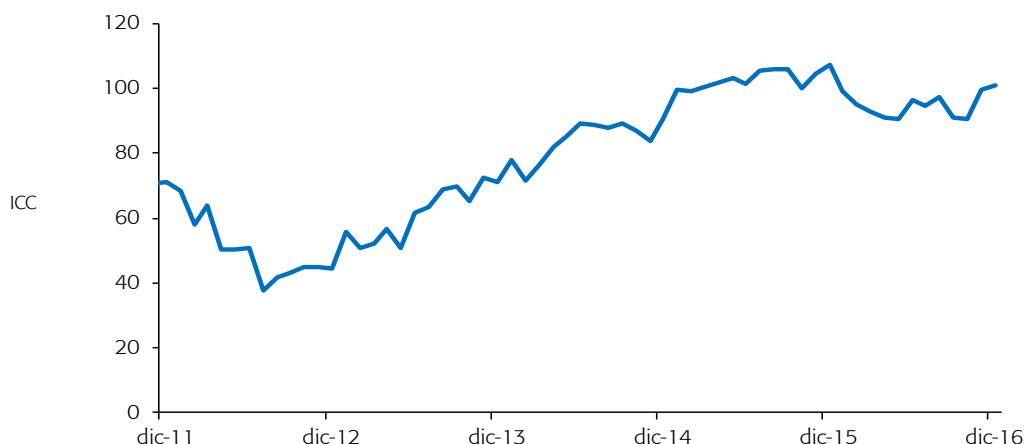
INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

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

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (diciembre 2011 - diciembre 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

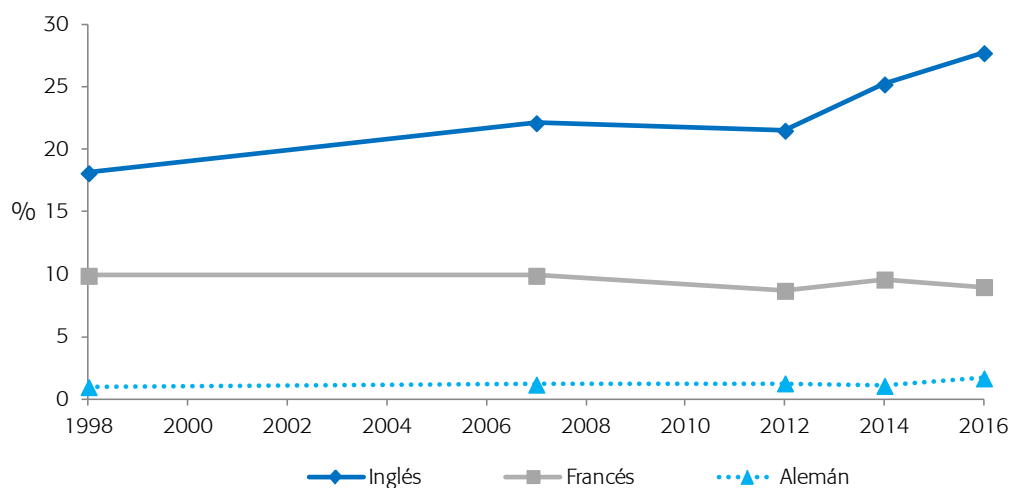
El escaso dominio de idiomas extranjeros se percibe a menudo como una de las debilidades educativas y culturales de los españoles. Los datos del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) muestran, efectivamente, el limitado conocimiento de lenguas europeas que tiene la población española. En diciembre de 2016, solo algo más de uno de cada cuatro españoles de 18 o más años (28%) declaraba hablar y escribir inglés. Las proporciones de quienes se atribuían competencias similares en francés (9%) y en alemán (1,7%) eran significativamente menores.

La perspectiva temporal permite, no obstante, distinguir una tendencia lentamente ascendente de los españoles que disponen de un nivel de conocimiento de la lengua inglesa suficiente para conversar o comunicarse por escrito. Entre 1998 y 2016, el porcentaje de quienes declaran hablar y escribir esta lengua ha aumentado en casi diez puntos. También se observa un claro incremento en la competencia oral y escrita del idioma alemán (especialmente entre los más jóvenes), aunque continúa siendo muy minoritaria. De hecho, el volumen del grupo que afirma hablar y escribir alemán es mucho menor que el del que declara las mismas competencias en francés, aunque este último ha permanecido prácticamente estancado en las últimas décadas (gráfico 2).

Hay que tener en cuenta que, tras las reducidas proporciones de conocedores de idiomas extranjeros, se ocultan disparidades muy notables entre diferentes grupos de edad (gráfico 3). Por ejemplo, de acuerdo con el barómetro del CIS de diciembre de 2016, el 70% de quienes cuentan entre 18 y 24 años dicen hablar y escribir inglés. El porcentaje disminuye a medida que aumenta la edad, cayendo hasta el 4% entre los españoles de 65 o más años. La brecha intergeneracional es, por tanto, evidente: por cada mayor que domina el inglés, 18 jóvenes se consideran capaces de hablarlo y escribirlo (gráfico 3).

Gráfico 2

Dominio (declarado) del inglés, francés y alemán (1998-2016)

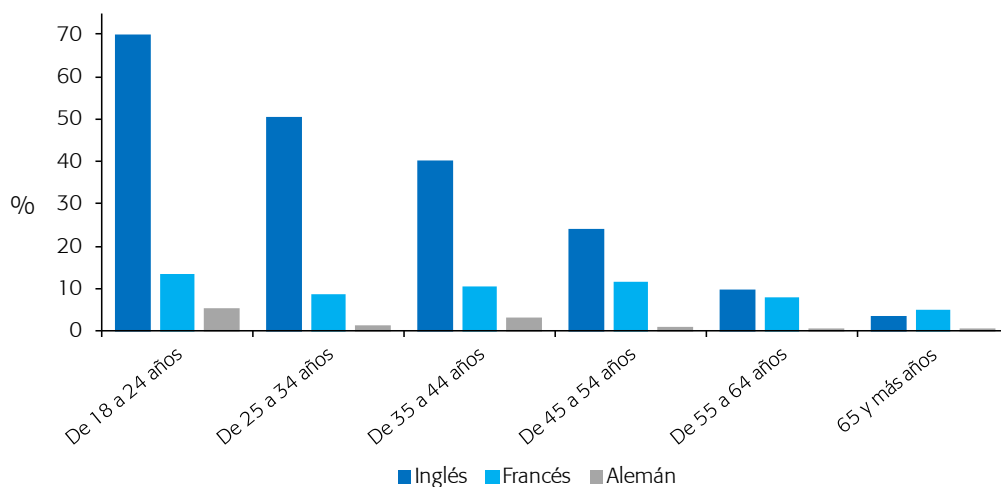


Pregunta: "Con respecto a los siguientes idiomas, ¿podría decirme si lo habla y lo escribe?"

Fuente: CIS, Barómetros de Opinión (www.cis.es).

Gráfico 3

Dominio (declarado) del inglés, francés y alemán, por grupos de edad (2016)



Pregunta: "Con respecto a los siguientes idiomas, ¿podría decirme si lo habla y lo escribe?"

Fuente: CIS, Barómetros de Opinión (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de enero de 2017

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,6	Octubre 2016
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,4	Octubre 2016
Dudosos (% var. mensual medio)	0,1	Octubre 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	527.317	Diciembre 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	138.455	Diciembre 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	1.408	Diciembre 2016
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,25	Septiembre 2016
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.731,21	Septiembre 2016
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	38.662,48	Septiembre 2016
Ratio "oficinas/entidades"	227,33	Septiembre 2016

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 diciembre	2017 15 enero	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	3,8	4,7	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,49	0,21	-0,02	-0,319	-0,327	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	2,76	0,48	0,17	-0,081	-0,094	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	1,4	1,4	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	3,4	-	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": El euríbor a tres meses comenzó 2017 bajando hasta el -0,327% en la primera quincena de enero, desde el -0,319% de cierre de 2016. El euríbor a doce meses también descendió, desde el -0,081% de diciembre al -0,094%. El BCE ha reiterado la extensión de los programas de compra de deuda hasta finales del próximo año, aunque reducirá su importe mensual desde marzo de 2017. El bono del Estado a 10 años mantiene su rentabilidad en el 1,4%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 octubre	2016 noviembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	34,6	75,6	75,5	107,86	107,19	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	77,7	73,2	65,3	46,80	57,02	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,9	2,6	1,3	1,19	0,68	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,5	4,6	3,4	2,54	1,26	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	2,3	0,1	0,1	-0,03	0,02	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente 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	1.141,92	1.086,94	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	0,6	0,5	2,8	-3,69	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	2,9	5,39	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Recto- ras 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	922,8	959,5(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.767,1	10.528,8	10.647,2	9.143,3	9.511,6(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	21,9	21,4(a)	Ratio "cotización/renta- bilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 octubre	2016 noviembre	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	7,4	21,3	-19,7	434,9	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	-1,3	-0,2	2,3	-0,9	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,7	0,6	0,1	-0,1	-0,04	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	4,3	1,3	-7,0	15,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,6	6,4	17,7	-20,0	45,0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de enero de 2017.

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido una reducción de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro, hasta el 107,19%, mientras que por otro lado se ha producido un incremento de las obligaciones del Estado, hasta el 57,02%. El IBEX-35 comenzó 2017 al alza, llegando a 9.511 puntos a mediados de enero y el índice general de la Bolsa de Madrid a los 959 puntos. Por otro lado, se observa un incremento de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y de las operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 del 15,8% y del 45,0%, respectivamente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016 I T.	2016 II T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,8	1,6	2,2	2,0	2,3	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,5	3,4	3,6	1,6	2,9	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	288,1	320,0	302,3	302,8	302,6	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016 I T.	2016 II T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,4	72,4	67,5	66,7	66,7	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,6	2,1	1,7	-1,7	0,9	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,8	-4,0	-2,9	-1,0	0,7	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el segundo trimestre de 2016 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía, hasta el 2,3% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se incrementó hasta el 2,9% del PIB desde el 1,6% del primer trimestre. Se observa también una estabilización de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 66,7% del PIB, el mismo porcentaje del trimestre precedente.

146

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 septiembre	2016 octubre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	9,1	-4,6	-4,0	-0,1	-0,6	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	9,0	-1,5	-0,1	0,1	-0,4	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,1	1,2	-15,2	-1,3	-3,1	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	-0,5	0,2	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-1,7	-5,9	-5,2	-5,3	-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 septiembre	2016 octubre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	40,5	-12,7	-22,4	-2,0	0,1	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	-0,5	-15,3	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	-0,7	-1,3	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": A octubre de 2016, se observa una reducción del crédito al sector privado y de los depósitos del 0,6% y del 0,4%, respectivamente. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 3,1%, mientras que las acciones y participaciones lo incrementaron un 0,2%. Asimismo, se ha producido una caída de los préstamos dudosos del 0,1% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 junio	2016 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	199	138	135	130	129	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	73	86	82	82	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español
38. Número de empleados	BE	246.418	203.305	203.305	202.954	202.954	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.703	31.817	30.921	30.207	29.492	Número total de oficinas del sector bancario
40. Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	-	406.285	460.858	454.537	527.317(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	-	111.338	122.706	123.577	138.455(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 2000-2013	2014	2015	2016 junio	2016 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	22.794	21.115	10.515	3.265	1.408(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a diciembre de 2016.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En diciembre de 2016, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 138.524 millones de euros.

PRO-MEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En diciembre de 2016, el importe de estos programas en España era 217.933 millones de euros y 1,64 billones de euros en el conjunto de la eurozona.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 junio	2016 septiembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	53,79	54,25	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	3.519,51	5.892,09	5.595,62	5.605,73	5.731,21	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	21.338,27	40.119,97	36.791,09	37.663,62	38.662,48	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	232,36	227,33	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	6,72	6,75	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	0,02	-0,01	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,40	0,41	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	4,93	4,91	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante el tercer trimestre de 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 150. Competitividad en los mercados internacionales: búsqueda de ventajas

PANORAMA SOCIAL

N.º 24. El nuevo escenario migratorio en España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 255. La banca en 2017: el reto de la rentabilidad

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 5, N.º 6 (2016). Spanish banks: Resisting a difficult climate

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 86. Mining structural and behavioral patterns in smart malware

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**AÑO 2017**

Publicación	Suscripción*			Números sueltos**	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	50	Gratuita	15	--
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)	--	--	Gratuita	12	--
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

