

Modelos de negocio y desafíos de la banca europea

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La banca española: de la
transición a la acción

Modelos de negocio
bancarios

Provisiones de pérdidas
esperadas: *IFRS 9*

Una nueva política
industrial

Paro estructural

Consolidación fiscal

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La incompleta
arquitectura del euro

Ciclos económicos en
Europa

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

257

marzo/abril 2017

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 *La banca española en Europa: de la transición a la acción*
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 11 **Modelos de negocio en la banca europea: cambios recientes**
Joaquín Maudos
- 27 **El nuevo enfoque en la provisión de activos sujetos a riesgo de crédito: la IFRS 9**
Pilar Barrios y Paula Papp
- 35 **Una nueva política industrial para España**
Rafael Myro
- 49 **Tasa de paro estructural en la economía española: estimaciones, consecuencias y recomendaciones**
María Romero y Daniel Fuentes
- 59 **Una consolidación fiscal en piloto automático**
Santiago Lago Peñas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 67 **El euro: una arquitectura incompleta**
Raymond Torres
- 77 **El ciclo económico en Europa**
María Dolores Gadea-Rivas, Ana Gómez-Loscos y Eduardo Bandrés

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 94 **Indicadores económicos**
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 121 **Indicadores sociales**
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 127 **Indicadores financieros**
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

En su *Informe sobre España 2017*, publicado el 22 de febrero de 2017, la Comisión Europea reconocía el esfuerzo del sector bancario español en aspectos como el holgado cumplimiento de sus requisitos de capital, el reforzamiento de la calidad de sus activos y la mejora de su resiliencia frente a posibles escenarios de tensión. Los esfuerzos diferenciales de la banca española en su proceso de reestructuración y en materia de transparencia se han desarrollado al tiempo que tenía lugar el desapalancamiento bancario del conjunto de la economía española, en un entorno marcado por tipos de interés negativos que dificulta notablemente la recuperación de la rentabilidad. En materia de eficiencia, la banca española sigue manteniendo su ventaja respecto al promedio de la eurozona: dos tercios de los ingresos de explotación de los bancos del área de la moneda única son consumidos por sus costes administrativos y salariales, mientras que en España tan solo se consumen la mitad de esos recursos. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, con el que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, señala no obstante, que aunque los mercados parecen estar comportándose de modo algo más favorable en 2017 que en el ejercicio pasado, no será un año exento de desafíos para los bancos españoles y europeos. En particular, los autores se refieren a la elevada exposición de la banca española a Reino Unido, por las incógnitas que plantea la activación del *Brexit*; a las presiones hacia la desregulación provenientes de Estados Unidos, que podría alterar los frágiles equilibrios de la arquitectura de la unión bancaria; y a la ausencia de referencias en materia de transparencia, que podría afectar a la banca de otros países provocando nuevos episodios de estrés bancario.

El hecho es que, tras varios años desde el inicio de la crisis financiera que afectó al conjunto de la banca europea, se han producido importantes cambios en el modelo de negocio de la banca de la eurozona. El artículo de JOAQUÍN MAUDOS enlaza con el trabajo anterior en este punto, comparando la composición del balance de 2008 y 2016. A tal efecto, la principal diferencia de la banca española respecto al promedio de la eurozona es el mayor peso relativo de los préstamos al sector privado y de los depósitos; la banca europea, en cambio, está más especializada en el mercado interbancario y en la actividad externa, así como en la financiación vía deuda en los mercados mayoristas. En todo caso, en el modelo de negocio de la banca española se detecta una notable caída del peso que tiene en el activo el préstamo al sector privado, un aumento de la importancia de la deuda pública, una mayor financiación vía depósitos y menor en los mercados mayoristas, una corrección del *gap* de liquidez en la ratio créditos/depositos, y un notable incremento de sus niveles de capitalización, resultado de las mayores exigencias regulatorias. De igual modo, el examen de la estructura de ingresos permite apreciar también los cambios en el modelo de negocio, por el aumento del peso relativo de los ingresos distintos al cobro de intereses, especialmente por medio de las actividades generadoras de comisiones, como reacción al nuevo escenario de bajos tipos de interés, creciente exigencia regulatoria y aumento de la competencia.

Precisamente, uno de los cambios regulatorios que puede tener mayor impacto en las provisiones de las entidades financieras es la nueva norma internacional de instrumentos financieros *IFRS 9*, emitida por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad, y que

entrará en vigor el 1 de enero de 2018. La lógica de las provisiones se verá modificada desde un enfoque basado en las pérdidas incurridas a otro que toma como referencia las pérdidas esperadas desde el momento inicial de la concesión. El artículo de PILAR BARRIOS y PAULA PAPP revisa los contenidos de la nueva normativa, que establece una asignación de provisiones en función de la evolución de los riesgos crediticios, que se revisan periódicamente. Un primer estudio de la Autoridad Bancaria Europea estima que será necesario un incremento medio de un 18% en el volumen de provisiones y que dará lugar a una disminución del coeficiente CET1 de 59 puntos básicos en media. Un impacto, por tanto, muy significativo, que será incluso mayor del que muestran estas cifras para un 80% de las entidades.

La industria española ha resistido mejor que la mayoría de las economías europeas el empuje de los países emergentes en el comercio mundial. La trayectoria de las exportaciones españolas ha obedecido a una oferta diversificada y bien adaptada a la demanda mundial, mejoras en la calidad y diferenciación de los productos, una buena combinación de viejos y nuevos mercados, y la ejecutoria de un conjunto de empresas de elevada dimensión y alta productividad. Sin embargo, como señala el trabajo de RAFAEL MYRO, la industria española adolece de importantes desventajas competitivas que frenan su crecimiento y deberían ser objeto de una política industrial más activa. Un objetivo clave de dicha política es el aumento de la productividad, que debe cimentarse en la mayor incorporación de capital humano y tecnológico al proceso productivo. Dos vectores resultan, en tal sentido, fundamentales. En primer lugar, la creación de un ecosistema innovador que, en opinión del autor, debe contar con un protagonismo claro del Estado más allá de su papel como financiador del sector privado. Y en segundo lugar, la mejora de la calidad de gestión de las empresas españolas, que sufren importantes carencias que limitan el aumento de su dimensión, la búsqueda de nuevos mercados y hasta el proceso de digitalización de los procesos productivos y del *marketing*. Junto a la mejora de la productividad, la internacionalización de las empresas debe continuar como objetivo de la política industrial, facilitando su inserción en las redes internacionales de producción y favoreciendo a las manufacturas más rezagadas, especialmente en lo que se refiere a las medianas empresas, en el ámbito de la promoción exterior.

La economía española alcanzará en 2017, tras nueve años, el PIB que tenía antes de la crisis; sin embargo, el empleo y el paro tendrán que esperar aún algunos años para recuperar los niveles equivalentes. La recuperación de tasas de crecimiento positivas ha permitido la creación de empleo y la reducción de la tasa de paro, que llegó a situarse en un máximo del 26,9% de la población activa en el primer trimestre de 2013. Tras trece trimestres de crecimiento continuado del PIB, la tasa actual del 18,6% duplica a la media de la eurozona y abre el interrogante de si es posible alcanzar unos niveles homologables a los de nuestros socios europeos sin acelerar los precios y los salarios. Se trata, en suma, de cómo actuar sobre la denominada tasa de paro estructural, que diferentes instituciones sitúan en valores muy cercanos a la tasa de paro efectiva del momento. El artículo de MARÍA ROMERO y DANIEL FUENTES realiza nuevas estimaciones que confirman una horquilla de entre el 16 y el 18%, probablemente más cerca del límite inferior, pero que sigue siendo excesivamente alta. Su trabajo contiene un conjunto de propuestas para reducir el paro estructural que pasan por reconvertir y orientar más eficazmente a los parados, reformando las políticas activas de empleo; impulsar el autoempleo a través de la mejora de las condiciones para el emprendimiento; impulsar la política de defensa de la competencia; y reducir las rigideces que, a su juicio, todavía persisten en el mercado laboral.

El último artículo de la sección de Economía y Finanzas Españolas, cuyo autor es SANTIAGO LAGO PEÑAS, es una puesta al día del proceso de consolidación fiscal de las administraciones públicas españolas y de sus retos más inmediatos. El punto de partida es reconocer que a pesar de que la economía española ha crecido por encima del 3% en los dos últimos años, parece que existe una cierta incapacidad para cerrar la brecha estructural entre ingresos y gastos públicos. Tres aspectos resultan esenciales en el diagnóstico. Primero, que esta lenta reducción del déficit se debe al mal comportamiento de los ingresos tributarios, principalmente por el impacto de algunas rebajas fiscales. Segundo, que el cumplimiento de objetivos por las comunidades autónomas en 2016 tiene que ver no tanto con medidas de ajuste discrecionales, como con los recursos adicionales proporcionados por el sistema de financiación autonómica. Y tercero, que el principal problema en estos momentos es el desequilibrio de las cuentas de la

Seguridad Social, cuyos ingresos no están respondiendo como se esperaba a la recuperación del empleo.

La sección de Economía Internacional se inicia con un artículo de RAYMOND TORRES que toma como referencia inicial el mediocre comportamiento de la economía de la eurozona en los años posteriores a la crisis –en comparación con otras economías avanzadas– y las notables divergencias existentes entre los países que comparten la moneda única, lo que hace a las economías periféricas mucho más vulnerables ante posibles *shocks* negativos. Aunque el desempeño de los países se explica en parte por las instituciones y políticas nacionales, el autor destaca que un problema fundamental es la incompleta arquitectura de la eurozona, y que puede resumirse como la falta de conexión del euro con los estados que forman parte de la moneda única. Ello se debe, en primer lugar, a que el Banco Central Europeo (BCE) no está diseñado como prestamista de último recurso y por tanto los gobiernos tienen que financiar sus déficits en una moneda que no controlan; la actuación del BCE con la adopción de importantes medidas de política monetaria no convencional ha mitigado en parte este problema, si bien su progresiva retirada deja abierta de nuevo la cuestión suscitada, que podría afrontarse con algún tipo de respaldo conjunto a la deuda pública por parte de la eurozona. Un segundo defecto es la fuerte exposición de los bancos a los *shocks* domésticos, por su importante cartera de deuda pública, que quizá podría dar lugar a nuevas normas prudenciales sobre la composición de los activos bancarios. La falta de un seguro de depósitos común, a pesar de la propuesta legislativa realizada por la Comisión Europea, es el tercero de los problemas. Y finalmente, la ausencia de instrumentos

de política económica, por parte de la eurozona, para hacer frente a las perturbaciones macroeconómicas, especialmente por medio de la política fiscal y de las políticas de empleo. El Plan Juncker y el programa de garantía juvenil estarían en la buena dirección, pero se consideran herramientas insuficientes para afrontar en toda su dimensión la debilidad del crecimiento europeo y su elevada tasa de desempleo.

Finalmente, el trabajo de MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS analiza los ciclos económicos en los países europeos tratando de detectar si ha aumentado la sincronización entre los mismos y de identificar, en su caso, los grupos o *clusters* existentes. Sus resultados ponen de manifiesto que existe un patrón cíclico bastante común, que los comovimientos aumentaron en la segunda mitad de los años noventa y que la correlación espacial no ha dejado de crecer desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria, en 1999. En todo caso, el mayor impulso a dicha tendencia sincronizadora procede de la Gran Recesión, mientras que la posterior mejoría registrada por las economías europeas supuso un nuevo descenso de los comovimientos. El fechado del ciclo económico de los países europeos permite identificar tres periodos recesivos principales: la crisis de comienzos de los noventa, la desaceleración de 2001 y la Gran Recesión 2008-2009 y 2011-2013. En términos generales, se muestra que durante el periodo 1980-2014 puede hablarse de la existencia de un único *cluster* para los dieciséis países objeto de estudio, con un crecimiento medio del 2,69% durante las fases expansivas del ciclo y del -0,52% durante las fases recesivas.

La banca española en Europa: de la transición a la acción

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La banca española parece afrontar 2017 con mayor optimismo que en el ejercicio precedente, que estuvo caracterizado por la incertidumbre y el nerviosismo en los mercados desde principios de año. El escrutinio de las instituciones europeas e internacionales y los esfuerzos realizados desde el propio sector parecen reafirmar un incremento significativo de la robustez y las perspectivas de rentabilidad de los bancos españoles, si bien aún se están realizando ajustes —importantes en algún caso particular— y el entorno no está exento de riesgo. Respecto al conjunto de la eurozona, las entidades financieras españolas siguen compartiendo un esfuerzo de desapalancamiento para ajustar la oferta a la realidad de la demanda. En todo caso, poco a poco, se observan perspectivas más favorables para el crédito. Y finalmente, también parece existir una ventaja relativa para los bancos españoles en términos de eficiencia y en capacidad de generación de ingresos.

El entorno: resultados de la banca española, escrutinio exterior y acciones de *rating*

El comienzo de 2017 no ha estado exento de incertidumbre para los sectores bancarios europeos, aunque no ha sido ni tan convulso ni tan volátil en los mercados como lo fue 2016. El ambiente monetario sigue siendo excepcional, con una provisión de liquidez oficial por parte del Banco Central Europeo (BCE) aún muy elevada y con tipos de interés reales negativos.

Persisten, en todo caso, las dudas sobre la banca italiana. La solución ofrecida hasta la fecha para el rescate de Monte dei Paschi di Siena es incompleta y, probablemente, no resuelve tres problemas: el de credibilidad del sector, dado que aún se aprecia falta de transparencia; el de la correcta aplicación de los mecanismos previstos por la supervisión única, puesto que la solución se ha definido como un rescate y no como un *bail-in* (con asunción de costes por parte de accionistas y tenedores de bonos); y el de la morosidad del conjunto de la industria bancaria italiana. Las autoridades transalpinas han puesto a disposición

* Bangor Business School, CUNEF y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

hasta 20.000 millones de euros como ayuda contingente para los bancos del país que presenten problemas de solvencia, pero se sigue echando de menos un análisis exhaustivo de la calidad de los balances.

En medio de las dudas sobre la banca italiana se han producido algunas declaraciones desde el propio BCE que sugieren que podría ser conveniente la creación de una sociedad de activos ("banco malo") paneuropea que diera una salida más rápida a los activos deteriorados aún en poder de las entidades financieras de la eurozona. Esta posibilidad ofrecería una solución adicional a los bancos italianos, así como en otros países de forma más o menos generalizada, incluso como complemento para las sociedades de activos ya creadas en algunos casos. Sea como fuere, los problemas relacionados con la transparencia no se han resuelto aún de forma definitiva.

En lo que se refiere a España, las entidades bancarias han venido recientemente ofreciendo sus resultados de cierre de 2016. Los seis mayores bancos españoles —Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia, Popular y Sabadell— mostraron un beneficio neto conjunto de 8.755 millones de euros. Esto supone una reducción del 22,3% respecto a 2015. En todo caso, las pérdidas de 3.485 millones del Banco Popular tienen mucho que decir al respecto de ese resultado conjunto. Sin ellas, el beneficio habría aumentado, sin embargo, un 8,5%.

Según la Comisión Europea, los problemas de calidad de los activos de la banca española se siguen resolviendo en la dirección adecuada, habiéndose reducido la ratio agregada de préstamos no productivos hasta situarse ligeramente por encima del 9% en noviembre de 2016.

En medio de la presentación de estos resultados, la Comisión Europea (2017) publicó el 22 de febrero el "Informe sobre España 2017, con un examen exhaustivo relativo a la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos". Aunque se trataba de un documento

que abarcaba el conjunto de políticas macroeconómicas y la evolución reciente de la economía española, se realiza una evaluación de aspectos financieros de considerable interés.

En particular, la Comisión Europea afirmaba en este documento que "el sector financiero ha seguido mostrando un alto grado de estabilidad, respaldado por su actual proceso de reestructuración, los bajos costes de financiación y la recuperación económica". En lo que respecta al sector bancario, se consideraba, además, que "siguió reforzando sus colchones de capital, y las pruebas de resistencia realizadas por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) en julio de 2016 pusieron de manifiesto que los seis mayores bancos españoles cumplían holgadamente sus requisitos de capital".

Según la Comisión Europea, los problemas de calidad de los activos se seguían resolviendo en la dirección adecuada, indicando que "la ratio agregada de préstamos no productivos bajó hasta situarse ligeramente por encima del 9% en noviembre de 2016. Como en otras partes de Europa, el principal reto es la reducción de la rentabilidad, en un contexto de bajos tipos de interés y de persistencia de un margen para seguir mejorando el modelo empresarial del sector".

En consonancia con las expectativas que se vienen manejando por la mayor parte de los economistas, el informe señala que el saldo del crédito continúa registrando un cambio interanual negativo, pero que esta situación se puede revertir en 2017 y que, de hecho, las nuevas operaciones de crédito a pymes están aumentando de forma importante. También se muestra una cierta reactivación del crédito al consumo.

Se reafirma, además, la solvencia de la banca española que, según el informe, "tiene amplio acceso a la liquidez y puede cumplir holgadamente los requisitos de capital reglamentario. Los niveles de solvencia muestran resiliencia frente a un escenario de tensión, y la calidad de los activos de los bancos se ha reforzado más".

En una perspectiva algo más amplia, se valora el esfuerzo del sector privado por reducir su

deuda, aunque se indica que “el endeudamiento de la economía española sigue siendo elevado, representando la deuda del sector privado no financiero el 167,5% del PIB en el tercer trimestre de 2016. Reflejando los pasivos exteriores netos, el alto nivel de deuda sigue constituyendo un desequilibrio macroeconómico, ya que la carga financiera asociada comprime la demanda interna y aumenta la vulnerabilidad frente a variaciones del tipo de interés”.

Es importante señalar también, en relación al entorno de la banca española, que, entre las presiones negativas sobre la rentabilidad, también están pesando algunas decisiones judiciales. El 21 de diciembre de 2016, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictaminó acerca de la total retroactividad de la nulidad de las cláusulas suelo en los contratos hipotecarios de interés variable más allá de mayo de 2013. Si bien buena parte del posible impacto estaba provisionado por parte de las entidades como un riesgo legal no despreciable, la sentencia redujo el beneficio de un número importante de entidades en 2016. El 20 de enero de 2017, el Gobierno español aprobó un procedimiento extrajudicial gratuito, voluntario y rápido para satisfacer las demandas de reembolso en relación con las cláusulas suelo. También debe señalarse que un importante conjunto de instituciones financieras considera que los supuestos de la sentencia no afectan a parte o a todos sus contratos hipotecarios existentes.

En el plano de la reputación de las entidades, cabe destacar que el 9 de febrero la agencia de calificación financiera Standard & Poor's (S&P) revisó al alza el *rating* de Bankia, a 'BBB-' desde 'BB+', permitiendo a este banco abandonar el grado de “bono basura”. Asimismo, se mantuvo la perspectiva “positiva”. También mejoraron en un escalón su calificación Bankinter ('BBB-' desde 'BB+'), Ibercaja ('BB+' desde 'BB') y Abanca ('BB-' desde 'B+'), todos ellos también con perspectiva positiva. Y también se unieron a la consideración de perspectiva positiva Santander, CaixaBank, Kutxabank, Cecabank y Caja Laboral. Sin embargo, el 15 de febrero, la agencia de calificación Fitch rebajó el *rating* de Banco Popular hasta 'B+' desde 'BB-'.

No pueden obviarse, en este ámbito, las acciones de transparencia del Congreso de los Diputados y del Banco de España, motivadas en medio de una intensa polémica sobre la prevención y acción supervisora antes y durante la crisis financiera en España. Ambas instituciones han anunciado la elaboración de informes en los que analizarán tales cuestiones de forma detallada.

Situación comparativa respecto a la eurozona

Varios de los aspectos cualitativos referentes a las diferencias entre el sector bancario español y el europeo han sido analizados con detalle en notas anteriores de *Cuadernos de Información Económica*. En particular, tres:

- El esfuerzo diferencial en materia de transparencia aumentada (más allá de los requerimientos habituales) para despejar las dudas sobre la calidad de los balances bancarios.
- La mayor incidencia de la reestructuración, que ha permitido un mayor ajuste entre oferta y demanda de servicios minoristas bancarios en España y que, de hecho, continúa aún con una considerable intensidad.
- La aplicación de un conjunto amplio de requerimientos derivados de la ayuda financiera prestada por la Unión Europea, entre los que destaca la asunción de mecanismos de *bail-in*, incluso aunque en el momento de su aprobación no estaba aún en funcionamiento el Mecanismo de Resolución Único que, sin embargo, no se ha aplicado en Italia a pesar de estar en vigor desde enero de 2016.

En todo caso, España sigue registrando algunas tendencias en la actividad bancaria que parecen ocurrir en consonancia con las que se producen en el resto de la eurozona. La actualización más reciente sobre datos bancarios en el *Statistical Data Warehouse* del BCE permite comparar la banca española con el promedio de la eurozona hasta septiembre de 2016. Destaca, en primer lugar, el

desapalancamiento bancario, en la medida en que la variación interanual de los activos totales bancarios (gráfico 1) viene cayendo de forma intensa desde 2015 y, aunque se frenó en alguna medida a finales de 2016, no se observa, de momento, una recuperación que sugiera que el tamaño del sector bancario de la eurozona vaya a crecer en el corto plazo.

Los retos del negocio bancario no se refieren solo a la generación de márgenes, sino a cuestiones menos comentadas como el desafío técnico de diseñar contratos con tipos negativos o las perspectivas generadas en la demanda ante un coste del dinero que responde a la acción del banco central, pero que no refleja el riesgo real de los potenciales prestatarios.

Este ajuste en el conjunto de los activos se deja notar en el crédito que, como se señaló anteriormente, comenzó a recuperarse en 2015, pero el aumento de la incertidumbre en los mercados durante 2016 volvió a provocar caídas del mismo. Como muestra el gráfico 2, las tasas inter-

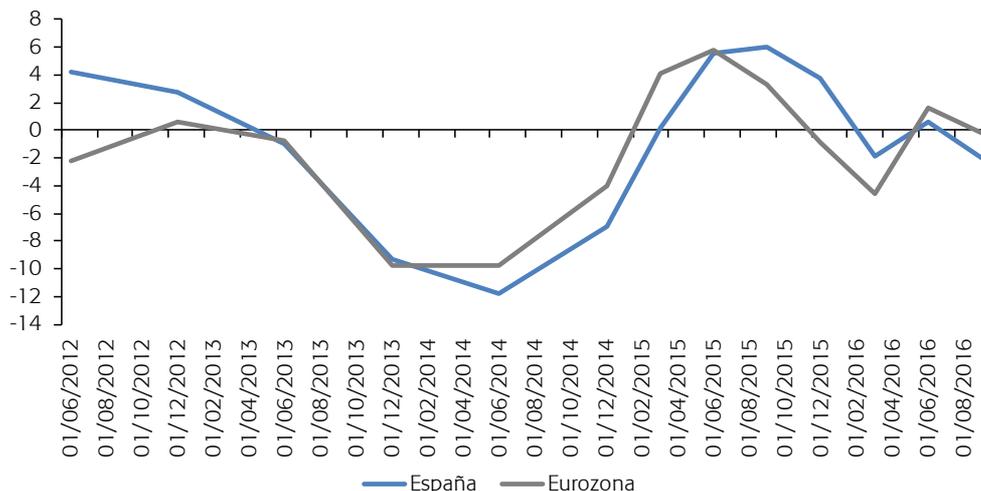
trimestrales durante 2016 fueron negativas y no se observaba un cambio de tendencia significativo. La proliferación de procesos electorales y la incertidumbre aparejada a ellos explica parte de la contención en el crecimiento del crédito. También hay que añadir la presión regulatoria y la menor demanda de financiación en un entorno en el que el endeudamiento sigue siendo elevado. En todo caso, las perspectivas son más positivas para 2017.

En lo que respecta al negocio, el entorno de tipos de interés negativos es especialmente delicado para afrontar el desafío de recuperar la rentabilidad en la industria bancaria europea. Los retos no se refieren únicamente a la generación de márgenes, sino también a cuestiones menos comentadas como el desafío técnico de diseñar contratos con tipos negativos o las perspectivas generadas en la demanda ante un coste del dinero que responde a la acción del banco central pero que no refleja el riesgo real de los potenciales prestatarios. Todo ello pesa, además, sobre una percepción generalizada, aunque algo sesgada, entre la opinión pública, de que estos tipos reducidos favorecen a los bancos pero no a los hogares. Sin embargo, la mayor parte de las

Gráfico 1

Desapalancamiento bancario

(Porcentaje de variación interanual en activos totales)

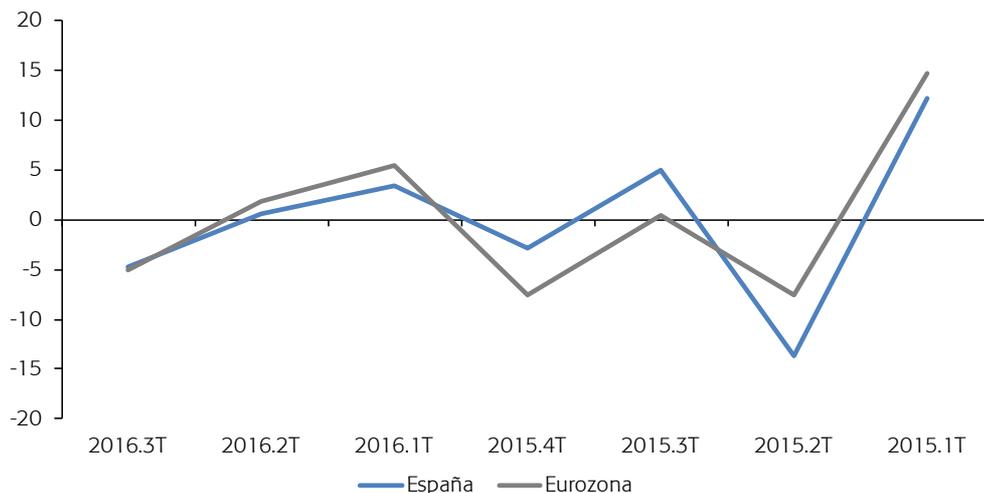


Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 2

Crédito bancario

(Porcentaje de variación trimestral)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

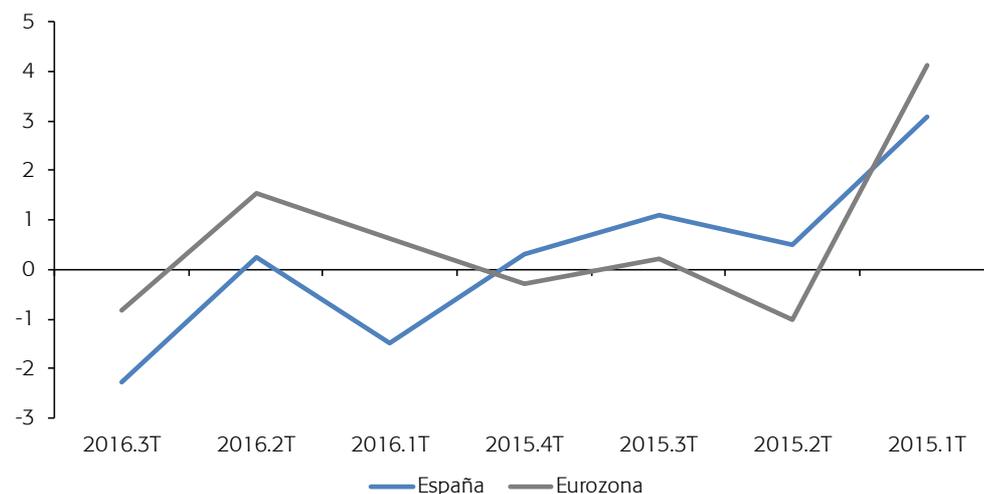
familias y empresas han podido ejercer con una facilidad significativamente mayor el mencionado esfuerzo de devolución de deuda en ese contexto de tipos de interés reales negativos. Para los bancos, sin embargo, resulta algo más complicado aplicar la prima de riesgo necesaria para poder hacer

fluir el crédito de forma más decidida. Como se observa en el gráfico 4, el margen de intereses sobre activos totales se mantuvo relativamente estable entre 2011 y 2014 (en el promedio del 1,8% en España y del 1,3% en la eurozona) pero se ha reducido significativamente en 2016.

Gráfico 3

Depósitos del sector privado

(Tasa de variación trimestral)

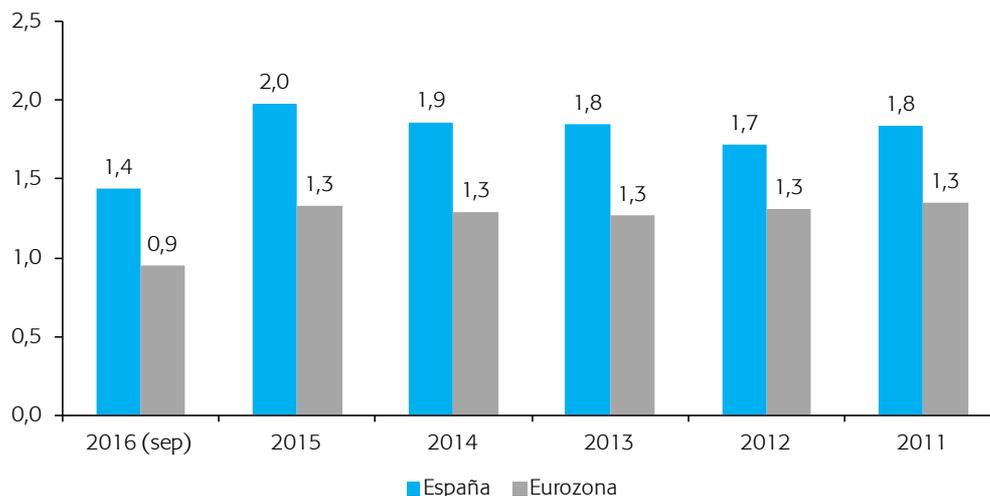


Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 4

Margen de intereses sobre activos totales

(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

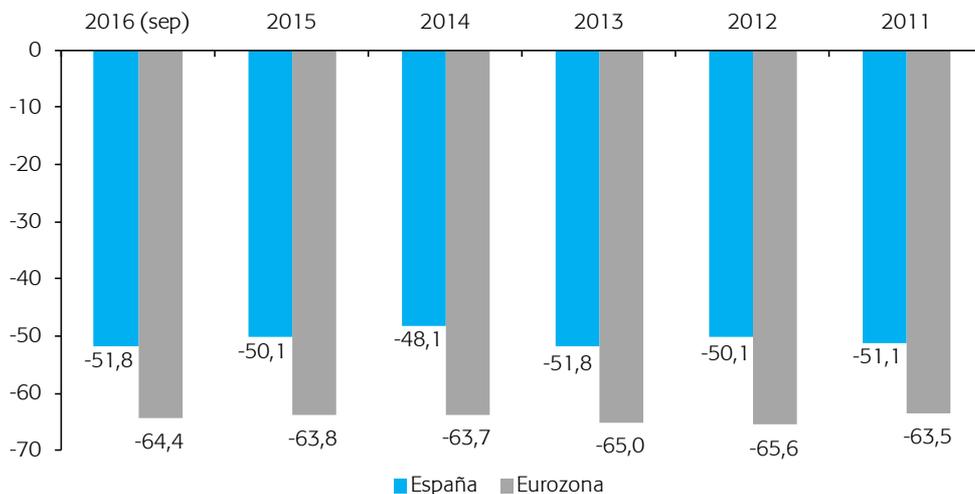
Uno de los aspectos donde los bancos españoles partían con ventaja respecto al promedio de la eurozona es en materia de eficiencia. Dado que la reestructuración del sector ha sido también relativamente más intensa en España, no resulta sorprendente que esa ventaja se siga manteniendo. La ratio "gastos de explotación/margen bruto" del

gráfico 5 muestra que la banca española presentaba un valor de -51,8% frente al -64,4% de la media de la eurozona. Esto supone que dos tercios de los ingresos de explotación de los bancos del área de la moneda única son consumidos por sus costes administrativos y salarios, mientras que en España solamente se consumen la mitad de esos recursos.

Gráfico 5

Ratio de eficiencia (gastos de explotación sobre margen bruto)

(En porcentaje)

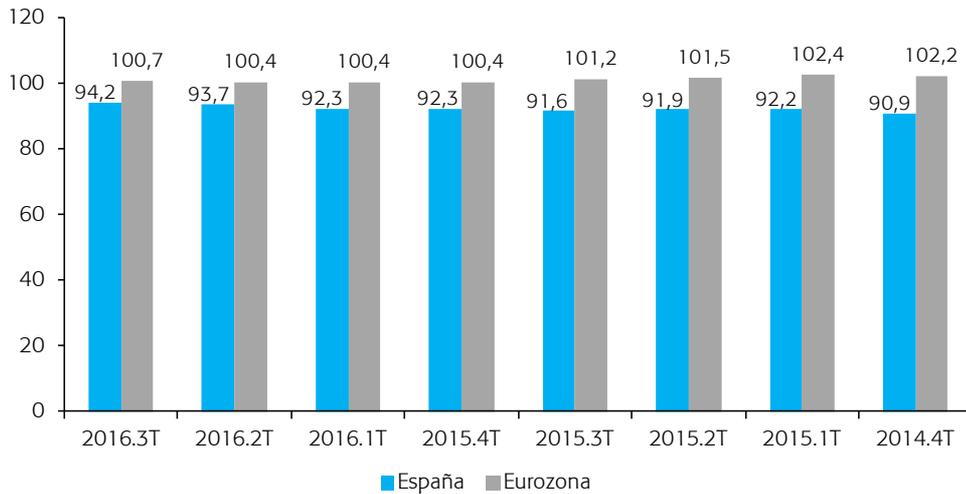


Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 6

Ratio "créditos/depósitos"

(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

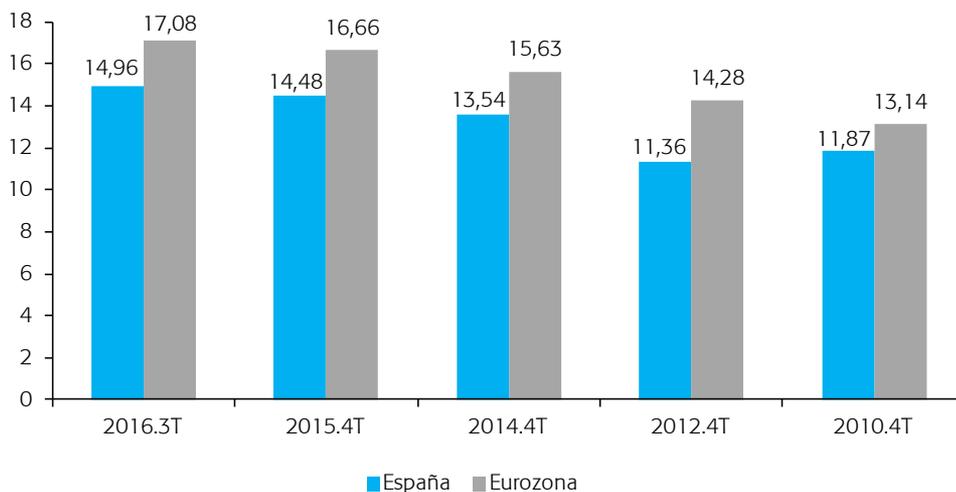
Donde aún el sector bancario español sigue reflejando el mayor endeudamiento relativo del sector privado respecto al promedio europeo en la ratio "créditos/depósitos" (gráfico 6). Este simple cociente permite aproximar cuánta de la financiación crediticia concedida se halla respaldada por el principal recurso de liquidez,

los depósitos. En España, a pesar de la caída acumulada del saldo del crédito, la ratio "créditos/depósitos" se mantenía aún en el 94,2% en septiembre de 2016, si bien había aumentado desde el 90,9% de 2014. Sin embargo, en la eurozona se ha seguido el camino inverso desde el 102,2% en 2014 al 100,7% en septiembre de 2016.

Gráfico 7

Ratio Tier 1 de solvencia

(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Un aspecto que ha contribuido significativamente al aumento de la confianza es el incremento registrado en las ratios de solvencia. La

En materia de eficiencia, la banca española sigue manteniendo su ventaja respecto al promedio de la eurozona: dos tercios de los ingresos de explotación de los bancos del área de la moneda única son consumidos por sus costes administrativos y salarios, mientras que en España tan solo se consumen la mitad de esos recursos.

ratio de capital de primera categoría (Tier 1) ha pasado del 11,87% al 14,96% en la banca española entre 2010 y 2016 (gráfico 7). La diferencia sigue siendo, en todo caso, algo favorable al promedio de la eurozona que, en 2016 mantenía una Tier 1 media del 17,08%. En todo caso, en consonancia con los análisis del apartado anterior, resulta tanto o más importante mantener un grado adecuado de transparencia sobre la calidad de los activos como una ratio de capitalización elevada.

Desafíos en 2017

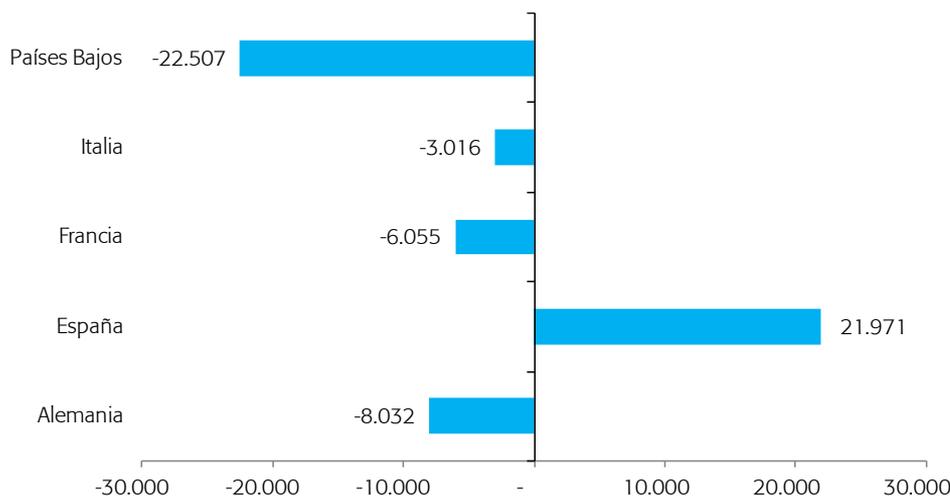
Aun cuando los mercados parecen estar comportándose de forma algo más favorable, 2017 no es un año exento de riesgos para los bancos españoles ni sus competidores europeos. A modo de conclusión, se resumen tres de los grandes desafíos internacionales y su posible impacto diferencial para la banca española y de la eurozona:

- Uno de los más controvertidos se refiere al *Brexit*. La activación del proceso en marzo de 2017 es particularmente relevante para las entidades financieras españolas por su presencia en Reino Unido. De hecho, como se ilustra en el gráfico 8 los bancos españoles fueron los únicos entre los grandes países europeos en aumentar su exposición a Reino Unido en el año anterior al referéndum de 23 de junio de 2016. En particular, en 21.971 millones de euros. Este aumento, en cualquier caso, encierra la lógica de la presencia de los bancos españoles en Gran Bretaña y sus adquisiciones recientes. Asimismo, como se discutió en el anterior número de *Cuadernos de Información*

Gráfico 8

Inversión de los bancos europeos en Reino Unido en el año anterior al referéndum del *Brexit*

(Millones de euros)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales y elaboración propia.

Económica, no parece que existan riesgos excesivos de cambios en el entorno regulatorio para las instituciones españolas que operan en territorio británico, si bien aún es pronto para calibrar esos cambios.

- Presiones hacia la desregulación desde Estados Unidos. Aunque de momento parece encontrarse en el capítulo de intenciones y carece de concreción, el presidente Trump ha sugerido que la regulación que trajo la ley Dodd-Frank es excesiva e inadecuada y debía ser revertida en buena medida. Si este acabara siendo el caso y se dismantelara gran parte de esa ley sin contrapesos suficientes, podría tratarse de un error de proporciones considerables por dos motivos. El primero, porque podría propiciar una inadecuada asunción de riesgos desde Estados Unidos y una proliferación de actividades de “banca en la sombra”. El segundo, porque dañaría considerablemente la ya de por sí débil coordinación financiera internacional que, al menos, tiene un cierto grado de homogeneidad y éxito en lo que se refiere a aspectos tales como la solvencia bancaria. Esta pérdida de coordinación podría coger a la eurozona en un momento particularmente delicado por las fragilidades que está mostrando la arquitectura financiera de la unión bancaria ante la crisis bancaria italiana.

- Ausencia de referencias en materia de transparencia. La Autoridad Bancaria Europea se enfrenta a un reto muy considerable en 2017. Se trata de un año en el que únicamente se realizará un ejercicio de transparencia del sector bancario mientras que las próximas pruebas de esfuerzo se dejan para 2018. La crisis bancaria italiana y las dudas que persisten sobre algunas entidades sugieren que ese ejercicio de transparencia puede ser una referencia para bien o para mal. Para bien, si se ejecuta con la exigencia y garantías debidas. Para mal si, como hasta ahora, pasa por alto riesgos importantes que acaban materializándose en nuevos episodios de estrés bancario, como fue el caso de Monte dei Paschi di Siena. Para los bancos españoles, este ejercicio de transparencia puede ser la oportunidad definitiva para señalar que los riesgos percibidos y controlados por el mercado están alineados con la realidad del sector.

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2017), *Informe sobre España 2017, con un examen exhaustivo relativo a la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos*, Bruselas, 22.2.2017, SWD (2017) 74 final.

Modelos de negocio en la banca europea: cambios recientes

Joaquín Maudos*

La reciente crisis financiera y las medidas adoptadas para combatirla han afectado a la actividad bancaria y a sus modelos de negocio. La propia crisis ha obligado al sector privado a un proceso de desapalancamiento que ha incidido negativamente en la actividad bancaria, alterando la composición de sus balances. El endurecimiento de la regulación bancaria afecta también a la estructura del balance, y las dificultades en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas han dado paso a un escenario en el que aumenta el peso relativo de la financiación más estable (depósitos). Finalmente, el excesivo *gap* de liquidez que acumularon muchos bancos en la etapa de bonanza, dio paso a un episodio de intensa caída del crédito bancario, necesaria para disminuir la excesiva ratio crédito/depósitos. En el caso de la banca de la eurozona, otro factor que ha alterado la composición de los balances bancarios es el conjunto de medidas adoptadas por el BCE. La constante reducción de los tipos de interés ha afectado negativamente al margen de intereses, lo que obliga a los bancos a buscar actividades más rentables que aporten ingresos diferentes. Todos estos factores han afectado a los modelos de negocio de la banca europea que se manifiestan tanto en cambios en la composición de los balances como en la estructura de la cuenta de resultados.

En el contexto señalado, el objetivo de este trabajo es analizar los cambios que se han producido en el modelo de negocio de la banca de la eurozona, poniendo el foco en el sector bancario español en relación tanto a la media de la eurozona como a los principales sectores bancarios (Alemania, Francia e Italia). Para ello, se utilizan los balances agregados que ofrece el Banco Central Europeo (BCE) de las instituciones financieras monetarias (IFM) de los países de la eurozona,

y se analizan los cambios que han tenido lugar en su composición en el periodo 2007-2016. Dado que los cambios en el modelo de negocio también se manifiestan en una alteración en la estructura de ingresos, también se analiza este último aspecto con la información que ofrece el BCE para los grupos bancarios consolidados.

El artículo se estructura de la forma siguiente. El siguiente apartado analiza las diferencias de espe-

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se inscribe en el proyecto de investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación (ECO2013-43959-R) y en el de la Generalitat Valenciana (PROMETEOII/2014/046).

cialización de la banca española en comparación con el promedio de la eurozona y los cambios que han tenido lugar de 2007 a 2016. A continuación, se ofrece una comparativa de los principales sectores bancarios europeos (Alemania, Francia e Italia) con objeto de constatar sus diferentes modelos de negocio y los cambios que han tenido lugar. El apartado posterior se centra en el análisis de las diferencias en la estructura de ingresos de la banca de la eurozona y los cambios que han tenido lugar en los años de crisis. Finalmente, el último apartado contiene las conclusiones del trabajo.

Modelo de negocio de la banca española: cambios recientes

En el contexto de la eurozona, como en cualquiera de sus países miembros, coexisten instituciones financieras con distintos modelos de negocio. Pero a nivel agregado por países, en cada sector bancario predomina un determinado tipo de banco según su especialización¹, como demuestra la visión que ofrece la estructura porcentual del balance de cada sector. En general, hay dos grandes modelos de negocio: la banca de intermediación al por menor, caracterizada por el elevado peso de los créditos y los depósitos y por tanto, de los ingresos netos por intereses en el total de ingresos; y la banca de inversión, donde la prestación de servicios es su principal fuente de ingresos distintos al cobro de intereses. Entre ambos extremos, es posible identificar diversos grupos de especialización o modelos de negocios. Por ejemplo, el reciente análisis del BCE (2016a), utilizando técnicas *cluster*, identifica hasta siete grupos: banca universal de tamaño medio enfocada a los préstamos domésticos; pequeños bancos especializados en préstamos domésticos, banca especializada con elevada financiación mayorista, grandes bancos universales, banca universal de tamaño medio con activos diversificados, gran-

des grupos bancarios internacionales y bancos de inversión.

El aumento de los depósitos del sector privado y la caída del crédito han mejorado mucho el gap de liquidez de la banca española: si en 2008 por cada euro de depósitos del sector privado había 1,15 de créditos, en 2016 la relación es 0,88, inferior incluso al 0,91 de la eurozona.

En el caso de la banca española, como muestra el cuadro 1, la visión más reciente con datos de 2016 muestra su carácter de banca al por menor, con un peso de los préstamos al sector privado del 47% (12,4 puntos porcentuales (pp) más que en la eurozona) y de los depósitos también del sector privado del 53,2% (15,2 pp más que en la eurozona).

En relación a los préstamos a las economías domésticas, es de destacar en España la mayor importancia del destinado a la compra de vivienda, con un peso en el balance del 19,7%, frente al 13% en la eurozona. También el préstamo a las empresas pesa más en España (18,7% vs. 13,8%), a lo que contribuye la importancia de las pymes en nuestra economía, muy dependientes de la financiación bancaria.

En cuanto a los depósitos, tanto los depósitos a la vista (29,2% del activo total en España, frente al 19,1% en la eurozona) como a plazo (22,4% vs. 10,8%), son mucho más importantes en España como fuente de financiación de los bancos, por lo que la financiación emitiendo deuda es menos importante en España (7,6% vs. 12,1%). También destaca en la banca española su mayor capitalización, con una ratio recursos propios/activos del 11% frente al 8% en la eurozona.

El interés de nuestro trabajo se centra sobre todo en analizar los cambios que se han produ-

¹ A través de un análisis *cluster*, Ayadi *et al.* (2016) identifican hasta cinco tipos distintos de modelos de negocio en la banca europea (*focused retail, diversified retail 1, diversified retail 2, wholesale e investment*). Con su análisis, en España predomina la banca al por menor (en torno al 90% del negocio total), siendo muy reducido (en torno al 10%) la actividad de la banca al por mayor y de inversión.

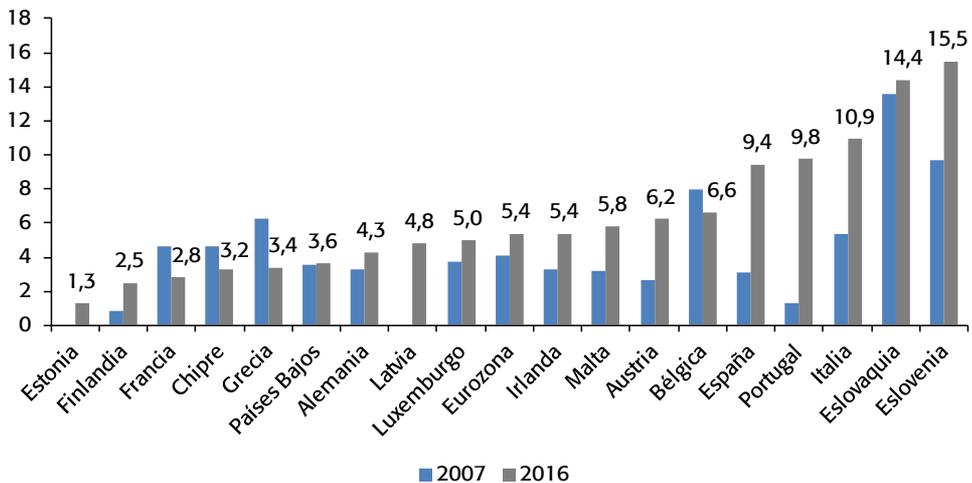
cido en el modelo de negocio de la banca española en el contexto europeo desde el estallido de la crisis, comparando la composición del balance de 2008 y 2016. Con esta comparativa, destacan los siguientes mensajes:

- El proceso de desapalancamiento de la economía española, con una reducción de deuda privada de 482.000 millones de 2008 a 2016 (lo que implica una caída del 21%), de la que la parte más importante es bancaria, explica que el préstamo al sector privado haya perdido 12,3 pp de peso en el activo en dicho periodo, pasando del 59,2% al 47%. Esta caída se concentra sobre todo en el préstamo a las empresas (que ha perdido 11,5 pp de peso en el balance, pasando del 30,2% al 18,7%), ya que el préstamo a las familias solo ha caído 2,2 pp. Estos datos contrastan por completo con la banca de la eurozona, ya que el préstamo a las empresas solo ha perdido 1,1 pp mientras que el destinado a las familias ha aumentado 1,1 pp. De esta forma, en 2016 se ha acortado 12,5 pp la brecha entre España y la eurozona en el peso en el balance bancario del préstamo al sector privado.

- Otro rasgo a destacar en el activo de la banca española es el aumento que ha tenido lugar desde 2008 del peso de la inversión en títulos de deuda, que casi ha duplicado su peso en el balance al pasar del 9,8% al 17,5%. Detrás de este crecimiento está la mayor tenencia de deuda pública, que ha triplicado su peso en el activo hasta alcanzar el 9,4% en 2016. Como muestra el gráfico 1, de 2007 a 2016, España es el segundo país de la eurozona donde más ha aumentado el peso de la deuda pública en el activo total de la banca (6,3 pp), solo por detrás de Portugal (8,5 pp). Como muestra el gráfico 1, en 2016 el sector bancario español es el quinto de la eurozona con mayor peso de la deuda pública en el activo total, por debajo de Italia, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia.
- En el pasivo, los depósitos del sector privado han aumentado su peso en el balance 4,5 pp de 2007 a 2016. Teniendo en cuenta la caída del crédito, ha mejorado mucho el *gap* de liquidez de la banca española, pasando de una diferencia crédito-depósitos positiva de 240.000 millones de euros en 2008 a una negativa de 170.000 millones de euros en

Gráfico 1

Peso de la deuda pública en el activo total de las instituciones financieras monetarias de los países de la eurozona
(Porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo.

Cuadro 1

Balance de las instituciones financieras monetarias de España y la eurozona (Porcentajes)

	2007			2016			2007-2016	
	España	Eurozona	España-Eurozona	España	Eurozona	España-Eurozona	España	Eurozona
1. ACTIVO								
1.1. Préstamos a residentes de la eurozona	72,7	57,3	15,4	60,0	56,7	3,4	-12,6	-0,6
1.1.1. Instituciones financieras monetarias	12,0	19,7	-7,7	9,8	18,6	-8,8	-2,2	-1,1
1.1.2. Administraciones públicas	1,4	3,3	-1,8	3,3	3,5	-0,2	1,8	0,2
1.1.3. Sector privado no financiero	59,2	34,4	24,9	47,0	34,6	12,4	-12,3	0,2
1.1.3.1. Sociedades no financieras	30,2	14,8	15,4	18,7	13,8	4,9	-11,5	-1,1
1.1.3.2. Economías domésticas	28,1	16,3	11,8	25,9	17,4	8,5	-2,2	1,1
1.1.3.2.1. Préstamos al consumo	3,4	2,1	1,3	2,5	2,0	0,6	-0,9	-0,1
1.1.3.2.2. Préstamos para la compra de vivienda	20,8	11,6	9,2	19,7	13,0	6,7	-1,1	1,4
1.1.3.2.3. Resto	3,8	2,5	1,2	3,6	2,4	1,2	-0,2	-0,1
1.1.3.3. Instituciones financieras no monetarias y otros intermediarios distintos a seguros y pensiones	0,8	2,9	-2,1	2,0	3,1	-1,1	1,2	0,2
1.1.3.4. Compañías de seguro y fondos de pensiones	0,1	0,3	-0,2	0,4	0,3	0,0	0,2	0,0
1.2. Renta fija	9,8	13,4	-3,6	17,5	13,1	4,3	7,6	-0,3
1.2.1. Instituciones financieras monetarias	1,7	5,9	-4,2	0,7	3,9	-3,1	-1,0	-2,0
1.2.1.1. Hasta 1 año	0,3	1,3	-1,0	0,1	0,8	-0,7	-0,1	-0,5
1.2.1.2. De 1 a 2 años	0,2	0,5	-0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,3
1.2.1.3. Más de 2 años	1,3	4,1	-2,9	0,6	2,9	-2,3	-0,7	-1,3
1.2.2. AA.PP.	3,1	4,0	-0,9	9,4	5,4	4,1	6,3	1,3
1.2.3. Sociedades no financieras	5,0	3,4	1,5	7,3	3,9	3,4	2,4	0,5
1.3. Fondos de inversión monetarios	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,1
1.4. Renta variable	4,5	4,4	0,1	4,2	3,8	0,4	-0,3	-0,6
1.4.1. Instituciones financieras monetarias	0,6	1,4	-0,8	0,7	1,3	-0,5	0,1	-0,1
1.4.2. Sector privado no financiero	3,9	3,0	0,9	3,5	2,5	1,0	-0,4	-0,5
1.5. Activos extranjeros (fuera de la eurozona)	6,6	16,5	-9,9	6,9	13,9	-7,0	0,3	-2,6
1.6. Activo material	1,0	0,7	0,3	1,6	0,6	1,0	0,6	-0,1
1.7. Resto	5,3	7,4	-2,1	9,7	11,6	-1,9	4,4	4,2
1.8. Total	100,0	100,0	0,0	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0

Cuadro 1 (continuación)

Balance de las instituciones financieras monetarias de España y la eurozona

(Porcentajes)

	2007		2016		2007-2016	
	España	Eurozona	España	Eurozona	España-Eurozona	España Eurozona
2. PASIVO						
2.1. Efectivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2. Depósitos de la eurozona	65,1	51,3	13,8	54,8	14,3	3,5
2.2.1. Instituciones financieras monetarias	15,5	20,6	-5,1	16,4	-1,0	-4,2
2.2.2. Administraciones públicas.	0,9	0,4	0,5	0,4	0,1	0,0
2.2.3. Sector privado no financiero	48,7	30,3	18,4	53,2	15,2	7,7
2.2.3.1. Depósitos <i>overnight</i>	16,1	10,7	5,5	29,2	10,2	8,4
2.2.3.2. Depósitos con vencimiento acordado	29,6	13,1	16,5	22,4	11,5	-2,3
2.2.3.2.1. Hasta 1 año	11,0	6,1	4,9	7,4	4,2	-2,9
2.2.3.2.2. De 1 a 2 años	1,8	0,7	1,1	4,7	3,7	0,3
2.2.3.2.3. Más de 2 años	16,9	6,4	10,5	10,3	3,6	0,3
2.2.3.3. Depósitos rescatables con preaviso	0,0	5,5	-5,5	7,2	-7,2	1,7
2.2.3.3.1. Hasta 3 meses	0,0	5,1	-5,1	7,0	-7,0	1,9
2.2.3.3.2. Más de 3 meses	0,0	0,4	-0,4	0,2	-0,2	-0,2
2.2.3.4. Pactos de recompra	2,9	1,0	2,0	0,9	0,7	-0,1
2.3. Activos del mercado monetario	0,0	2,6	-2,6	1,8	-1,5	-0,7
2.4. Renta fija	14,1	15,7	-1,6	12,1	-4,6	-3,5
2.4.1. Hasta 1 año	3,1	2,0	1,1	1,0	-0,3	-1,0
2.4.2. De 1 a 2 años	0,7	0,8	-0,1	0,3	0,1	-0,5
2.4.3. Más de 2 años	10,3	12,9	-2,5	6,6	-4,3	-2,0
2.5. Recursos propios	6,9	5,7	1,2	8,0	3,0	2,3
2.6. Pasivos extranjeros	7,1	15,4	-8,3	4,1	-7,8	-3,5
2.7. Resto	6,8	9,3	-2,5	7,8	-3,5	2,0
2.8. Total	100,0	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0

Fuente: Banco Central Europeo.

2016. En otras palabras, si en 2008 por cada euro de depósitos del sector privado había 1,15 de créditos, en 2016 la relación es 0,88, inferior al 0,91 de la eurozona.

- Dentro de los depósitos es de destacar los depósitos a la vista, que han aumentado en España 13,1 pp su peso en el balance hasta alcanzar el 29,2%, muy por encima del 19,1% que representan en la banca de la eurozona. En cambio, los depósitos a plazo

han perdido peso relativo (hasta el 22,4%), aunque duplica al peso que tienen en la eurozona (10,8%). La caída de los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta niveles cercanos a cero contribuye a explicar tanto la pérdida de peso en el balance de este tipo de depósitos como el aumento del de las cuentas corrientes.

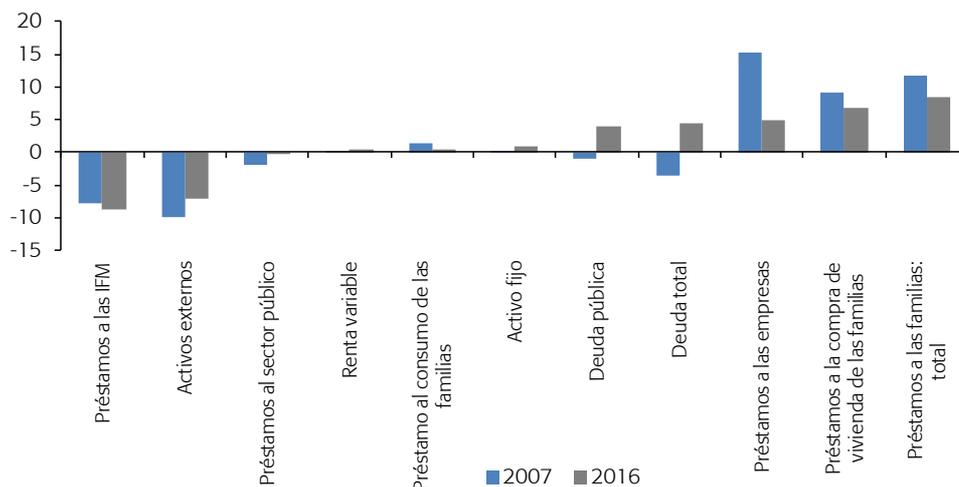
- Otro rasgo a destacar en el pasivo de la banca española es la pérdida de importancia de la

Gráfico 2

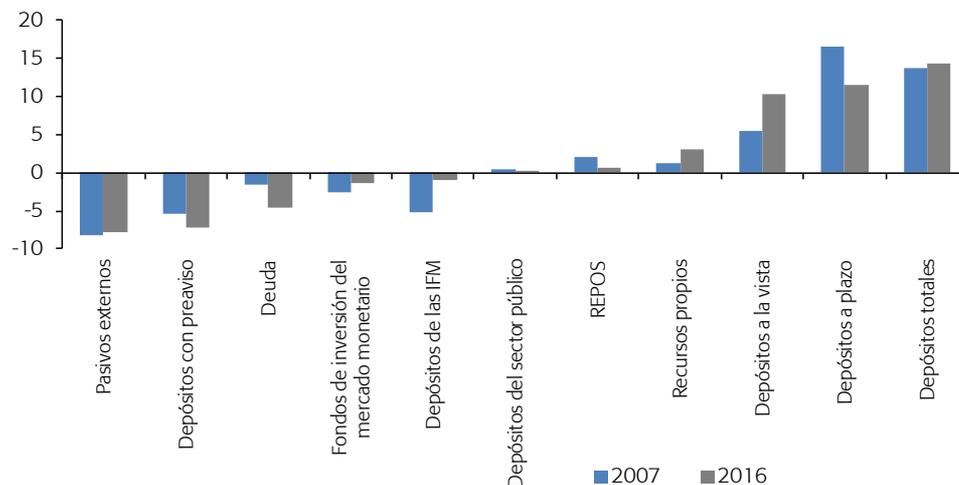
Diferencia entre España y la eurozona en el peso de cada ítem en el activo total

(En puntos porcentuales)

a) Activo



b) Pasivo



Fuente: Banco Central Europeo..

financiación mediante la emisión de deuda, ya que ha pasado de representar el 14,1% del activo en 2007 a casi la mitad (7,6%) en la actualidad. Ha sido tal la caída (mucho más intensa que en la banca europea), que en 2016 su peso es 4,6 pp menor que en la eurozona.

- Finalmente, las mayores exigencias regulatorias que conlleva los acuerdos de Basilea III explican que los recursos propios hayan aumentado su peso en el activo total, pasando en España del 6,9% en 2007 al 11% en 2016. En la eurozona, el aumento es menor y en 2016 la ratio de capitalización de la banca española es 3 pp superior a la europea, aunque el coeficiente de solvencia es menor. Lo que este resultado implica es que en España el peso de los activos ponderados por riesgo (APR) en el activo total es mayor, fruto de un tratamiento más exigente que debe tenerse muy en cuenta cuando se hacen comparaciones internacionales de la solvencia bancaria.

El gráfico 2 resume tanto las diferencias de especialización de la banca española con respecto al promedio de la eurozona, como los cambios que se han producido de 2007 a 2016. Para ello, el gráfico ordena de menor a mayor la diferencia (en puntos porcentuales) entre España y la eurozona del peso de cada partida del activo y del

La mayor diferencia de la banca española respecto al promedio de la eurozona tiene lugar en el mayor peso relativo de los préstamos al sector privado y en la importancia de los depósitos, tanto a la vista como a plazo. La banca europea, en cambio, está más especializada en el mercado interbancario y en la actividad externa (activos distintos del euro), así como en la financiación vía deuda en los mercados mayoristas.

pasivo en el total, de forma que la parte derecha del gráfico representa áreas de negocio donde la

banca española está más especializada y la parte izquierda justo lo contrario.

La información más reciente referida a 2016 muestra que la mayor diferencia tiene lugar en el peso relativo de los préstamos al sector privado, tanto a las familias para la compra de vivienda como a las empresas, y la importancia de los depósitos en general, tanto a la vista como a plazo.

En cambio, la banca europea está más especializada en el mercado interbancario y en la actividad externa (en activos distintos del euro), así como en la financiación vía deuda en los mercados mayoristas.

Si nos fijamos en los cambios que han tenido lugar de 2007 a 2016, llama la atención la caída del peso del préstamo a las empresas en España, como consecuencia del desapalancamiento que ha tenido lugar. También destaca el creciente peso de la inversión en renta fija, ya que de representar un peso en el activo inferior a la media europea en 2007, en 2016 se sitúa casi 4,3 pp por encima. En el pasivo, destaca la mayor importancia de los depósitos vista en España y la pérdida de peso del interbancario.

Diferencias de especialización en los grandes sectores bancarios europeos

En la banca europea coexisten sectores bancarios con diferentes modelos de negocio tal y como reflejan las diferencias en la estructura de sus balances. En el caso de las principales economías de la eurozona, la española destaca por el elevado peso de créditos y depósitos del sector privado, que es la característica que más define un modelo de negocio de banca al por menor. Así, en el caso del préstamo al sector privado, en España representa en 2016 el 47% del activo, frente a valores del 34,3% en Alemania, 27,8% en Francia y 42,1% en Italia. En el caso de los depósitos, se repite la misma característica, con un peso en España del 53,2%, frente a valores del 43,7% en Alemania, 27,1% en Francia y 43,1% en Italia.

Cuadro 2 (continuación)

Balance de las instituciones financieras monetarias de los principales países de la eurozona

(Porcentajes)

	2007			2016			2007-2016					
	Alemania	Francia	Italia	España	Alemania	Francia	Italia	España	Francia	Italia	España	Euro-zona
2. PASIVO												
2.1. Efectivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2. Depósitos de la eurozona	58,5	42,8	53,2	65,1	51,3	59,3	48,8	63,4	69,1	54,8	0,8	6,0
2.2.1. Instituciones financieras monetarias	23,4	22,5	22,0	15,5	20,6	15,5	21,4	19,0	15,4	16,4	-8,0	-1,1
2.2.2. Administraciones públicas	0,5	0,3	0,4	0,9	0,4	0,1	0,3	1,3	0,5	0,4	-0,4	0,0
2.2.3. Sector privado no financiero	34,5	20,0	30,8	48,7	30,3	43,7	27,1	43,1	53,2	38,0	9,2	7,1
2.2.3.1. Depósitos overnight	10,4	6,4	19,1	16,1	10,7	23,5	9,8	25,4	29,2	19,1	13,1	3,4
2.2.3.2. Depósitos con vencimiento acordado	16,4	6,7	1,8	29,6	13,1	12,6	9,4	6,0	22,4	10,8	-3,9	2,7
2.2.3.2.1. Hasta 1 año	6,0	1,9	1,5	11,0	6,1	3,2	1,8	1,3	7,4	3,1	-2,7	-0,1
2.2.3.2.2. De 1 a 2 años	0,6	0,6	0,1	1,8	0,7	0,7	0,4	0,9	4,7	1,0	0,1	-0,2
2.2.3.2.3. Más de 2 años	9,8	4,2	0,2	16,9	6,4	8,6	7,2	3,8	10,3	6,7	-1,2	3,1
2.2.3.3. Depósitos rescatables con preaviso	7,3	6,2	6,7	0,0	5,5	7,6	7,4	7,6	0,0	7,2	0,2	1,3
2.2.3.3.1. Hasta 3 meses	5,9	6,2	6,5	0,0	5,1	6,9	7,4	7,5	0,0	7,0	1,0	1,3
2.2.3.3.2. Más de 3 meses	1,4	0,0	0,2	0,0	0,4	0,7	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,8	0,0
2.2.3.4. Pactos de recompra	0,4	0,7	3,2	2,9	1,0	0,0	0,4	4,1	1,6	0,9	-0,3	-0,3
2.3. Activos del mercado monetario	0,4	5,9	2,1	0,0	2,6	0,0	4,1	0,1	0,4	1,8	-0,3	-1,8
2.4. Renta fija	21,6	13,8	18,0	14,1	15,7	13,2	12,4	14,1	7,6	12,1	-8,4	-1,4
2.4.1. Hasta 1 año	0,8	5,1	0,0	3,1	2,0	0,3	2,2	0,0	0,7	1,0	-0,5	-2,8
2.4.2. De 1 a 2 años	1,6	0,3	1,3	0,7	0,8	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,1
2.4.3. Más de 2 años	19,2	8,5	16,7	10,3	12,9	12,6	9,9	13,9	6,6	10,9	-6,6	1,4
2.5. Recursos propios	4,6	5,5	7,8	6,9	5,7	6,3	7,1	11,2	11,0	8,0	1,6	1,6
2.6. Pasivos extranjeros	9,7	16,3	6,3	7,1	15,4	9,6	11,5	3,2	4,1	11,9	-0,1	-4,9
2.7. Resto	5,2	15,6	12,6	6,8	9,3	11,6	16,2	7,9	7,8	11,3	6,4	0,5
2.8. Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

Fuente: Banco Central Europeo.

En los cuatros sectores analizados, de 2007 a 2016 ha aumentado el peso de los depósitos no interbancarios en el balance, aumento que en España ha sido el menos intenso, destacando el aumento de 12,4 pp de Italia. En cambio, en el caso del préstamo al sector privado, mientras que en Alemania y Francia ha aumentado su peso en el activo (2,5 pp y 2,3 pp, respectivamente), en Italia ha caído 1,4 pp, siendo con diferencia en España donde la caída ha sido más pronunciada (12,3 pp). Hay que tener en cuenta que en los años previos de expansión hasta 2007, España destacó en el contexto europeo por el fuerte crecimiento del crédito alimentado por una burbuja inmobiliaria, por lo que es lógica que la corrección posterior haya sido superior.

Otro rasgo a destacar del modelo de negocio de la banca española en relación a las principales economías europeas es la mayor especialización en el mercado hipotecario, con un peso del préstamo para la compra de vivienda en 2016 del 19,7%, frente a valores de 14,4% en Alemania, 11,1% en Francia y 9,4% en Italia. En cambio, en el préstamo a las empresas, su peso en el activo es mayor en Italia (20%) que en España (18,7%). La elevada tasa de morosidad del préstamo empresarial en Italia, unida al también elevado peso en su balance, explican los problemas actuales de la banca italiana.

Mientras que en Francia y Alemania ha caído o apenas ha aumentado el peso de la deuda pública en los balances bancarios, en Italia y España ha crecido con intensidad, duplicándose en la primera y triplicándose en la segunda.

Una diferencia que se aprecia en la evolución en el periodo analizado de la banca francesa y alemana, por un lado, y española e italiana, por otro, es el distinto comportamiento del peso de la deuda pública en sus balances. Así, mientras que en los dos primeros países el peso o ha caído (es el caso de Francia) o apenas ha crecido (Alemania), en el segundo grupo ha aumentado con intensidad, duplicando su peso en el caso

de Italia y triplicándolo en el de España. En 2016, es en Italia donde mayor es el peso de la deuda pública (10,9% del activo), seguido muy de cerca por España (9,4%). En cambio, en la banca francesa la tenencia de deuda pública supone tan solo el 2,8% de su activo, mientras que en Alemania representa el 4,3%. Esta abultada diferencia entre los dos grupos de países ayuda a explicar que Alemania haya reclamado un cambio en el tratamiento de la deuda pública, exigiendo consumo de capital en función del riesgo.

Un rasgo común a todos los sectores europeos analizados es el aumento de la capitalización que ha tenido lugar como consecuencia de la implantación de los acuerdos de Basilea III. Donde más ha aumentado la ratio recursos propios/activo ha sido en España (4,1 pp de 2007 a 2016), con aumentos más modestos (de 1,6 pp) en Alemania y Francia. La capitalización en 2016 es mayor en España (11%) e Italia (11,2%) que en Francia (7,1%) y Alemania (6,3%).

Un rasgo distintivo de la banca española es la escasa importancia de la actividad en el mercado interbancario, sobre todo en cuanto al préstamo a otras instituciones monetarias financieras (IMF) se refiere. Así, en este caso, el peso en el activo es del 9,8%, justo la mitad que en la banca de la eurozona y más alejado aún de Francia (24,8%) y Alemania (21,5%).

Otro aspecto a destacar de la banca española es la escasa importancia relativa de la financiación mediante la emisión de deuda, con un peso en 2016 en el balance del 7,6%, frente a valores del 13,2% en Alemania, 12,4% en Francia y 14,1% en Italia. Si bien en los países analizados, y en la eurozona, ha caído el peso de la deuda como fuente de financiación comparando 2007 con 2016, la caída ha sido mucho mayor en España y sobre todo Alemania.

Modelos de negocio y estructura de ingresos

Los cambios en el modelo de negocio bancario se ponen de manifiesto tanto en la composi-

ción de su balance como en la estructura de sus ingresos. Como señala el BCE (2016a), desde el inicio de la crisis, muchos bancos europeos han diversificado sus fuentes de ingresos con objeto de mantener sus niveles de rentabilidad. La presión de la caída de los tipos de interés (que afecta negativamente al margen de intermediación) y las menores tasas de crecimiento del crédito (negativas en algunos países como España) han obligado a buscar fuentes alternativas de ingresos como las

tipos de interés cercanos a cero y la penalización creciente del BCE al exceso de liquidez de los bancos (desde febrero de 2016, el -0,4% en la facilidad marginal de depósito y en las reservas del coeficiente de caja por encima de las requeridas) ha situado el tipo de interés de los depósitos en niveles muy reducidos, lo que ha incentivado a los bancos a dirigir el ahorro hacia otras formas de inversión alternativas a los depósitos, como los fondos de inversión con objeto de generar ingresos por comisiones.

Desde 2008 la banca europea en general ha aumentado el peso de los ingresos distintos de los intereses en un contexto de reducción del margen de intermediación como consecuencia de la caída de los tipos de interés. Sin embargo, no existe un patrón definido para todos los países de la eurozona en la estructura de ingresos de sus sectores bancarios.

Con objeto de analizar los cambios en la estructura de ingresos de la banca europea en los últimos años, en el gráfico 3 se muestra la evolución de 2008 (para 2007 no se dispone de información para algunos países) hasta el tercer trimestre de 2016² del peso de los ingresos distintos de los intereses en el total de los ingresos netos, incorporando en los primeros las comisiones, los dividendos, y los resultados por operaciones financieras y por diferencias de tipo de cambio.

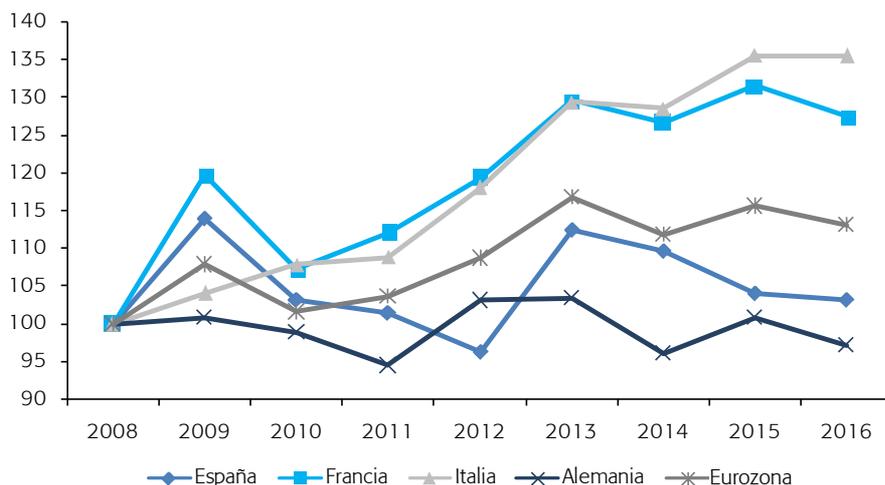
comisiones o los resultados de operaciones financieras. Además, más recientemente, el entorno de

Para el promedio de la banca de la eurozona, tras una brusca caída que tuvo lugar en 2008

Gráfico 3

Ratio “Ingresos distintos al cobro de intereses/Total ingresos netos”, en la banca de la eurozona

(Base 100 en 2008)



Nota: 2016 anualizado con datos hasta el tercer trimestre.

Fuente: Banco Central Europeo.

² Los datos de 2016 que se ofrecen en los gráficos han sido anualizados suponiendo que los datos del cuarto trimestre son iguales al promedio de los tres anteriores.

como consecuencia de las pérdidas en operaciones financieras, el peso de los ingresos netos distintos de los intereses ha ido ganando terreno hasta situarse en 2016 un 13% por encima del valor de 2008. En España, la evolución ha sido más irregular ya que tras la caída durante los años de intensa crisis de 2009 a 2012, tuvo lugar una recuperación en 2013, pero desde entonces ha vuelto a caer, situándose en 2016 en niveles relativamente similares a los de 2008. En el caso de

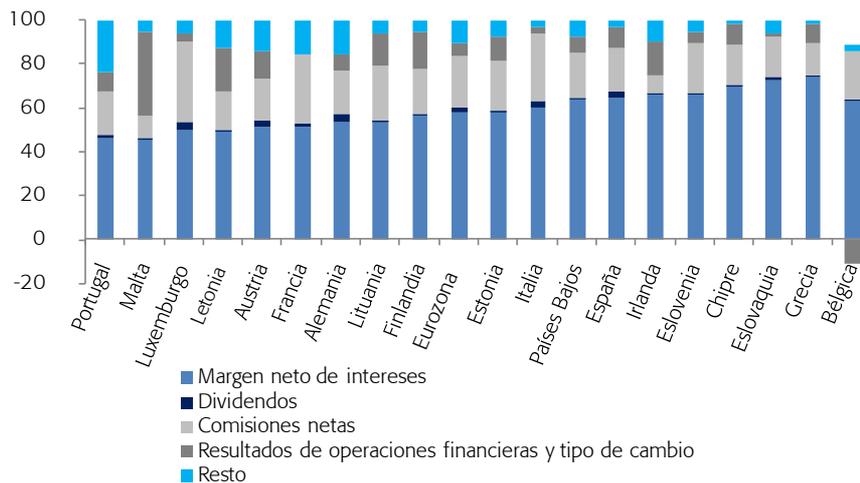
Francia e Italia, el peso en 2016 de los ingresos distintos de los intereses es un 27% y 35%, respectivamente, superior al valor en 2008, mientras que en Alemania la estructura de ingresos se ha mantenido relativamente estable. En resumen pues, desde 2008 en general en la banca europea ha aumentado el peso de los ingresos distintos de los intereses en un contexto de reducción del margen de intermediación como consecuencia de la caída de los tipos de interés.

Gráfico 4

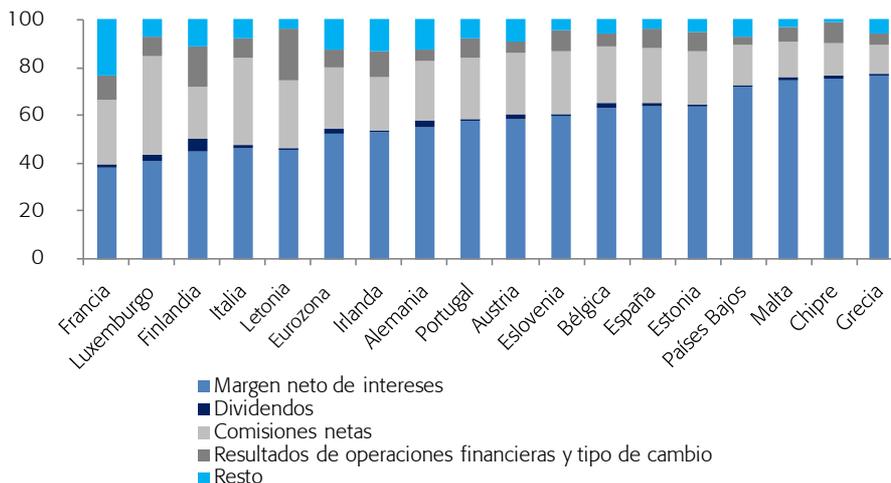
Estructura de ingresos de la banca de la eurozona

(Porcentajes)

a) 2008



b) 2016



Nota: 2016 anualizado con datos hasta el tercer trimestre.

Fuente: Banco Central Europeo.

La información, tanto de 2008 como de 2016, muestra importantes diferencias en la estructura de ingresos de los sectores bancarios europeos (véase el gráfico 4). Así, por ejemplo, en 2016 el peso de los ingresos por intereses varía de un valor mínimo del 38% en Francia a un máximo del 77% en Grecia. España se sitúa 12 pp por encima de la media de la eurozona con un peso del 64%, en consonancia con el elevado peso de las actividades bancarias al por menor. Si comparamos la estructura de ingresos de 2008 con la de 2016, no hay un patrón definido en la evolución en los distintos países de la eurozona.

El BCE (2016b) se ha preocupado de analizar el impacto que los cambios en el modelo de negocio de la banca de la eurozona están teniendo sobre su capacidad para ofrecer actividades que generen ingresos vía comisiones, dado que hay factores cíclicos (como la caída de tipos de interés) pero también estructurales (cambios regulatorios, creciente competencia) que comprimen la rentabilidad bancaria. Por este motivo, tiene interés centrarse en este tipo de ingresos, analizando su evolución temporal y las diferencias por países.

Fijando la atención en España y la eurozona, el gráfico 5 muestra un aumento del peso de las

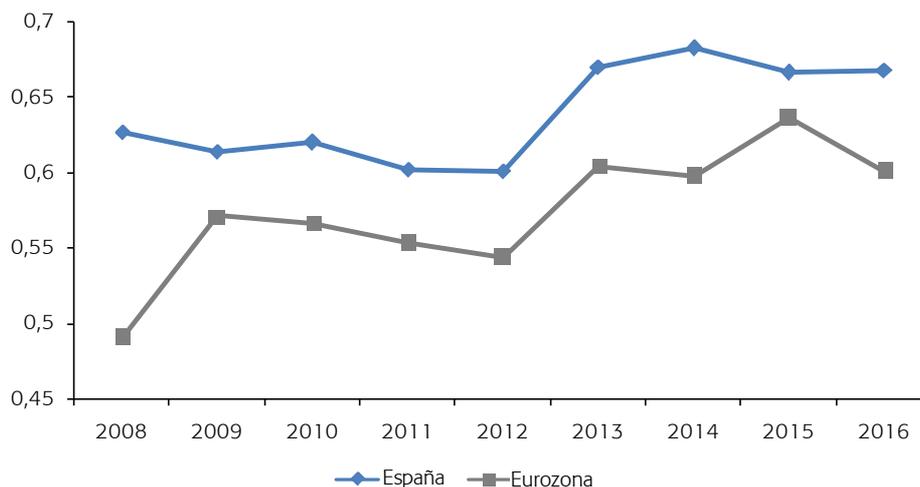
El peso de las comisiones en los ingresos de la banca europea y española apunta en la dirección de un cambio de modelo de negocio, como reacción al nuevo escenario de bajos tipos de interés, creciente exigencia regulatoria y aumento de la competencia. No obstante, como porcentaje del total de ingresos netos, el valor en España (23%) está por debajo de la eurozona (26%).

comisiones en relación al activo desde 2012, alcanzando el máximo valor en 2014 en España (0,68%) y en 2015 en la eurozona (0,64%), porcentajes por encima de los alcanzados en 2008. En la banca española, el peso de las comisiones en el activo siempre ha sido mayor, y se mantiene la diferencia hasta septiembre de 2016 con datos anualizados de los tres primeros trimestres. En consecuencia, la evidencia apunta a que tanto la banca española como la de la eurozona han reaccionado a los retos que supone la presión de

Gráfico 5

Ingresos por comisiones de la banca. España y eurozona

(Porcentaje del activo)



Nota: 2016 anualizado con datos hasta el tercer trimestre.

Fuente: Banco Central Europeo.

factores cíclicos y estructurales, aumentando las actividades que generan ingresos por comisiones³.

Conclusiones

La reciente crisis financiera y las respuestas que se han dado a la misma han definido un nuevo escenario mucho más complicado para la banca europea caracterizado por un nivel muy reducido de los tipos de interés, una curva muy plana de tipos, un creciente desapalancamiento del sector privado, más exigencias regulatorias (tanto en términos de capital como de liquidez) y por un aumento de la presión competitiva (tanto bancaria como no bancaria, como las *fintech*). La combinación de todos estos factores ha presionado a la baja los niveles de rentabilidad, situándose en la actualidad por debajo del coste del capital.

En este entorno "hostil", la banca de la eurozona ha respondido con cambios en su modelo de negocio con objeto de adaptarse a la nueva realidad. Son cambios que se materializan tanto en la composición de la actividad bancaria como de su estructura de ingresos.

El objetivo de este trabajo ha sido aportar evidencia empírica de estos cambios en el modelo de negocio de la banca española en el contexto de la eurozona utilizando información tanto de la composición del balance como de la estructura de ingresos. El periodo analizado ha sido de 2007 a septiembre de 2016, lo que permite comparar la reacción tras el estallido de la crisis.

Las conclusiones que se desprenden de la evidencia aportada son las siguientes:

- El modelo de negocio *retail* de la banca española sigue siendo el predominante tras la crisis, si bien el préstamo al sector privado ha perdido 12,3 pp su peso en el activo desde 2007, sobre todo como consecuencia del desapalancamiento que han realizado las empresas.

- Un rasgo a destacar es el aumento que ha tenido el peso de la deuda pública en el activo de la banca española, ya que ha triplicado el valor de 2007 a 2016 hasta superar el 9,4% (frente al 5,4% de media en la eurozona), siendo en la actualidad España el segundo país donde más ha crecido.
- La intensa caída del crédito y el aumento del peso de los depósitos no interbancarios en el balance de la banca española ha corregido por completo el *gap* de liquidez que tenía en 2007, de forma que en 2016 por cada euro depósitos hay 0,88 de créditos, valor inferior al 0,91 de la eurozona.
- La caída de los tipos de interés de los depósitos a plazo explica la intensa caída de su importancia como fuente de financiación de los bancos, así como el crecimiento de los depósitos a la vista. Los primeros han perdido 7,2 pp su peso en el balance, mientras que los segundo lo han aumentado en 13,1 pp.
- Las dificultades en el acceso a los mercados mayoristas de financiación explican que el peso de la deuda en el balance de la banca española haya caído prácticamente a la mitad de 2007 a 2016.
- Las mayores exigencias regulatorias han obligado a la banca a incrementar sus niveles de capitalización, de forma que el peso de los recursos propios en el activo de la banca española ha aumentado 4,1 pp en el periodo analizado, situándose en la actualidad 3 pp. por encima de la media europea (11% vs. 8%).
- Los cambios en el modelo de negocio también se ponen de manifiesto en la estructura de ingresos de la banca. Desde 2008 ha aumentado el peso relativo de los ingresos distintos al cobro de intereses tanto en la banca de la eurozona como, aunque con

³ El aumento del peso de las comisiones en el activo que ha tenido lugar en el agregado de la banca de la eurozona de 2008 a 2016 se da en la mayoría de los países, con las excepciones de Finlandia, Países Bajos, Grecia, Chipre y Portugal.

menos intensidad, en la española. En 2016, estos ingresos representan el 36% del total de los ingresos netos, 12 pp menos que en la banca europea.

- El creciente peso que las comisiones tienen en el total de los ingresos apunta en la misma dirección de cambio de modelo de negocio, de forma que la banca ha reaccionado al nuevo escenario aumentando las actividades generadoras de ingresos por comisiones. Este ha sido también el caso de la banca española, que ha visto crecer del 0,63% en 2008 al 0,67% en 2016 el peso de las comisiones en el activo, situándose en la actualidad en un valor que supera la media europea. No obstante, como porcentaje del total de ingresos netos, el valor de España (23%) está por debajo de la eurozona (26%).

En resumen, el nuevo entorno que se ha configurado en el negocio bancario fruto de la caída de los tipos de interés, el desapalancamiento de las economías, las exigencias regulatorias y la creciente competencia, obligan a las entidades a reaccionar para mantener sus niveles de rentabilidad, adaptando sus modelos de negocio. Es algo que ya se percibe comparando la composición de los balances actuales con los de antes de la crisis, y también analizando la estructura de los

ingresos. En este contexto, también en la banca española ha cambiado la composición del balance (menor peso del crédito, creciente importancia de la inversión en deuda pública, mayor financiación vía depósitos y menor mediante el recurso al mercado mayorista de deuda, mayor capitalización, etc.) y ha aumentado el peso relativo de los ingresos distintos al cobro de intereses, destacando la importancia de las comisiones por la prestación de servicios.

Referencias

AYADI, R.; DE GROEN, W.; SASSI, I.; MATHLOUTHI, W., y H. REY (2016), *Banking Business Models Monitor 2015. Europe*. Alphonse and Dorimène Desjardins International Institute for Cooperatives and International Research Centre on Cooperative Finance.

BANCO CENTRAL EUROPEO (2016a), "Recent trends in euro area banks' business models and implication for banking sector stability", *Financial Stability Review*, special features, mayo.

— (2016b), "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", *Financial Stability Review*, special features, noviembre.

El nuevo enfoque en la provisión de activos sujetos a riesgo de crédito: la *IFRS 9*

Pilar Barrios y Paula Papp*

El 1 de enero de 2018 entra en vigor la norma *IFRS 9 Instrumentos Financieros*, estándar internacional de contabilidad que modifica de forma significativa el mecanismo de reconocimiento de provisiones ante potenciales pérdidas por incumplimientos de familias y/o empresas receptoras de financiación. Esta normativa cambia el criterio de provisionamiento desde una visión de reconocimiento de pérdidas una vez se que se ha incurrido en ellas –generalmente a los 90 días de impago–, a tener que provisionar desde el mismo momento en que se concede la financiación con base en una pérdida esperada. Este nuevo enfoque requiere que las entidades generen o adapten sus modelos y metodologías para poder aproximar la pérdida esperada de las distintas carteras. Estos trabajos deben tener en consideración que el provisionamiento con base en la pérdida esperada debe realizarse condicionado a la evolución prevista de la economía y teniendo en cuenta el ciclo de vida residual de las distintas operaciones.

El rol fundamental que cumplen las entidades financieras en la economía es la canalización de ahorros desde las familias y empresas que poseen excesos de fondos (unidades superavitarias) a aquellas otras familias y empresas que necesitan fondos para consumir o invertir (unidades deficitarias). Esta función es de gran importancia, ya que los intereses de las distintas unidades superavitarias y deficitarias, en cuanto a los plazos y tipos de colocación y de solicitud de fondos, no suelen coincidir. Son las entidades financieras las que permiten salvar esta falta de acuerdo y canalizar fondos mediante la captación de depósitos –generalmente a corto plazo y a tipos más bien fijos– y el otorgamiento de créditos o préstamos para financiar consumo o inversión –normalmente a medio y largo plazo y a tipos de interés con un

componente variable superior–. Consecuencia de esta actividad, como no puede ser de otra manera, surgen una serie de riesgos financieros.

Debido a las divergencias en tipos de interés y plazos de colocación entre los fondos recibidos y los otorgados, las entidades financieras asumen dos riesgos, conocidos como “riesgos estructurales de balance”: el riesgo de tipo de interés y el riesgo de liquidez. Si bien ambos son importantes y deben gestionarse adecuadamente, el principal elemento de riesgo de su actividad es otro: el relacionado con el riesgo de crédito, es decir, el riesgo de impago.

Para salvaguardar la existencia de las entidades financieras, cuya función es de fundamental

* Afi-Analistas Financieros Internacionales S.A.

importancia en la economía, existen una serie de requerimientos ligados a colchones de provisiones y capital que deben mantener en función de los riesgos que asumen. En esta evaluación se suele hacer una distinción entre las pérdidas previstas o pérdidas esperadas y las pérdidas imprevistas o inesperadas. Vinculados a este último concepto han surgido los requerimientos de capital de Basilea. El objetivo del capital requerido a las entidades financieras es cubrir las pérdidas no previstas, y su importe debe ser lo suficientemente alto para que la entidad sea capaz de hacer frente a escenarios de pérdidas con una probabilidad muy baja de ocurrir, pero con un impacto elevado.

Así como la lógica detrás de los requerimientos de capital es la de hacer frente a pérdidas imprevistas a través de colchones de capital, las pérdidas previstas, al materializarse con una elevada probabilidad, deberían de estar contempladas en la propia cuenta de resultados.

Esta lógica, que parece muy razonable, no se encuentra alineada con las exigencias regulatorias actuales. Como es bien conocido, los requerimientos de capital que se aplican a las entidades financieras se encuentran plasmados en la normativa derivada de Basilea y han sido calibrados tratando de cubrir (con mayor o menor éxito) pérdidas inesperadas. Menos conocida es la normativa que se aplica a los requerimientos de provisiones: la establecida en el Anejo IX de la Circular 4/2004 –recientemente modificada por la Circular 4/2016–. Estas reglas establecen los criterios mediante los cuales un activo debe ser clasificado como dudoso –por razones de la morosidad o distintas de la misma–, así como los importes de provisiones requeridos en función de su nivel de riesgo.

Las modificaciones realizadas recientemente en este Anejo IX, y que entraron en vigor el pasado 1 de octubre, buscaron alinear los requerimientos establecidos con las normas internacionales de contabilidad que se encuentran actualmente vigentes, la *International Accounting Standard 39 (IAS 39)*. Esta normativa internacional sigue, principalmente, un modelo de pérdida incurrida. Esto

quiere decir que las entidades deben reconocer pérdidas por los créditos o préstamos otorgados fundamentalmente cuando las mismas hayan tenido lugar, es decir, cuando la contraparte ya ha dejado de cumplir con sus obligaciones, y por tanto, se encuentra en *default* (entendido como 90 días de impago) o presenta un deterioro significativo que hace sospechar que no será capaz de devolver el 100% de la deuda (dudoso por razones distintas de la morosidad).

A partir del 1 de enero de 2018 esta lógica se verá modificada con la entrada en vigor de la *Norma Internacional de Instrumentos Financieros 9 (NIIF 9)*, más conocida en el sector por sus siglas en inglés, *IFRS 9*. Esta normativa cambiará el planteamiento de la *IAS 39* hacia un enfoque de provisionar la pérdida esperada desde el momento inicial de su concesión, evaluando el nivel de deterioro de la deuda respecto de su concesión inicial.

Panorama general de la *IFRS 9*

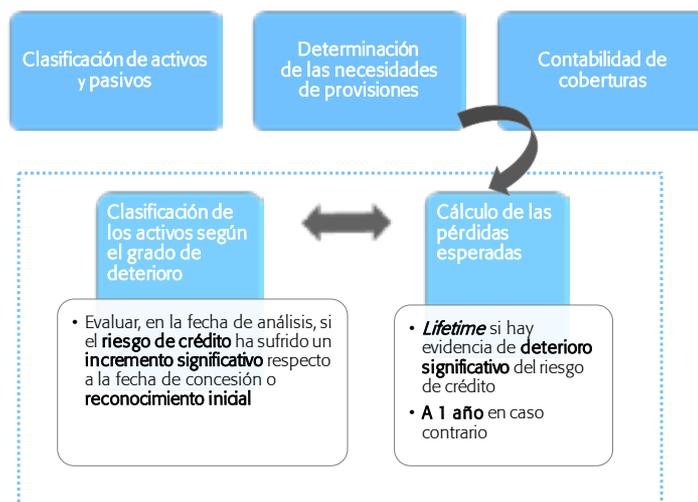
El desarrollo de la *IFRS 9* completó la respuesta de la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB - International Accounting Standards Board) tras la crisis financiera experimentada en los últimos años.

Con la entrada en vigor de la IFRS 9 el 1 de enero de 2018 la lógica de las provisiones de activos sujetos a riesgo de crédito se verá modificada desde un enfoque de pérdida incurrida a otro de pérdida esperada desde el momento inicial de la concesión

Como ya se ha mencionado, su entrada en vigor está prevista para el 1 de enero de 2018, según lo establecido en el Reglamento (UE) 2016/2067 de la Comisión, publicado en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el pasado 22 de noviembre de 2016. Esta nueva normativa no es de aplicación exclusiva de las entidades financieras, sino que se aplica a todo tipo de empresas. Únicamente las

Gráfico 1

Contenidos de la IFRS 9



Fuente: Elaboración propia.

entidades aseguradoras, según se comenta en el Reglamento, podrán aplazar su implementación.

La propia IFRS 9, en su capítulo 1, estipula que su objetivo “es establecer los principios para la información financiera tanto sobre activos como sobre pasivos financieros”. Por tanto, la norma es más amplia que la exclusiva determinación de las necesidades de provisiones, aunque este es el punto que más impacto se prevé tenga en las entidades financieras en el próximo año. Además de la determinación de las necesidades de provisiones, la norma supone modificaciones en la clasificación de activos y pasivos y en contabilidad de coberturas.

Si bien su contenido es más extenso, esta nota versa sobre el tratamiento de las provisiones, ya que los otros dos puntos, aunque suponen modificaciones respecto de su tratamiento actual, no se espera que conlleven un impacto de la envergadura esperada para el epígrafe de provisiones (véase el gráfico 1). Profundizando en esta normativa se desglosa el tratamiento de provisiones en dos aspectos fundamentales: la clasificación de los activos según su grado de deterioro y el cálculo de las pérdidas esperadas.

La segmentación de activos según IFRS 9

En relación al primero de los elementos, la IFRS 9 clasifica las operaciones en función de una evaluación, a la fecha de análisis, sobre el riesgo de crédito de la operación en comparación con el riesgo de crédito que la misma tenía en el momento de la concesión inicial.

IFRS 9 segmenta los activos en tres stages en función de que se encuentren en situación normal al corriente de pago, hayan experimentado un incremento significativo del riesgo desde el momento de la concesión, o se encuentren ya deteriorados o en situación de impago.

Ello se fundamenta en la teoría de fijación de precios de las operaciones. En el momento de la concesión, al fijar el tipo de interés cargado a una operación, las entidades financieras deben realizar un análisis sobre los distintos “factores de la producción” que utilizan para concederla: el coste de la financiación –propia y ajena–, el coste de los gastos generales en los que deben incurrir para

poder concederla y mantenerla y el coste esperado del riesgo de crédito, es decir, la pérdida esperada. Es así como operaciones con distintas probabilidades de impago deberían estar asociadas a distintos tipos de interés, de manera que cuanto mayor sea el riesgo, mayor será el tipo o margen de interés.

Si en el momento de evaluar una operación, esta mantiene el mismo nivel de riesgo de crédito que aquel con el que se valoró en el momento de su concesión –aunque teniendo en cuenta el comportamiento normal de la operación en el tiempo–, el tipo de interés establecido debería seguir cubriendo las pérdidas esperadas de la misma. Por tanto, así como en la cuenta de resultados se van reconociendo los ingresos percibidos, la normativa establece que, desde el momento en el que se concede una operación, deben cubrirse las pérdidas esperadas de la misma. Por el contrario, si la operación ha sufrido un incremento significativo del riesgo respecto de la fecha de concesión o reconocimiento inicial, el tipo de interés aplicado ya no permite cubrir el riesgo potencial y

se hace necesario exigir unos mayores niveles de provisiones.

Siguiendo esta lógica en función del deterioro en el riesgo de crédito observado, la normativa discrimina las operaciones en tres grupos: *Stage 1*, *Stage 2* y *Stage 3* (véanse el cuadro 1 y el gráfico 2). En el primer grupo (*Stage 1*) se deben incluir aquellos activos cuyo riesgo crediticio no se haya incrementado respecto del reconocido inicialmente y, por tanto, el tipo de interés fijado para dicha operación conlleva una estimación razonable de la pérdida potencial de la misma. Este segmento tendría su correspondencia con lo que hoy denominamos como riesgo normal o al corriente de pago (*performing*).

Por su parte, el *Stage 2* incorpora aquellos activos que, si bien no han incurrido aún en pérdidas crediticias, han experimentado un incremento significativo del riesgo desde el momento de la concesión. Para ello puede aplicarse, como presunción refutable aunque no como único criterio de determinación, la existencia de 30 días de

Cuadro 1
Segmentación: *Stages IFRS 9*

	STAGE 1	STAGE 2	STAGE 3
Descripción	No hay mayor riesgo crediticio que el reconocido inicialmente	Aumenta el riesgo crediticio de forma significativa, y la calidad crediticia deja de ser "grado de inversión"	El deterioro ha llevado a que se produzcan pérdidas crediticias
Presunción refutable	La recuperación de la pérdida está implícita en el interés efectivo inicial	30 días de retraso en el pago	90 días de retraso en el pago
Reconocimiento de pérdidas	<ul style="list-style-type: none"> Las devengadas en los próximos 12 meses (pérdidas totales esperadas por la probabilidad de que se produzcan en ese plazo) 	<ul style="list-style-type: none"> Todas las pérdidas crediticias esperadas a lo largo de la vida del instrumento, por impagos o retrasos Normalmente, sobre tipos de contratos homogéneos, colectivamente considerados 	<ul style="list-style-type: none"> Todas las pérdidas crediticias esperadas Normalmente individualizadas por contratos
Saldo de la partida	Coste amortizado según interés efectivo inicial, corregido en cuenta aparte por la pérdida de los próximos 12 meses	Coste amortizado según interés efectivo inicial, corregido en cuenta aparte por la pérdida total esperada a lo largo de la vida del instrumento	Nuevo saldo: Coste amortizado según interés efectivo inicial, menos las pérdidas esperadas a lo largo de toda la vida
Ingresos por intereses	Tasa de interés efectivo por coste amortizado bruto de la partida, sin ajustar por pérdidas crediticias	Tasa de interés efectivo por coste amortizado bruto de la partida, sin ajustar por pérdidas crediticias	Tasa de interés efectivo por el coste amortizado neto de la partida, es decir, coste amortizado bruto ajustado por las pérdidas crediticias
CORRESPONDENCIA CIRCULAR 4/2006 (aproximación)	RIESGO NORMAL <i>(performing)</i>	<ul style="list-style-type: none"> RIESGO NORMAL EN VIGILANCIA ESPECIAL RIESGO DUDOSO POR RAZONES DISTINTAS DE LA MORA <i>(underperforming)</i>	RIESGO DUDOSO POR MOROSIDAD <i>(non-performing)</i>

Fuente: Elaboración propia.

retraso en el pago de las obligaciones asumidas. Si bien la equivalencia no es directa, este segmento podría asimilarse a lo que hoy se considera como riesgo normal en vigilancia especial y riesgo dudoso por razones distintas de la morosidad. Es decir, se trata de activos que se encuentran con dudas de recuperación pero que aún no pueden ser clasificados como dudosos.

Finalmente, en el *Stage 3*, deben incorporarse las operaciones que ya han experimentado pérdidas. Por este motivo, este segmento puede asimilarse a lo que hoy tenemos clasificado como riesgo dudoso por razones de la morosidad.

Determinación de provisiones (pérdida esperada) según IFRS 9

Como ya se ha comentado anteriormente, la IFRS 9 modifica el paradigma sobre el tratamiento de provisiones, pasando de un enfoque de pérdida incurrida a otro de pérdida esperada. Esto significa que las entidades pasarán de reconocer la mayor proporción de pérdidas por riesgo de crédito en el momento del *default* (90 días de impago) a tener que guardar dicho colchón para cubrir potenciales pérdidas desde su concesión. Ello tiene sentido,

ya que el riesgo existe realmente desde la concesión de una operación y no desde el momento en el que dicha operación presenta impagos.

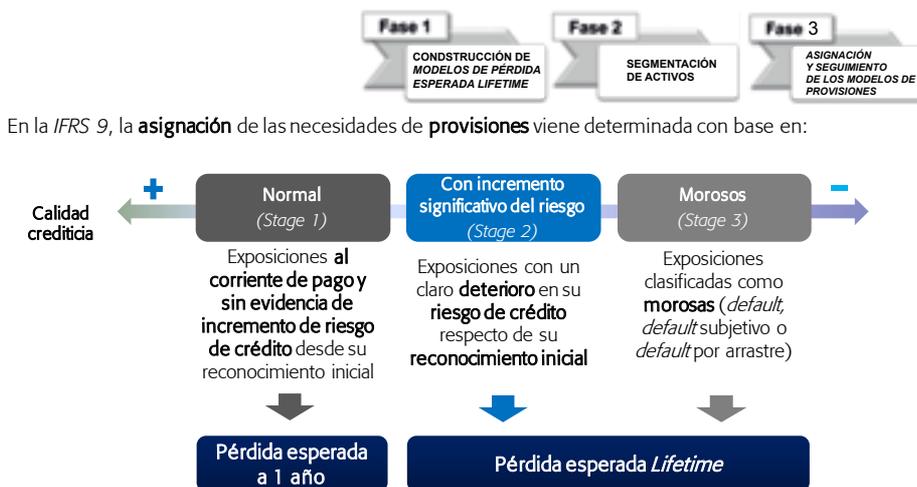
La asignación de provisiones en IFRS 9 se establece en función del stage. Para el Stage 1 se debe analizar y provisionar la pérdida esperada del activo a doce meses vista, mientras que para los Stages 2 y 3 el cálculo de provisión debe realizarse al período de vida del activo durante el cual se espera que se materialicen pérdidas (lifetime).

Debido a que la pérdida esperada de una operación no es inalterable ante distintas situaciones macroeconómicas, la IFRS 9 requiere, siempre que no conlleve un coste o un esfuerzo desproporcionado, la inclusión de provisiones de condiciones económicas para el horizonte considerado en la modelización.

El criterio general a considerar es que para aquellas operaciones que se encuentran clasificadas en el *Stage 1*, las provisiones deben de cubrir la pérdida esperada a doce meses vista mientras

Gráfico 2

Segmentos y provisiones a aplicar



Fuente: Elaboración propia.

que en los casos de operaciones clasificadas en los *Stages 2 y 3*, las provisiones deben cubrir la pérdida potencial a toda la vida (*lifetime*) de la operación.

Impacto potencial derivado de su aplicación

Al tratarse de un cambio tan fundamental en la contabilización de los distintos activos y pasivos, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) realizó un análisis de los impactos potenciales que podrían derivarse de la misma¹. En su estudio detectó que los aspectos ligados a la clasificación y medición de activos y pasivos no preocupaban especialmente a las entidades, ya que no se esperaban grandes impactos tras su aplicación. Por el contrario, la implementación de un cálculo de provisiones basándose en un criterio de pérdida esperada, en particular, la utilización de pérdidas esperadas

de que una gran cantidad de entidades se encontraba en una fase muy embrionaria de aplicación de esta normativa. En particular, las entidades de menor tamaño iban más retrasadas, siendo probablemente éstas las que más esfuerzos de adaptación debían de asumir, al no contar con modelos internos de capital en los cuales apalancarse para el desarrollo de los modelos de pérdida esperada para el cálculo de provisiones.

Por otra parte, el pasado 11 de octubre el Comité Bancario de Supervisión de Basilea (CBSB)² emitió un documento consultivo para evaluar el enfoque que podría establecerse para determinar un calendario de impactos en capital derivado de la aplicación de *IFRS 9*. En este documento se establece que, en caso que la nueva normativa de provisiones suponga un impacto elevado en las entidades (a analizar en función de los estudios que se encuentran en marcha en este momento), podría implementarse un calendario de repercusión sobre el capital. Para ello se establecen tres posibles enfoques que podrían implementarse en un período de tres a cinco años (gráfico 3):

La Autoridad Bancaria Europea ha realizado un primer estudio de impacto según el cual se espera un incremento medio de provisiones de un 18% y una reducción potencial de 59 puntos básicos de CET 1.

lifetime para el *Stage 2*, supondría un incremento significativo en el volumen total de provisiones. En este sentido, se estima un incremento medio de un 18% en el volumen de provisiones (de hasta un 30% para el 86% de las entidades) y una disminución del coeficiente de CET1 (capital de primer nivel) de 59 puntos básicos (pb) en media (y hasta 75 pb para el 79% de las entidades). Otro elemento que se ha detectado como relevante es un incremento significativo esperado en la volatilidad de las cuentas de resultados.

Cualitativamente, el aspecto que generó mayor preocupación del estudio de la EBA fue el hecho

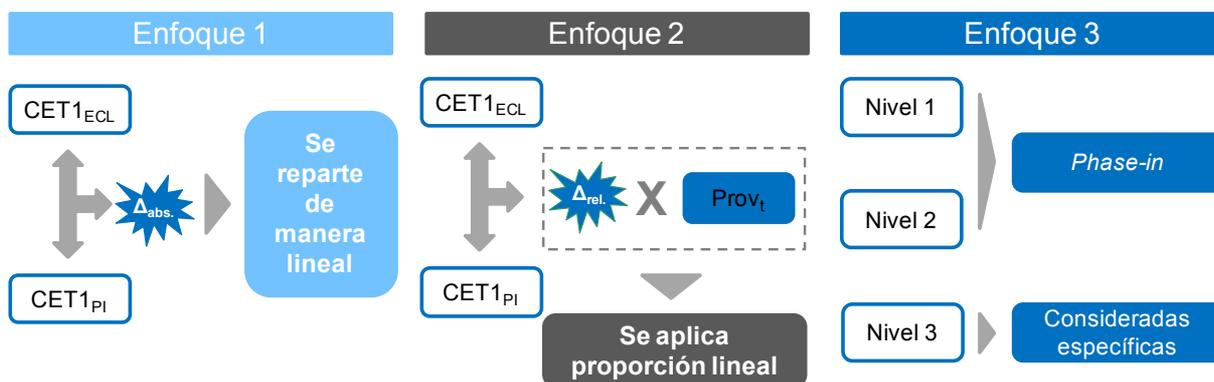
- Enfoque 1- Impacto en valor absoluto sobre CET1: consiste en evaluar el impacto en términos absolutos que supone la nueva normativa sobre el CET1 de la entidad y repartir dicha variación de forma lineal durante el período de tiempo establecido.
- Enfoque 2- Impacto en valor relativo: consiste en evaluar el impacto en capital como proporción del nivel de provisiones y aplicar un calendario teniendo en cuenta esta proporcionalidad.
- Enfoque 3- *Phase-in* absoluto de provisiones: evalúa directamente los requerimientos de provisiones por el *Stage 1 y 2* y realiza un *phase-in* sobre el valor absoluto de estas provisiones.

¹ <https://www.eba.europa.eu/-/eba-provides-its-views-on-the-implementation-of-ifs-9-and-its-impact-on-banks-across-the-eu>

² <https://www.bis.org/bcbs/publ/d385.htm>

Gráfico 3

Enfoques del CBSB para el impacto en Capital



Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2016).

Desarrollos y retos previos a su implantación

Las labores a desarrollar para adaptar el cálculo de provisiones a la nueva normativa internacional no son menores. En particular, uno de los elementos más novedosos, y que supone el mayor componente de trabajo de esta nueva normativa de provisiones, radica en el requerimiento de la utilización de modelos y estimaciones propias para

Los trabajos a realizar para adaptarse a IFRS 9 son sustanciales tanto en entidades que ya cuentan con modelos IRB para cumplir con los requerimientos de capital como para el resto de las mismas.

el cálculo de provisiones. Estos trabajos, si bien deben seguir un criterio de proporcionalidad, pueden incluso ser superiores en entidades que no cuentan con modelos avanzados para el cálculo del capital. Por su parte, si bien las entidades que aplican modelos basados en los *ratings* internos

(IRB) para capital ya tienen realizado parte del trabajo de desarrollo de parámetros, los criterios bajo los cuales deben de estimarse los distintos componentes del riesgo de crédito (probabilidad de *default* o PD, exposición en caso de *default* o EAD y pérdida en caso de *default* o LGD) no son iguales, ya que los parámetros para capital se encuentran sujetos a una serie de restricciones y son parámetros medios, *through the cycle* (o en el momento peor del ciclo, *downturn*, en el caso de la LGD) de un ciclo económico. Para el cálculo de las provisiones, los parámetros deben de ser adaptados a cada momento del tiempo, *point-in-time*, y prospectivos, teniendo en cuenta los escenarios macroeconómicos esperados, –con su probabilidad de ocurrencia–, para los próximos años. Adicionalmente es necesario evaluar el tiempo para el cual deberán de estimarse estos parámetros, compatibles con el concepto de *lifetime*, lo cual no es ni mucho menos baladí.

Referencias

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA-CBSC (2016), Regulatory treatment of accounting provision, *Discussion document*, 11 de octubre de 2016.

Una nueva política industrial para España*

Rafael Myro**

La economía española ha atravesado en los últimos nueve años una profunda crisis de la que solo ahora comienza a recuperarse. La industria manufacturera ha sido castigada con especial dureza por la disminución de la demanda interna, que ha erosionado una de sus bases fundamentales de crecimiento. Afortunadamente, las empresas han sabido aprovechar muy bien la mayor expansión de la demanda internacional hasta 2013, evitando una mayor infrautilización de sus capacidades productivas y un incremento aún más pronunciado del desempleo. El apuntalamiento del crecimiento iniciado en 2013, asentándolo sobre bases firmes de equilibrio interior y exterior, exige cambios en la forma de producir y en la calidad de lo producido, así como la diversificación de los esfuerzos empresariales hacia nuevas actividades y productos. La industria, por su importancia en la innovación y la exportación, debe desempeñar un papel de primer orden en esta transformación del modelo productivo, recobrando parte del peso perdido en la producción. El objetivo de este artículo es presentar los principales elementos de un programa de política industrial susceptible de incrementar el peso de las manufacturas en el PIB español y su capacidad de generar empleo, revirtiendo las pautas seguidas en los últimos años, y en consonancia con los objetivos de la agenda de la Comisión Europea para el año 2020.

Situación y evolución de la industria española

En contra de lo que con frecuencia se cree, la evolución de la industria española hasta el comienzo de la crisis fue bastante aceptable, sobre todo en el marco poco propicio derivado,

de una parte, de la entrada masiva de inmigrantes, que, si bien fortalecía la demanda interna, dificultaba las ganancias de productividad, al incentivar producciones intensivas en trabajo y de salarios reducidos; y de otra, de expansión formidable de la construcción inmobiliaria, que atraía poderosamente una parte importante de los recursos

* Este artículo es un breve resumen del libro que, con el mismo título, ha sido publicado por el Consejo Económico y Social en noviembre de 2016. Es el resultado de una amplia investigación colectiva dirigida por el autor de estas páginas.

** Universidad Complutense de Madrid.

financieros captados por las entidades de crédito. Más que poner grandes límites a la financiación de la industria, esta expansión inmobiliaria amparó quizá la cultura de la inversión especulativa y de alcance cortoplacista, que resulta tan poco favorable a la innovación y a los retos de largo plazo.

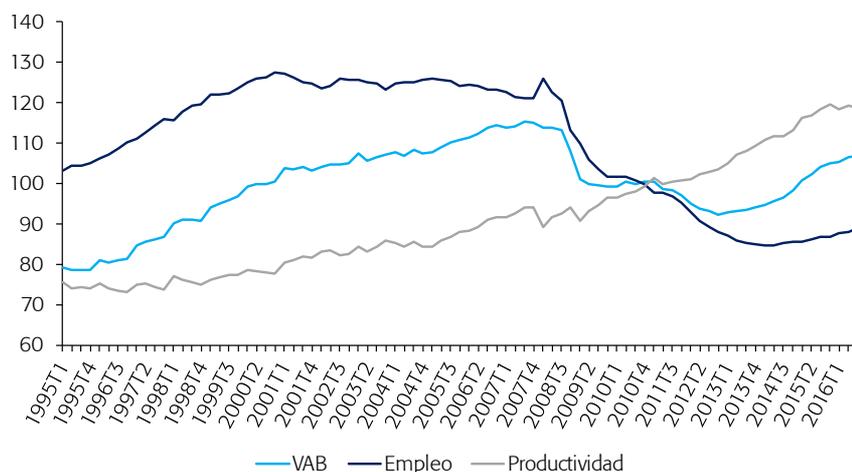
Pero aun así, la industria española sobresalió en la competencia internacional, resistiendo bien, mejor que la mayoría de sus pares comunitarias, el vertiginoso ascenso de las economías emergentes, con China a la cabeza. Su avance en productividad solo quedó algo por debajo del anotado por Alemania, sus exportaciones mantuvieron un buen ritmo de crecimiento, superando el de las francesas, italianas o británicas, y las tasas de rentabilidad sobre los fondos propios de las empresas alcanzaron en 2007 los dos dígitos, despuntando asimismo en el panorama europeo.

Los problemas llegaron con la crisis y la profunda disminución de la demanda interna, que afectó de forma más intensa a las manufacturas, con la reducción de la construcción inmobiliaria y de la obra civil, así como del gasto dirigido a la formación bruta de capital en equipamiento y a los bienes de consumo duradero. La producción industrial se contrajo sensiblemente desde 2008

hasta 2013, y aún más lo hizo el empleo, impulsado por la desaparición de pequeños establecimientos de baja productividad que se quedaron sin mercado y vieron intensamente restringida su financiación (gráfico 1). En cambio, la productividad de las manufacturas creció fundamentalmente como consecuencia del cierre de estas empresas menos productivas.

Con todo, el ascenso de las exportaciones en los años centrales de la crisis contribuyó de forma sensible a sostener la actividad, evitando un mayor descalabro, y frenando el descenso en el peso de la industria en el PIB (gráfico 2). Las empresas españolas hicieron gala de la experiencia ya acumulada en los mercados internacionales para tratar de compensar la debilidad del mercado interior con exportaciones dirigidas a los países que mantenían elevados ritmos de crecimiento, los emergentes. Y lo hicieron muy bien, superando a las alemanas en el ritmo de sus ventas exteriores, aun cuando estas contaban con una mayor implantación en una parte de los citados países, los de Asia. Estas destacadas capacidades competitivas se han puesto de nuevo de manifiesto a partir de 2013, con la recuperación de la economía española, que está siendo liderada por la industria manufacturera.

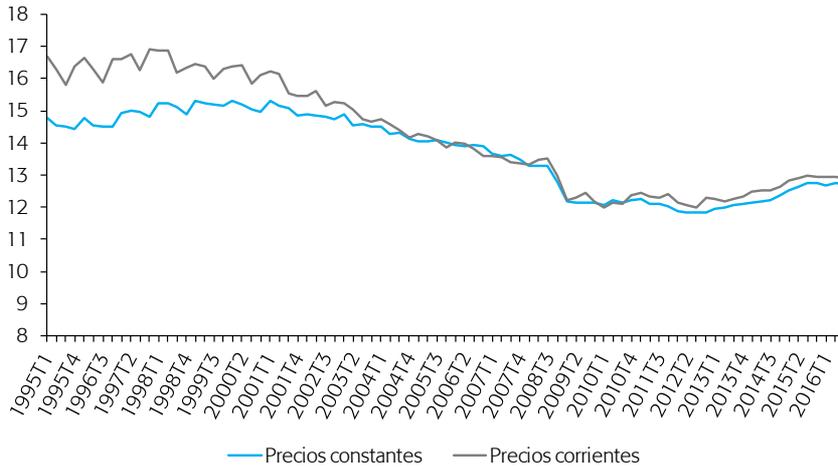
Gráfico 1
Producción, empleo y productividad en las manufacturas españolas
 (Índices, 2010=100)



Fuente: Contabilidad Trimestral de España (INE).

Gráfico 2

Peso porcentual de las manufacturas en el PIB español



Fuente: Contabilidad Trimestral de España (INE).

De esta manera, la trayectoria sorprendente de la exportación española, que no es algo nuevo de la crisis actual, aunque se haya percibido sobre todo durante ella, es el mejor aval de su competitividad, a menudo denostada sin razón y sin que el examen de los datos lo resista. Obedece a una

La positiva trayectoria de la exportación española obedece a una estructura de la oferta exterior variada y bien adaptada a la demanda mundial, a mejoras en la calidad y diferenciación de los productos, a una buena combinación de viejos mercados y jóvenes y más expansivos, y a la ejecutoria de un conjunto de empresas de elevada dimensión y de productividad muy alta en términos comparados.

estructura de la oferta exterior variada (de tecnología media-alta) y bien adaptada a la demanda mundial, a mejoras en la calidad y diferenciación de los productos, a una buena combinación de viejos mercados (los comunitarios) y jóvenes y más expansivos (latinoamericanos, asiáticos y africanos) y a la ejecutoria de un conjunto de empresas de elevada dimensión y de productividad muy alta en términos comparados. También al esfuerzo

realizado de inserción en las cadenas globales de valor, conseguido con la ayuda de las multinacionales extranjeras ubicadas en España.

Sin embargo, no todo funciona bien en la industria española, existiendo un conjunto de desventajas competitivas que frenan su crecimiento, y deben ser objeto de una política industrial reforzada, más activa y dotada de mayores recursos. Empezando por la exportación —ya resaltada como uno de nuestros activos principales—, se encuentra concentrada en un número limitado de productos, de mercados y de empresas. Siguiendo con la estructura productiva, adolece de excesiva falta de tejido en los sectores TIC, entre los que se encuentran semillas de nuevas producciones que por ello deberían cuidarse de forma especial. Por otra parte, la productividad avanza a ritmos bajos y se apoya en la mayor mecanización de las explotaciones, no en el aumento de los intangibles, que debería ser su determinante básico en una economía ya tan desarrollada como la española. Se ve restringida, en definitiva, por el ancho mar de microempresas que ni siquiera alcanzan los niveles de eficiencia que sus pares poseen en otros países. Deficiencias de gestión y delegación de tareas aparecen como causas importantes de la reducida dimensión empresarial, quizá en última

instancia un tributo a la desconfianza entre las personas, que se trasmite a la esfera laboral en desconfianza de los trabajadores con respecto a los empresarios y viceversa (Huerta y Salas, 2014). La desconfianza impide un liderazgo participativo que defina bien objetivos e involucre a todos los efectivos de la empresa en su consecución.

La industria española necesita el auxilio de una política industrial. No es la única, todas las industrias europeas han perdido peso en el tejido productivo y, por esta razón, la Comisión Europea ha puesto énfasis en la reindustrialización, con objetivos ambiciosos para 2020.

La industria española necesita por tanto del auxilio de una política industrial. No es la única, todas las industrias comunitarias han perdido peso en el tejido productivo y por esta razón la Comisión Europea ha puesto énfasis en la reindustrialización, con objetivos ambiciosos para 2020 (Comisión Europea, 2014)

El papel de la política industrial

La política industrial puede y debe desempeñar un papel importante en este proceso. Lo han puesto de relieve diversos modelos. Por supuesto, el asiático, a menudo denostado, sin duda difícil de evaluar, pero que cuenta en su haber con notorios éxitos, desde el Japón de la posguerra, pasando por Corea, su mejor y más acabada expresión, y concluyendo con China. Los problemas actuales de Japón o la crisis asiática de finales del decenio de 1990 parecen más la consecuencia del abandono de este modelo que de su permanencia (Weis, 2011). También lo avalan los modelos alemán y norteamericano, dentro ya del mundo desarrollado, ambos caracterizados por la pujanza y extensión de la política de innovación, sin duda el centro de atención de la política industrial en los países más avanzados. Asimismo, se depende de diferentes estudios aplicados que evalúan la eficiencia de los apoyos a la industria. Finalmente,

la globalización y los importantes retos tecnológicos a los que se enfrentan hoy las economías (la nanotecnología y la biología o la industria 4.0, con las impresas 3D, la digitalización de productos y transacciones, los *big data* y la inteligencia artificial), que resultan tan amenazantes del empleo, requieren una actuación dirigida no solo a asegurar el progreso técnico sino a facilitar el tránsito hacia estructuras productivas diferentes.

Las industrias europeas pagan hoy el precio de un notable abandono por parte de las administraciones públicas desde el inicio de la década de 1990, que, apoyado en el rechazo al intervencionismo excesivo a veces, y sobre todo mal orientado, de las décadas anteriores, adoptó pautas preferentemente burocráticas, y más raquíticas desde el punto de vista presupuestario. El rechazo lógico a una administración que aspiraba a definir qué sectores debían liderar la economía dejaba paso así al extremo contrario, la ausencia de guías y objetivos públicos con respecto al desarrollo industrial. Europa recogía las esencias del discurso liberal estadounidense acerca de la no necesidad de una política industrial propiamente dicha, de la conveniencia de una orientación limitada a amparar el marco de aparición y crecimiento de las empresas, sin captar la realidad palpable detrás del modelo de Estados Unidos, una política favorecedora de la investigación y la innovación, muy cuidadosa con las pymes innovadoras y muy involucrada en grandes y costosos programas científicos. Solo Alemania entendió esta realidad que hoy resulta clara y patente. Como señala Mazzucato (2014), en Estados Unidos, el Estado no solo define la misión en el desarrollo tecnológico, hace de guía y de brazo ejecutor.

Se precisa pues una política industrial que defina objetivos horizontales en respuesta a diversos fallos de mercado (Rodrik, 2004; Chang *et al.*, 2014). Hay múltiples intervenciones públicas que generan externalidades positivas: el impulso de producciones secundarias, necesarias para el desarrollo y el aprovechamiento de economías de escala en otras producciones principales, de amplio potencial; el auspicio de la innovación y el descubrimiento de nuevos productos por los

emprendedores (*self-discovery*), o la provisión de recursos y capacidades a las pymes que estas no pueden costear por falta de dimensión (gastos de formación, de inversión en nuevos métodos de gestión o de internacionalización). Estas intervenciones cobran especial intensidad en espacios regionales, donde han dado pie a la puesta en marcha de estrategias de especialización inteligente (McCann y Ortega-Argilés, 2016)

La política industrial debe recuperar su cercanía al sector privado, sin miedo a verse involucrada en intereses espurios. Para ello, solo se requiere una administración bien formada y con claros criterios de actuación. Esta política ha de contar con agencias especializadas y organismos de cooperación público-privada que, de una parte, faciliten el conocimiento profundo de la actividad productiva a las administraciones públicas, y de otra, muestren a las empresas la gama de opciones de apoyo público realmente necesarias y eficaces, resaltando la importancia de desarrollar sus intervenciones en marcos procompetitivos.

Ni que decir tiene que en estas agencias y organismos de cooperación deben participar los diferentes niveles de la Administración Pública, de una parte, y todas las organizaciones sociales,

especialmente patronales y sindicatos, con sus segmentos sectoriales y regionales, de otra. Estas organizaciones sociales aportan una información indispensable para una Administración Pública que debe aprender acerca de la realidad industrial para mejor coordinar actuaciones y definir nuevas acciones tecnológicas y productivas.

Los objetivos de la política industrial

En nuestra opinión, la política industrial debe perseguir dos objetivos últimos ligados entre sí:

El aumento de la productividad del trabajo, y

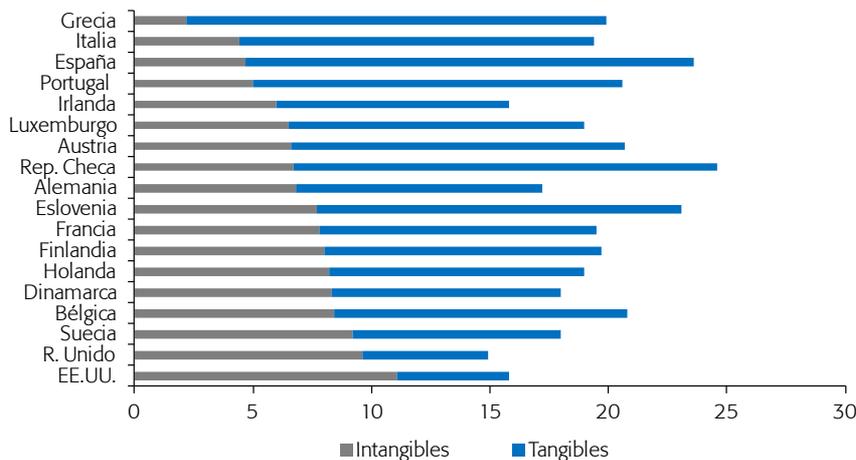
La internacionalización de las empresas, y de la economía, tanto a través de la exportación, como de la incorporación a cadenas globales de valor o mediante la creación o adquisición de filiales productivas en otros países. Sin olvidar la atracción de multinacionales extranjeras, que no es sino parte del objetivo más general de profundizar en la internacionalización de la economía española.

El avance de la productividad, amén de un elemento clave en la competitividad exterior de la industria, y por ende, de su crecimiento, constituye

Gráfico 3

Inversión en activos intangibles y tangibles

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Falk (2013).

un paso firme y necesario para la internacionalización de la empresa. Pero esta última, a su vez, conlleva un aprendizaje inapreciable acerca del producto fabricado, de otros productos relacionados y de los procesos productivos, que se traduce en un incremento de la productividad del trabajo y en una externalidad positiva de conocimiento de nuevos mercados que la Administración Pública puede y debe aprovechar en su política de promoción exterior.

En particular, resulta indispensable impulsar las exportaciones, de forma que se cree holgura en la balanza de pagos para crecer e importar, generando empleo, sin incurrir en desequilibrios exteriores, al tiempo que se avanza en la reducción de la deuda exterior.

El incremento de la productividad debe cimentarse en la incorporación de capital humano y tecnológico al proceso productivo, o dicho de otra forma, de activos intangibles, de escaso peso aún en las empresas españolas, como muestra el gráfico 3. Este es el cambio de modelo productivo que la industria española necesita.

La innovación y su financiación

El papel central en cualquier política industrial en el marco de países avanzados ha de corresponder a la innovación, menospreciada en la "i" pequeña que aparece en el gasto de I+D+i. España no ha dejado de perder empresas innovadoras durante la crisis. Con respecto a 2007, su número se ha reducido a la mitad, de 31.000 a 15.300. Detrás de esta sorprendente evolución no solo se esconde un escaso esfuerzo innovador en la crisis (gráfico 4), que nos aleja de los países líderes en innovación, sino también por la fragilidad de su sistema de innovación. La Comisión Europea sitúa a España en el grupo de países "innovadores moderados", junto con Italia, Hungría, Portugal, Grecia, Croacia, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Lituania, Malta, Polonia y Eslovaquia. Resulta claro que no es el grupo que corresponde a su nivel de desarrollo.

Esta fragilidad se evidencia aún de forma más clara en la plaza que ocupa España entre 22 países en el Índice Global de Innovación (IGI) de 2016: la número 28, bien alejada de la décima, que ocupa Alemania, o de la undécima posición de Corea del Sur, y semejante a la de Italia (29), un país que ha registrado un crecimiento del PIB per cápita del 0,8% anual en los últimos treinta años. Es obligado evitar una perspectiva semejante.

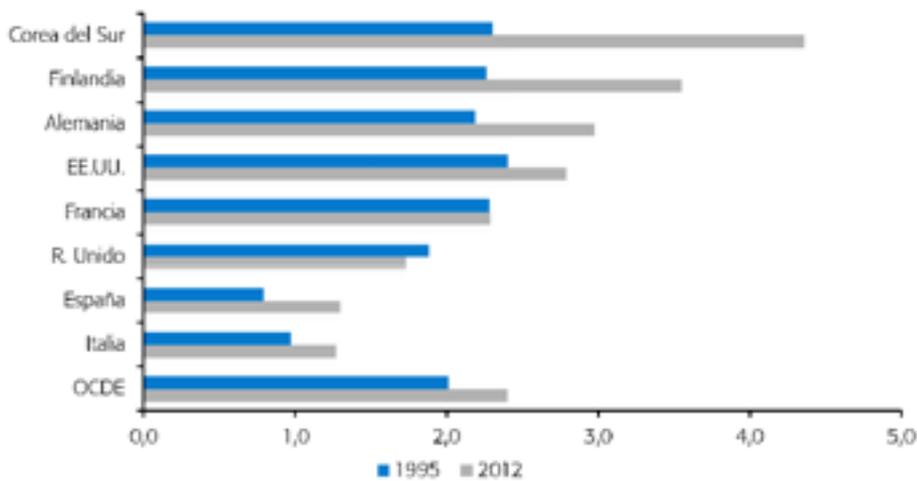
Explican la retardada posición española las bajas puntuaciones obtenidas en algunos de los apartados que sirven para el cálculo del IGI, como la eficiencia en la innovación, donde España ocupa el puesto 48, o la sofisticación del entorno de negocios, que se refiere a la existencia y funcionamiento de redes de innovación: la colaboración en investigación entre la universidad y la empresa, el desarrollo y papel de los *clusters* en la economía, la financiación externa de la I+D o las familias de patentes, entre otras. Hasta el FMI ha tenido que advertir recientemente a España de que destaca hoy por ser uno de los países donde menos apoyo financiero se presta a la innovación de las empresas privadas.

La gran paradoja en este ámbito de la innovación reside en que, aunque España cuenta con las instituciones propias de un Sistema de Ciencia y Tecnología (SCYT), o si se quiere de un Sistema de Innovación, está lejos de disponer de un verdadero "ecosistema innovador", en la terminología acuñada para definir a territorios inteligentes en los que se producen interacciones entre todos sus agentes que aportan innovaciones colaborativas generadoras de valor. Aún más, esa debilidad se apunta como la principal razón por la que la Comisión Europea acordó con el Gobierno español una notable concentración de los recursos de la programación de fondos estructurales y de inversión para el periodo 2014-2020 en el objetivo de *fortalecimiento y promoción de la investigación, el desarrollo tecnológico y la innovación*. La comparación, no ya con países como Alemania, sino con otros de menor desarrollo y de trayectorias similares a la española, como Corea del Sur, resulta también alarmante.

Gráfico 4

Esfuerzo tecnológico en países seleccionados

(Gastos en I+D en porcentaje del PIB)



Fuente: OCDE.

Este “ecosistema innovador” no se crea sin un protagonismo claro del Estado, y sin una fuerte interacción de este con el sector privado, ni sin la conciencia de que la tecnología es un asunto de primer orden al que consagrar grandes capacidades. La concepción del Estado como mero suministrador de financiación para la innovación, en la distancia y en la ignorancia de los riesgos y dificultades que asumen las empresas, es el mejor camino hacia la insignificancia tecnológica de un país.

Con la reciente creación de la Agencia Estatal de Innovación (AEI), se cuenta con un nuevo instrumento sobre el que reordenar este sistema de ciencia y tecnología. Sin embargo, los primeros pasos no parecen muy alentadores, el modelo seguido se aproxima más al francés que al alemán, en lo que parece ser un ejemplo de cultura burocrático-administrativa más cercana al país vecino. La gobernanza de las políticas de I+D e innovación en España, en cuanto a su fomento y financiación, recae, desde la creación de la Agencia, en dos agentes principales: la propia AEI y el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), ambos dependientes de la Secretaría de Estado de Investigación, Desarrollo e Innovación del Ministerio de Economía y Competitividad. El

primero desempeña el papel de instrumento para la gestión y financiación públicas de la I+D, y el segundo se centra en la financiación de proyectos empresariales de innovación y desarrollo.

Un “ecosistema innovador” no se crea sin un protagonismo claro del Estado y sin una fuerte interacción de este con el sector privado, ni sin la conciencia de que la tecnología es un asunto de primer orden al que consagrar grandes capacidades. La concepción del Estado como mero suministrador de financiación, en la ignorancia de los riesgos y dificultades de las empresas, es el mejor camino hacia la insignificancia tecnológica de un país.

Lamentablemente, este diseño inicial no garantiza que se vaya a progresar en la vertebración del sistema de innovación, si se atiende a que deja fuera de la Agencia otro de sus organismos clave, la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

Uno de los aspectos centrales de la innovación es su financiación, que ha de basarse en la mul-

tipificación de instrumentos que aseguren el tipo de financiación adecuado a cada etapa de desarrollo de la empresa innovadora. Ello exige el desarrollo de alternativas al crédito bancario, de limitado recorrido en este ámbito. A este respecto, se puede constatar cómo en efecto, en los últimos años, siguiendo orientaciones similares a las de los principales países europeos, han proliferado nuevas formas de financiación alternativa, desde los programas de incubación y aceleración de empresas innovadoras puestos en marcha por las grandes compañías (*Venture Capital Corporativo*) como Telefónica (*Open Future*) o varios bancos (La Caixa —Caixa Capital Risc—, BBVA —BBVA Ventures—, Banco Santander —Innoventures— y Banco Sabadell —Bstartup), hasta la extensión de la actividad de los *business angels*, el *crowdfunding*, los mercados de acciones para pymes y sobre todo los fondos de capital riesgo y de *private equity*, que se están expandiendo a un ritmo muy vivo, con creciente presencia de capital extranjero. Las entidades públicas antes citadas han contribuido a este desarrollo, como también lo ha hecho el ICO.

Esta rápida expansión de la financiación ha tendido a reducir ligeramente los problemas para la creación de *start ups* en España, pero no debe olvidarse que el desarrollo que alcanzan los instrumentos citados es todavía sensiblemente inferior al que poseen en otros países europeos. También lo es el papel directo que desempeñan las entidades públicas en este ámbito, aún muy reducido. En todo caso, los problemas de financiación se agravan cuando las empresas han de dejar de ser *start ups* para crecer e internacionalizarse. La reducción de los fondos dedicados al I+D que ha tenido lugar durante la crisis resulta indicativa, entre otras cosas, de esta dificultad de financiación. Ni siquiera los presupuestos decrecientes en cuantía dedicados a esta actividad se han ejecutado en los años de crisis. Una interpretación frecuente de esta circunstancia paradójica es que la demanda de las empresas es muy limitada. Semejante interpretación de los hechos deriva de una concepción pasiva de la política de innovación ya antes cuestionada, en la que las empresas son demandantes de fondos y las administraciones públicas ayudan a obtenerlos o los ofrecen directamente. Pero el

análisis de los países con mejores prácticas innovadoras —EE.UU., Alemania y Corea— ha revelado que la política de innovación es una política también de demanda, que estimula el surgimiento de nuevos proyectos y las necesidades de financiación que conllevan.

El capital humano y directivo

La cualificación laboral ha descansado hasta ahora principalmente en el sistema educativo, susceptible de importantes mejoras de organización y calidad, que son insistentemente reclamadas por diferentes estamentos. Una de ellas, fundamental desde nuestra perspectiva, es dotarlo de una mayor base empresarial, en primer lugar, alentando la formación profesional y su carácter dual, es decir, la que se apoya al mismo tiempo en las empresas y en el sistema educativo, y en segundo lugar, mediante el impulso de los gastos externos en formación de las empresas.

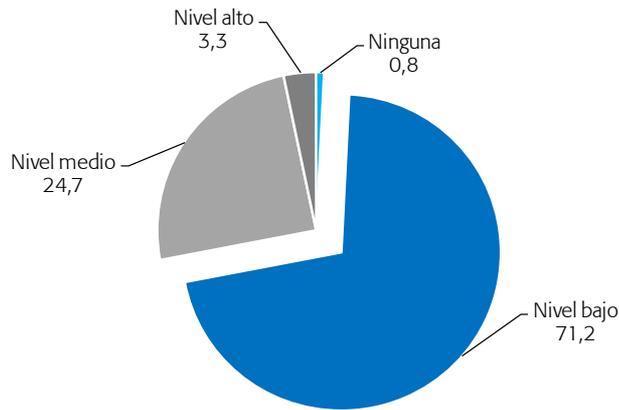
Este último extremo es de particular importancia, pues las empresas más internacionalizadas exhiben gastos en formación de los trabajadores muy por encima de la media, que, en España, resulta ser muy baja: solo el 25% de las empresas industriales gastan en formación, y dedican a ella como media un 0,2% de sus costes laborales (el gasto medio para las empresas de menos de 50 trabajadores no llega a 1.000 euros al año, situándose en 12.500 euros para las empresas que ocupan a un número de trabajadores entre 50 y 200). Estos datos no solo hablan de cierta renuncia de los empresarios a involucrar a los trabajadores en las tareas y objetivos de la empresa. También refleja la extensión de la contratación temporal, un mal indudable al que hay que poner fin si se quiere contar con más capital humano.

La productividad de la empresa depende también de la calidad de su capital directivo, que determina la calidad de la gestión de las empresas. Examinando diversos indicadores de buenas prácticas de gestión, se llega a la conclusión de que en España predominan las empresas con baja calidad de gestión: en nuestro análisis, aplicado a

Gráfico 5

Distribución de las empresas españolas según el nivel de buenas prácticas de gestión, 2013

(Porcentaje)



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (Fundación SEPI).

las empresas industriales, el 71% del total (gráfico 5). Se trata de empresas en las que los objetivos no están bien definidos, su cumplimiento no está controlado, los esfuerzos de información sobre nuevas tecnologías son reducidos, como también lo son los dedicados a conocer

Examinando diversos indicadores se llega a la conclusión de que en España predominan las empresas con baja calidad de gestión. Se trata de empresas en las que los objetivos no están bien definidos, su cumplimiento no está controlado, los esfuerzos de información sobre nuevas tecnologías son reducidos, como también lo son los dedicados a conocer el mercado, relacionarse con otros pares o a digitalizar los procesos productivos y de marketing.

el mercado, a relacionarse con otros pares o con entidades técnicas, o a digitalizar los procesos productivos y de *marketing*. Pues bien, las administraciones públicas han de encontrar la forma de facilitar a las empresas los conocimientos y ayudas necesarios para optimizar todas sus prácticas de gestión. En realidad, todo apoyo otorgado desde la

Administración Pública a las empresas, al igual que debería ligarse al cumplimiento de determinados compromisos de desempeño, a alguna condicionalidad medible en resultados, debería conectarse a pautas de gestión mejoradas. Las administraciones deben trabajar con el segmento de empresas dispuesto a avanzar, exigir y ofrecer de forma transparente buenos resultados.

Destaca principalmente el bajo nivel que alcanzan las empresas en el apartado más importante de buenas prácticas: el liderazgo. Es el que depende de la definición de objetivos y su control, de los conocimientos en materia de innovación y de exigencias medioambientales, así como de las conexiones exteriores de los directores, de su intercambio de experiencias y actuaciones con sus pares o con los directivos de empresas proveedoras o clientes. Pues bien, más del 60% de las empresas manufactureras poseen niveles bajos o nulos en buenas prácticas de liderazgo.

La mejora de la calidad de la gestión es de radical importancia, porque, como ya se ha señalado, existe un claro vínculo entre ella y los niveles de productividad alcanzados. Pero afortunadamente, no solo depende de que se actúe directamente sobre ella, que, por otra parte, es algo que no

resulta fácil de hacer. También se favorecen las buenas prácticas de gestión con las políticas de innovación, o las de internacionalización, al igual que con las dirigidas a aumentar el tamaño de las empresas, eliminando normativas que incentivan el tamaño pequeño, o favoreciendo la competencia en los mercados. Ello obedece a que tamaño, innovación, internacionalización, productividad del trabajo y calidad de gestión son factores que se interaccionan. Actuando sobre cada uno de ellos, se incide sobre los restantes.

Por consiguiente, a la vez que se persigue eliminar obstáculos al crecimiento de las empresas, o normativas favorables a la baja dimensión, debe intentarse actuarse en innovación, intangibles, internacionalización y buenas prácticas de gestión, y se acabará contando con empresas de mayor dimensión y mayor productividad.

El capital de marca

Como el capital humano y la innovación, el denominado *capital de marca* forma parte de los intangibles y aquí también la empresa española muestra deficiencias sustanciales. Solo un 20% de las empresas manufactureras realizan estudios de mercado y *marketing*, que en nuestros análisis se revelan claves en el posicionamiento de la empresa en el mercado¹. La política industrial debe patrocinar la creación de marcas privadas, de cara a dotar de reputación y garantía de calidad a los productos españoles. Pero sobre todo, debe aprovechar el enorme potencial que poseen las marcas colectivas (denominaciones de origen protegidas, indicaciones geográficas protegidas, especialidades tradicionales reconocidas y marcas de garantía). También la Marca España, desde luego. En algunos sectores como el de alimentación, estas marcas colectivas pueden desempeñar un gran papel, apenas explorado hasta el momento, pues solo el 12% de las empresas del sector agroalimentario, que representan un porcentaje reducido de la facturación total (el 1,1%), comercializan sus productos bajo Denominaciones de

Origen Protegidas (DOP) o Indicación Geográfica Protegida (IGP).

Digitalización

La digitalización es una revolución tecnológica que en realidad aglutina diversos cambios tecnológicos, algunos de rápido avance, como el uso de *big data*, la comunicación ultrarrápida, la computación en la nube, la impresión en 3D, la robotización masiva, la visión artificial, y otros de más lento progreso, como la computación cognitiva o la inteligencia artificial (lenguaje natural, *machine learning* y reconocimiento de voz). Estas innovaciones tecnológicas se harán accesibles de forma cada vez más rápida y a costes decrecientes, y alterarán los modelos actuales de negocio y las cadenas de valor de muchos productos, desde el diseño hasta la comercialización. Pues bien, este cambio tecnológico múltiple no va a encontrar a las empresas industriales españolas muy preparadas, a juzgar por el limitado avance que muestran en los desarrollos más básicos. Aunque el dominio de Internet alcanza ya casi al 80% de

La revolución tecnológica que representa la digitalización no va a encontrar a las empresas industriales españolas muy preparadas, a juzgar por el limitado avance que muestran en los desarrollos más básicos.

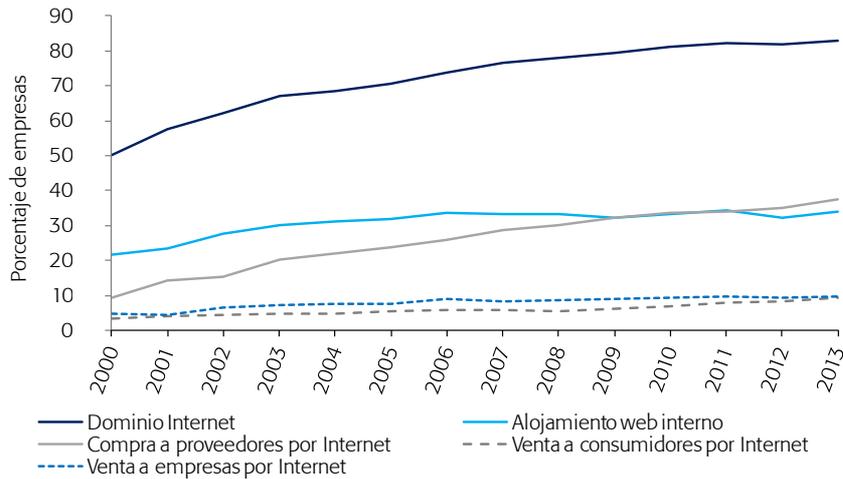
las empresas, el alojamiento interno de web solo lo hace al 30% y las ventas por la red aún a menos (gráfico 6). Las empresas se enfrentan a un gran reto para su competitividad, que, al mismo tiempo, es una gran oportunidad para reforzarla sobre bases firmes. La política industrial tiene aquí un papel clave y urgente que desempeñar, ayudando a poner en marcha una intensa y compleja agenda digital.

¹ Este porcentaje se eleva al 27% en el sector de alimentación, más directamente volcado hacia el consumidor final.

Gráfico 6

Evolución de las prácticas de las empresas españolas en el entorno digital, 2000-2013

(En porcentaje)



Fuente: Encuesta sobre Estrategias Empresariales (Fundación SEPI).

Internacionalización de las empresas

La internacionalización es el otro objetivo último —junto a la productividad— del programa que se desarrolla en el libro que se resume aquí. Se favorece por el adelanto de la productividad, pero demanda medidas vigorosas de promoción y del desarrollo de la “inteligencia de mercados”, del conocimiento de los nuevos mercados, de sus características y de sus actores. La experiencia de las empresas internacionalizadas es clave, y por eso es relevante que las administraciones públicas se encuentren cerca de ellas, y las involucren en sus actuaciones (que fomente las redes de empresas, de escasa extensión en España).

En nuestra investigación, se ha valorado en primer lugar el papel de la inserción en redes internacionales de producción, en las cadenas globales de valor. Las empresas españolas, no solo las industriales, sino también las de servicios, han avanzado ya de forma muy significativa en esta incorporación (gráfico 7), con efectos positivos sobre su productividad y la regularidad y persistencia de sus exportaciones. Se han estudiado los factores determinantes de la inserción de las empresas en estas cadenas globales, obteniendo los siguientes resultados: un umbral mínimo de

dimensión empresarial la facilita enormemente, pero en su ausencia, resulta clave la productividad del trabajo, que una vez más se convierte en el factor decisivo para las pymes. También favorece la vinculación a las cadenas globales de valor la realización de innovaciones de producto, así como la participación de firmas extranjeras en su capital social, o el contar con filiales productivas en el exterior.

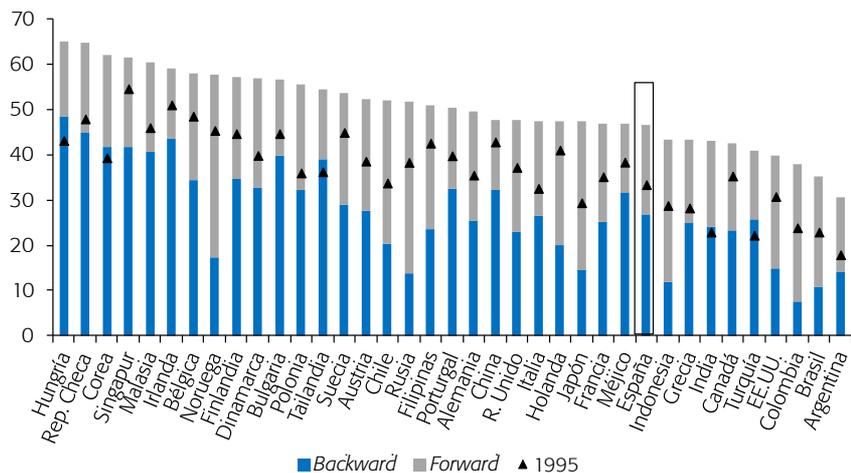
España tiene aún pendiente mejorar su inserción en las redes internacionales y su posición en ellas, acercándose a aquellos segmentos que otorgan más valor añadido a uno y otro lado de la cadena, la innovación, en uno, y el diseño o una sofisticada red de *marketing* en otro.

En el terreno más amplio de la exportación, resulta posible incluso proporcionar orientaciones sectoriales precisas para una política de promoción. Siguiendo los análisis de Hausmann y Klinger (2007), se han buscado aquellas producciones bien conectadas con nuestro sistema productivo y con altos grados de sofisticación, para ofrecer nuevas líneas de desarrollo que apuntan a un gran camino por recorrer con vistas a aprovechar el saber acumulado en el capital humano del que dispone España. En este sentido, puede decirse

Gráfico 7

Comparación internacional de la participación en cadenas de valor, 2011

(En porcentaje)



Fuente: Trade in Value Added, 2015 (OCDE).

que ofrecen buenas perspectivas de diversificación de nuestro patrón exportador numerosos productos encuadrados dentro de algunos de los sectores que han logrado ya elevados grados de desarrollo y competitividad exterior: textil y confección, alimentos, bebidas y tabaco, maquinaria y equipo mecánico, productos químicos, instrumentos científicos y ópticos y productos metálicos.

También se pueden ofrecer orientaciones con respecto a los mercados. Las más generales exigen un menor cálculo, o son relativamente obvias, si se tiene en cuenta que se encuentran ya bien identificadas las áreas con mayores perspectivas de crecimiento en los próximos años, en Latinoamérica, Asia, África y el Pacífico. Hacia esta última área deben orientarse grandes esfuerzos, que habrán de vencer los obstáculos del posible giro hacia el proteccionismo de la administración norteamericana. Pero hay otros mercados menos obvios y también con potencial de expansión para los productos españoles, incluso si no se encuentran entre los de más rápido crecimiento.

Estas políticas de promoción de exportaciones deben dirigirse igualmente a la inversión en el exterior, que no es sino otra forma de acceso

a los mercados exteriores, frecuentemente más rentable y de efectos más importantes sobre la capacidad competitiva de las empresas, esto es, sobre su productividad y el grado de singularidad y diferenciación de sus productos. La inversión de España en el exterior, que inició un crecimiento vertiginoso con el cambio de siglo, ha seguido aumentando a ritmo algo más moderado, pero apreciable, durante la crisis, y tiene aún un recorrido importante pendiente.

En particular, la promoción exterior en este ámbito debe favorecer a las manufacturas, que se muestran más rezagadas, sobre todo si se tiene en cuenta que una elevada proporción de la inversión de España en el exterior procede de multinacionales extranjeras ubicadas en España. Pero existe un amplio conjunto de empresas medianas, entre 200 y 500 trabajadores que no ha avanzado en este terreno desde hace quince años, y deben hacerlo.

Es asimismo crucial prestar atención a la política de atracción del capital extranjero. Las multinacionales extranjeras han desempeñado un papel muy notorio en la industrialización española, y lo siguen haciendo aún hoy, y de forma creciente, pues su peso no ha dejado de crecer. Aunque

intensifican la dependencia de España en importaciones procedentes de otros países, también son activas exportadoras y ayudan a la vinculación de las empresas españolas a las cadenas globales de valor. Adicionalmente, estimulan la competencia en los mercados interiores, favoreciendo el rearme tecnológico, y brindan externalidades de conocimiento positivas que impulsan el progreso técnico. Ampliar la entrada de capital extranjero es pues fundamental, y existe un amplio potencial para ello, pero es necesario modernizar el trabajo de promoción, hoy dependiente del ICEX.

Consideraciones finales

En definitiva, estas pocas páginas resumen un trabajo más amplio en el que se analiza la industria española y el papel de la política industrial como base para definir un programa concreto de actuaciones en este ámbito que fortalezca el tejido industrial e incremente su peso en el conjunto de la economía. Este programa pretende impulsar el crecimiento de la productividad y la internacionalización de las empresas. La base de su éxito descansa en una Administración Pública necesariamente reformada, adaptada a los tiempos modernos, acorde con las oportunidades y amenazas que representa la globalización, de visión amplia, capaz de interactuar estrechamente con el sector privado sin plegarse a sus intereses, de promover y coordinar iniciativas y de extender las redes de cooperación entre todos los agentes involucrados. Una Administración Pública que necesariamente ha de estar dotada de un gran capital humano, y poseer un elevado sentido de servicio público.

Referencias

- CHANG, H.-J.; ANDREONI, A., y M. M. KUAN (2013), "International Industrial Policy experiences and the lessons for the UK," Centre for Business Research, *Working Paper*, n.º 450.
- COMISIÓN EUROPEA (2014), "For an European Industrial Renaissance", Communication from the Commission to the European Parliament (COM/2014/014final).
- FALK, M. (2013), "New empirical findings for international investment in intangible assets", *WWW for Europe, Working Papers Series*, Nº 30
- HAUSMANN, R., y B. KLINGER (2007), "The Structure of the Product Space and the Evolution of Comparative Advantage", *CID Working Paper*, n.º 146.
- HUERTA, E., y V. SALAS (2014), "Tamaño de las empresas y productividad de la economía española. Un análisis exploratorio", *Mediterráneo Económico*, n.º 25: 167-191.
- MCCANN, Ph., y R. ORTEGA-ARGILES (2016), "Smart specialization: Insights from the EU experience and implications for other economies", *Investigaciones Regionales*, n.º 36, número especial: 279-293.
- MAZZUCATO, M. (2014), *El Estado empresario*, RBA, Madrid.
- RODRIK, D. (2004), "Industrial policy for the twenty-first century", en *One economics, many recipes*, Princeton University Press: 99-151.
- WEIS, J. (2011), *The economics of Industrial Development*, Routledge, Nueva York.

Tasa de paro estructural en la economía española: estimaciones, consecuencias y recomendaciones

María Romero y Daniel Fuentes*

La consolidación del proceso de recuperación ha abierto el debate sobre la capacidad de la economía española para seguir reduciendo la tasa de paro sin que esto suponga un incremento acelerado del nivel general de precios. El Banco de España sitúa la tasa de paro estructural en el 16% de la población activa, frente al 17,4% de la Comisión Europea. Nuestras estimaciones apuntan a una ventana del 15% al 18%, en función de la metodología empleada. Cualquiera que sea su valor preciso, esta alta tasa de paro estructural de la economía española limita el crecimiento potencial, excluye a una buena parte de la población, e impacta negativamente sobre su competitividad. Esto hace necesario implementar reformas de carácter estructural que van desde la reconversión y orientación eficiente a los parados, el impulso del autoempleo a través de la mejora del clima de negocios, o la defensa de la libre concurrencia en los mercados.

Consolidada la recuperación económica, tras dos años consecutivos de crecimiento por encima del 3%, una de las cuestiones que centrarán la atención en los próximos trimestres consiste en determinar hasta qué punto la economía española puede reducir su tasa de paro sin generar tensiones en salarios y precios que dañen la competitividad y enfríen el ciclo económico.

Ese nivel de desempleo recibe el nombre de tasa de paro estructural, que tiene su correspondencia en el PIB potencial. Su medición canónica, sujeta a cierto grado de arbitraje metodológico

(Sebastian *et al.*, 2015), toma como punto de partida la curva de Phillips, que relaciona paro e inflación, y que permite estimar el nivel de la tasa de paro que no acelera los precios (NAIRU, por sus siglas en inglés) o los salarios (NAWRU). Alternativamente, la tasa de paro estructural también puede ser inferida a partir de la tasa de utilización de la capacidad productiva.

El debate metodológico sobre la estimación de la tasa de paro estructural no se limita a la relación entre el desempleo y los salarios, sino a la que se establece entre el desempleo y el producto

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

potencial. Lo verdaderamente relevante desde este punto de vista es que existe un suelo para la tasa de paro a partir del cual todo estímulo a la demanda vendrá acompañado de una aceleración no deseada de la inflación.

Además de contrastar distintas estimaciones de la tasa de paro estructural de la economía española, este artículo repasa las consecuencias que acarrea el hecho de que una economía presente una alta tasa de paro estructural, e identifica una serie de recomendaciones que podrían considerarse para reducirla.

Tasa de paro total y estructural

Desde el primer trimestre de 2013, en el que alcanzó su máximo histórico (26,9%), la tasa de paro de la economía española ha disminuido en 8,3 puntos porcentuales, hasta el 18,6%, nivel en el que cerró el año 2016. Se trata de una importante reducción que ha estado sustentada en la no menos extraordinaria capacidad de creación de empleo que ha exhibido la economía española durante este mismo periodo de tiempo. La consolidación de la recuperación, en cambio, ha abierto el debate sobre la capacidad de la eco-

nomía española para seguir reduciendo la tasa de paro en los próximos trimestres, en un contexto de desaceleración de la actividad, sin que esto suponga una presión aceleradora de la inflación. Este nivel es el que se conoce como tasa de paro estructural.

El fenómeno del desempleo sigue causando mella en los colectivos más vulnerables, como

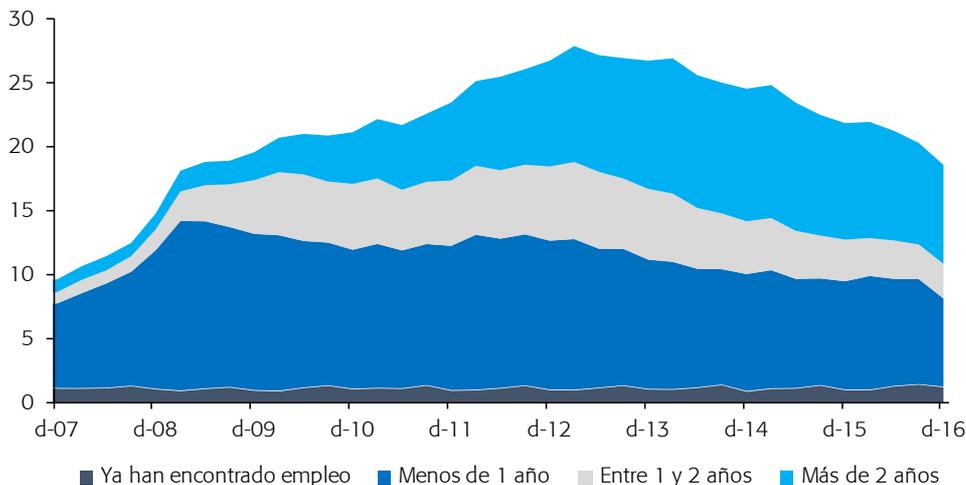
La consolidación de la recuperación ha abierto el debate sobre la capacidad de la economía española para seguir reduciendo la tasa de paro sin acelerar los precios y los salarios por encima de lo deseable, es decir, cómo reducir la tasa de paro estructural.

los que protagonizan las mujeres o los mayores de 45 años, entre otros. No solo sufren en mayor medida el desempleo sino que, además, son los más propensos a que esta situación se dilate en el tiempo. Los parados de larga duración, que en el cuarto trimestre de 2016 representaban el 56,4% del total, están integrados mayoritariamente por este tipo de trabajadores. Los jóvenes, que son

Gráfico 1

Tasa de paro según tiempo de búsqueda de empleo

(En porcentaje)

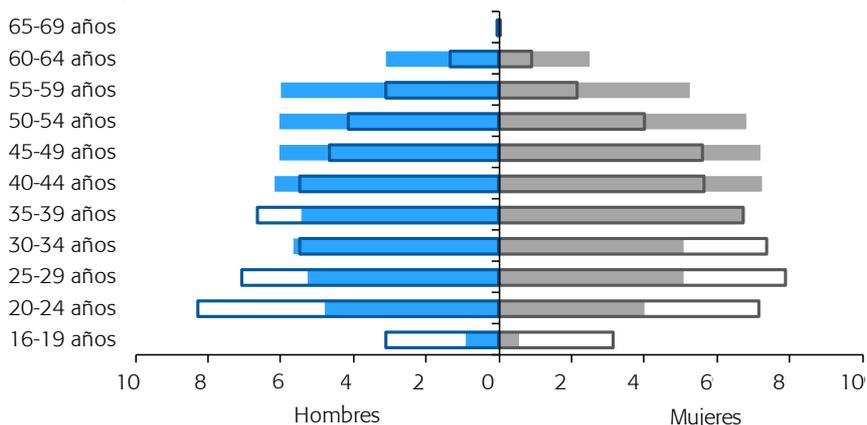


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Afi.

Gráfico 2

Pirámide de parados por edad, género y tiempo de búsqueda de empleo (4º trim. 2016)

(En porcentaje sobre el total)



■ Hombres, corta duración ■ Mujeres, corta duración ■ Hombres, larga duración ■ Mujeres, larga duración

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Afi.

los que presentan las tasas de paro más altas, merecen igualmente una oportunidad laboral. La necesidad de reincorporar a todos estos colectivos al mercado de trabajo exige un esfuerzo, si cabe, mayor del realizado hasta la fecha.

Conviene, por consiguiente, no solamente identificar en qué punto se encuentra la economía española y cuán lejos se sitúa la tasa de paro de su nivel estructural, sino detectar y anticipar las reformas necesarias para reducir dicho nivel.

Metodologías y estimaciones del paro estructural

Aunque existen diversas estimaciones de la tasa de paro estructural de la economía española, no son precisamente concluyentes. De acuerdo con la Comisión Europea, la tasa de paro no aceleradora de los salarios de la economía española se situaba en el 18,4% de la población activa a cierre de 2015, frente a una tasa de paro observada del 22,1%. Sus previsiones para 2016 y 2017 sitúan la tasa de paro estructural en el 17,4% y 17,2%, respectivamente, muy próxima al 18,6% con la que la se cerró 2016 (gráfico 3). Por su parte, el Banco de España, en uno de los últimos

documentos ocasionales publicados (Cuadrado y Moral-Benito, 2016), sitúa la tasa de paro estructural de la economía española en el periodo más reciente entre el 18% y el 19%.

No se dispone de una batería de registros tan amplia como sería deseable para relativizar estas estimaciones, algo que sí ocurre con otras macromagnitudes económicas que proporcionan las principales casas de análisis y organismos internacionales. Para inferir la tasa de paro estructural de la economía española, en este trabajo empleamos la tasa de utilización de la capacidad productiva y la metodología convencional de la curva de Phillips (1958), que contrastamos con las referencias anteriormente citadas.

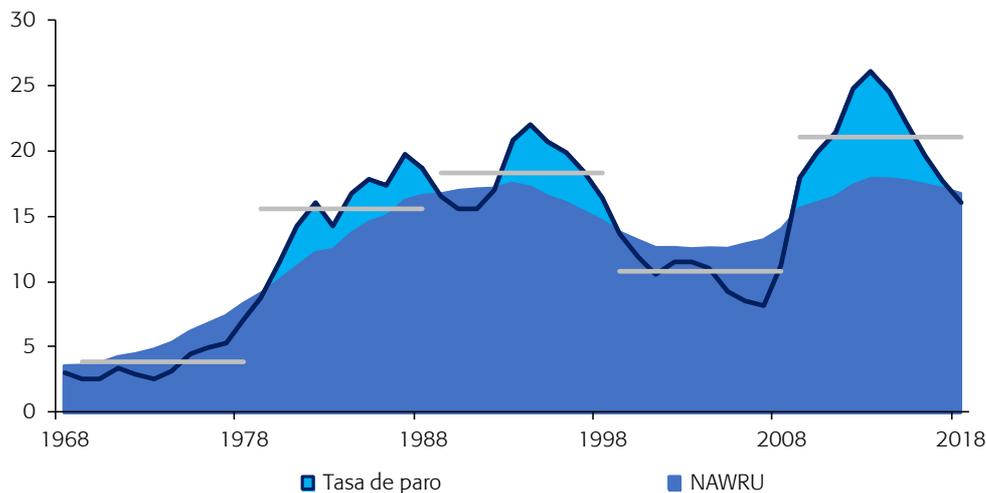
El Banco de España sitúa la tasa de paro estructural entre el 18% y el 19%, frente al 17,4% de la Comisión Europea. Nuestras propias estimaciones, basadas en la utilización de la capacidad productiva y en la curva de Phillips, apuntan a una ventana del 15% al 18%.

- **Utilización de la Capacidad Productiva.** La tasa de utilización de la capacidad productiva (UCP) mide el grado en que se emplean los

Gráfico 3

NAWRU según la Comisión Europea y tasa de paro

(En porcentaje)



Fuente: Comisión Europea, AMECO y Afi.

diferentes factores productivos; en particular el equipo, el espacio y la mano de obra empresarial. Se expresa como porcentaje del nivel óptimo de operación. Su promedio histórico, al margen de cambios estructurales, está relacionado con la tasa de paro.

La metodología de la UCP asume que el uso del capital encuentra su equilibrio de largo plazo cuando la tasa de utilización del capital retorna a su media histórica. Bajo el supuesto de eficiencia competitiva, el uso del factor trabajo encontrará su nivel estructural en el mismo instante en que lo haga el factor capital (complementariedad de factores), alcanzando entonces el PIB su nivel potencial y cerrándose así el *output gap*.

El uso medio de la capacidad productiva en el periodo anterior a la crisis de 2008 se situaba en el 80,3%, frente a un registro del 79,2% en el cuarto trimestre de 2016. Así las cosas, una aproximación polinómica a la tasa de utilización de la

capacidad productiva observada desde el inicio de la recuperación económica resulta en un intervalo para la tasa de paro estructural que oscila entre el 16,5% y el 14,7% según se usen, respectivamente, series brutas o suavizadas (con una media móvil de cuatro trimestres)¹. Conviene señalar en este punto que el promedio histórico de la tasa de paro EPA entre 1979 y 2016 se sitúa en el 16,4%, prácticamente idéntico al extremo superior del intervalo estimado a partir de la UCP (datos brutos).

- *Curva de Phillips*. Cuando la tasa de paro se aproxima a su nivel estructural se producen tensiones sobre los salarios, como consecuencia de la escasez de cierto tipo de trabajadores. La curva de Phillips relaciona, precisamente, el nivel de precios de una economía y su tasa de paro.

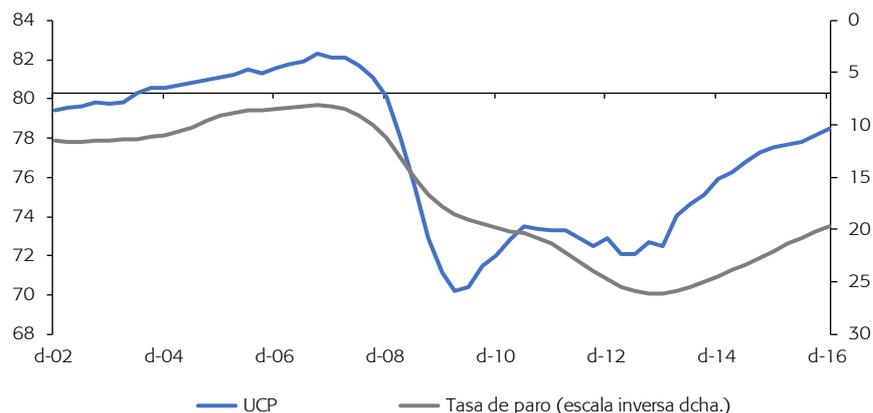
Esta relación permite distinguir los momentos de expansión económica de los caracterizados por la crisis, llegándose a la conclusión de que estos últimos provocan un desplazamiento de la curva

¹ Estimamos la tasa de paro estructural a partir de la relación polinómica $U = -0,2341 \cdot UCP^2 + 34,337 \cdot UCP - 1.233$, aplicada al último periodo expansivo de la economía, donde U es la tasa de paro y UCP la tasa de Utilización de la Capacidad Productiva (se toma como valor de la UCP el promedio histórico 80,3%). La tasa de paro corresponde a la serie EPA y la UCP proviene del Ministerio de Economía.

Gráfico 4

Tasa de paro y utilización de la capacidad productiva (UCP)

(En porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Instituto Nacional de Estadística (INE) y Afi.

de Philips "hacia la derecha" o, lo que es lo mismo, un aumento de la tasa de paro estructural que estimamos en casi seis puntos porcentuales hasta el umbral del 18% (gráfico 5)². De acuerdo con este resultado, en los próximos trimestres podrían observarse, teóricamente, aumentos de los salarios reveladores de una escasez de mano de obra

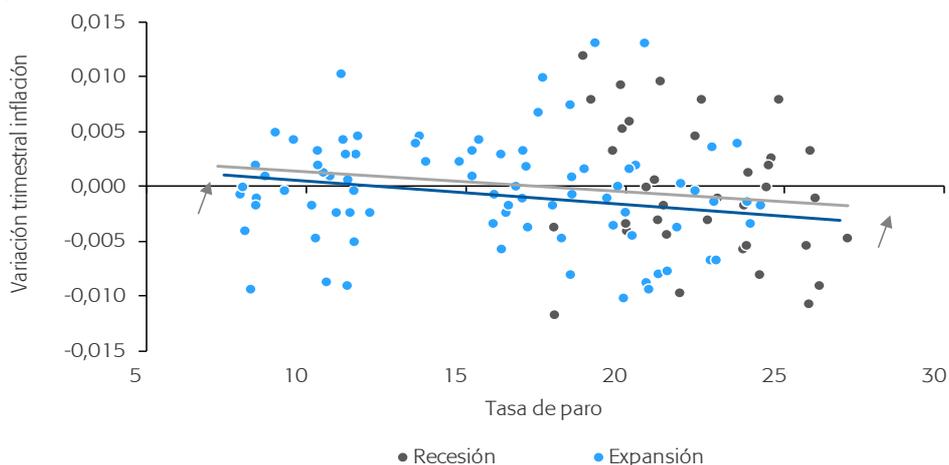
empleable, aun cuando el número de efectivos desempleados siga siendo muy elevado.

Se tiene, en síntesis, una ventana de estimación para la tasa de paro estructural de la economía española que oscila entre el 14,7% y el 16,5% si se utiliza la UCP, y entre el 18% y 19% si se consideran relaciones "a la Phillips".

Gráfico 5

Curva de Phillips, 1986-2016 (datos trimestrales)

(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Afi.

² Estimamos la tasa de paro estructural a partir de la relación $\pi = 0,0025 + 0,0012 \cdot Crisis - 0,0208 \cdot \mu$, aplicada al periodo 1986-2016, donde π es la variación trimestral de la inflación (variación interanual de precios), *Crisis* es una *dummy* que adopta el valor 1 en los trimestres en los que la economía española se ha encontrado en una fase recesiva del ciclo económico, y μ es la tasa de paro. La tasa de inflación y la tasa de paro EPA provienen del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Existe una literatura crítica con la segunda familia de estimaciones que, según algunos autores (OCDE 2014, Ball 2014), podrían estar sesgadas al alza por un tratamiento imperfecto de la histeresis, fenómeno por el que persisten tasas de paro elevadas incluso cuando han desaparecido las causas que dieron lugar a su incremento. Esta literatura ha abierto un debate académico, pero también institucional, sobre la especificación de la NAWRU empleada por la propia Comisión Europea (Havik *et al.*, 2014) para determinar no solamente el paro estructural, sino el componente cíclico del déficit estructural.

Por otra parte, la ausencia actual de tensión en los salarios sugiere que la tasa de paro estructural de la economía española podría estar más próxima del 16% que se infiere de la Utilización de la Capacidad Productiva que del 18% que se deriva de la curva de Phillips. Lo relevante, en todo caso, es que la elevada tasa de paro estructural deja actualmente poco margen para una reducción de la tasa de paro no distorsionadora de los precios.

Implicaciones de una alta tasa de paro estructural

Entre las consecuencias que acarrea una alta tasa de paro estructural (o la cercanía de la tasa de paro efectiva a la estructural) destacan: (i) la limitación del relativamente modesto crecimiento potencial de la economía española (el consenso de analistas lo sitúa actualmente en el 1,5%); (ii) la exclusión laboral de un colectivo nada desdeñable de trabajadores que actualmente se encuentran en situación de desempleo; y (iii) la presión sobre los salarios y el nivel de precios de la economía, que puede derivar en una pérdida de competitividad.

En primer lugar, una tasa de paro estructural elevada supone la *infrautilización de la capacidad productiva*, en el sentido de que se mantiene ociosa una proporción del factor trabajo disponible en la economía, pesando negativamente sobre el crecimiento potencial. Teóricamente, una vez alcanzado el suelo estructural del mercado laboral, la reducción adicional de la tasa de paro única-

mente es posible en detrimento de la elevación de los salarios por encima de su nivel de equilibrio, de modo que cualquier estímulo de la demanda tiene por efecto una aceleración no deseada del nivel general de precios. Cuanto mayor es la tasa de paro estructural, menor es el crecimiento potencial y más vulnerable es una economía a las espirales inflacionarias.

El paro estructural, además, tiene un doble impacto negativo sobre los ingresos de las administraciones públicas, ya que no solo merma su capacidad recaudatoria, sino que incrementa la demanda de recursos destinados al mantenimiento de rentas (en forma de subsidios de desempleo u otras prestaciones para la protección social).

En segundo lugar, una tasa de paro estructural elevada supone la *exclusión laboral* de una parte importante de los trabajadores que se encuentran parados. Las rigideces del mercado de trabajo español, reflejadas a través de su elevada tasa de paro estructural, excluirán a más trabajadores que a aquellos que llevan parados más de un año (los considerados como parados de larga duración) y son, por definición, difícilmente "empleables". Y es que la proporción de parados de larga duración, aun cuando sigue siendo elevada, es menor que el umbral que marca la tasa de paro estructural. Es decir, aun cuando los parados de menor o corta duración presentan mayores probabilidades de

La alta tasa de paro estructural de la economía española limita el crecimiento potencial, excluye a una buena parte de la población y erosiona su competitividad, siendo necesario, por tanto, implementar medidas de carácter estructural que van desde la reconversión eficiente de los parados hasta la defensa de la libre competencia en los mercados.

encontrar un puesto de trabajo que los que llevan en esta situación más de un año, el mercado podría, incluso, excluirles profesionalmente, cronificando las tasas de desempleo de larga duración.

En este sentido, el perfil de los parados que llevan en esta situación menos de un año es el contrario al de los parados de larga duración, ya que tiene la particularidad de no estar sesgado en género y estar compuesto mayoritariamente por jóvenes. Recordemos que España cuenta con la tasa de paro joven más alta de la Unión Europea. A una parte de estos colectivos les afecta algún tipo específico de “inempleabilidad”, que podría manifestarse a medida que el mercado de trabajo se aproxime a su tasa de paro estructural.

Por último, la proximidad de la tasa de paro efectiva a su nivel estructural podría derivar en tensiones sobre los niveles de precios y salarios que limitarían la competitividad de la economía española. Como mencionamos anteriormente, no se observa, al menos por el momento, una presión alcista sobre los precios y salarios. En cualquier caso, conviene prestar atención al comportamiento de los salarios en los próximos trimestres ya que, dado el enorme desempleo que subsistiría y vista la moderada mejora de la productividad laboral, posibles incrementos de los salarios serían contraproducentes para la competitividad empresarial.

Propuestas para reducir el paro estructural

Las políticas que permitirían reducir el elevado paro estructural de la economía española son de distinto tipo, y hacen referencia tanto a la oferta de trabajo (trabajadores) como a la demanda del

Para reducir la tasa de paro estructural se necesitaría (i) reconvertir y orientar eficientemente a los parados, (ii) impulsar el autoempleo, (iii) defender la competencia y (iv) reducir las rigideces del mercado laboral, entre otras políticas.

mismo (empresas) y a la regulación laboral. A continuación, se citan algunas de ellas, de tal forma que puedan servir de punto de partida para una reflexión sobre las medidas a implementar.

- *Reconvertir y orientar eficientemente* a los parados mayores de 45 años (larga duración) y a los jóvenes (corta duración) que pueden quedar excluidos del mercado de trabajo. Esta medida pasa, necesariamente, por:
 - *Reforzar el gasto en políticas activas de empleo.* En este sentido, España es uno de los países con menor gasto por parado de la UE-15. En 2016, según los Presupuestos Generales del Estado se destinaron cerca de 5.200 millones a políticas activas de empleo, lo que equivale a unos 1.100 euros por parado. Si se compara esta última cifra con la de los países europeos más avanzados se observa que España se encuentra lejos de la media de la UE-15 (6.500 euros por parado). El refuerzo de esta partida presupuestaria, como la orientación de la misma hacia aquellos ámbitos que verdaderamente traten de mejorar la empleabilidad de los trabajadores y el desempeño de los mismos en el mercado de trabajo, son aspectos que convendría mejorar. Esto se traduce necesariamente en que la distribución de dicha partida presupuestaria estuviese sesgada hacia la formación, como hace la media de la UE-15, y no tanto hacia las bonificaciones a la contratación. El gasto medio en formación que realizan los países europeos que integran la UE-15 concentra el 36% del total del presupuesto en políticas activas, mientras que España apenas destina el 25%.
 - *Orientar la formación hacia la adquisición de habilidades* que demande el tejido productivo y que permitan avanzar en la productividad de los trabajadores. En este sentido, adquieren cada vez más importancia las capacidades digitales que requerirán los puestos de trabajo de una economía digitalizada como la que se impone cada vez con más ímpetu. La decisión del último Consejo de Ministros del año 2016 que supondrá la puesta en marcha de un programa de ayudas para

fomentar la formación y el empleo de los jóvenes (menores de 30 años) en la economía digital va en la buena dirección, aun cuando su dotación presupuestaria parece no ser suficiente (se traduce en un máximo de 200 ayudas a empresas). No hay que olvidar tampoco la apremiante necesidad de insistir en la formación continua de los trabajadores que permita mitigar los efectos adversos que pueda acarrear dicha transformación digital.

- **Impulsar el autoempleo a través de la mejora del clima de negocios.** El empleo por cuenta propia apenas representa el 17% del total en España. El desarrollo de actividades económicas que emerjan en la nueva economía requiere de un entorno o clima de negocios propicio, en el que se puedan impulsar proyectos empresariales. En este sentido, sería deseable que España ganase posiciones en el *ranking* de *Doing Business* (Banco Mundial, 2017). En el informe de 2017 (cuyos datos hacen referencia a 2016), nuestro país ocupaba el puesto número 32, lejos de los países que conforman la UE-15, como Dinamarca (3° en el *ranking*), Reino Unido (7°) o Suecia (9°). Particularmente, sería conveniente que España agilizase los trámites en materias como el inicio de una nueva actividad empresarial, los permisos de construcción o la obtención de energía eléctrica, que son precisamente en las que la economía española se encuentra más desaventajada respecto a las referencias europeas.
- **Defender la competencia.** La supresión de barreras de entrada en los sectores menos abiertos a la concurrencia y el adecuado cumplimiento de las condiciones de libre competencia tienen por resultado una reducción de los precios de mercado que estimula la cantidad de bienes y servicios intercambiados. En este sentido, el corporativismo de determinadas actividades profesionales y las prácticas colusivas y oligopolísticas no solamente tienen un impacto directo en la concentración

de rentas (en detrimento del consumidor), sino que también inciden negativamente en la generación de empleo.

- **Reducir las rigideces en el mercado de trabajo.** Las dos últimas reformas laborales acometidas durante el desarrollo de la crisis financiera y económica han tratado de orientar la regulación laboral hacia un prisma más liberalizado del habitual en la economía española. El reto actual es conciliar la necesaria supresión de rigideces con la calidad del empleo generado. La búsqueda de efectivas vías de colaboración público-privadas, la cesión de mayor protagonismo a los profesionales de la intermediación laboral o la introducción de contratos de trabajo más sencillos son algunos de los aspectos que comparten los países europeos con mejores prácticas que quizás convendría emular.

Conclusiones

La tasa de paro de la economía española está próxima a su nivel estructural, que podríamos situar actualmente (dentro del abanico de estimaciones disponibles) en torno al 16% de la población activa.

El escaso margen existente entre la tasa de paro observada y el paro estructural tendría implicaciones (i) sobre el PIB potencial de la economía española; (ii) podría excluir profesionalmente a más personas que las ya desempleadas de larga duración, abundando en la creciente y preocupante exclusión social de una parte considerable de la población; y (iii) supondría presiones sobre los salarios y los precios en los próximos meses, que podrían afectar negativamente a la competitividad de la economía española en su conjunto.

Urge, por tanto, reducir esta elevada tasa de paro estructural y evitar las consecuencias que acarrearía. Para ello, sería necesario (i) reforzar el gasto en políticas activas, orientándolo hacia

la mejora de las habilidades y conocimientos de los trabajadores (especialmente, de los que están parados); (ii) impulsar el autoempleo, mediante la mejora del clima de negocios; (iii) aplicar medidas en defensa de la competencia; y (iv) reducir rigideces en el mercado laboral, sin por ello desatender la calidad del empleo generado; entre otras medidas de carácter estructural.

Referencias

- BALL, L. (2014), "Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries", *NBER Working Paper*, 20185.
- BANCO MUNDIAL (2017), *Doing Business 2017: Equal Opportunity for All*.
- COMISIÓN EUROPEA (2017), *European Economic Forecast Winter 2017*.
- CUADRADO, P., y E. MORAL-BENITO (2016), "El crecimiento potencial de la economía española", *Documentos Ocasionales*, 1603, Banco de España.
- HAVIK, K.; MC MORROW, K.; ORLANDI, F.; PLANAS, C.; RACIBORSKI, R.; ROEGER, W.; ROSSI, A.; THUM-THYSEN, A., y V. VANDERMEULEN (2014), "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps," *European Economy. Economic Papers*, 535.
- OCDE (2014), *Economic Outlook*, 2, 96.
- PHILLIPS, A. W. (1958), "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957," *Economica*, 25 (100): 283–299.
- SEBASTIAN G.; RIETZLER, K., y S. TOBER (2015), "The European Commission's New NAIRU: Does it Deliver?," *Macroeconomic Policy Institute, IMK Working Paper*, 142.

Una consolidación fiscal en piloto automático*

Santiago Lago Peñas**

La interinidad del Gobierno durante la mayor parte de 2016 y la dificultad de lograr acuerdos con respaldo mayoritario han provocado que la ejecución y planificación presupuestaria hayan estado presididas por una suerte de piloto automático que solo se ha abandonado de forma coyuntural cuando las alarmas, fundamentalmente las exteriores, han sonado. Es verdad que la coyuntura económica ha ayudado. El crecimiento real del PIB español en 2016 se ha situado en 3,2%, claramente por encima de lo que se aguardaba cuando se elaboraron los presupuestos. Pero también es cierto que el proceso de consolidación fiscal está lejos de haber concluido, con retos notables en varios frentes; y que la reducción en el déficit cíclico resulta claramente insuficiente. En este artículo se analiza lo que ha pasado y las perspectivas a corto plazo para el conjunto de las Administraciones públicas y para cada uno de sus cuatro subsectores: local, autonómico, central y Seguridad Social. En concreto, se revisa la evolución de la ejecución presupuestaria en 2016 con los datos disponibles hasta el momento y que alcanzan a noviembre de 2016; y se identifican los riesgos para la consolidación fiscal y las líneas de actuación en 2017 de cada uno de los cuatro subsectores.

Los Presupuestos Generales del Estado para 2016 (PGE-2016) maduraron como nunca antes. Su proceso de elaboración y discusión se adelantó un trimestre, de forma que pudiesen estar aprobados antes de la convocatoria de las elecciones generales que finalmente se celebraron en diciembre. La operación entrañaba sus riesgos, pero también tenía sus ventajas (Lago-Peñas, 2015). Ante la previsible pérdida de mayoría absoluta, la probabilidad de que los PGE-2016 fuesen modificados ya al principio del ejercicio era muy elevada, para adaptarlos a las preferencias de un

gobierno diferente y/o una nueva aritmética parlamentaria. Además, el Gobierno asumía la crítica de la oposición por contraer una competencia (la planificación presupuestaria para el año siguiente) que no le correspondía porque se iba a producir un cambio de ejecutivo. En sentido contrario, el anticipo de los presupuestos garantizaba certidumbre y continuidad a la gestión pública y al proceso de consolidación presupuestaria. Lo que ha ocurrido después inclina la balanza a favor de la decisión del Gobierno. Las sucesivas elecciones, la dificultad de formar gobierno y de aprobar unos

* Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez (GEN) y los comentarios de Eduardo Bandrés. No obstante, la responsabilidad del trabajo es mía exclusiva.

** Catedrático de Economía Aplicada y director de GEN, Universidad de Vigo.

nuevos PGE dan valor al hecho de haber contado con un presupuesto para 2016. En otro caso, hoy estaríamos todavía con los PGE-2015 prorrogados.

El conjunto de las administraciones públicas

El cuadro 1 recoge la ejecución presupuestaria de la Administración central, la Seguridad Social y las comunidades autónomas hasta el 30 de noviembre de 2016. Los valores se refieren a la necesidad (-) o capacidad (+) de financiación, se expresan en porcentaje de PIB y se estiman siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional. Además, se acompañan las cifras correspondientes al ejercicio 2015 para contextualizar el análisis. Por su parte, el cuadro 2 sintetiza las cifras de déficit (-) o superávit (+) de los cuatro subsectores y el conjunto de las AA.PP., de nuevo cifrados en porcentaje de PIB. En ambos cuadros se excluyen los importes de las ayudas a las entidades financieras.

Las cifras muestran una reducción progresiva del déficit, pero a un ritmo lento. Apenas ocho décimas en 2015 y menos de medio punto en 2016, con los datos hasta noviembre. A pesar de haber alcanzado crecimientos del PIB reales por encima del 3% en 2015 y 2016, con la consecuente reducción en el *output gap*, la economía española muestra una cierta incapacidad para cerrar la brecha estructural entre ingresos y gastos públicos. Las previsiones disponibles confirman el diagnóstico. El Consenso de Funcas de enero de 2017 apuntaba a un déficit del -4,5%; el Banco de España lo reducía ligeramente, hasta el -4,4%, y la Comisión Europea lo elevaba al -4,7% en sus previsiones de febrero. Antes que todos ellos, ya en julio de 2016, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) proyectaba el déficit para el ejercicio en curso por encima del -4% (AIReF, 2016a). Y en unas recientes declaraciones, el 20 de marzo, el ministro de Hacienda avanzaba que el déficit de 2016 se situaría cerca del -4,3% del PIB.

Cuadro 1

Ejecución presupuestaria hasta noviembre de 2016

(Cifras de déficit en porcentaje de PIB. Sin ayudas financieras a las entidades de crédito)

	2015	2016	Diferencia 2015-2016
Administración central	-2,16	-2,20	+0,04
Seguridad Social	-0,27	-0,65	+0,38
Comunidades autónomas	-1,36	-0,49	-0,87
Total (sin corporaciones locales)	-3,79	-3,33	-0,44

Fuente: IGAE (2017).

Cuadro 2

Necesidad (-) o Capacidad (+) de financiación de las administraciones públicas españolas en 2014 y 2015

(En porcentaje de PIB. Sin ayudas financieras a las entidades de crédito)

	2014	2015	Diferencia 2014-2015
Administración central	-3,57	-2,53	-1,06
Seguridad Social	-1,04	-1,26	+0,22
Comunidades autónomas	-1,75	-1,66	-0,09
Corporaciones locales	0,57	0,44	+0,13
Total	-5,79	-5,00	-0,79

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2016a).

En este sentido, no hay que perder de vista las sustanciales alteraciones en los objetivos de déficit desde que se aprobaron los PGE-2016 en

A pesar de haber alcanzado crecimientos del PIB reales por encima del 3% en 2015 y 2016, con la consecuente reducción del output gap, la economía española muestra una cierta incapacidad para cerrar la brecha estructural entre ingresos y gastos públicos.

septiembre de 2015 (cuadro 3). Desde el -2,8% original, pasando por el -3,6% que aparece en la *Actualización del programa de estabilidad 2016-2019* presentado en abril; hasta llegar al -4,6% que aprueba el Consejo de la UE en agosto y que el Gobierno hace suyo. Por tanto, el objetivo se hace móvil y se adapta a la realidad que van mostrando las cifras de ejecución presupuestaria. El cumplimiento del objetivo hoy vigente es probable. La AIReF (2016b) lo considera así, gracias al impacto de las medidas relativas a pagos fraccionados del impuesto de sociedades y a la conge-

lación del gasto. En concreto, cifra la probabilidad de cumplimiento en dos tercios. Pero la reiterada revisión al alza de las metas aleja a España de la frontera del -3%, que debería haber cruzado ya en 2016, y genera dudas sobre la capacidad de España de recortar su déficit sin reformas más ambiciosas; en particular, en el plano tributario.

Para 2017 el objetivo ha sido también elevado (cuadro 4), pero implica un recorte en el déficit de 1,5 puntos porcentuales de PIB con un crecimiento económico real menor (en el entorno del 2,5%), aunque con un deflactor del PIB al alza. La cifra final de cierre para 2016 será clave para determinar la probabilidad de alcanzar el objetivo del -3,1%. La *Actualización del Plan Presupuestario 2017* remitido por el Gobierno español en diciembre de 2016 (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2016) dibuja el escenario. Ante la ausencia de unos PGE-2017, se prorroga el Presupuesto del año anterior, manteniéndose el límite de gasto en el nivel de ejecución previsto para 2016, a través de un Acuerdo de No disponibilidad por importe de 5.000 millones de euros, y se aprueba un paquete de medidas tributarias cuyo impacto se estima en 7.500 millones¹.

Cuadro 3

Evolución de los objetivos de déficit para 2016

(En porcentaje de PIB)

	PGE2016 (septiembre de 2015)	Actualización Programa de Estabilidad 2016-2019 (abril de 2016)	Revisión del déficit aprobada por el Consejo de la UE (agosto de 2016)
Administración central	-2,2	-1,8	-2,2
Seguridad Social	-0,3	-1,1	-1,7
Comunidades autónomas	-0,3	-0,7	-0,7
Corporaciones locales	0,0	0,0	0,0
Total	-2,8	-3,6	-4,6

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2016a).

¹ La desagregación de este importe es la siguiente: 4.655 millones de euros procederían de la eliminación de bonificaciones y deducciones en el impuesto sobre sociedades; 150 millones corresponderían a la subida de tipos impositivos en los impuestos especiales sobre tabaco y alcohol; 200 millones procederían de un nuevo impuesto sobre bebidas azucaradas pendiente de aprobación; 500 millones serían el resultado de la primera fase de una "reforma fiscal verde" que arrancará en 2017 y que pondrá el acento en las emisiones de gases invernadero; por cambios en la gestión tributaria (en particular, la supresión de la posibilidad de conceder aplazamientos para el IVA repercutido, los pagos fraccionados o las deudas suspendidas mientras se tramita un recurso) se prevé un incremento de ingresos de 1.500 millones de euros; finalmente, 500 millones adicionales por la lucha contra el fraude fiscal, gracias al nuevo sistema de suministro inmediato de información en el IVA y el nuevo límite para efectuar pagos en efectivo, que se reduce a 1.000 euros por operación.

Cuadro 4

Objetivos de déficit para 2017

(En porcentaje de PIB)

Administración central	-1,1
Seguridad Social	-1,4
Comunidades autónomas	-0,6
Corporaciones locales	0,0
Total	-3,1

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2016).

A ello se sumaría la expectativa de un ahorro de 900 millones de euros como consecuencia del programa de reforma de la administración pública. En conjunto, 13.400 millones de euros que equivaldrían a 1,2% del PIB previsto para 2017. Todas estas medidas serían responsabilidad de la Administración central que asumiría así la parte del león del ajuste para reducir el déficit público. En los apartados siguientes haremos referencia a las medidas discrecionales planificadas por el resto de los subsectores de las AA.PP.

¿Será suficiente? Según la Comisión Europea, en sus previsiones de invierno publicadas en febrero, la respuesta es negativa. El déficit español en 2017 se iría al -3,5% por distintos motivos. Primero, el crecimiento real del PIB será inferior al esperado por el Gobierno español (2,3% respecto a 2,5%). Segundo, el déficit cerrará en 2016 una décima por encima del límite (-4,7% en vez de -4,6%). Tercero, las previsiones de ingresos y gastos derivadas de las medidas discrecionales anunciadas son optimistas. El Consenso de Funcas de enero de 2017 sí considera que el objetivo del déficit de 2016 se cumpliría (-4,5%) pero no el de 2017 (-3,5%, en línea con la opinión de la Comisión Europea), aunque posteriormente revisado una décima, hasta el -3,4% en el Consenso de marzo de 2017.

A finales del mes de marzo se despejarán algunas de las incógnitas previas. En primer lugar, conoceremos la ejecución presupuestaria y el déficit para 2016. En segundo lugar, tendremos nuevas previsiones macroeconómicas de buena parte de las instituciones públicas y privadas; aunque

todo apunta a que predominará un mayor optimismo sobre la evolución de España en 2017 y el consenso de los analistas se aproximará al 2,5% de crecimiento del PIB que prevé el Gobierno central. Además, el Gobierno central prevé presentar en marzo los PGE-2017 con el objetivo de que estén aprobados en el mes de junio. El nuevo documento supondría de *facto* un nuevo escenario para la evolución de los objetivos de déficit. En contraste con el piloto automático con ajustes mínimos que ha gobernado las cuentas públicas en el último año y medio, se volverán a tomar los mandos del proceso presupuestario y de consolidación fiscal. Esto proporciona una evidente oportunidad de revisar las cuentas para que encajen, pero también es cierto que la inacción de los últimos trimestres reduce la ejecución del gasto. Reactivar la ejecución exige, por tanto, ajustes previos suficientemente ambiciosos.

La Administración central

La Administración central recortó su déficit de forma sustancial entre 2014 y 2015, pero la reducción parece haberse detenido en 2016. Las cifras de ejecución hasta noviembre muestran, de *facto*, un aumento marginal de cuatro centésimas respecto a 2015. Este resultado no se explica por lo ocurrido con el gasto, donde domina la contención. De hecho, hasta noviembre ha caído un 0,8% respecto a 2015; gracias, en buena medida, a la minoración en la partida de intereses, la reducción en las subvenciones a empresas (en particular lo que tiene que ver con la cobertura del déficit eléctrico), y a los acuerdos de no disponibilidad de créditos y el adelanto de la Orden de cierre de los PGE-2016 al mes de julio (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2016c). Es el mal comportamiento de los ingresos tributarios lo que explica el incremento del déficit. En particular, se reducen en términos corrientes los recursos procedentes de los impuestos sobre la renta, patrimonio y capital (IGAE, 2017), lo que pondría en evidencia un impacto de las rebajas fiscales en los impuestos directos superior al previsto por el Gobierno (AIReF, 2016b). Y ello, a pesar del impacto muy positivo en el mes de octubre de los

pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades motivado por el Real Decreto Legislativo 2/2016 aprobado por el Gobierno central en septiembre.

La lenta reducción del déficit se debe principalmente al mal comportamiento de los ingresos tributarios, por un impacto de las rebajas fiscales en impuestos directos superior al previsto por el Gobierno, tal como señala la AIReF. Y ello a pesar del efecto positivo en el mes de octubre de los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades.

El objetivo sectorial para la Administración central tras la revisión al alza del objetivo global en agosto de 2016 vuelve a ser el de los PGE-2016: -2,2% del PIB español (cuadro 3). No obstante, ese límite ya ha sido alcanzado a 30 de noviembre. Teniendo en cuenta el perfil habitual en la ejecución presupuestaria, en el mes de diciembre el déficit aumenta respecto al acumulado hasta noviembre. En 2015 pasó de -2,16% a -2,53%. Y en 2014, de -3,15% al cierre de -3,57%. No obstante, la AIReF (2016b) considera que el objetivo es factible, pero su estimación central (la más probable) sería del -2,3%, una décima por encima.

La Seguridad Social

En 2016, la Seguridad Social ha sido un vector claramente desequilibrante para las cuentas públicas, como ya lo fue en 2014 y 2015. Los ingresos no están respondiendo como se esperaba a la recuperación del empleo, por el efecto de las bonificaciones a la contratación; por la devaluación salarial de los últimos años, que afecta particularmente a los nuevos trabajadores y a los que han cambiado de trabajo; por las transferencias del Estado para financiar el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) e incluso por la propia caída de los ingresos por intereses del fondo de reserva. Según la AIReF (2016b), el déficit del subsector Seguridad Social podría situarse próximo al 1,6% del PIB, considerándose muy probable el cumpli-

miento del objetivo actualizado. No obstante, no se debe perder de vista la información sintetizada en el cuadro 3. De un objetivo inicial de -0,3% se ha pasado al -1,7%: un incremento de 1,4 puntos porcentuales que equivale a casi el 80% del margen adicional concedido. En estos momentos, el mayor reto de la consolidación fiscal en España se encuentra en la Seguridad Social.

En 2016 la Seguridad Social ha sido un vector claramente desequilibrante para las cuentas públicas, como ya lo fue en 2014 y 2015. En estos momentos, el mayor reto de la consolidación fiscal en España se encuentra en la Seguridad Social.

Sobre el cumplimiento del objetivo para 2017 (-1,4%), el presidente de la AIReF en su reciente comparecencia ante la Comisión del Pacto de Toledo en el Congreso de los Diputados el 9 de febrero de 2017, lo calificó como improbable si no se toman medidas adicionales e informó de que la estimación central que maneja en estos momentos es muy similar a la de cierre 2016 y en el entorno de -1,7%.

Las comunidades autónomas

Desde el estallido de la crisis económica en 2008, el incumplimiento de objetivos de déficit por parte de las comunidades autónomas (CC.AA.) ha sido la tónica dominante. En el gráfico 1, tomado de Lago-Peñas *et al.* (2017), se representa tanto el déficit observado como el grado de cumplimiento, que se define como la diferencia entre el déficit fijado como objetivo y el observado. Por tanto, el cumplimiento del objetivo conlleva un valor 0 de la variable y el incumplimiento crece a medida que el valor se hace más negativo. En ambos casos se representan las medias no ponderadas. Si la atención se centra en los últimos ejercicios, se observa que, tras las mejoras en 2012 y 2013, se produce un retroceso en 2014 y 2015. Una realidad que tiene más que ver con la

rebaja en los objetivos que con un incremento del déficit *per se*. De hecho, parecía que las CC.AA. en su conjunto se habían topado con un suelo para seguir rebajando su desequilibrio fiscal situado en -1,5% del PIB.

En todo caso, hay que incidir en que a lo largo del período ha existido una amplia disparidad de comportamientos respecto a la media, que se explica por diversos factores, entre los que destacan las diferencias en los recursos aportados por el sistema de financiación autonómica a cada comunidad autónoma y las divergencias en los esfuerzos en pos de los objetivos de consolidación. Ha habido CC.AA. que han cumplido en general: Andalucía, Castilla y León, Asturias, La Rioja, Aragón, Canarias, Galicia, Madrid; y, en especial, las tres últimas. En el polo opuesto aparecen las cuatro comunidades del arco mediterráneo: Murcia, Comunidad Valenciana, Cataluña y Baleares, cuyo quebrantamiento de objetivos ha sido sistemático (Lago-Peñas *et al.*, 2007).

Con un objetivo similar al de 2015 (-0,7%), en 2016 se ha producido una caída sustancial y gene-

ralizada del déficit autonómico. Según la AIReF (2016b) y manejando datos hasta el tercer trimestre, el déficit previsto para el conjunto del subsector se sitúa en -0,9% de PIB, este resultado tiene que ver no tanto con las medidas de ajuste discrecionales adoptadas por las CC.AA. (reducción de gasto o incremento de impuestos), como con los mayores ingresos proporcionados por el sistema de financiación autonómica de régimen común².

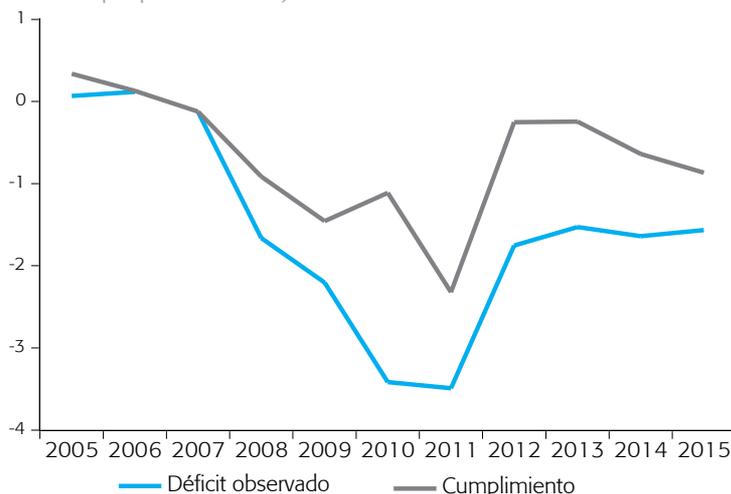
La generalizada caída del déficit autonómico en 2016 tiene que ver no tanto con medidas de ajuste discrecionales adoptadas por las comunidades autónomas, como con los mayores ingresos proporcionados por el sistema de financiación autonómica.

En todo caso, el comportamiento va ser, una vez más, desigual entre comunidades. En particular, es muy probable que Extremadura, Murcia, Cantabria, Comunidad Valenciana, Aragón, Cataluña, Castilla-

Gráfico 1

Evolución del déficit y del cumplimiento autonómico de objetivos de déficit en el período 2005-2015

(En porcentaje de PIB. Media simple para cada año)



Fuente: Lago-Peñas *et al.* (2017).

² Destacando la liquidación del sistema correspondiente a 2014 y practicada en 2016. Una liquidación que ha supuesto para el subsector 7.600 millones de euros (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2017), equivalentes a casi 0,7% del PIB español y que supone alrededor del 90% de la reducción prevista de su déficit en 2016 por la AIReF.

La Mancha y Castilla y León registren un déficit superior al 0,7%. En suma, el subsector va a exceder previsiblemente en dos décimas el de déficit asignado, pero conseguirá situar el déficit en un nivel precrisis. Algo más optimista es Fedea (2016), que, extrapolando la información para el primer semestre, concluye que el objetivo del -0,7% sería alcanzable.

Para 2017, la AIReF ha hecho público su informe sobre probabilidad de incumplimiento, considerando que el objetivo de estabilidad del -0,6% del PIB para el conjunto del subsector es factible, aunque su estimación central es de -0,7%, lo que pone en evidencia la dificultad de seguir ajustando a la baja el déficit. El problema se centra en ocho comunidades cuyo cumplimiento es muy improbable (Aragón, Cantabria, Extremadura y Murcia) o improbable (Cataluña, Castilla La-Mancha, Navarra, Comunidad Valenciana) (AIReF, 2017).

Las corporaciones locales

Otro año más, las corporaciones locales (CC.LL.) cerrarán el ejercicio con superávit, compensando las desviaciones del déficit al alza de otras administraciones en 2016. Un cumplimiento que tiene mucho que ver con las decisiones restrictivas del Gobierno central sobre el gasto en competencias no obligatorias, la aplicación de la regla de gasto y las subidas de tipos en el impuesto sobre bienes inmuebles (IBI) aprobadas por el Gobierno central. Los datos de ejecución presupuestaria para los tres primeros trimestres del año reflejan un incremento sustancial de su superávit respecto al mismo periodo del año anterior, hasta situarlo en el +0,52% del PIB (+0,33% en 2015) gracias, sobre todo, al resultado de la liquidación del sistema de financiación, que ha supuesto en 2016 un saldo a favor de los entes locales de 923 millones de euros, mientras que el saldo de 2015 fue de 772 millones a favor de Estado (IGAE, 2016).

BBVA Research (2017) cifra en +0,5% el superávit con el que las CC.LL. han cerrado 2016. La

perspectiva de la AIReF (2016b), elaborada antes de conocerse los datos del tercer trimestre, era algo menos favorable. Su previsión para el conjunto del año es de un superávit alrededor del 0,4% del PIB, ligeramente inferior al 0,5% de 2015. Para 2017 la AIReF (2016c) considera que el objetivo (0,0%) será cumplido holgadamente, si bien el superávit sigue una senda decreciente y la estimación central se sitúa alrededor del +0,3%, como consecuencia de la no prórroga de las medidas de ingresos (tipo incrementado en el IBI) y la flexibilización de la regla de gasto.

Conclusiones

En 2016, España alcanzará los objetivos de déficit con una elevada probabilidad. Fundamentalmente, porque las metas se han ido adaptando a los datos de ejecución que se iban conociendo. El superávit de las CC.LL. servirá para compensar los excesos de las CC.AA. y la Administración central, con una Seguridad Social que se quedará muy cerca del límite (-1,7%). Con vistas a 2017, los objetivos se tornan ambiciosos. Se recorta el objetivo global en 1,5 puntos y la responsabilidad principal queda en manos de la Administración central Sin medidas adicionales, ni la Seguridad Social ni las CC.AA. van a recortar de forma sustancial su déficit. Y nada indica que las CC.LL. vayan a ampliar su superávit, más bien al contrario. De forma combinada, estos tres subsectores apuntan a un cierre similar al de 2016, en el entorno de -2%, lo que obligaría a la Administración central a reducir a la mitad el déficit de 2016. La tarea es factible en un escenario económico favorable, pero exigirá medidas adicionales, bien sobre las cuentas de la Administración central, bien sobre la Seguridad Social y las CC.AA. menos cumplidoras.

Referencias

AIReF (2016a), *Informe de cumplimiento esperado de los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y regla de gasto 2016 de las Administraciones Públicas*, 19-7-2016.

– (2016b), *Seguimiento de la ejecución presupuestaria. Tercer trimestre de 2016*, 5-12-2016.

– (2016c), *Informe de los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos y presupuestos de las Administraciones Públicas: Corporaciones Locales 2017*, 5-12-2016.

– (2017), *Informe sobre líneas fundamentales de los presupuestos y presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas 2017: Comunidades Autónomas*, 14-2-2017.

BBVA RESEARCH (2017), *Observatorio fiscal España*, 23-2-2016.

FEDEA (2016), *Noveno Informe del Observatorio Fiscal y Financiero de las Comunidades Autónomas*, 31-10-2016.

IGAE (2016), *Informe trimestral. Datos consolidados en contabilidad nacional. Octubre 2016*, 27-12-2016.

– (2017), *Informe mensual. Datos consolidados en contabilidad nacional. Noviembre 2016*, 31-1-2017.

LAGO-PEÑAS, S. (2015), "Presupuestos Generales del Estado 2016: entre la consolidación fiscal y el ciclo electoral", *Cuadernos de Información Económica*, 248: 29-35.

LAGO-PEÑAS, S.; FERNÁNDEZ-LEICEAGA, X., y A. VAQUERO (2017), «¿Por qué incumplen fiscalmente las Comunidades Autónomas?», *Investigaciones Regionales – Journal of Regional Research*, forthcoming.

MINISTERIO DE HACIENDA Y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (2016a), *Déficit de las Administraciones Públicas 2015*, 7-4-2016.

– (2016b), *Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2016-2019*, 29-4-2016.

– (2016c), *Plan presupuestario 2017. Informe de acción efectiva*, 14-10-2016

Ministerio de Hacienda y Función Pública (2016), *Actualización del plan presupuestario 2017. Reino de España*, 9-12-2016.

– (2017), *Estrategia de política fiscal*, 2-2-2017.

El euro: una arquitectura incompleta

Raymond Torres*

Pese a la reciente mejora de la situación económica, la eurozona se sigue caracterizando por un crecimiento relativamente débil y un paro elevado. Las tendencias son desiguales entre los países que la componen, algo que conlleva un proceso de divergencia que pone en entredicho la sostenibilidad de la moneda única. Estos resultados son un reflejo de las carencias sistémicas que prevalecen desde el inicio del euro. El artículo describe esas carencias, analiza sus consecuencias y examina brevemente las principales soluciones y opciones de reforma. El fortalecimiento de la arquitectura de la eurozona es esencial para la continuidad de la recuperación económica en España, así como para conseguir un crecimiento más inclusivo socialmente.

En el momento de su creación hace casi veinte años, se suponía que el euro traería mayor prosperidad a todos los países participantes. La expectativa era que la moneda única reforzaría la estabilidad financiera y facilitaría la convergencia. Durante algún tiempo esa expectativa se cumplió. Entre 2000 y 2007, la mayoría de los miembros de la eurozona disfrutaron de un crecimiento económico vigoroso y de menores tasas de desempleo.

El proceso de crecimiento y convergencia se vio abruptamente interrumpido con la llegada de la Gran Recesión y la posterior crisis de deuda soberana. Desde entonces, se han empleado grandes esfuerzos en resolver la crisis. Entre ellos cabe destacar la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad y la aplicación por el Banco Central Europeo (BCE) de una batería de medidas no con-

vencionales sin precedentes para evitar la deflación y estabilizar el euro (Comisión Europea, 2015).

Sin embargo, estas medidas, aun siendo importantes, no han bastado para que el euro cumpliera sus promesas. El principal problema reside en el carácter aún incompleto de la arquitectura de la eurozona, lo que lleva al área a enfrentarse a la perspectiva de una evolución económica sin pulso y a divergencias entre los países que podrían poner en cuestión incluso la existencia de la moneda única. En su reciente informe sobre el futuro de Europa, la propia Comisión Europea (2017) consideraba abiertamente este escenario. El objetivo del presente artículo es: a) presentar una visión general de los puntos donde residen las principales debilidades, b) arrojar luz sobre los riesgos potenciales de la inacción y analizar opciones de reformas, y

* Director de Coyuntura y Estadística de Funcas

c) examinar brevemente las implicaciones del presente estado de cosas para España.

Evolución económica en la eurozona: bajo crecimiento y crecientes divergencias entre países

Para empezar, la eurozona muestra un historial mediocre de crecimiento. Durante los años en los que la crisis alcanzó mayor virulencia (de 2008 a 2012), la economía de la eurozona se comportó peor que las de otros países europeos, e incluso peor que la de los EE.UU., el epicentro desde el que se propagó la crisis financiera global.

Asimismo, durante la fase de recuperación posterior a la adopción de las medidas extraordinarias por el Banco Central Europeo, el crecimiento económico ha sido relativamente modesto. Desde 2013, el PIB ha aumentado un total de un 5% en la eurozona, 2,5 puntos porcentuales menos que en otros países de la Unión Europea y un punto menos que en EE.UU. (véase el cuadro 1).

Cuadro 1

Debilidad del crecimiento en la eurozona

Cambio total del PIB a precios constantes, en porcentaje

	2000-2007	2007-2013	2013-2016
Eurozona	14,3	-1,8	5,0
Países fuera de la eurozona (promedio de Dinamarca, Reino Unido y Suecia)	20,2	1,6	7,5
Dinamarca	12,0	-1,2	4,5
Alemania	10,2	3,9	5,3
España	27,7	-7,9	8,0
Francia	13,8	2,0	3,1
Italia	8,5	-8,7	1,8
Países Bajos	14,7	-0,4	5,6
Finlandia	24,4	-4,5	-0,4
Suecia	23,2	3,6	10,3
Reino Unido	20,8	1,6	7,3

Fuente: Eurostat y Funcas.

Las tendencias actuales sugieren que la economía de la eurozona está creciendo ligeramente más rápido de lo que se esperaba. Según las últimas proyecciones, el crecimiento económico en 2017 debería situarse en el 1,7%, dos décimas más que en las proyecciones anteriores, pero un nivel todavía relativamente modesto, reflejo de la profundidad de la crisis.

Europa ahorra más de lo que está dispuesta a invertir en su economía. De hecho el exceso de ahorro está creciendo, como muestra el superávit por cuenta corriente, que supera el 2% del PIB de la eurozona. Paradójicamente, parte de este superávit servirá para financiar la inversión en el programa de estímulo anunciado por la nueva Administración de EE.UU.

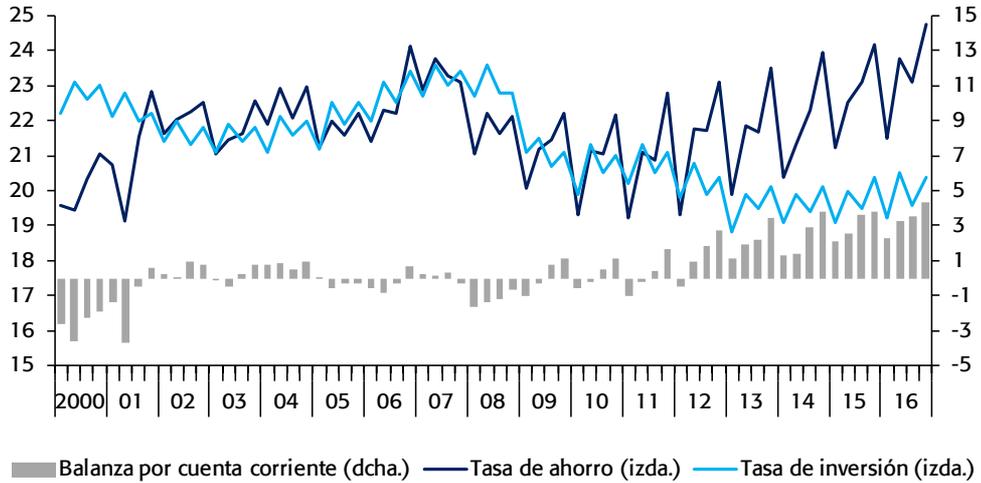
Ello ha tenido como consecuencia un empeoramiento de los datos del mercado de trabajo. El desempleo ha aumentado más en la eurozona que fuera de ella en Europa. En vista de las desalentadoras perspectivas para el empleo, un número muy elevado de personas en edad de trabajar se han desanimado y han abandonado el mercado de trabajo. Y entre quienes han encontrado un empleo, la precariedad no ha dejado de aumentar.

La observación detallada de los componentes del PIB revela que la eurozona se caracteriza por una débil demanda interna, sobre todo en lo que a la inversión se refiere. Hoy en día, el área invierte menos que muchos otros países de Europa, y menos de lo que lo hacía antes de la crisis. Ello se traduce en una situación de exceso de ahorro. Dicho de otro modo, Europa ahorra más de lo que está dispuesta a invertir en su economía. De hecho, el exceso de ahorro está creciendo, como muestra el aumento del superávit por cuenta corriente, que supera los 200.000 millones de euros, más de un 2% del PIB. Paradójicamente, parte de este superávit servirá para financiar la inversión en el programa de estímulo introducido por el nuevo gobierno de EE.UU.

Gráfico 1

Crece el exceso de ahorro en la eurozona

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central Europeo y Eurostat.

En segundo lugar, la eurozona afronta divergencias significativas. Los países que forman el núcleo, como Alemania, Austria y los Países Bajos, muestran una buena trayectoria, con tasas de crecimiento sólidas y una situación cercana al pleno empleo.

De persistir la creciente brecha de productividad entre las economías centrales y periféricas de la eurozona, parece inevitable un replanteamiento del compromiso entre dos objetivos: mantener un área monetaria única y mejorar la prosperidad económica de sus miembros.

Tales divergencias internas, de no abordarse, harán insostenible la unión monetaria. De hecho, los países con crecimiento bajo son incapaces de ofrecer suficientes oportunidades de empleo y corren riesgos de ruptura social y fragmentación política. Estas tendencias ya están haciéndose visibles en algunos países. Además, la emigración de jóvenes cualificados a zonas más prósperas es un hecho que se repite cada vez más, lo que supone un subsidio por parte de los países menos ricos a los más ricos.

En teoría, los países menos prósperos podrían superar sus dificultades atrayendo inversión. Pero para que esto suceda deben presentar costes de producción más competitivos, y en un entorno de inflación baja, mejorar la competitividad en costes pasa por recortar salarios e ingresos nominales. Esto no resulta fácil de conseguir, y es socialmente dañino. Además, las políticas de recortes de costes afectan a la demanda interna a corto plazo, mientras que los posibles beneficios, en términos de competitividad externa –ganancia de cuota en los mercados de exportación y mejora del atractivo para la inversión–, solo se manifiestan en el medio y largo plazo.

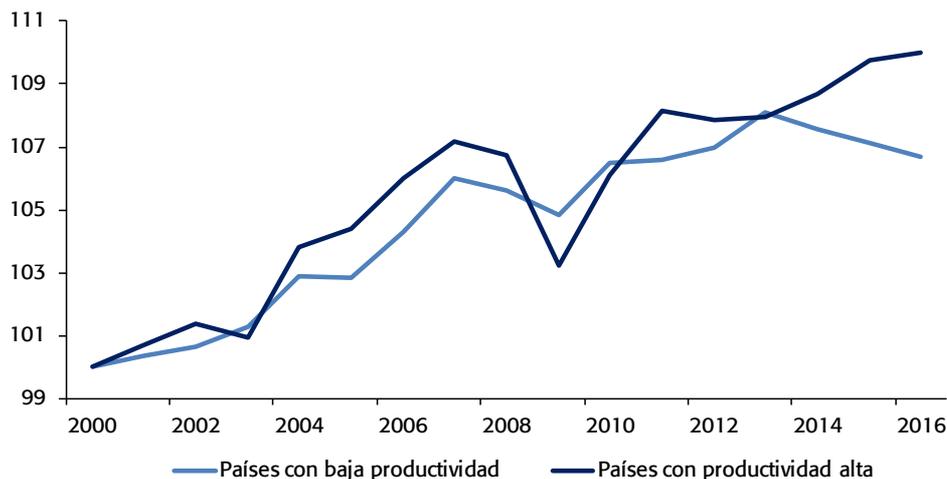
El resultado es una creciente brecha de productividad. Las economías centrales no solo son más productivas que las periféricas, sino que, además, disfrutan de ganancias de productividad relativamente sólidas. De persistir estas tendencias, parece inevitable un replanteamiento del compromiso entre dos objetivos que se habrán demostrado contrapuestos: mantener un área monetaria única y mejorar la prosperidad económica de sus miembros.

En general, los países con resultados más débiles son más vulnerables a perturbaciones que sus homólogos más fuertes de la moneda única. La

Gráfico 2

La productividad diverge entre países de la eurozona

(Base 100 en 2000)



Nota: El gráfico muestra el crecimiento de la productividad (PIB por persona ocupada) en los países con productividad alta al inicio del euro (Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Países Bajos) y en los países con baja productividad (España, Grecia, Italia y Portugal).

Fuente: Estimaciones de Funcas.

estructura de las distintas economías europeas sigue siendo heterogénea, y ello acentúa aún más la probabilidad de dichas perturbaciones. Así, las economías que forman el núcleo están especializadas en sectores de relativamente alto valor añadido; también están más integradas y, por tanto, sus ciclos tienden a sincronizarse. En cambio, la ventaja comparativa de las economías de la periferia procede de fuentes distintas, lo que hace que su comportamiento cíclico difiera del de los países centrales.

Las deficiencias en la arquitectura del euro y posibles opciones de reforma

Es indudable que la situación de bajo crecimiento y crecientes divergencias es reflejo de las condiciones de la política económica interna. Algunos países cuentan con instituciones más sólidas, incluyendo unos mercados de productos y de trabajo eficientes, unos sistemas educativos y de protección social bien diseñados, un diálogo participativo entre los representantes de trabajadores y

empresarios, y una estricta supervisión financiera. Como resultado, presentan un mejor comportamiento económico (BCE, 2016). Pero incluso el hecho de contar con unas políticas bien diseñadas a nivel nacional no garantiza que se eviten las divergencias observadas en cuanto a evolución económica.

El problema fundamental es que el euro es una moneda débilmente conectada a los Estados de los países participantes. En consecuencia, no ofrece las garantías que un Estado normalmente presta en cuanto al suministro de un nivel de liquidez adecuado, la actuación para amortiguar las perturbaciones y la reducción del riesgo de desconfianza en el sistema bancario (Eichengreen y Wyplosz, 2016).

El primer problema radica en que *el banco central no tiene encomendada la función de prestamista de última instancia* (Pisani-Ferry, 2012). Por tanto, los gobiernos tienen que financiar sus déficits en una moneda sobre la que no ejercen control (una situación semejante a la de un deudor privado). La experiencia demuestra que este frágil vínculo entre la moneda y los soberanos

puede provocar interrupciones súbitas de los flujos de capitales privados por el temor de los inversores a que los gobiernos sean incapaces de devolver la deuda contraída. Este brusco frenazo, a su vez, obliga a los gobiernos a adoptar medidas de austeridad a fin de mejorar rápidamente el saldo presupuestario, lo que agrava nuevamente la crisis y hace necesaria más austeridad (la denominada trampa de la austeridad).

Justamente esto fue lo que ocurrió en 2010, cuando las primas de riesgo se dispararon de forma exponencial. De repente, los inversores, incluidos los bancos, se dieron cuenta de que los bonos y obligaciones emitidas por los gobiernos no estaban respaldadas por el banco central. Así, los gobiernos se vieron en la tesitura de devolver sus obligaciones de deuda con sus propios medios, es decir, una combinación de mayores impuestos, menores gastos y financiación en los mercados. De lo contrario corrían el riesgo de declararse en suspensión de pagos.

Este problema ha quedado en parte resuelto a través del anuncio realizado por el BCE, en 2012, de que haría lo que hiciera falta para salvar la moneda única. Inicialmente esto se tradujo en un programa de operaciones monetarias de compra-venta (OMT, en sus siglas en inglés), por el que el BCE podía adquirir deuda pública en los mercados secundarios. En esta fase inicial, las OMT estuvieron limitadas a países objeto de programas de rescate (con la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad). En 2015, el alcance del programa se amplió para incluir las compras directas de valores de deuda pública, así como de bonos de empresas.

Una limitación de este instrumento es que solo se aplica a deuda pública que tiene asignada una determinada calificación crediticia. Actualmente, el programa excluye a la deuda griega, pues se considera que su gobierno es virtualmente insolvente. Lo mismo podría suceder en el caso de una futura crisis con origen en un país específico, lo que contrasta con un banco central "normal", que puede

actuar como prestamista de última instancia de su gobierno, cualesquiera que sean las circunstancias.

De cara al futuro, debería aprobarse alguna forma de mutualización de la deuda a nivel de toda la eurozona. Si bien se han barajado diversas ideas a este respecto, de momento no se ha adoptado ninguna decisión.

Más en general, existen dudas sobre la capacidad del BCE para mantener sus medidas de política monetaria no convencional más allá de un determinado periodo (Borio y Zabai, 2016 y Borio, 2017). De hecho, hay efectos colaterales asociados a dichas intervenciones, que se manifiestan sobre todo en términos de una asignación del ahorro ineficiente, distorsiones en la estructura de los precios de los activos, aparición de nuevas burbujas y crecientes dificultades para abandonar la política a medida que el volumen de la deuda adquirida por el BCE se haga más y más significativo. El BCE ya ha anunciado una reducción gradual de sus compras de activos a lo largo de 2017.

De cara al futuro, debería aprobarse alguna forma de mutualización de la deuda a nivel de toda la zona del euro. Si bien se han barajado diversas ideas a este respecto, de momento no se ha adoptado ninguna decisión.

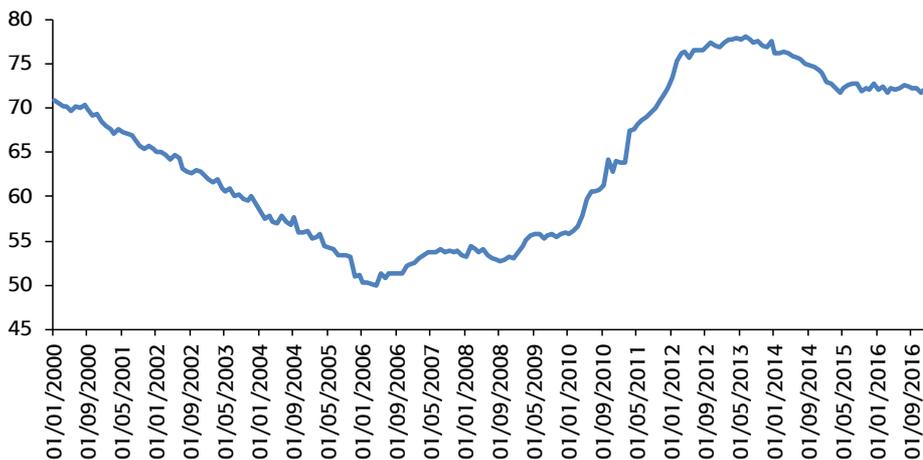
La segunda debilidad sistémica de la eurozona radica en la fuerte *exposición de los bancos a las perturbaciones nacionales* (Gros, 2013). En concreto, los bancos tienden a mantener carteras de deuda pública de su propio país en una elevada proporción, de modo que un incremento significativo de la prima de riesgo tiende a agravar la posición de balance de los bancos nacionales, dificultándoles la provisión de crédito a la economía real. A su vez, esto tiende a agravar la crisis y la posición fiscal de su gobierno.

Este círculo de retroalimentación negativa entre bancos y gobiernos nacionales se puso en marcha en Irlanda y una serie de países del sur de Europa,

Gráfico 3

Crece el peso de la deuda nacional en el balance de los bancos

Deuda pública nacional que tienen los bancos en porcentaje del total de deuda pública de la eurozona en el balance de los bancos



Nota: Este gráfico muestra que, a partir del 2009, los bancos comerciales han incrementado sus compras de deuda pública nacional, mientras que las compras de deuda emitida por otros gobiernos de la eurozona se reducía. Los datos excluyen el BCE.

Fuente: Banco Central Europeo y Funcas.

y solo se vio interrumpido cuando el BCE intervino para calmar a los mercados y reducir las primas de riesgo. Por otro lado, la regulación bancaria se ha reforzado a través del establecimiento de un mecanismo único de supervisión y la realización de pruebas de resistencia, concebidas como dispositivo de prevención.

Aun así, la fiabilidad de las pruebas de resistencia ha sido puesta en duda. Además, el proceso de creación del Mecanismo Único de Supervisión ha sido lento, y aún debe encontrar una adecuada articulación con los organismos de supervisión nacionales, lo que tardará algún tiempo. Lo que es más importante, mientras los bancos no diversifiquen sus activos de deuda pública, seguirán expuestos al riesgo de retroalimentación negativa. Por tanto, imponer nuevas reglas prudenciales sobre la composición de los activos bancarios es una asignatura que sigue pendiente.

Otro elemento que falta en la arquitectura de la unión bancaria es un seguro europeo de depósitos. En la actualidad, los depósitos bancarios están garantizados por cada gobierno, normalmente hasta un máximo de 100.000 euros por cuenta bancaria. Esto implica que, en caso de crisis de deuda, el sistema de garantía de depósitos no

sería creíble, lo que podría desembocar en episodios de pánico y fugas masivas de depósitos a jurisdicciones consideradas más seguras. Por tanto, es importante establecer un esquema de garantía de depósitos único para el conjunto de la eurozona, que complemente a los sistemas de seguro nacionales. Esto tendría que ir en paralelo a unos mecanismos estrictos de supervisión del sector bancario, conforme a lo descrito anteriormente, y a una sólida gestión de las finanzas públicas en cada país. Las dudas sobre la capacidad de los distintos países participantes para lograr este objetivo podrían explicar por qué el esquema europeo de garantía de depósitos no se ha promulgado hasta ahora, a pesar de la propuesta legislativa de la Comisión Europea en tal sentido.

La fiabilidad de las pruebas de resistencia ha sido puesta en duda. Además, el proceso de creación del Mecanismo Único de Supervisión ha sido lento, y aún debe encontrar una adecuada articulación con los organismos de supervisión nacionales.

El último elemento que falta de la unión monetaria es un instrumento para la *estabilidad*

macroeconómica en la zona del euro. Sigue sin haber herramientas efectivas para responder a las perturbaciones, tanto adversas como favorables. En su lugar, Europa confía principalmente en medidas preventivas, como herramientas de supervisión macroeconómicas (el Semestre Europeo, los Procedimientos de Desequilibrios Macroeconómicos) dirigidas a evitar la formación de desequilibrios excesivos. En general esto es bienvenido, si bien las herramientas operan a nivel de países y no tienen en cuenta la situación global europea (que en las actuales circunstancias puede describirse como de escasez de demanda agregada). También tienden a aplicarse de forma asimétrica, en la medida en que el sistema se enfoca en disciplinar a los países con déficit, al tiempo que trata con clemencia a aquellos con situación de superávit. Europa también pone un considerable énfasis en las reformas estructurales, que si bien son importantes, han de diseñarse cuidadosamente y tener en cuenta las preferencias de la sociedad del país en cuestión. Con todo, sus efectos tardan en trasladarse a la economía y, en cualquier caso, el cometido de las reformas estructurales no es responder a grandes perturbaciones macroeconómicas (aunque sí puedan, lógicamente, contribuir a los ajustes ante dichas perturbaciones a largo plazo). Incluso, a corto plazo, determinadas reformas estructurales son deflacionarias y por tanto agravan la crisis, como por ejemplo cuando imponen recortes en los salarios.

La aprobación en 2014 del Plan de Inversiones para Europa (también conocido como Plan Juncker) supuso un cierto avance en la corrección de estas debilidades. Su objetivo es movilizar recursos financieros públicos y privados para invertir en los distintos países en áreas con grandes externalidades, como las infraestructuras, o para las que la financiación normal no se encuentra fácilmente accesible, por ejemplo, las pequeñas y medianas empresas. No obstante, el importe es relativamente modesto, 315.000 millones de euros, o menos del 3% del PIB conjunto de la eurozona, distribuido a lo largo de tres años. Además, el Plan Juncker actúa como agregación de los planes nacionales de inversión; esto significa que, pese a

su utilidad, no está concebido como instrumento de respuesta ante perturbaciones asimétricas.

La ampliación del sistema de garantía juvenil podría funcionar como una especie de estabilizador automático y posiblemente chocaría con menor hostilidad que un sistema europeo de prestación de desempleo en toda regla. La propuesta tendría la ventaja añadida de que, al existir ya, no exigiría una profunda reforma de la protección social.

A fin de hacer frente a este problema, se han presentado varias propuestas, entre ellas el establecimiento de un Tesoro europeo (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016). Una opción atractiva a este respecto es un sistema europeo de seguro contra el desempleo. Ello plantea cuestiones sobre rendición de cuentas política y devolución de soberanía a los países, que son complejas de abordar a la luz del creciente euroescepticismo y la reticencia por parte de los países centrales a dar pasos en esta dirección. Dos vías prácticas que podrían seguirse serían la expansión del Plan Juncker con una modificación de los criterios para su implementación, de forma que los países más afectados recibieran más apoyo, o bien ampliar el Sistema de Garantía Juvenil que ya existe. Esto funcionaría como una suerte de estabilizador automático y posiblemente chocaría con menor hostilidad que un sistema de prestación de desempleo en toda regla. La propuesta tendría la ventaja añadida de que, al existir ya, no exigiría una profunda reforma de la protección social. En los dos casos citados, no obstante, se requerirían recursos.

En general, una moneda única requiere movilidad del ahorro privado entre los países. En la actualidad, hay numerosas oportunidades de inversión en países con bajos costes afectados por la crisis, como Portugal. Al mismo tiempo, otros países no son capaces de movilizar internamente todo el ahorro del que disponen. Teóricamente, sería ventajoso para ellos colocar el excedente de ahorro en países con bajos costes que se han

visto golpeados por la crisis. Sin embargo, esto no está sucediendo. Los bancos, por ejemplo, exhiben una clara preferencia por comprar deuda del propio país, en lugar de deuda emitida por otros gobiernos de la eurozona o por empresas fuera de sus fronteras.

Implicaciones para España

El caso de España es importante. El país ha puesto gran empeño en corregir algunos de los desequilibrios macroeconómicos que incubó antes de la crisis (Torres y Fernández, 2017). Pero la incompleta arquitectura del euro sigue amenazando los progresos conseguidos hasta ahora.

La magnitud de los desequilibrios previos a la crisis se ha reducido significativamente:

- La posición de balance de las sociedades no financieras ha mejorado considerablemente. Su ratio de deuda en relación a los ingresos ha retornado cerca del nivel de principios del siglo, antes de que empezara a formarse la burbuja crediticia. Los hogares, a su vez, se han desendeudado, aunque en menor medida que las empresas. Empresas y hogares se encuentran ahora en posición de solicitar crédito de forma sostenible, lo que es un buen augurio para la fortaleza de la recuperación de España.
- Las entidades de crédito, por su parte, han acometido una profunda reestructuración. El proceso ha sido costoso para los contribuyentes, pues ha requerido cuantiosas inyecciones de fondos públicos, junto con un apoyo significativo del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Ahora bien, ha rendido importantes dividendos en forma de unos colchones de capital mejorados, unas estructuras de gobernanza reforzadas y una supervisión más estricta. El hecho es que el flujo de nuevo crédito a las nuevas empresas ha recobrado la tendencia al alza, sustentando así la recuperación económica.
- El saldo por cuenta corriente presenta un holgado superávit. Y lo hace pese a que la economía nacional crece más rápido que la de los países vecinos. Ello es resultado del gran dinamismo de las exportaciones, que aumentan a mayor ritmo que el resto de mercados mundiales, y de la ganancia de cuota de mercado interno frente a los importadores. La economía española es mucho más abierta de lo que era antes de la crisis, tanto en términos de flujos comerciales como de inversión exterior directa. Como consecuencia, el grado de sincronización cíclica respecto a los países del centro de Europa se ha incrementado.
- La economía real también parece continuar por la senda de una expansión sostenible. La burbuja inmobiliaria se ha pinchado; la inversión en vivienda ha descendido hasta niveles modestos en comparación con el pasado y con estándares internacionales; el sector de la construcción no tiene ya un peso excesivo en la fase de recuperación; esta ahora se ha generalizado a todos los sectores, y está liderada por un diversificado sector manufacturero y por el sector servicios, incluido un dinámico sector de servicios no turísticos.
- La competitividad en costes ha mejorado. Así, prácticamente ha desaparecido la brecha que se había ampliado en términos de costes laborales unitarios respecto a la eurozona.

Estas ganancias se han logrado con un alto coste en términos de quiebras de empresas, pérdidas de empleo, precariedad laboral y desigualdad en los ingresos. La imagen de Europa también ha palidecido. Y la deuda pública ha ocupado el lugar de la deuda privada.

Por tanto, España necesita continuar con las medidas para resolver la herencia de la crisis. Sus esfuerzos también deben ser acompañados por reformas institucionales en la eurozona. De hecho, el país sigue siendo excesivamente vulnerable a las perturbaciones. Un frenazo en seco de los flujos de capitales presionaría al alza su prima de

riesgo, algo más probable si cabe dado el nivel de deuda pública actual. Ello empeoraría automáticamente las cuentas del sector financiero, que sigue expuesto en demasía a la deuda del propio gobierno. Además, y más fundamental, España, como otros países, adolece de la falta de un instrumento macroeconómico efectivo para abordar las perturbaciones.

En este sentido, la retirada progresiva de las compras de deuda pública por el BCE supondrá una prueba importante. España se ha beneficiado notablemente del giro en la política del BCE, decidido a hacer "lo que haga falta" para salvar al euro. Pero hay consenso general en que esta política no puede durar indefinidamente.

Observaciones finales

Si bien la necesidad de reparar los fallos sistémicos de la eurozona es cada vez más patente, se mantienen importantes discrepancias en cuanto a los remedios que habría que aplicar. Algunos países insisten en una acción preventiva, que consiste en que cada país aplique reformas estructurales y medidas de contención del déficit público, so pena de sanciones europeas. Otros países prefieren actuar a nivel europeo, mediante una política macroeconómica anticíclica y la creación de instituciones necesarias para el buen funcionamiento de la moneda única. Sin duda se requiere de una estrategia inspirada en ambas visiones, pero conviene recordar que la situación exige una acción a la vez contundente y urgente. La política heterodoxa del BCE, que ha tapado los defectos de construcción del euro, tiene fecha de caducidad y la mayoría de los analistas considera que los estímulos no se prolongaran más allá de 2018. Este es el límite temporal que marca a los líderes europeos la oportunidad de convertir la eurozona en un espacio de prosperidad compartida.

Referencias

- BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; RAGOT, X, y G. WOLFF (2016), "Which Fiscal Union for the Euro Area?", *Bruegel Policy Contribution*, Bruselas.
- BORIO, C. (2017), "Secular stagnation or financial cycle drag?", Keynote speech, National Association for Business Economics, *33rd Economic Policy Conference*, 5-7 March 2017, Washington DC.
- BORIO, C., y A. ZABAI (2016), "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", *BIS Working Papers*, NO 570, Basilea.
- COMISIÓN EUROPEA (2015), "Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea", *Informe de los Cinco Presidentes*, Bruselas
- (2017), *Libro Blanco sobre el futuro de Europa. Reflexiones y escenarios para la Europa de los Veintisiete en 2025*, Bruselas
- EICHENGREEN, B., y C. WYPLOSZ (2016), "Minimal Conditions for the Survival of the Euro", *Intereconomics* (51)1, enero-febrero.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2016), "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *ECB Economic Bulletin*, 5/2016.
- GROS, D. (2013), "Banking Union with a sovereign virus", *CEPS Policy Brief* No 289, CEPS, Bruselas.
- PISANI-FERRY, J. (2012), "The euro crisis and the new impossible trinity", *Moneda y Crédito*, 234.
- TORRES, R., y M. J. FERNÁNDEZ (2017), "La economía española: evolución reciente y previsiones para 2017", *Cuadernos de Información Económica*, 256: 1-13.

El ciclo económico en Europa*

María Dolores Gadea-Rivas**, Ana Gómez-Loscos*** y Eduardo Bandrés****

Los profundos *shocks* contractivos que han afectado a la economía europea, como la Gran Recesión y la crisis de la deuda soberana, han reavivado el interés por conocer los patrones de comportamiento de los ciclos económicos. Este análisis cobra singular relevancia en el caso de la Unión Económica y Monetaria, ya que podría arrojar luz sobre una importante cuestión: si la construcción del proyecto europeo y, en particular, la creación del euro –y el posterior entramado institucional diseñado para darle soporte– han ayudado a aumentar la sincronización entre los países de la eurozona. En el presente artículo examinamos en primer lugar los comovimientos dentro del ciclo económico entre los diversos países de la Unión Europea, y luego fechamos los diferentes ciclos económicos con el fin de identificar grupos o *clusters* entre ellos. Observamos que la correlación espacial aumentó durante el proceso de convergencia que precedió a la adopción de la moneda única y ha experimentado un enorme repunte con la Gran Recesión. De hecho, los comovimientos entre países se han intensificado de forma general durante la última década. Por último, se encuentra evidencia de la existencia de un único *cluster* entre los países europeos.

La gravedad de la Gran Recesión y el lento ritmo al que discurrió la posterior recuperación han suscitado un renovado interés por el análisis de los ciclos económicos. En la Unión Económica y Monetaria (UEM), la adopción de la moneda única despertó muchas dudas sobre la capacidad de las políticas comunes para responder a los *shocks* específicos de cada país, y más recientemente, la Gran Recesión parece haber alterado significativamente los patrones globales de sincronización

del ciclo económico. El objetivo de este trabajo es analizar los ciclos económicos de los países europeos y los comovimientos entre ellos, con objeto de obtener un fechado cíclico de la economía que nos permita identificar posibles grupos (*clusters*) de países.

El análisis por países está muy presente en la literatura sobre los ciclos económicos europeos desde la creación del euro, y son numerosos

* Agradecemos a Silvia Kaufmann su apoyo. Las opiniones expresadas en el presente artículo son responsabilidad exclusiva de sus autores y no tienen por qué coincidir con las del Banco de España o el eurosistema.

** Universidad de Zaragoza.

*** Banco de España.

**** Universidad de Zaragoza y Funcas.

los estudios que han investigado la sincronización entre los Estados miembros de la UEM. Sin embargo, hasta donde nosotros sabemos, el impacto de la reciente crisis y la lenta recuperación posterior no han sido aún objeto de estudio.

Mediante un examen de los comovimientos durante los ciclos económicos, observamos que la correlación espacial ha ido en constante aumento desde el comienzo de la UEM (1999), y ha recibido un nuevo impulso con la Gran Recesión. Identificamos algunas similitudes en los ciclos económicos de los países europeos analizados —como una ralentización en 2001, una desaceleración a comienzos de la década de los noventa y el enorme impacto derivado de la Gran Recesión de 2008-2009—, si bien cada ciclo presenta un comportamiento idiosincrásico. Utilizando modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones, también encontramos evidencia de un único *cluster*, es decir, un ciclo común, en este ámbito geográfico.

El resto del artículo se estructura del siguiente modo: en primer lugar, realizamos una revisión de la literatura económica sobre ciclos en Europa. A continuación, explicamos brevemente la metodología utilizada —los modelos de Markov con mixturas finitas— y describimos los datos. Seguidamente se exponen los principales resultados de nuestro trabajo. La sección que cierra el artículo sirve para presentar las conclusiones.

Revisión de la literatura económica

Son numerosos los estudios que describen las características de los ciclos económicos de los países miembros de la eurozona y de la Unión Europea (UE). Camacho, Pérez-Quiros y Saiz (2008), Giannone, Lenza y Reichlin (2010) y De Haan, Inklaar y Richard (2008) realizan una completa revisión de esta literatura. Con todo, no existe consenso a la hora de interpretar los resultados obtenidos. Las discrepancias podrían atribuirse a diferencias en la cobertura geográfica, en la dimensión temporal, en las metodologías utilizadas o incluso en las variables económicas elegi-

das. De ahí que resulte bastante difícil sintetizar los resultados de manera comprensible. Aun así, en los próximos párrafos resumimos algunas de las principales conclusiones.

Las investigaciones sobre las características de los ciclos económicos en Europa ofrecen resultados contrapuestos. En particular, no está clara la influencia de los hitos más relevantes del proceso de construcción europea, como el Tratado de Maastricht o la introducción de la moneda única, en la sincronización de los ciclos nacionales.

Una cuestión que es objeto de frecuentes aproximaciones en la literatura es si la introducción del euro ha contribuido a la sincronización de los ciclos económicos nacionales o si, por el contrario, ha amplificado la divergencia de los mismos. Muchos estudios se han centrado en la heterogeneidad entre los países y examinan su sincronización para determinar el grado de comovimiento. Algunos autores han investigado el papel desempeñado por los hitos más relevantes que han jalado la construcción europea, como el Tratado de Maastricht o la introducción de la moneda única. Sin embargo, la importancia de los cambios institucionales no está clara. Una aproximación habitual ha sido averiguar si los ciclos económicos en los países europeos tienen un componente global y/o europeo, permitiendo, en uno u otro caso, hablar de uno o varios ciclos económicos europeos diferenciados.

Los resultados sobre la existencia de un único ciclo económico europeo a lo largo de una muestra de países no son concluyentes. Algunos estudios identifican la aparición de un ciclo europeo en la década de los noventa; otros lo fechan antes, en la década de los setenta; mientras que otros finalmente discrepan por completo de su existencia. Entre los trabajos que detectan un único ciclo europeo, Artis y Zhang (1997), en un artículo previo a la implantación del euro (su muestra recoge el periodo desde 1961 a 1993), muestran que

existe un grupo central compuesto por Francia, Bélgica, Austria y Países Bajos, y dos grupos periféricos formados por los países del norte y del sur de la UE, respectivamente¹. También encuentran evidencia de una sincronización acrecentada después de 1979 entre los países pertenecientes al mecanismo de tipos de cambio del sistema monetario europeo (SME). Lumsdaine y Prasad (2003) examinan los índices de producción industrial para diecisiete economías de la OCDE durante el periodo 1963-1994 e identifican claramente un ciclo económico europeo desde 1973 hasta 1994². Artis, Krozlig y Toro (2004) concluyen que hay amplias evidencias de comovimientos en el crecimiento de la producción entre nueve países de la eurozona, lo que invita a pensar en la existencia de un ciclo económico común. Canova, Ciccarelli y Ortega (2005) estudian el ciclo del grupo de países del G-7 mediante un modelo de panel VAR bayesiano con variación temporal, dinámica específica para cada unidad e interdependencias entre países durante el periodo 1979-2002, sin que de ello se desprenda la existencia de ningún ciclo europeo antes de mediados de la década de los ochenta, mientras que sí aparece un ciclo único de la UE en la década de los noventa que es común tanto a los países de la eurozona como a los que no forman parte de ella. Giannone, Lenza y Reichlin (2010) documentan el patrón de correlación del ciclo económico analizando ciclos para doce países de la eurozona desde 1970 hasta 2006, e identifican dos grupos: los países centrales (Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia y Países Bajos) y los países no centrales (Finlandia, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Portugal y España)³. Kaufmann (2003) constata, con datos para el periodo 1978-2001, que existe un ciclo de crecimiento común para los países de la eurozona, pero cuando el análisis se amplía para incluir también a Australia, Canadá y EE.UU., observa que, con una perspectiva de largo plazo,

estos tres países forman un grupo, mientras que la mayoría de los países europeos se encuadran en un segundo grupo. Finlandia e Irlanda siguen más de cerca al primero de ambos grupos, mientras que el Reino Unido y Japón se posicionan claramente en el grupo de los países europeos. Pese a todo, esta clasificación varía si se toman horizontes de tiempo más cortos⁴.

Con respecto a los artículos que no identifican un ciclo económico europeo, Artis (2003) utiliza datos desde 1970 hasta 2001 y concluye que no hay ningún ciclo europeo para una muestra de veintitrés países (de los cuales quince son europeos). Con un enfoque más amplio, Helbling y Bayoumi (2003) detectan una sincronización poco significativa entre los países del G-7 de 1973 a 2001, si bien se aprecian fuertes correlaciones durante las recesiones. Observan que Alemania mantuvo una mayor sincronización con los países anglosajones que con Francia. En esta misma línea, Camacho, Pérez-Quiros y Saiz (2006) estudian más de treinta países (incluyendo la mayoría de los países europeos y otras cuatro economías desarrolladas —Canadá, EE.UU., Noruega y Japón—) durante el periodo 1962-2003; sus resultados revelan la ausencia de un ciclo común entre los países europeos. Del Negro y Otrok (2008) examinan la evolución del ciclo económico para diecinueve países con datos desde 1970 hasta 2005, sin encontrar cambio alguno en la correlación media entre países durante el ciclo económico de la eurozona.

Algunos trabajos también han intentado caracterizar el ciclo económico de la eurozona a partir del fechado de las recesiones y las expansiones según el nivel de actividad económica o del ciclo de crecimiento. Kaufmann (2003) obtiene un fechado para el grupo de países que forman la eurozona basándose en modelos *Markov Switching* con mixturas finitas de distribuciones. Altissimo *et al.*

¹ Su muestra incluye EE.UU., Canadá, Reino Unido, Finlandia, Noruega, Suecia, Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica, España, Portugal e Irlanda.

² Ahora bien, muestran que todos los países presentan una fuerte correlación positiva con el componente común en las fluctuaciones internacionales, confirmándose con ello la existencia de un ciclo económico mundial después de 1973.

³ También identifican que en ninguno de los dos grupos se modificaron las características del ciclo económico con la introducción de la moneda única en 1999.

⁴ Además, se observa un aumento de la sincronía entre los países europeos a lo largo del tiempo.

(2001) también aportan una cronología del ciclo económico basándose en los componentes cíclicos. Artis, Krolzig y Toro (2004) proponen a su vez un fechado cíclico de la economía en función de dos índices: uno de producción industrial y otro de PIB, y ambas cronologías parecen concordar. Artis, Marcellino y Proietti (2005) fechan los puntos de giro de la eurozona con datos relativos al periodo de 1970 a 2003, demostrando que el *timing* de las fases cíclicas es similar al de EE.UU., tal y como aparece en la cronología del National Bureau of Economic Research (NBER). Sin embargo, Giannone y Reichlin (2005) muestran que los puntos de giro del ciclo económico de la eurozona van retardados respecto a los del ciclo estadounidense.

Por último, algunos artículos evalúan la propagación de *shocks* por países basándose en modelos estructurales o semiestructurales. Bayoumi y Eichengreen (1992) detectan, a través de modelos VAR, *shocks* de demanda y de oferta con efectos en el crecimiento de la producción y la inflación en los doce países de la eurozona entre 1960 y 1988. Basándose en estos resultados, identifican un grupo central (Alemania, Francia, Bélgica, Países Bajos y Dinamarca) cuyos *shocks* de oferta son de menor magnitud y están más correlacionados con los de los países vecinos, y otro grupo periférico (Reino Unido, Italia, España, Portugal, Irlanda y Grecia) con *shocks* profundos y escasamente correlacionados. Giannone y Reichlin (2006) estudian cuál es la respuesta del crecimiento de la producción de los países de la eurozona a un *shock* general durante el periodo 1970-2005, constatando que los ciclos económicos reflejan en gran parte *shocks* comunes a todos los países, y que las fluctuaciones idiosincrásicas, aunque persistentes, son limitadas.

En resumen, esta revisión demuestra que la literatura sobre las características de los ciclos económicos en Europa está lejos de suscitar conclusiones unánimes. Los resultados dependen de la muestra estudiada, de las variables objeto de análisis y de las metodologías utilizadas.

Metodología y datos

La estrategia metodológica seguida en este trabajo, denominada modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones (Frühwirth-Schnatter, 2006), tiene una ventaja sobre la literatura precedente, y es que no solo nos permite obtener un fechado de los puntos de giro del ciclo económico de los países, sino también investigar un amplio abanico de cuestiones; por ejemplo, determinar si todos los países europeos comparten un ciclo de crecimiento único o si, por el contrario, existen varios grupos diferentes, e identificar qué países pertenecen a cada uno de ellos. También podemos determinar si el grado de sincronización dentro de cada grupo ha experimentado cambios a lo largo del tiempo⁵.

Los modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones combinan métodos de agrupamiento —*clustering*—, mixturas finitas y técnicas de estimación bayesiana. El argumento que justifica esta aproximación es que podemos modelizar una variable aleatoria como una mezcla de procesos autorregresivos. Cada uno de estos procesos representa las características y la distribución del ciclo económico subyacente al crecimiento del PIB. Además, estos procesos incluyen un indicador latente no observable que sigue una cadena de Markov con dos estados que permite captar el cambio entre las fases expansiva y recesiva del ciclo.

Aplicamos métodos de agrupamiento —*clustering*— basándonos en modelos de regresión dinámicos de mixturas finitas. La idea es proceder a la agrupación de series temporales —*pooling*— para obtener inferencias *a posteriori*, pero sin que sea necesaria una agrupación general dentro de cada uno de los grupos o *clusters*. Por consiguiente, esta metodología se beneficia de la robustez de las técnicas de series temporales a la hora de estimar el coeficiente de cada serie temporal individual. Es decir, dentro de un panel de series temporales, para estimar los parámetros del proceso generador de

⁵ Véase Bandrés, Gadea-Rivas y Gómez-Loscos (2016) para una discusión detallada de esta metodología, así como de las ventajas e inconvenientes de las diferentes aproximaciones a la hora del fechado cíclico de la economía.

Gráfico 1

Crecimiento del PIB por países

(En diferencias logarítmicas)

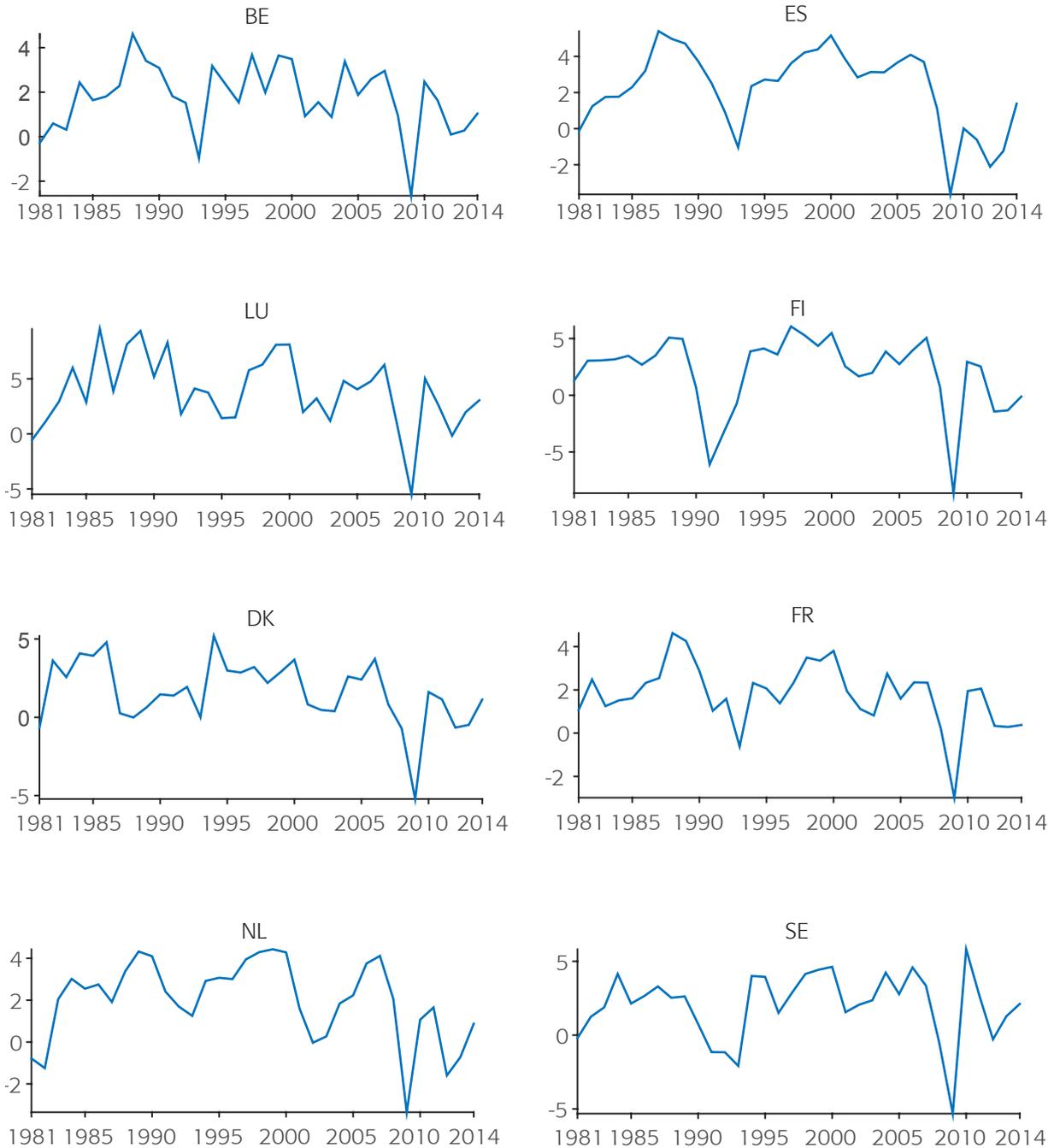
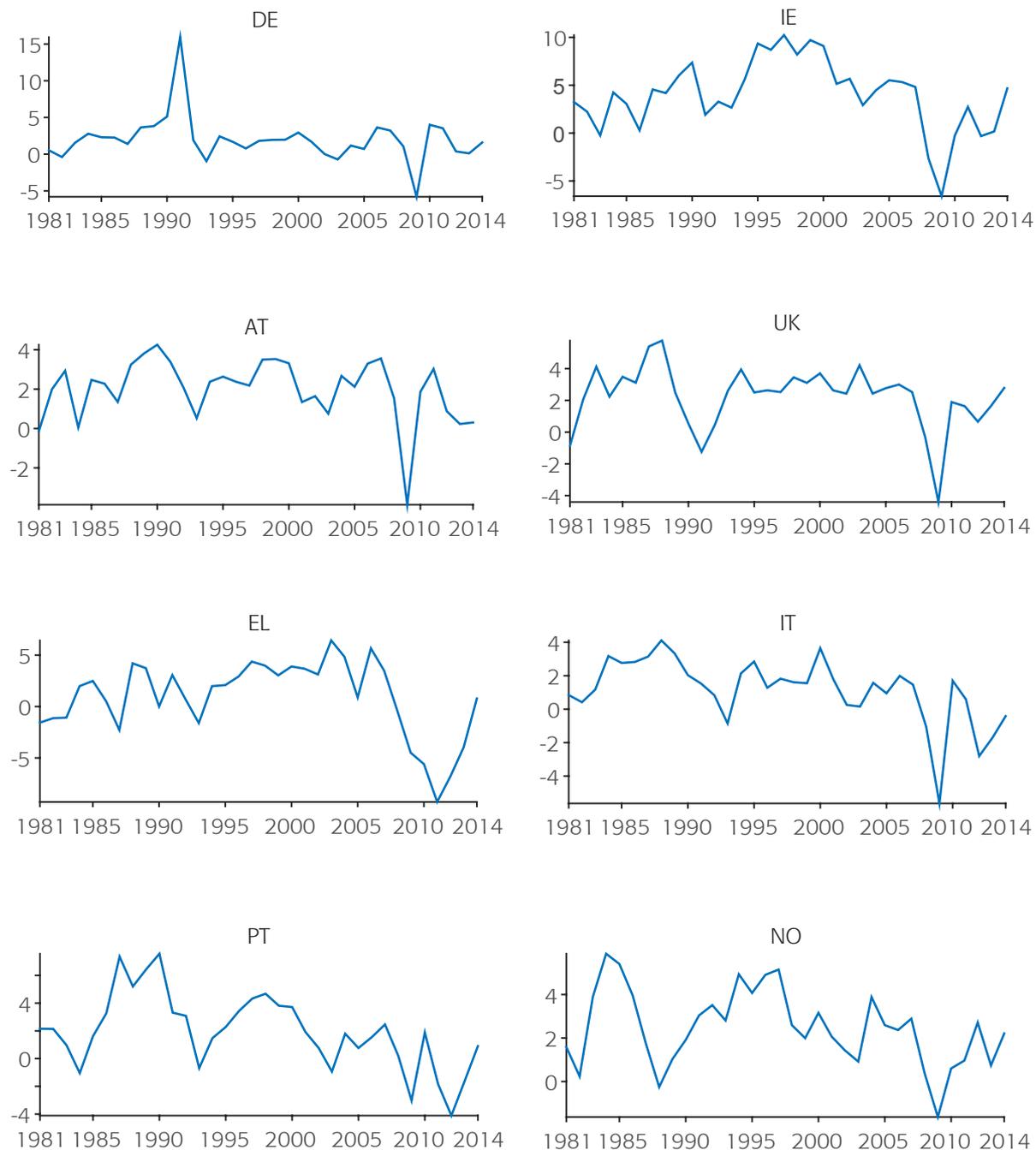


Gráfico 1 (continuación)

Crecimiento del PIB por países

(En diferencias logarítmicas)



Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

datos, solo se procede a agrupar aquellas series con propiedades dinámicas similares. De modo que la agrupación adecuada se estima junto con los parámetros del modelo, en lugar de formar grupos antes de la estimación. Esto se consigue dentro del marco bayesiano mediante el método Monte Carlo de cadenas de Markov (MCMC) y técnicas de aumento de datos para estimar las probabilidades *a posteriori*⁶.

Para analizar la sincronización de los ciclos económicos, utilizamos datos de PIB real anuales. Hay que admitir que, pese a la pérdida de información sobre las dinámicas a corto plazo que ello conlleva, emplear datos anuales –en lugar de trimestrales, por ejemplo– puede ser más fiable para establecer hechos robustos sobre la actividad económica real.

En este estudio consideramos dieciséis países europeos, a saber, doce países miembros de la eurozona [Austria (AT), Bélgica (BE), Finlandia (FI), Francia (FR), Alemania (DE), Irlanda (IE), Italia (IT), Luxemburgo (LU), Países Bajos (NL), Portugal (PT), España (ES) y Grecia (EL)], tres Estados miembros de la UE [Dinamarca (DK), Suecia (SE) y Reino Unido (UK)] y Noruega (NO), que no pertenece a la Unión Europea. Respecto a Alemania, los datos hasta 1991 no incluyen a los estados federados del Este y Berlín. Sin embargo, a partir de 1991 sí se incluyen y se incorporan al total nacional.

La serie abarca un periodo de 34 años, de 1981 a 2014. Hasta donde sabemos, este es uno de los contados artículos que incorporan en su muestra el periodo de la Gran Recesión. Por tanto, analizamos el posible efecto de la Gran Recesión sobre el ciclo económico de los países europeos. La fuente es la base de datos de *Cambridge Econometrics*, complementada con datos procedentes de AMECO, que es la base de datos macroeconómicos de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG EcFin) de la Comisión Europea.

⁶ Hemos seguido el enfoque de Frühwirth-Schnatter y Kaufmann (2008).

Un análisis de los ciclos económicos europeos

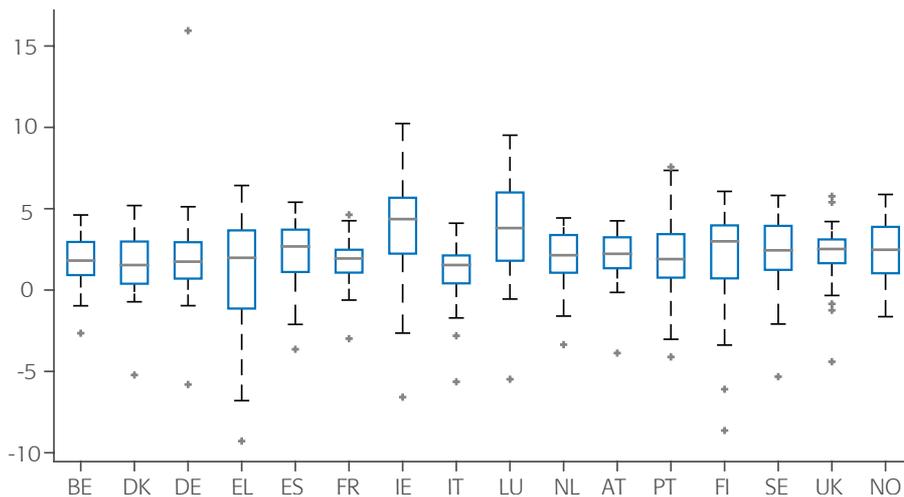
En esta sección analizamos los ciclos nacionales para averiguar si pueden identificarse algunos patrones generales. En primer lugar examinamos la evolución de las tasas de crecimiento del PIB de cada país. Los datos de crecimiento, calculados como diferencias logarítmicas, se muestran en el gráfico 1. Se observan algunas similitudes en los ciclos económicos de los países europeos, como la ralentización de 2001, la desaceleración a comienzos de los noventa o el enorme impacto de la Gran Recesión. Ahora bien, todos los países exhiben algún comportamiento idiosincrásico, con diferencias en la duración y profundidad de las fases recesivas y también en la duración y velocidad del crecimiento durante la posterior recuperación.

Existen similitudes en los ciclos económicos de los países europeos, como la desaceleración a comienzos de los noventa, la ralentización en 2001 y el enorme impacto de la Gran Recesión. Ahora bien, todos los países exhiben algún comportamiento idiosincrásico, con diferencias en la duración y profundidad de las fases recesivas y también en la duración y velocidad del crecimiento durante la posterior recuperación.

El *box-plot* (diagrama de caja) de estas tasas de crecimiento se expone en el gráfico 2, que divide el conjunto de datos en cuartiles y ofrece información sobre el valor más bajo y más alto de cada serie, así como los valores atípicos. Irlanda (IE) y Luxemburgo (LU) son los dos países que han registrado las tasas más altas de crecimiento durante el periodo considerado, seguidos de Finlandia (FI) y España (ES). En cambio, los países con las tasas de crecimiento más bajas fueron Italia (IT) y Dinamarca (DK). En cuanto a la volatilidad, Grecia (EL), Luxemburgo (LU) e Irlanda (IE)

Gráfico 2

Diagrama de caja de las tasas de crecimiento por países



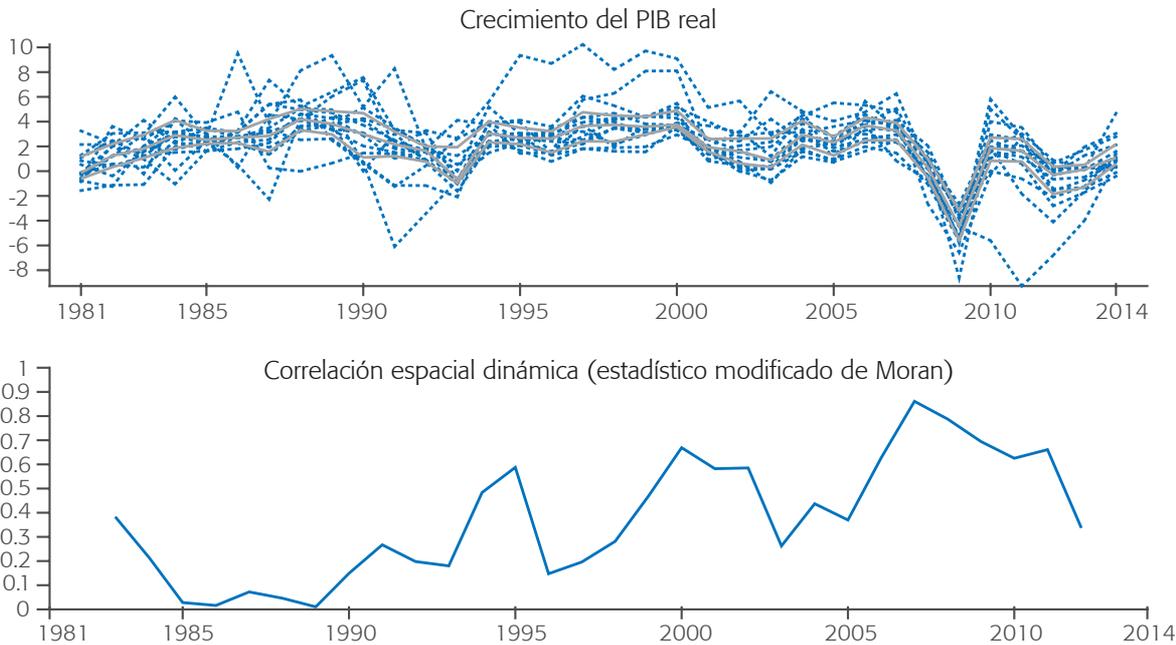
Notas: El cuerpo del diagrama se representa por una caja azul, que va del primer cuartil (25% de los datos por debajo de ese valor) al tercer cuartil (25% de los datos por encima de ese valor), mientras que la línea gris dentro de cada caja representa la mediana. Dos líneas discontinuas verticales se extienden desde los lados superior e inferior de cada caja. La línea inferior va desde el primer cuartil al menor valor de la serie excluyendo los valores atípicos, y la línea superior, desde el tercer cuartil al mayor valor de la serie excluyendo también los valores atípicos. Finalmente, los valores atípicos se marcan de forma separada en forma de cruces grises en el gráfico.

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Gráfico 3

Evolución y comovimientos de las tasas de crecimiento nacionales



Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 257 | MARZO/ABRIL

muestran las oscilaciones más elevadas, aunque en el caso de la primera, en torno a una tasa de crecimiento menor. Mientras, el Reino Unido (UK) y Francia (FR) destacan por su baja variabilidad. Reino Unido es el país con mayor número de valores atípicos en tanto que, en casi todos los restantes países, su número se reduce tan solo a uno.

El análisis de comovimientos completa esta sección dedicada a la descripción preliminar. El panel superior del gráfico 3 muestra las tasas de crecimiento del PIB para cada país (líneas azules) junto con la mediana y los cuantiles 25 y 75 de la muestra (líneas grises). Aunque la dispersión de los ciclos económicos entre unos países y otros es elevada, cuando nos concentramos en las líneas grises, podemos distinguir un patrón cíclico bastante común. En concreto, se ponen de manifiesto dos eventos cíclicos: por un lado, la desaceleración ocurrida a comienzos de la década de los noventa

y, por otro, y de forma más evidente, el abrupto desplome de las medianas de crecimiento de la producción durante la Gran Recesión.

Para analizar de qué modo se mueven conjuntamente las series a lo largo de la muestra y, en particular, si los comovimientos se han intensificado durante la Gran Recesión, computamos el estadístico modificado de Moran, siguiendo a Stock y Watson (2010), que resume los posibles comovimientos dinámicos entre las tasas de crecimiento del PIB. El resultado se traza gráficamente en el panel inferior del gráfico 3. Observamos que la sincronización de los comovimientos es, de media, en torno al 0,5 y bastante volátil a lo largo de todo el periodo. Los comovimientos aumentaron tras la mitad de la década de los noventa y disminuyeron notoriamente en 1999. Este índice también confirma que la correlación espacial no ha dejado de aumentar desde el inicio de la Unión

Cuadro 1

Selección de modelos según número de grupos (K) y retardos (p)

Model K,p	Importance sampling	Bridge Sampling	Reciprocal Sampling
1,1	-944.20	-943.42	-944.17
1,2	-907.82	-907.05	-907.79
1,3	-882.33	-882.54	-882.35
1,4	-843.79	-843.01	-843.77
2,1	-907.82	-907.05	-907.79
2,2	-843.79	-843.01	-843.77
2,3	-907.66	-909.59	-909.24
2,4	-846.96	-842.85	-845.27
3,1	-882.33	-882.54	-882.35
3,2	-907.66	-909.59	-909.24
3,3	-949.49	-943.72	-947.12
3,4	-850.22	-843.14	-847.44
4,1	-843.79	-843.01	-843.77
4,2	-846.96	-842.85	-845.27
4,3	-850.22	-843.14	-847.44
4,4	-853.66	-842.05	-849.35

Notas: Los valores equivalen al logaritmo de la función de verosimilitud para diferentes especificaciones de modelos Markov-Switching con coeficientes autorregresivos específicos por grupo. Los valores más altos, en negrita. Para una descripción detallada de los diferentes métodos de estimación de la función de verosimilitud condicionada, véase Frühwirth-Schnatter (2006).

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

Económica y Monetaria (1999). Dicha tendencia continuó, e incluso recibió un nuevo impulso, durante la Gran Recesión. No obstante, una vez que se supera el punto álgido de la recesión, la sincronía empieza a disminuir suavemente. También observamos un repunte de la sincronización asociado a una ralentización del crecimiento de la producción después de 2010, mientras que la posterior mejora registrada por las economías europeas supuso un nuevo descenso de los comovimientos en los últimos años de la muestra.

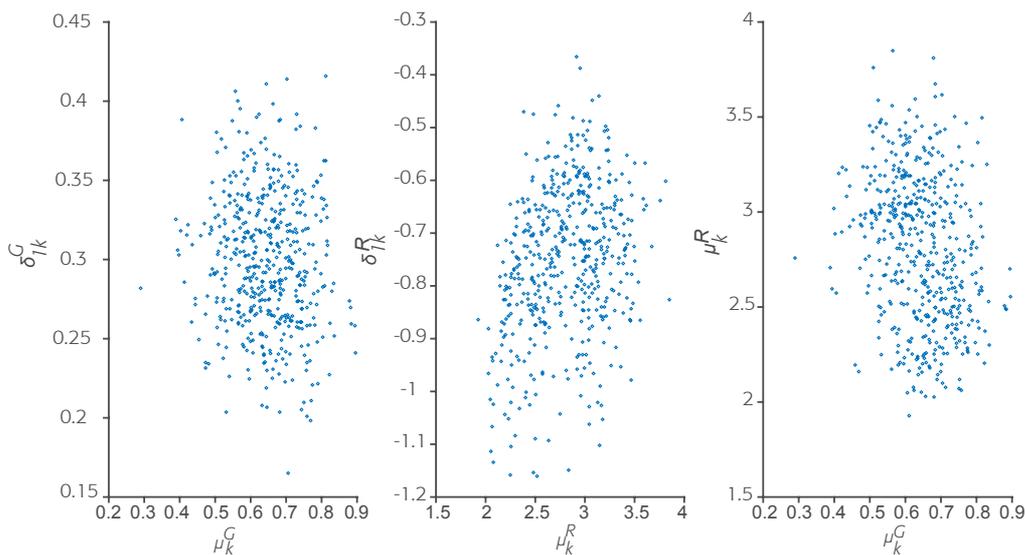
Finalmente, aplicamos la metodología de los modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones para identificar el fechado del ciclo económico de los países europeos y para averiguar en cuántos *clusters* pueden clasificarse estos ciclos. Para la selección del mejor modelo, estimamos la función de verosimilitud aplicando tres criterios diferentes: *importance sampling*, *bridge sampling* y *reciprocal sampling*. Contemplamos varias especificaciones considerando uno, dos, tres y cuatro grupos de países posibles y uno, dos, tres y cuatro retardos para capturar la dinámica de los procesos de serie temporal.

Utilizando los tres criterios señalados, los resultados muestran que la verosimilitud es máxima para el modelo con un único grupo de países y cuatro retardos (en el cuadro 1, $K=1$ y $p=4$). Si observamos los diagramas de dispersión *–scatterplots–* del MCMC para un grupo y cuatro retardos (gráfico 4), podemos comprobar que las observaciones de los diferentes parámetros simulados no reflejan grupos diferenciados entre sí. Esto significa que solo existe un único ciclo económico para los dieciséis países europeos objeto de análisis. Los detalles de la estimación *a posteriori* de los parámetros del modelo están disponibles en el cuadro 2. Observamos que la especificación de un modelo con dos estados es significativa, ya que los respectivos coeficientes de las tasas de crecimiento en las fases expansiva y recesiva del ciclo son significativamente distintos de cero. Cabe señalar que, debido a la estandarización, los coeficientes no son directamente interpretables como tasas de crecimiento anuales, sino que representan periodos de crecimiento por encima y por debajo de la media respectivamente. Distinguimos un periodo de crecimiento por encima de la media, con un crecimiento medio del 0,64%, y otro periodo

Gráfico 4

Diagramas de dispersión MCMC de los parámetros simulados

(Un solo grupo, $K=1$; cuatro retardos, $p=4$)



Notas: De izquierda a derecha, diagrama de dispersión de los parámetros simulados específicos por grupos.

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

Cuadro 2

Estimaciones a posteriori

(Un solo grupo, K=1; cuatro retardos, p=4)

S_i	$I_{S_i,t} = 1$						$I_{S_i,t} = 0$						Número de países
	$\mu_{S_i}^G$	δ_{1,S_i}^G	δ_{2,S_i}^G	δ_{3,S_i}^G	δ_{4,S_i}^G	$\xi_{11}^{S_i}$	$\mu_{S_i}^G - \mu_{S_i}^R$	δ_{1,S_i}^R	δ_{2,S_i}^R	δ_{3,S_i}^R	δ_{4,S_i}^R	$\xi_{00}^{S_i}$	
1	0.64 (0.09)	0.30 (0.04)	0.09 (0.06)	-0.04 (0.06)	-0.15 (0.06)	0.84 (0.67 0.98)	-2.16 (0.42)	1.05 (0.14)	-0.43 (0.13)	0.08 (0.07)	-0.35 (0.09)	0.58 (0.27 0.89)	16

Notas: El modelo se especifica del modo siguiente:

$$y_{it} = \mu_k^G + \delta_{1,k}^G y_{i,t-1} + \dots + \delta_{p,k}^G y_{i,t-p} + (I_{kt} - 1) (\mu_k^R + \delta_{1,k}^R y_{i,t-1} + \dots + \delta_{p,k}^R y_{i,t-p}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde y_{it} representa la tasa de crecimiento del PIB del país i en el periodo t , k es el estado o fase del ciclo y p el orden de la dinámica autorregresiva. Por tanto, μ_k^G y $\delta_{j,k}^G$ para $j=1 \dots p$ son los efectos específicos de cada grupo y μ_k^R y $\delta_{j,k}^R$ los efectos específicos de cada fase cíclica. El indicador de grupo se denota por $S_i = k$ con $k = 1 \dots K$. Los periodos de expansión (también llamados periodos de crecimiento por encima de la media) se denotan por $I_{kt} = 1$ siendo μ_k^G la tasa de crecimiento condicionada, y los periodos de recesión (también llamados periodos de crecimiento por debajo de la media) se denotan por $I_{kt} = 0$ siendo $\mu_k^G - \mu_k^R$ la tasa de crecimiento condicionada. Consideramos que la dinámica autorregresiva es diferente para cada grupo, es decir, $\delta_{j,k}^G$ y $\delta_{j,k}^R$, $j = 1, \dots, p$. Llamando θ al conjunto de todos los parámetros, se estima K , el número de estados de la cadena de Markov, los parámetros específicos para cada estado y cada grupo, la matriz de transición $\xi_{k,ij}$ y el tamaño de cada grupo $\varphi = (\phi, \eta, \xi)$. Los términos de error tienen varianzas específicas por unidad $\xi_{it} \sim N(0, \sigma_i)$. Se define el indicador latente de cada grupo S_i para cada serie temporal y_i , que toma un valor de la serie $1, \dots, K$, indicando el grupo al que la serie temporal pertenece y definiendo los parámetros específicos por unidad $p(y_{ij} | \varphi - S_i)$. También se supone que $P(S_i = k)$ es igual al tamaño relativo η_k del grupo k . Entre paréntesis se incluyen los errores estándar para los coeficientes y los intervalos de confianza para la persistencia.

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

inferior, con una contracción media del -2,16%. Considerando estas cifras y teniendo en cuenta las probabilidades asociadas a cada fase del ciclo económico, el crecimiento medio sería del 2,69% durante las expansiones y del -0,52% durante las recesiones.

Nuestros resultados muestran que, durante el periodo 1980-2014, solo existe un único ciclo económico para los dieciséis países europeos de la muestra, con un crecimiento medio del 2,69% durante las expansiones y del -0,52% durante las recesiones.

La cronología de las fases cíclicas se presenta en el gráfico 5. En concreto, nos permite identi-

car varios periodos recesivos, a saber, en orden cronológico: la crisis de comienzos de los noventa, la desaceleración de 2001 y la Gran Recesión. Observamos que 1993, 2001, 2008-2009 y 2011-2013 son identificadas como fases recesivas en el panel superior del gráfico. Los periodos expansivos se muestran en el panel inferior. El Comité de Fechado de Ciclos Económicos de la Eurozona (EABC) del Centre for Economic Policy Research (CEPR)⁷ identifica únicamente dos recesiones en esta muestra: 1992.2T-1993.2T y 2008.2T-2009.2T⁸. Como puede observarse, ambas cronologías se solapan bastante, aunque identificamos una desaceleración a comienzos de los noventa que no aparece en el fechado oficial. En todo caso, dicho episodio y el de 2001 no estuvieron tan claros, como queda de manifiesto en el hecho de que la probabilidad de estar en

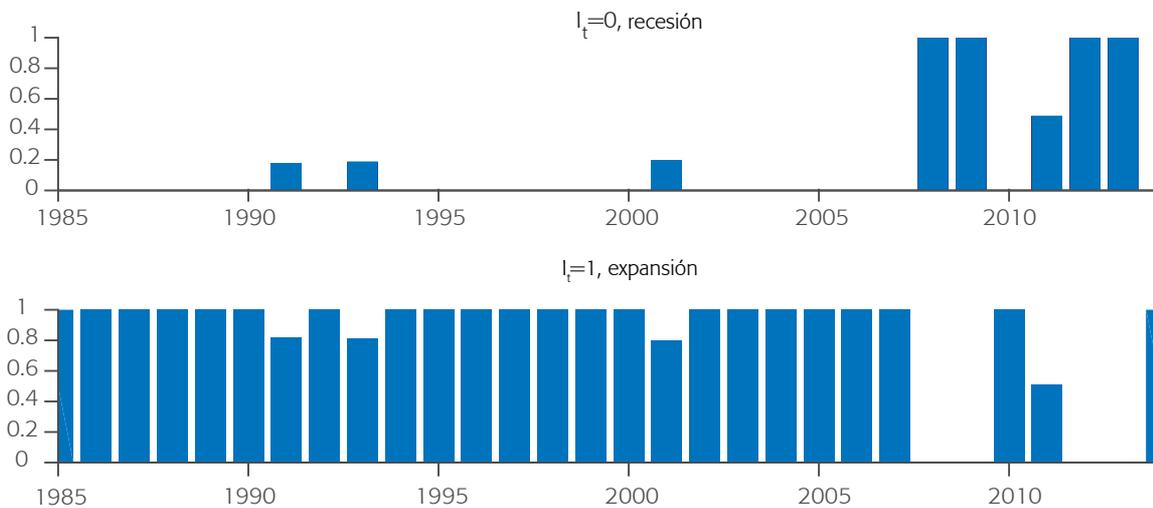
⁷ <http://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>

⁸ Ha de tenerse en cuenta que nuestro fechado comienza en 1985, ya que el modelo seleccionado tiene cuatro retardos. Por tanto, no capturamos la recesión de 1980.2T-1983.3T que es identificada por el Comité.

Gráfico 5

Ciclo económico

(Un solo grupo, $K=1$; cuatro retardos, $p=4$)

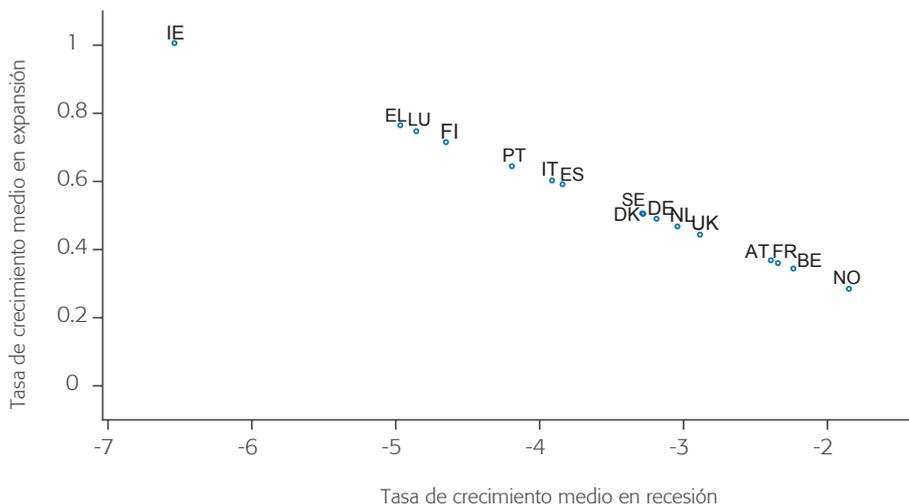


Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

Gráfico 6

Distribución de países

(Un solo grupo, $K=1$; cuatro retardos, $p=4$)



Notas: Los números representan la tasa promedio de crecimiento del PIB real en cada fase cíclica para cada país, una vez estandarizadas por su media. Nótese que dichas las tasas de crecimiento estandarizadas por su media para cada país, presentan una correlación lineal entre las medias de alto y bajo crecimiento.

Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

recesión se sitúa ligeramente por debajo de 0,5⁹. Además, debería notarse que no solo estamos tratando con una muestra de países diferentes, sino también con frecuencias y dimensiones temporales distintas.

El cambio desde un régimen a otro es bastante inequívoco y también presenta una diferente persistencia según se trate de periodos de recuperación o de ralentización. La persistencia se interpreta como la probabilidad de permanecer en expansión o en recesión tras una fase cíclica expansiva o recesiva, respectivamente. El cuadro 2 documenta que la persistencia media de ambos estados es de 0,84 y 0,58, respectivamente; de ello se infiere que la persistencia o probabilidad de permanecer en expansión es superior a la de seguir en recesión. En promedio, se espera que los periodos con crecimiento superior a la media duren más de nueve años, mientras que la dura-

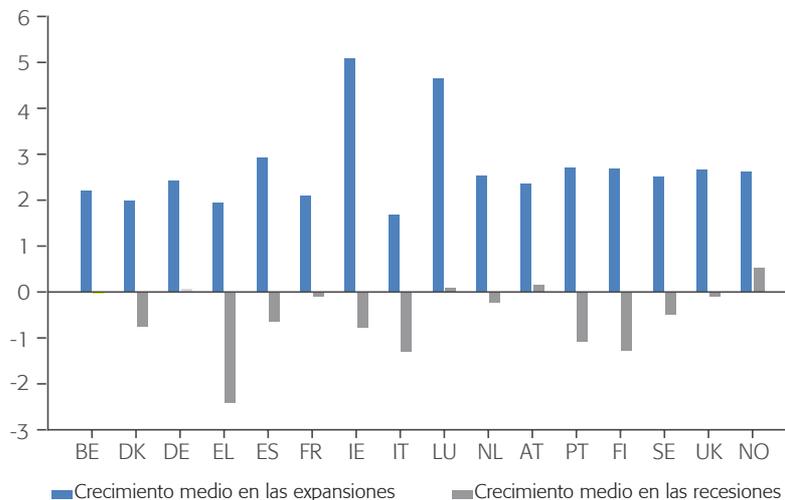
ción esperada de los periodos con crecimiento inferior a la media se sitúa en torno a los dos años.

La distribución para cada país en función de su crecimiento medio relativo durante la fase recesiva y expansiva se muestra en el gráfico 6¹⁰. Para cada fase cíclica y cada país, calculamos el promedio de crecimiento del PIB real una vez corregido de la estandarización. Observamos que han existido importantes diferencias en la trayectoria de crecimiento de los diversos países, pero los dos casos extremos merecen una mención especial. Primero, Irlanda (IE) sobresale por presentar tanto las tasas de crecimiento del PIB más dinámicas durante las fases expansivas como las caídas más acusadas durante las recesivas. Segundo, Noruega (NO) registra una menor oscilación en su ciclo económico, con tasas de crecimiento relativas muy bajas durante las recuperaciones y tasas de crecimiento negativo relativas también pequeñas en las fases recesivas. Finalmente, el gráfico 7 muestra, para

Gráfico 7

Crecimiento medio por países en expansiones y recesiones

(Un solo grupo, $K=1$; cuatro retardos, $p=4$)



Fuente: Elaboración propia con datos de AMECO y Cambridge Econometrics.

⁹ Esto se debe a que la ampliación de la muestra para incluir los años más recientes, que engloban la Gran Recesión y su posterior recuperación —y que se caracterizaron por un brusco descenso del crecimiento de la producción—, dificulta la identificación de fases recesivas anteriores, pues estas se muestran muy atenuadas cuando se comparan con la Gran Recesión.

¹⁰ Se puede calcular la media vinculada a cada fase cíclica para cada país a través de la estimación del indicador de estado (o fase cíclica), que es común para todos los países incluidos en un mismo *cluster*.

cada país, el crecimiento medio durante las fases de expansión y recesión. Irlanda, Luxemburgo y, en menor grado, España presentan las tasas de crecimiento más altas durante las fases expansivas (en el extremo opuesto, Italia, Grecia, Francia y Dinamarca son las que crecieron menos). Además, Noruega, Austria, Luxemburgo y Alemania exhiben los descensos más moderados en las fases recesivas (todo lo contrario que Grecia, Italia, Finlandia y Portugal, que presentan las caídas de mayor consideración).

Conclusiones

En este artículo mostramos los resultados de una metodología robusta que permite tanto el fechado de los ciclos económicos europeos como su agrupación en *clusters*: los modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones. A partir de un marco de panel autorregresivo, se permite que la tasa de crecimiento del PIB de un país pase de un periodo expansivo a otro recesivo en función de un indicador latente que capta los dos estados cíclicos no observables en los que puede encontrarse una economía. También estimamos la agrupación más adecuada de los países de acuerdo con su semejanza en cuanto a la dinámica del ciclo económico, y los parámetros del modelo. Esto significa que no prefijamos de antemano ninguna agrupación discrecional con base en alguna característica específica de las unidades de la muestra, sino que utilizamos nuestro modelo estadístico para asignar cada unidad a un grupo definido en términos de características del ciclo económico.

Observamos algunas similitudes en los ciclos económicos de los países europeos, como la ralentización de 2001, la desaceleración a comienzos de la década de los noventa y el enorme impacto de la Gran Recesión, si bien cada ciclo económico presenta comportamientos idiosincrásicos en términos de tasas medias de crecimiento, variabilidad y presencia de valores atípicos en la distribución de frecuencias. También analizamos los comovimientos dinámicos en la serie del PIB, mediante el índice propuesto por Stock y Watson

(2010), estableciendo que la correlación espacial no ha dejado de aumentar desde comienzos de la unión monetaria y que ha recibido un nuevo impulso coincidiendo con la Gran Recesión. Aplicando modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones encontramos evidencia de un único *cluster*, es decir, un ciclo común en los países europeos en el que la especificación de un proceso con dos estados es significativa y la persistencia de las expansiones –es decir, la probabilidad de permanecer en esa fase del ciclo– es superior a la de la fase recesiva. Nuestra metodología identifica 1993, 2001 y 2008-2009 y 2011-2013 como periodos de recesión.

Referencias

- ALTISSIMO, F.; BASSANETTI, A.; CRISTADORO, R.; FORNI, M.; HALLIN, M.; LIPPI, M., y L. REICHLIN (2001), "EuroCOIN: A Real Time Coincident Indicator of the Euro Area Business Cycle", *CEPR Discussion Papers*, 3108.
- ARTIS, M. (2003), "Is there a European Business Cycle?", *CEifo Working Paper Series*, 1053.
- ARTIS, M. J.; KROLZIG, H. M., y J. TORO (2004), "The European business cycle", *Oxford Economic Papers*, 56: 1--44.
- ARTIS, M. J.; MARCELLINO, M., y T. PROIETTI (2005), "Dating the Euro Area Business Cycle", en L. REICHLIN (ed.), *Euro Area Business Cycle: Stylized Facts and Measurement Issues*, CEPR: 83-93.
- ARTIS, M. J., y W. ZHANG (1997), "International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle?", *International Journal of Finance and Economics*, 2(1): 1-16.
- BANDRÉS, E.; GADEA-RIVAS, M. D., y A. GÓMEZ-LOSCOS (2016), "Regional business cycles across Europe", *Documento de trabajo*, 785, Funcas.
- BAYOUMI, T., y B. EICHENGREEN (1992), "Shocking Aspects of European Monetary Unification", *NBER Working Papers*, 3949.
- CAMACHO, M.; PEREZ-QUIROS, G., y L. SAIZ (2006), "Are European business cycles close enough to be just one?", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 30: 1687-1706.

- (2008), “Do European business cycles look like one?”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32: 2165-2190.
- CANOVA, F.; CICCARELLI, M., y E. ORTEGA (2005), “Similarities and Convergence in G-7 Cycles”, *Journal of Monetary Economics*, 54: 85-878.
- DE HAAN, J.; INKLAAR, R., y J. RICHARD (2008), “Will business cycles in the Euro Area converge: a critical survey of empirical research”, *Journal of Economic Surveys*, 22(2):234-273.
- DEL NEGRO, M., y C. OTROK (2008), “Dynamic Factor Models with Time-Varying Parameters: Measuring Changes in International Business Cycles”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 326.
- FRÜHWIRTH-SCHNATTER, S. (2006), *Finite Mixture and Markov Switching Models*, Springer-Verlag, New York.
- FRÜHWIRTH-SCHNATTER, S., y S. KAUFMANN (2008), “Model-based clustering of multiple time series”, *Journal of Business and Economic Statistics*, 26: 78-89.
- GIANNONE, D., y L. REICHLIN (2005), “Euro Area and US Recessions, 1970-2003”, L. REICHLIN (ed.), en *Euro Area Business Cycle: Stylized Facts and Measurement Issues*, ed. por L. REICHLIN, CEPR: 83-93.
- (2006), “Trends and cycles in the Euro Area: how much heterogeneity and should we worry about it?”, *ECB Working Papers*, 595.
- GIANNONE, D.; LENZA, M., y L. REICHLIN (2010), “Business Cycles in the Euro Area” en Ed. ALESINA, A. y F. GIAVAZZI, *Europe and the Euro*, The University of Chicago Press: 141-167.
- HELBLING, T., y T. BAYOUMI (2003), “Are they all in the same boat? The 2000-2001 growth slowdown and the G-7 business cycle linkages”, *IMF working paper*, 03-46.
- KAUFMANN, S. (2003), “The business cycle of European countries Bayesian clustering of country-individual”, *IP growth series, Working Papers*, 83, Oesterreichische Nationalbank.
- LUMSDAINE, R. L., y E. S. PRASAD (2003), “Identifying the Common Component of International Economic Fluctuations: A New Approach”, *Economic Journal*, 113(484): 101-127.
- STOCK, J., y M. WATSON (2010), “Dynamic factor models”, en CLEMENTS M. P. y D. F. HENDRY (eds.), *Oxford handbook of economic forecasting*, Oxford University Press.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
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	3,2	3,2	0,8	3,1	1,9	3,7	0,4	4,3	4,4	3,3	2,8	0,5
2017	2,5	2,3	0,6	4,0	3,8	5,1	2,7	4,1	3,6	3,1	2,2	0,3
2018	2,2	1,7	0,6	4,0	4,1	4,9	3,3	3,9	4,6	4,0	1,9	0,3
2016 I	3,4	3,6	1,7	4,3	2,3	4,8	0,3	6,4	3,8	4,5	3,5	-0,1
II	3,4	3,4	0,7	3,4	1,8	3,0	0,7	5,0	6,5	5,4	2,9	0,5
III	3,2	3,0	0,8	2,6	1,6	3,2	0,3	3,6	2,9	1,0	2,5	0,7
IV	3,0	3,0	0,0	2,2	1,9	3,8	0,2	2,6	4,4	2,3	2,2	0,8
2017 I	2,9	2,7	-0,1	3,1	3,0	4,2	1,8	3,3	5,1	3,2	2,2	0,7
II	2,6	2,4	0,8	3,2	3,1	4,6	1,8	3,3	2,4	1,5	2,2	0,3
III	2,4	2,2	0,6	4,4	4,3	5,7	3,0	4,6	4,3	4,4	2,3	0,1
IV	2,2	1,8	1,0	5,1	5,0	6,0	4,0	5,2	2,8	3,3	2,3	-0,1
2018 I	2,1	1,6	0,6	4,5	4,7	5,5	3,9	4,2	3,3	3,4	2,0	0,0
II	2,1	1,6	0,6	3,8	4,3	5,2	3,4	3,2	4,0	3,6	1,9	0,2
III	2,2	1,7	0,6	3,7	3,9	4,7	3,1	3,5	5,0	4,1	1,9	0,4
IV	2,4	1,9	0,7	3,9	3,4	4,0	2,8	4,5	5,9	4,9	2,0	0,5
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2016 I	3,1	3,6	0,9	1,6	0,2	4,5	-3,2	3,1	0,8	-0,7	2,6	0,5
II	3,4	2,9	-2,3	5,5	4,2	3,5	4,9	6,8	14,4	10,9	2,0	1,3
III	2,8	2,5	2,1	-0,3	0,4	1,8	-0,6	-1,0	-4,9	-7,6	2,0	0,8
IV	2,8	3,0	-0,7	2,1	2,7	5,7	0,1	1,6	8,4	7,5	2,3	0,5
2017 I	2,6	2,5	0,5	5,2	4,5	6,0	3,0	5,9	3,5	3,0	2,5	0,1
II	2,2	1,7	1,5	6,0	5,0	5,0	5,0	7,0	3,0	3,8	2,4	-0,2
III	2,0	1,5	1,2	4,5	5,0	6,0	4,0	4,0	2,4	3,6	2,1	0,0
IV	2,0	1,5	1,0	4,7	5,4	7,0	4,0	4,0	2,4	2,8	2,0	0,0
2018 I	2,0	1,6	-1,1	2,7	3,4	4,0	2,8	2,0	5,4	3,6	1,3	0,7
II	2,4	1,6	1,2	3,2	3,4	4,0	2,8	3,0	5,8	4,4	1,8	0,6
III	2,6	2,2	1,3	4,2	3,4	4,0	2,8	5,0	6,3	5,8	2,3	0,2
IV	2,8	2,2	1,3	5,6	3,4	4,0	2,8	8,0	6,3	5,8	2,6	0,2
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2010	1.080,9	572	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.070,4	578	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	1.113,9	57,8	18,9	19,9	10,0	4,7	5,2	10,0	33,1	30,2	97,1	2,9
2017	1.159,6	58,1	18,5	20,3	10,3	4,9	5,3	10,0	33,4	30,8	97,4	2,6
2018	1.200,9	57,8	18,1	20,7	10,7	5,2	5,5	10,1	34,1	31,3	97,2	2,8

* 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

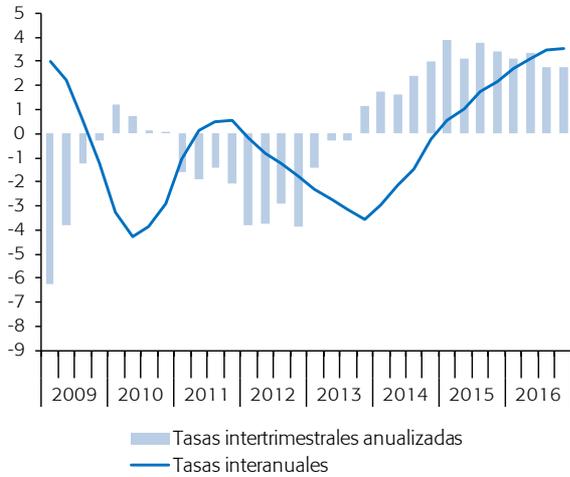


Gráfico 1.2 - Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

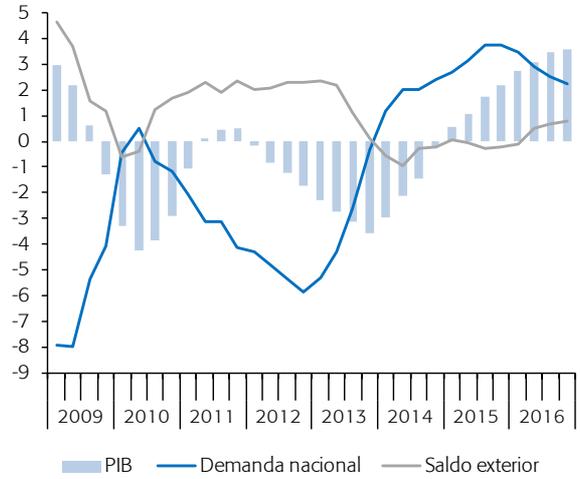


Gráfico 1.3 - Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

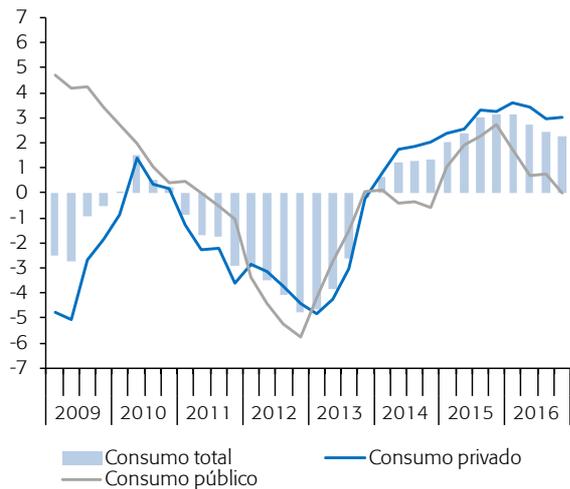


Gráfico 1.4 - Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración pública, salud y educación	Otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2009	-3,4	-3,6	-10,0	-10,9	-7,6	-1,0	-3,7	0,6	-5,9	
2010	0,0	2,1	3,6	0,0	-14,5	1,3	1,5	3,9	0,1	
2011	-0,6	4,4	-0,2	-1,3	-12,8	0,7	-0,1	-0,2	-5,6	
2012	-2,8	-9,7	-4,9	-5,2	-8,8	-1,5	-1,9	1,6	-4,0	
2013	-1,5	13,6	-3,9	-0,2	-10,5	-0,6	-1,7	3,3	-4,3	
2014	1,2	-1,6	1,8	3,1	-1,2	1,4	-0,5	2,0	2,9	
2015	2,9	-2,9	5,5	7,0	0,2	2,6	1,7	3,0	6,7	
2016	3,1	3,4	2,4	3,1	2,5	3,4	2,5	3,7	4,2	
2017	2,5	3,7	2,8	2,6	3,1	2,4	2,5	2,3	2,4	
2018	2,2	2,0	2,1	2,1	3,5	2,2	2,3	2,2	1,9	
2016	I	3,2	5,0	2,7	4,4	2,1	3,4	2,5	3,6	4,8
	II	3,3	2,7	2,8	3,8	2,0	3,6	2,8	3,8	4,3
	III	3,1	3,1	1,7	2,4	2,9	3,4	2,5	3,7	4,2
	IV	3,0	2,9	2,2	2,0	3,0	3,1	2,1	3,5	3,6
2017	I	2,8	2,4	3,2	2,8	2,5	2,7	2,1	2,9	3,9
	II	2,6	5,4	2,8	2,5	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5
	III	2,5	5,4	3,1	2,7	3,2	2,2	2,5	2,1	1,4
	IV	2,2	2,0	2,3	2,4	4,4	2,1	3,0	1,7	1,8
2018	I	2,1	2,0	2,1	2,1	4,1	1,9	2,5	1,7	1,8
	II	2,1	2,0	2,0	2,0	3,7	2,0	2,3	1,9	2,0
	III	2,3	2,0	2,1	2,1	3,3	2,2	2,2	2,3	2,0
	IV	2,5	2,0	2,1	2,2	2,8	2,6	2,2	2,7	2,0
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas										
2016	I	3,4	4,3	-0,8	-0,3	6,3	4,1	2,5	4,7	0,8
	II	3,1	-9,1	3,9	4,1	4,4	3,3	2,5	3,5	6,0
	III	2,5	1,9	0,7	1,3	1,4	3,1	2,6	3,2	5,4
	IV	2,8	16,2	5,1	2,8	0,2	2,1	0,7	2,5	2,1
2017	I	2,7	2,0	2,9	3,2	3,9	2,5	2,5	2,5	2,0
	II	2,4	2,0	2,5	2,6	4,4	2,2	3,5	1,8	0,4
	III	2,1	2,0	2,0	2,0	4,4	2,0	3,2	1,6	1,0
	IV	1,8	2,0	1,8	1,8	4,8	1,6	3,0	1,1	4,0
2018	I	2,0	2,0	1,9	1,9	2,8	1,9	0,4	2,5	1,9
	II	2,6	2,0	2,2	2,3	2,8	2,6	2,7	2,6	1,0
	III	2,7	2,0	2,2	2,3	2,8	2,9	2,8	2,9	1,0
	IV	2,7	2,0	2,2	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8	4,0
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes								
2009	1.006,1	2,3	16,6	13,2	10,6	70,4	18,2	52,2	7,2	
2010	989,9	2,6	17,2	13,3	8,8	71,4	18,7	52,7	9,2	
2011	983,7	2,5	17,4	13,5	7,5	72,6	18,7	53,8	8,8	
2012	954,0	2,5	17,4	13,2	6,7	73,5	18,5	54,9	9,0	
2013	935,7	2,8	17,5	13,4	5,8	74,0	19,0	55,0	9,6	
2014	943,8	2,5	17,6	13,8	5,7	74,2	18,8	55,4	9,9	
2015	975,8	2,6	18,0	14,2	5,6	73,8	18,8	55,0	10,2	
2016	1.011,0	2,6	17,8	14,1	5,6	74,1	18,9	55,2	10,2	
2017	1.050,4	2,8	17,9	14,1	5,7	73,7	18,8	54,9	10,4	
2018	1.086,8	2,9	17,7	13,9	5,8	73,6	18,8	54,8	10,5	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

Gráfico 2.1 - VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

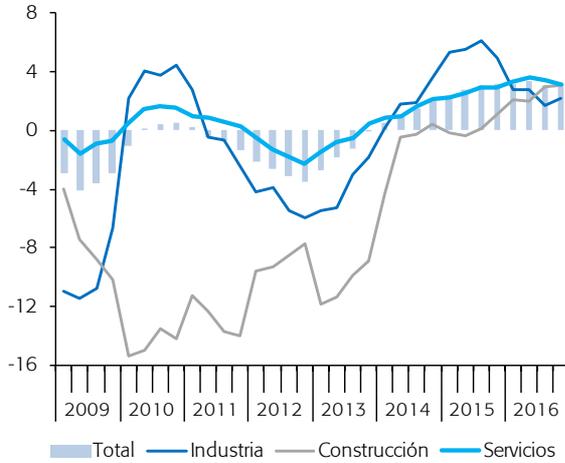


Gráfico 2.2 - VAB, servicios (I)

Tasas de crecimiento interanuales

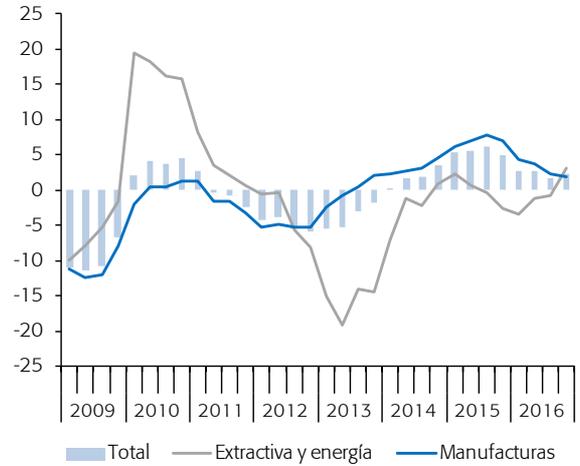


Gráfico 2.3 - VAB, servicios (II)

Tasas de crecimiento interanuales

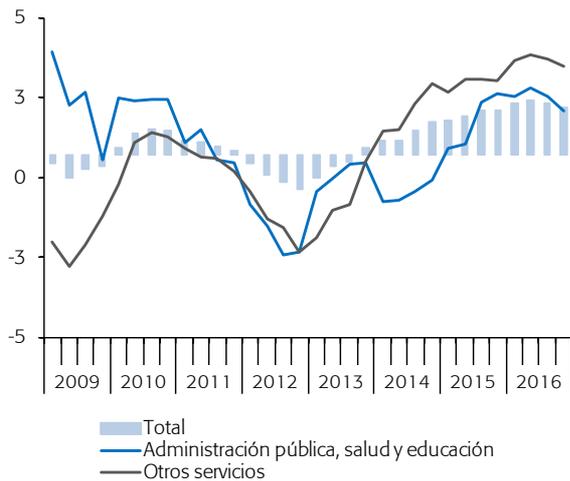
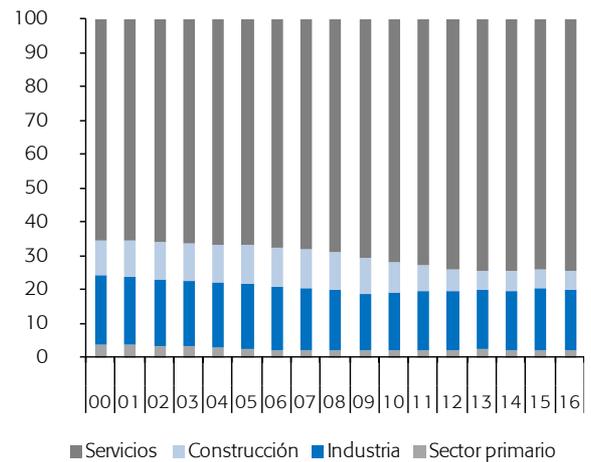


Gráfico 2.4 - VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas						
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12	
Índices, 2000 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario													
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	148,9	127,8	94,2	106,4	69,0	154,0	164,4	106,7	83,1	
2017	130,3	111,3	117,1	151,3	129,2	93,8	109,1	--	--	--	--	--	
2018	133,1	113,1	117,8	153,7	130,5	93,5	111,4	--	--	--	--	--	
2015	I	121,5	104,0	116,9	148,4	126,9	94,0	98,4	66,6	147,7	164,8	111,6	86,5
	II	122,5	104,7	117,0	149,0	127,4	94,2	100,8	66,8	150,8	163,7	108,5	84,0
	III	123,6	105,9	116,8	148,6	127,2	94,1	102,4	67,3	152,0	163,8	107,8	83,6
	IV	124,7	106,5	117,1	148,6	127,0	93,8	104,1	67,8	153,7	163,6	106,4	82,7
2016	I	125,6	107,1	117,3	149,2	127,1	94,2	105,3	67,9	155,1	163,9	105,7	82,3
	II	126,7	108,0	117,3	148,8	126,8	93,4	105,2	68,5	153,7	164,7	107,2	83,5
	III	127,5	108,7	117,3	148,9	126,9	93,7	106,3	68,6	154,9	164,5	106,2	82,8
	IV	128,4	109,6	117,2	148,6	126,8	93,0	106,6	69,3	153,9	164,3	106,7	83,3
Tasas de crecimiento interanuales													
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	3,2	2,9	0,4	0,0	-0,4	-0,7	3,1	2,4	0,7	0,4	-0,3	-0,1	
2017	2,5	2,0	0,5	1,6	1,1	-0,4	2,6	--	--	--	--	--	
2018	2,2	1,6	0,6	1,6	1,0	-0,3	2,1	--	--	--	--	--	
2015	I	2,7	2,4	0,3	0,1	-0,3	-0,7	4,5	0,5	3,9	0,3	-3,5	-3,7
	II	3,1	2,8	0,3	0,8	0,5	-0,1	6,1	1,6	4,5	-0,5	-4,8	-4,8
	III	3,4	3,0	0,4	0,2	-0,2	-0,8	6,9	2,3	4,5	-0,8	-5,1	-5,0
	IV	3,6	3,0	0,5	0,2	-0,4	-0,8	7,9	2,2	5,6	-0,8	-6,0	-5,9
2016	I	3,4	3,0	0,4	0,6	0,2	0,2	7,0	1,9	5,0	-0,5	-5,3	-4,9
	II	3,4	3,1	0,3	-0,1	-0,5	-0,9	4,4	2,5	1,9	0,6	-1,3	-0,6
	III	3,2	2,7	0,4	0,2	-0,3	-0,4	3,8	1,9	1,9	0,4	-1,4	-1,0
	IV	3,0	2,9	0,1	0,0	-0,1	-0,8	2,4	2,2	0,2	0,4	0,3	0,6

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

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

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

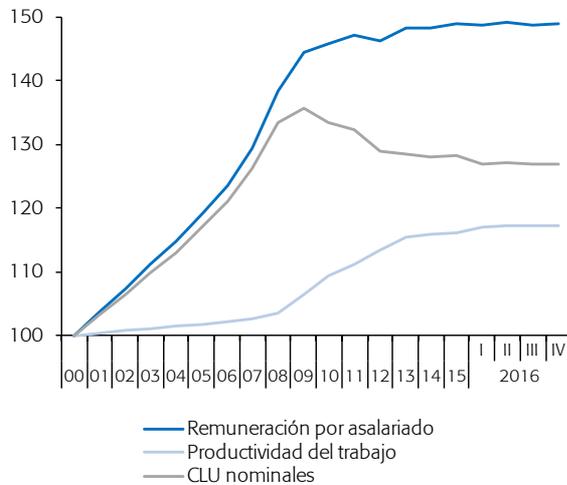
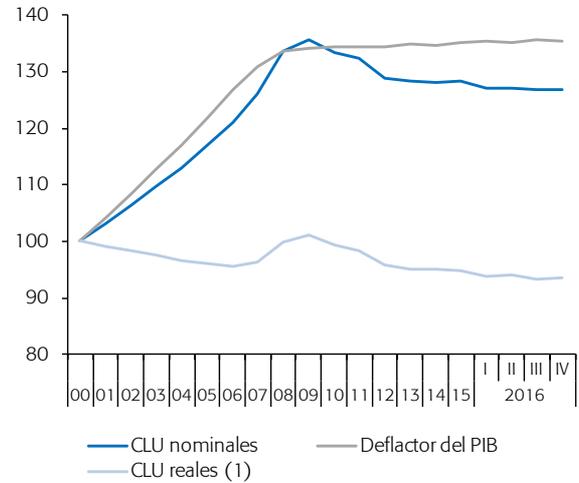


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

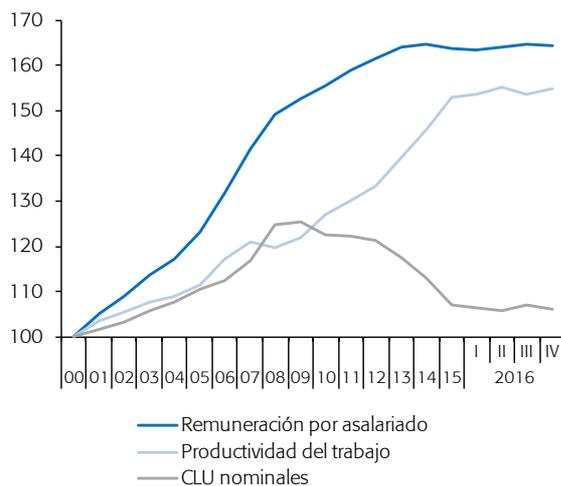
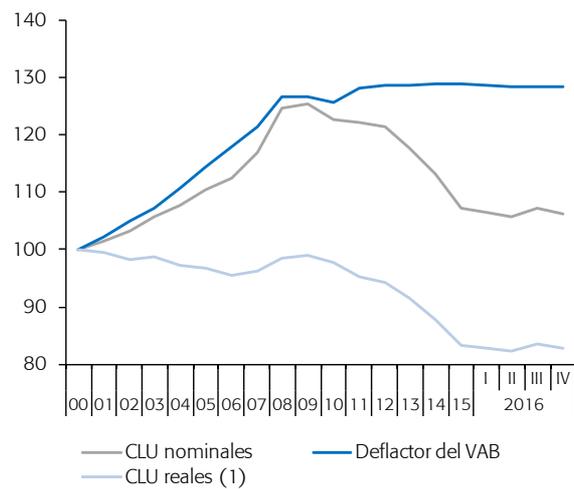


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transacciones corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones
	1=2+3+4	2	3	4	5	6=1+5	7	8=6+7	9	10=8-9	11	12	13
	MM euros, suma móvil 4 trimestres										Porcentaje del PIB		
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	1.113,9	526,1	473,0	114,7	1,9	1.115,7	-11,5	1.104,2	854,1	250,1	47,2	42,5	10,3
2017	1.159,6	545,9	491,1	122,6	2,5	1.162,1	-12,4	1.149,7	888,2	261,5	47,1	42,4	10,6
2018	1.200,9	563,7	508,4	128,9	-0,2	1.200,7	-12,4	1.188,3	911,4	276,9	46,9	42,3	10,7
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	1.083,9	513,9	457,4	112,6	0,0	1.083,9	-10,9	1.073,0	838,4	234,6	47,4	42,2	10,4
II	1.095,1	518,2	463,3	113,5	-0,5	1.094,6	-10,2	1.084,4	843,2	241,2	47,3	42,3	10,4
III	1.104,3	522,2	467,0	115,1	0,3	1.104,6	-11,4	1.093,2	848,2	244,9	47,3	42,3	10,4
IV	1.113,9	526,1	473,0	114,7	--	--	--	--	854,1	--	47,2	42,5	10,3
	Tasas de crecimiento interanuales										Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior		
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	3,1	4,4	2,2	-342,6	3,8	1,9	3,8	2,5	8,7	-0,2	0,4	-0,1
2017	4,1	3,8	3,8	6,9	31,9	4,2	7,6	4,1	4,0	4,6	-0,2	-0,1	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	3,7	3,6	3,2	6,9	-98,8	4,0	-4,4	4,1	2,9	8,8	-0,1	-0,2	0,3
II	3,8	3,5	3,9	5,1	268,3	3,8	-9,7	4,0	2,8	8,4	-0,1	0,0	0,1
III	3,7	3,4	3,7	4,8	-320,1	3,7	2,6	3,8	2,6	8,1	-0,1	0,0	0,1
IV	3,6	3,1	4,4	2,2	--	--	--	--	2,5	--	-0,2	0,4	-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

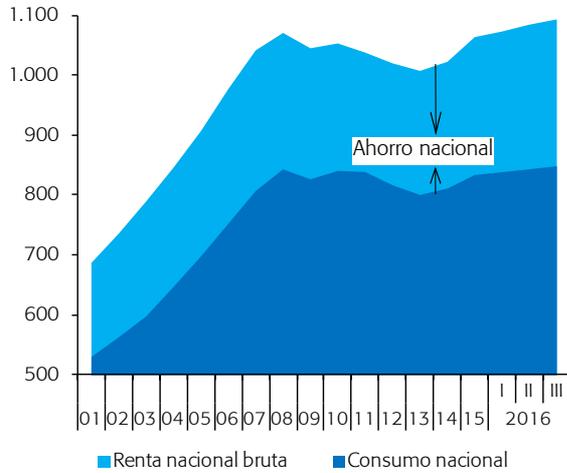


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

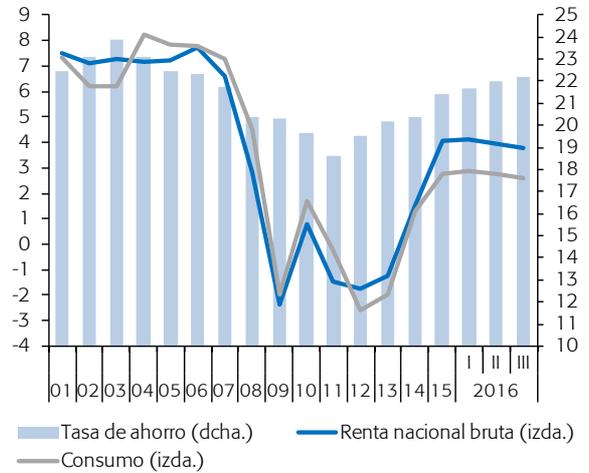


Gráfico 4.3.- Componentes de la renta nacional
Variación interanual en %

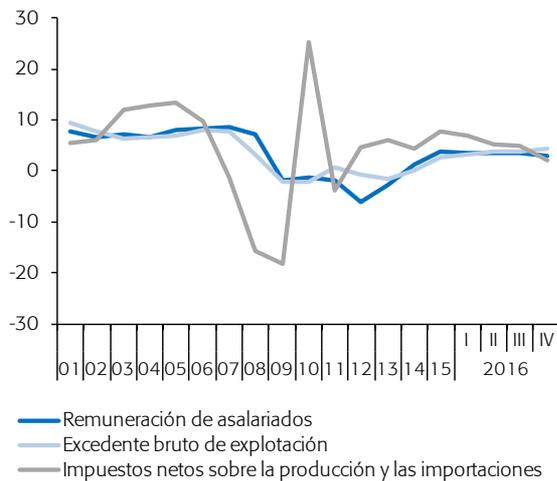
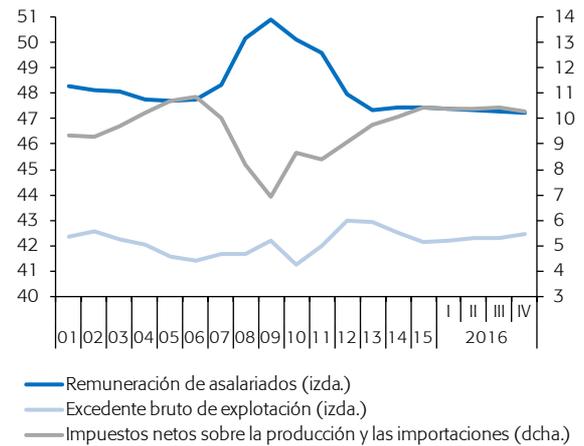


Gráfico 4.4.- Distribución funcional de la renta
Porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



Cuadro 5

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

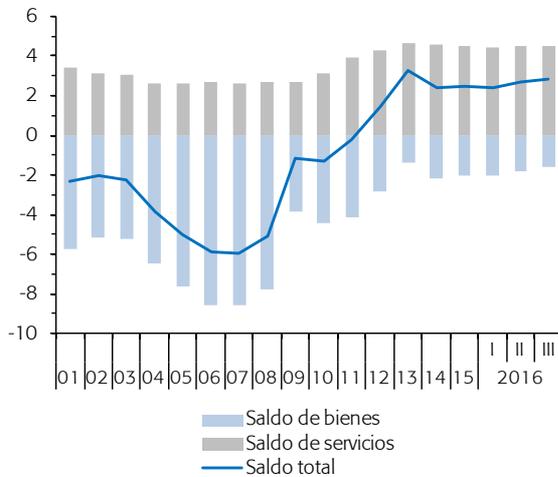
Previsiones en azul

	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
MM euros, suma móvil 4 trimestres												
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	32,4	-17,5	29,7	20,2	1,9	-11,5	22,8	6,3	29,1	250,1	227,3	22,8
2017	30,5	-22,6	30,8	22,4	2,5	-12,4	20,6	6,7	27,3	261,5	240,9	20,6
2018	33,7	-23,3	32,2	24,8	-0,2	-12,4	21,1	6,8	27,9	276,9	255,8	21,1
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	234,6	219,4	15,2
II	29,4	-19,7	29,2	19,9	-0,5	-10,2	18,7	6,4	25,2	241,2	222,5	18,7
III	31,4	-18,1	29,7	19,8	0,3	-11,4	20,3	5,5	25,8	244,9	224,6	20,3
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres												
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	2,9	-1,6	2,7	1,8	0,2	-1,0	2,0	0,6	2,6	22,5	20,4	2,0
2017	2,6	-2,0	2,7	1,9	0,2	-1,1	1,8	0,6	2,4	22,6	20,8	1,8
2018	2,8	-1,9	2,7	2,1	0,0	-1,0	1,8	0,6	2,3	23,1	21,3	1,8
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	21,6	20,2	1,4
II	2,7	-1,8	2,7	1,8	0,0	-0,9	1,7	0,6	2,3	22,0	20,3	1,7
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

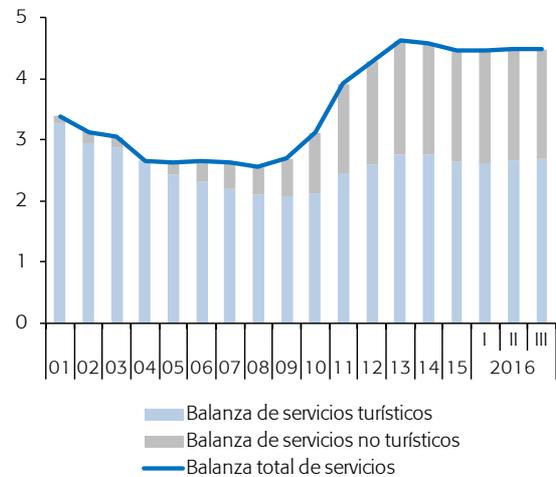
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

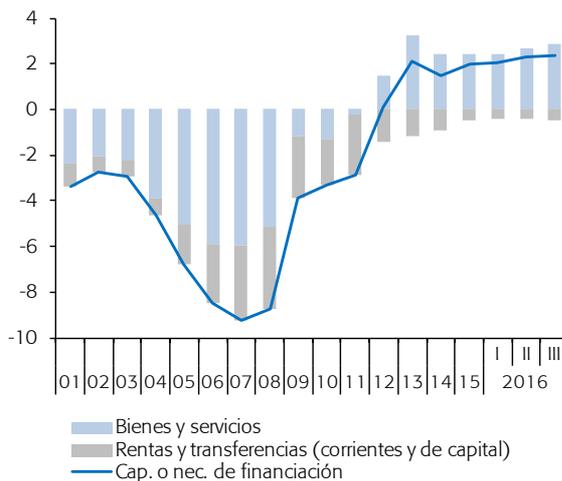
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

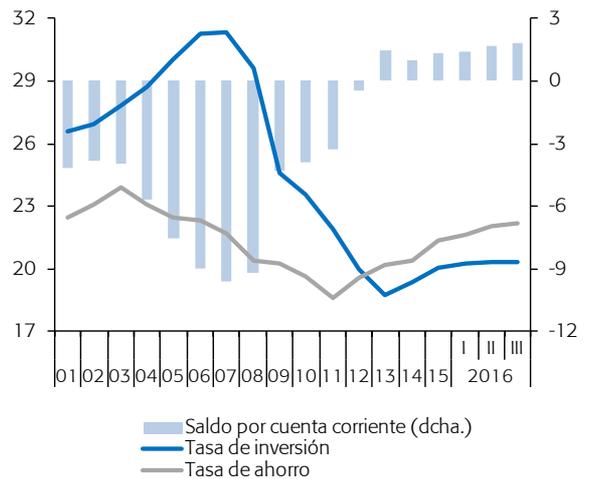
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**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

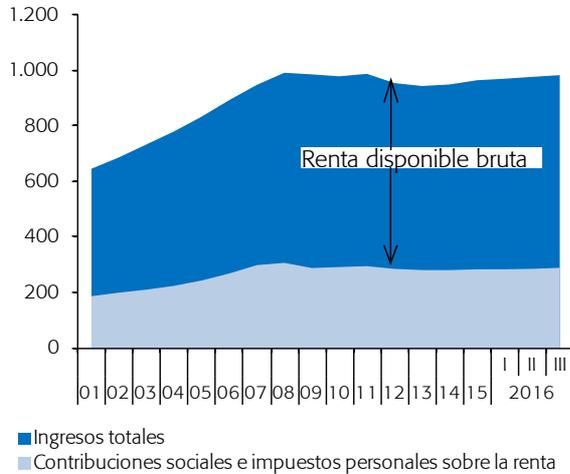
	Renta disponible bruta (RDB)						Gasto en consumo final	Ahorro bruto (a)	Tasa de ahorro	Transferencias netas de capital	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB
	Total	Remuneraciones de los asalariados (recibidas)	Excedente bruto 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													
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	701,5	528,2	217,1	242,7	202,3	84,2	643,8	56,1	8,0	1,6	32,8	24,9	2,2
2017	727,8	548,1	226,9	249,1	209,0	87,3	674,1	52,1	7,2	1,5	35,8	17,7	1,5
2018	752,4	565,9	237,5	255,8	215,2	91,7	693,9	56,9	7,6	1,4	38,9	19,3	1,6
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
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	2,8	3,1	2,8	1,0	2,3	0,6	3,0	0,5	-0,2	-11,0	7,8	--	-0,3
2017	3,7	3,8	4,5	2,6	3,3	3,7	4,7	-7,2	-0,8	-8,0	9,1	--	-0,7
2018	3,4	3,3	4,7	2,7	2,9	5,1	2,9	9,2	0,4	-5,0	8,7	--	0,1
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.

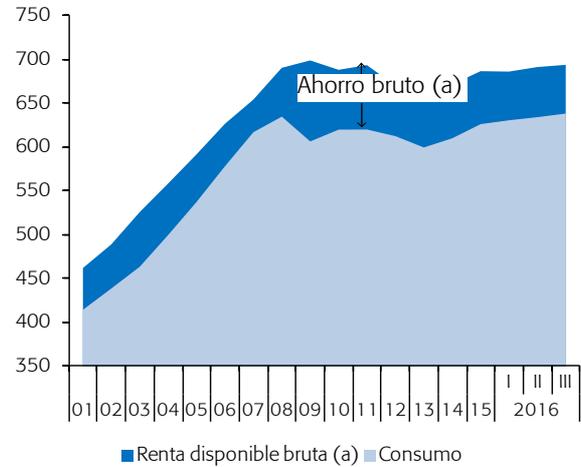
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Hogares: renta disponible bruta

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

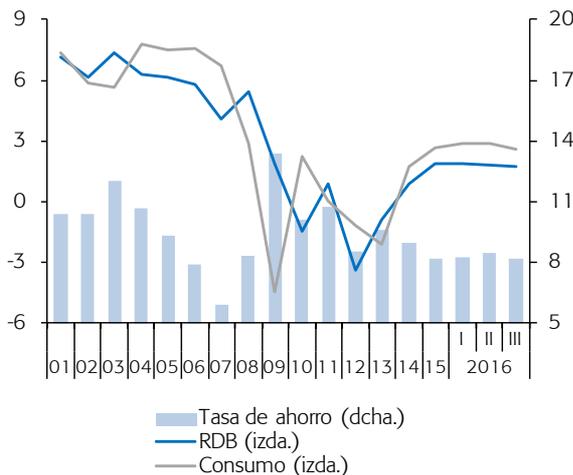
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



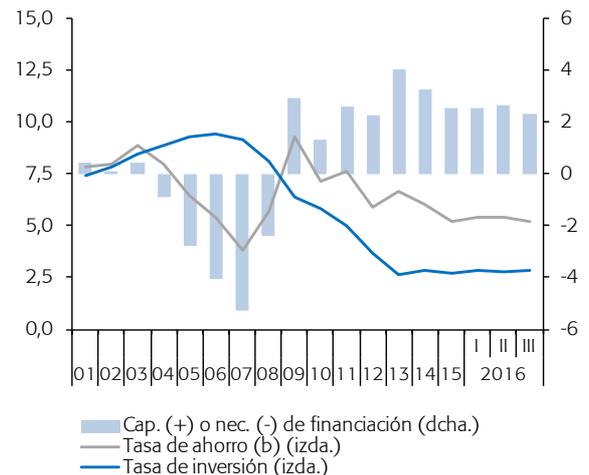
(a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones.

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



(b) Incluye transferencias netas de capital.

Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las sociedades no financieras (SEC 210, Base 2010)

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Remuneración de los asalariados e impuestos netos sobre la producción (pagados)	Excedente bruto de explotación	Rentas de la propiedad netas	Transferencias corrientes netas	Impuestos sobre la renta	Ahorro bruto	Transferencias de capital netas	Formación bruta de capital	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Tasa de beneficio (en %)	Tasa de inversión (en %)
	1	2	3=1-2	4	5	6	7=3+4+5-6	8	9	10=7+8-9	11	12=3/1	13=9/1
MM euros, suma móvil 4 trimestres													
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	598,6	341,3	257,3	-39,7	-5,0	18,9	193,7	6,0	164,9	34,9	3,1	43,0	27,5
2017	622,6	357,3	265,3	-35,3	-6,5	22,0	201,5	6,0	174,6	33,0	2,8	42,6	28,0
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		
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	4,2	3,6	5,0	-2,2	-17,3	-7,5	8,9	0,0	7,5	--	0,3	0,3	0,9
2017	4,0	4,7	3,1	-11,2	30,1	16,9	4,0	0,0	5,9	--	-0,3	-0,4	0,5
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

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

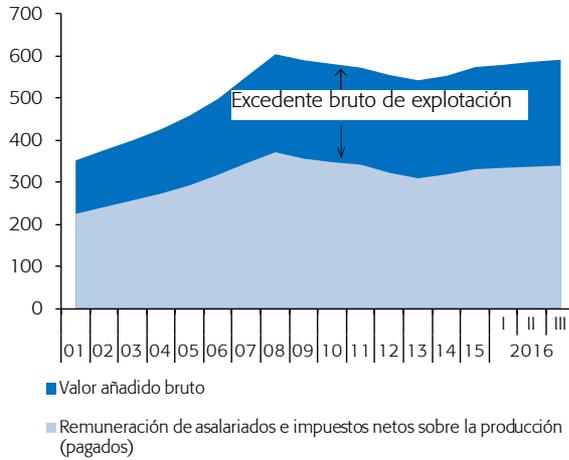


Gráfico 7.2.- Sociedades no financieras: VAB, EBE y ahorro

Tasa de variación anual, suma móvil 4 trimestres

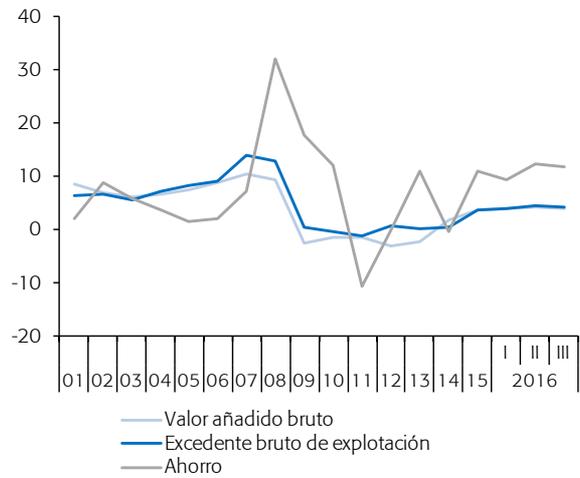
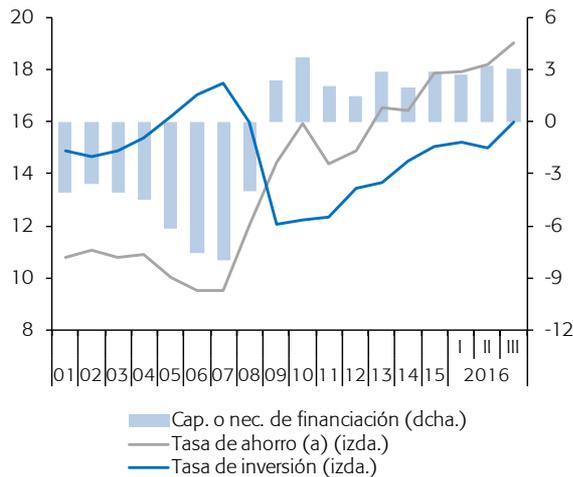


Gráfico 7.3.- Sociedades no financieras: ahorro, inversión y déficit

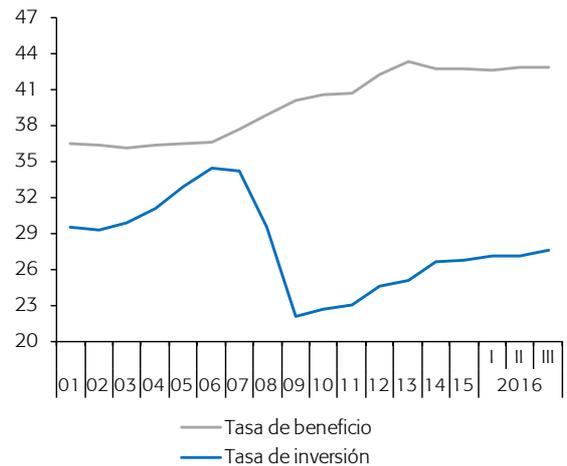
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres



(a) Incluye transferencias netas de capital.

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

Porcentaje del VAB de las sociedades no financieras, suma móvil 4 trimestres



Cuadro 8

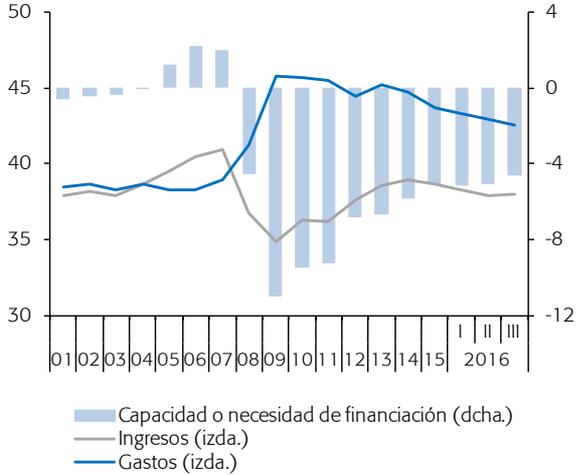
Contabilidad Nacional: cuenta de las Administraciones Públicas (SEC 2010, Base 2010)

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														
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	149,1	129,9	107,6	135,9	122,1	23,4	172,2	20,8	184,1	210,3	-26,2	26,8	-53,0	-51,3
2017	151,8	138,3	115,5	140,1	124,3	22,8	176,5	21,2	200,9	214,1	-13,1	25,8	-38,9	-38,9
2018	154,4	145,1	121,5	144,0	126,3	21,2	181,1	21,7	214,6	217,5	-2,8	27,1	-29,9	-29,9
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														
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	13,4	11,7	9,7	12,2	11,0	2,1	15,5	1,9	16,5	18,9	-2,4	2,4	-4,8	-4,6
2017	13,1	11,9	10,0	12,1	10,7	2,0	15,2	1,8	17,3	18,5	-1,1	2,2	-3,4	-3,4
2018	12,9	12,1	10,1	12,0	10,5	1,8	15,1	1,8	17,9	18,1	-0,2	2,3	-2,5	-2,5
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



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

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

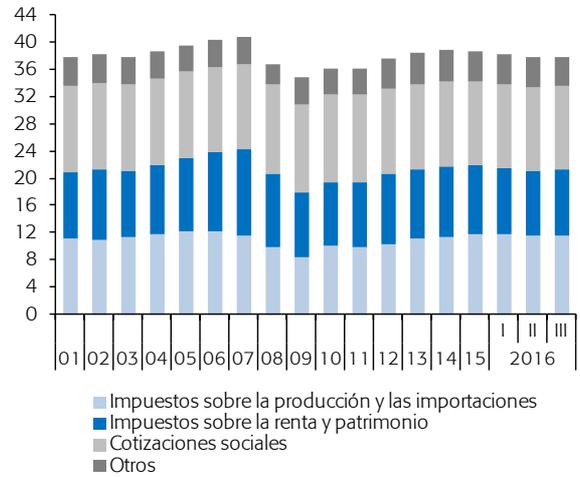


Gráfico 8.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

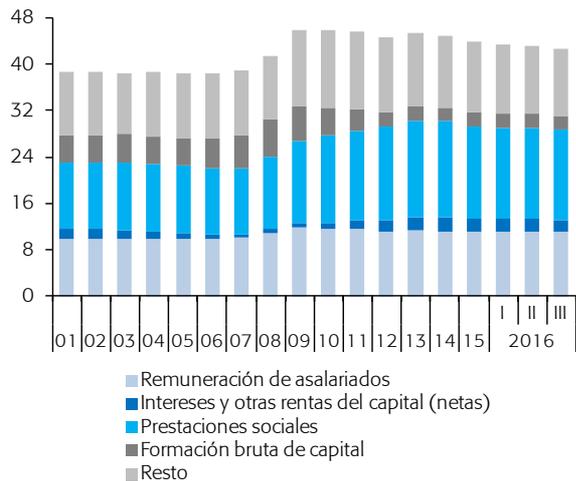
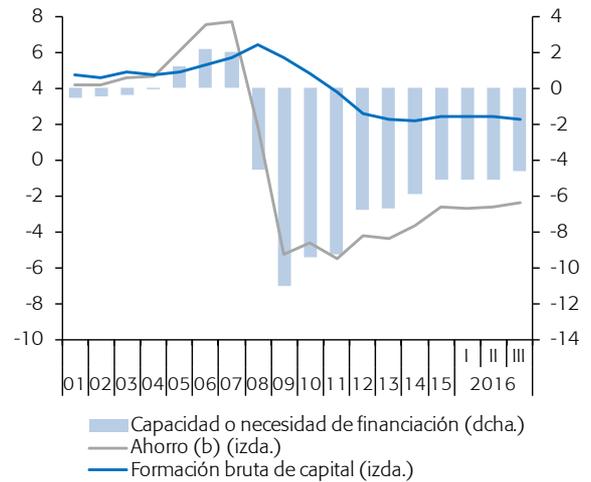


Gráfico 8.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.
(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 9

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

Previsiones en azul

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
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	-30,4	-6,7	3,3	-17,5	-51,3	--	--	--	--	1.105,6
2017	-19,4	-7,0	2,9	-15,4	-38,9	--	--	--	--	1.143,5
2018	-10,7	-3,6	2,4	-18,0	-29,9	--	--	--	--	1.172,4
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				
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	-2,7	-0,6	0,3	-1,6	-4,6	--	--	--	--	99,3
2017	-1,7	-0,6	0,3	-1,3	-3,4	--	--	--	--	98,6
2018	-0,9	-0,3	0,2	-1,5	-2,5	--	--	--	--	97,6
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: INE, Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

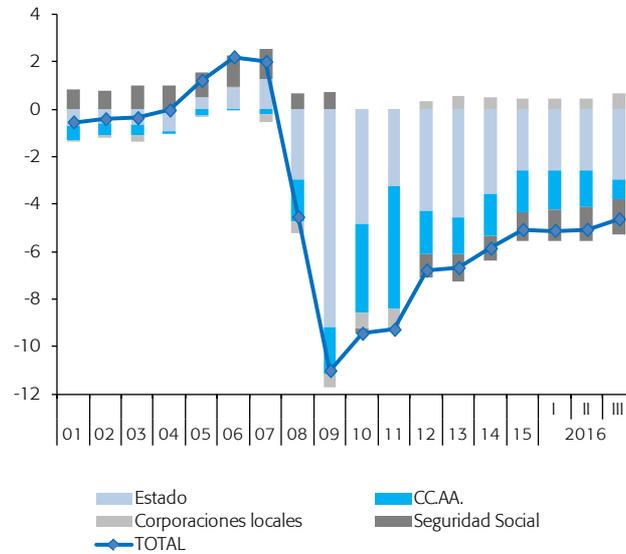


Gráfico 9.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB

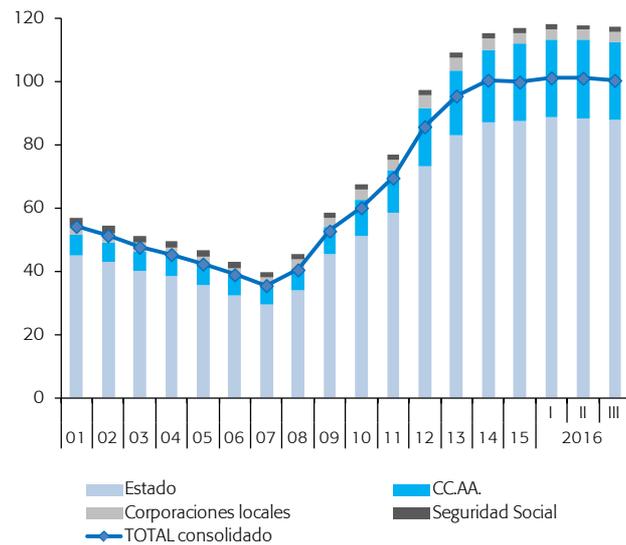
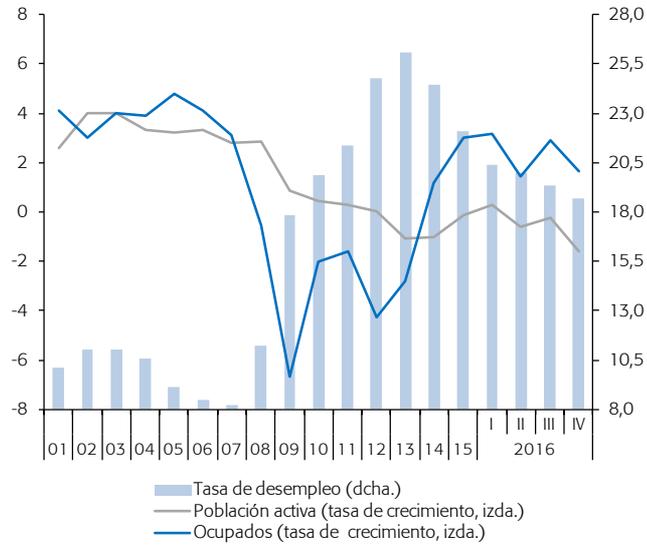
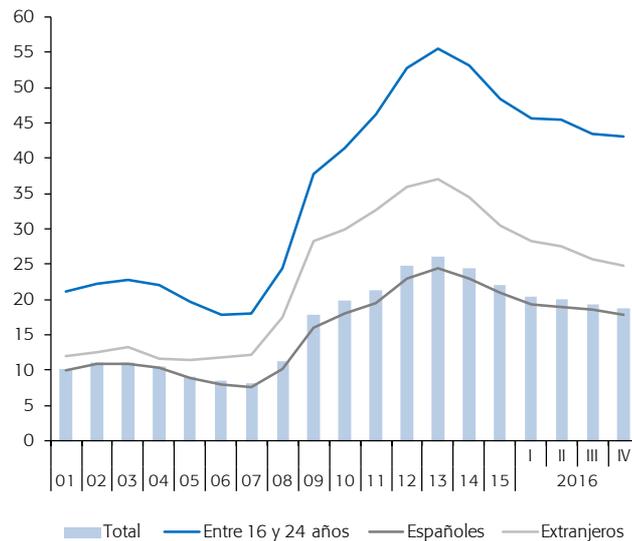


Gráfico 10.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE

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

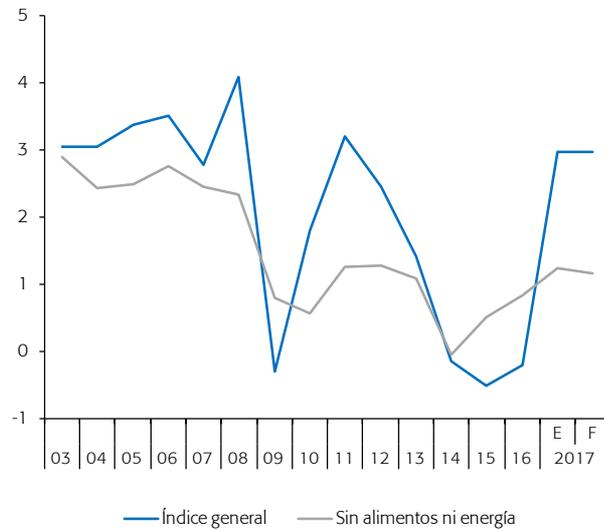
Previsiones en azul

	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				
Total en 2017	100,0	66,01	81,28	24,76	41,25	15,27	7,52	11,20	22,79	
Índices, 2011 = 100										
2011	97,1	96,4	95,6	98,2	95,3	92,1	91,8	111,4	92,0	
2012	99,5	97,6	97,1	99,0	96,8	94,9	93,9	121,2	94,6	
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97,7	
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	
2017	102,2	101,1	101,0	100,6	101,3	100,8	102,7	110,9	101,4	
2018	103,4	102,0	102,2	101,1	102,5	102,9	104,6	111,5	103,5	
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	2,2	-8,6	1,3	
2017	2,2	1,1	1,0	0,6	1,3	0,8	2,8	10,9	1,4	
2018	1,1	0,9	1,2	0,5	1,2	2,1	1,9	0,5	2,1	
2017	Ene	3,0	1,2	1,1	0,8	1,3	0,3	4,0	17,5	1,1
	Feb	3,0	1,2	1,0	0,6	1,3	0,0	5,4	16,8	1,7
	Mar	2,6	1,0	0,8	0,7	1,0	0,2	4,1	14,7	1,4
	Abr	2,6	1,2	1,1	0,7	1,5	0,5	2,5	14,1	1,1
	May	2,1	1,0	0,9	0,6	1,3	0,5	1,6	11,4	0,8
	Jun	1,9	1,1	1,0	0,6	1,3	0,6	1,6	8,8	0,9
	Jul	2,1	1,3	1,2	0,8	1,4	0,8	-0,2	10,1	0,6
	Ago	2,3	1,2	1,2	0,5	1,4	0,9	1,0	11,3	1,0
	Sep	2,3	1,1	1,1	0,6	1,3	1,1	3,6	10,0	1,9
	Oct	1,8	1,0	1,0	0,4	1,3	1,3	3,2	6,5	1,9
	Nov	1,8	0,9	1,0	0,4	1,2	1,4	3,6	6,5	2,1
	Dic	1,3	0,7	0,9	0,4	0,9	1,7	2,9	3,4	2,1
2018	Ene	0,8	0,9	1,1	0,4	1,2	1,9	1,6	-1,7	1,8
	Feb	1,0	1,0	1,2	0,6	1,2	2,3	-0,5	0,6	1,4
	Mar	1,1	1,0	1,2	0,5	1,2	2,1	0,8	0,5	1,7
	Abr	1,2	1,0	1,2	0,4	1,3	2,0	2,3	0,7	2,1
	May	1,2	0,9	1,2	0,4	1,2	2,0	2,8	0,7	2,3
	Jun	1,2	0,9	1,1	0,4	1,2	2,1	2,5	0,7	2,2
	Jul	1,2	0,9	1,1	0,4	1,1	2,1	2,7	0,7	2,3
	Ago	1,2	0,9	1,1	0,4	1,2	2,2	2,4	0,7	2,2
	Sep	1,2	0,9	1,2	0,4	1,2	2,2	2,3	0,7	2,2
	Oct	1,2	0,9	1,2	0,4	1,2	2,2	2,0	0,7	2,1
	Nov	1,2	0,9	1,2	0,4	1,3	2,2	2,0	0,7	2,2
	Dic	1,2	0,9	1,2	0,4	1,3	2,2	2,2	0,7	2,2

Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 11.1.- Tasa de inflación (I)

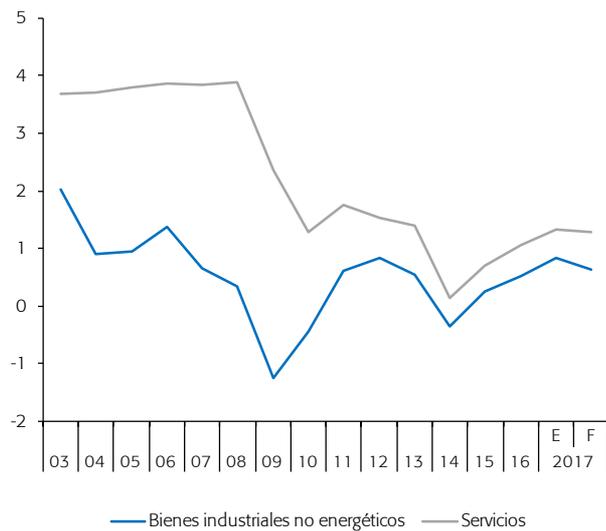
Tasas de crecimiento interanual



— Índice general — Sin alimentos ni energía

Gráfico 11.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



— Bienes industriales no energéticos — Servicios

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				
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	155,2	--
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	101,0	104,5	105,8	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,2	--
2017 (b)	--	110,6	107,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2015 II	100,7	109,2	106,5	67,3	71,8	55,0	146,5	145,4	149,8	154,3	--
III	100,7	108,5	106,6	67,8	71,8	56,1	138,8	135,5	149,0	160,0	--
IV	100,8	106,1	105,7	67,7	72,5	54,5	151,0	151,7	148,6	164,5	--
2016 I	100,5	102,3	105,2	68,7	72,6	56,6	140,3	137,3	149,8	147,5	--
II	101,1	103,4	105,6	69,9	73,3	58,7	146,2	145,5	148,6	154,3	--
III	100,9	105,0	106,0	70,5	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV	101,5	107,4	106,3	70,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,3	163,7	--
2017 I (b)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 Dic	--	108,6	106,6	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 Ene	--	110,6	107,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
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	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,1
2017 (d)	--	7,5	1,8	--	--	--	--	--	--	--	1,2
2015 II	0,6	-1,2	0,7	4,0	4,2	4,7	0,4	0,6	-0,2	0,5	0,7
III	0,6	-2,4	0,5	4,5	0,7	9,7	0,3	0,5	-0,5	-0,1	0,8
IV	0,4	-2,8	-0,1	4,2	-0,1	-2,4	1,2	1,7	-0,3	1,4	0,7
2016 I	0,0	-5,1	-0,7	6,3	1,5	5,3	-0,2	0,1	-0,8	0,3	1,1
II	0,4	-5,4	-0,9	3,9	1,8	6,6	-0,2	0,0	-0,8	0,0	1,1
III	0,2	-3,3	-0,5	4,0	0,8	-3,5	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4	1,1
IV	0,6	1,2	0,6	4,5	0,4	13,0	-0,8	-0,7	-0,9	-0,5	1,1
2017 I (e)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 Dic	--	2,9	1,0	--	--	--	--	--	--	--	1,1
2017 Ene	--	7,5	1,8	--	--	--	--	--	--	--	1,2
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

(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)

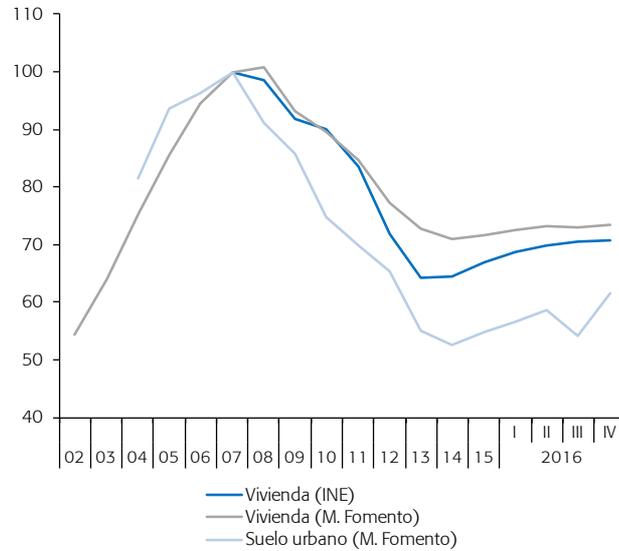
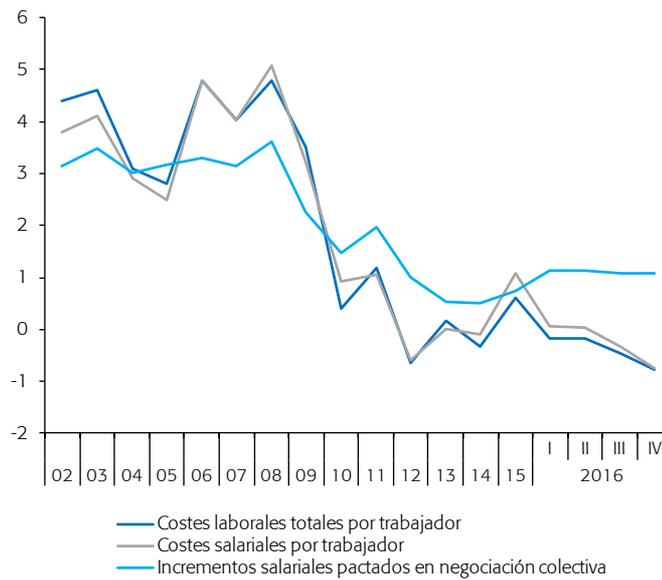


Gráfico 12.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 13

Desequilibrios: comparación internacional

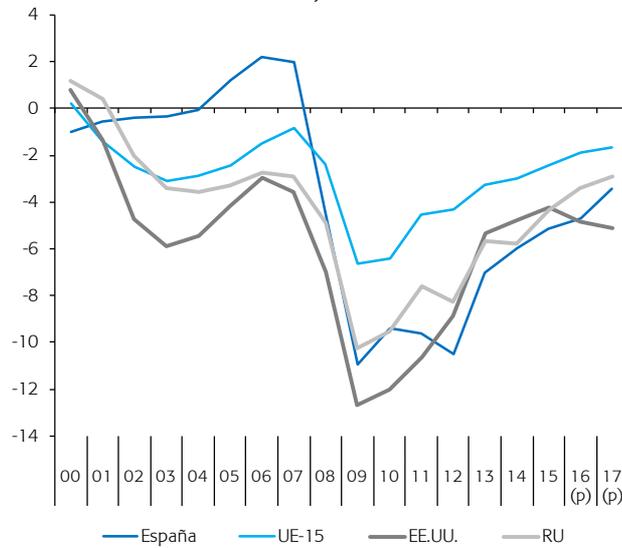
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta consolidada				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	8.496,9	552,0	-70,3	45,4	-702,2	-16,7
2006	22,1	-170,5	-411,6	-39,9	392,2	7.057,0	8.818,1	597,1	-90,7	29,3	-584,9	-32,4
2007	21,6	-100,9	-513,6	-44,5	383,8	7.134,7	9.267,8	646,2	-104,1	24,3	-735,6	-37,5
2008	-49,4	-284,8	-1.033,3	-76,4	439,8	7.570,7	10.722,1	786,3	-102,9	-81,4	-791,0	-55,0
2009	-118,2	-751,9	-1.827,4	-155,4	568,7	8.531,5	12.405,0	975,5	-46,5	14,4	-457,2	-44,8
2010	-101,4	-759,8	-1.797,7	-150,3	649,3	9.581,6	14.176,1	1.190,9	-42,0	37,1	-495,1	-43,1
2011	-102,9	-552,4	-1.646,6	-124,0	743,5	10.258,0	15.361,9	1.324,2	-35,3	70,3	-443,2	-29,1
2012	-108,9	-534,5	-1.430,7	-138,6	890,7	10.912,3	16.558,7	1.424,8	-4,6	149,3	-264,9	-61,4
2013	-71,9	-409,2	-894,0	-98,5	978,3	11.274,0	17.462,8	1.499,8	15,0	192,2	-248,2	-76,4
2014	-62,2	-388,5	-834,9	-105,1	1.040,9	11.811,8	18.194,1	1.604,8	10,4	193,4	-143,8	-85,0
2015	-55,2	-326,3	-761,2	-81,7	1.073,2	12.132,7	18.965,9	1.666,0	14,3	283,6	-223,7	-80,2
2016	-52,4	-257,3	-894,0	-65,4	1.112,2	11.988,9	19.918,7	1.710,4	19,6	305,6	-	-96,6
2017	-40,0	-230,2	-986,9	-57,9	1.156,9	12.205,9	21.030,5	1.759,3	19,3	289,2	-	-96,1
2018	-34,6	-224,7	-1.159,4	-54,9	1.196,3	12.439,0	22.234,7	1.804,0	19,7	302,8	-	-81,1
Porcentaje del PIB												
2005	1,2	-2,5	-4,2	-3,3	42,3	63,0	64,9	40,0	-7,6	0,4	-5,4	-1,2
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,7	38,9	61,7	63,6	41,0	-9,0	0,3	-4,2	-2,2
2007	2,0	-0,8	-3,5	-2,9	35,5	59,2	64,0	42,2	-9,6	0,2	-5,1	-2,4
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-4,9	39,4	63,1	72,8	50,3	-9,2	-0,7	-5,4	-3,5
2009	-11,0	-6,6	-12,7	-10,2	52,7	75,2	86,0	64,2	-4,3	0,1	-3,2	-3,0
2010	-9,4	-6,4	-12,0	-9,6	60,1	81,2	94,7	75,7	-3,9	0,3	-3,3	-2,7
2011	-9,6	-4,6	-10,6	-7,6	69,5	84,6	99,0	81,3	-3,3	0,6	-2,9	-1,8
2012	-10,5	-4,3	-8,9	-8,3	85,7	88,2	102,5	85,1	-0,4	1,2	-1,6	-3,7
2013	-7,0	-3,3	-5,4	-5,7	95,4	90,5	104,6	86,2	1,5	1,5	-1,5	-4,4
2014	-6,0	-3,0	-4,8	-5,8	100,4	91,8	104,6	88,1	1,0	1,5	-0,8	-4,7
2015	-5,1	-2,4	-4,2	-4,4	99,8	89,7	105,2	89,0	1,3	2,1	-1,2	-4,3
2016	-4,7	-1,9	-4,8	-3,4	99,7	88,1	107,3	88,6	1,8	2,2	-	-5,0
2017	-3,5	-1,7	-5,1	-2,9	100,0	87,8	108,5	88,1	1,7	2,1	-	-4,8
2018	-2,9	-1,6	-5,7	-2,6	99,7	86,6	109,6	87,0	1,6	2,1	-	-3,9

Fuente: Comisión Europea. Previsiones Invierno 2017.

Gráfico 13.1.- Saldo de las AA.PP.

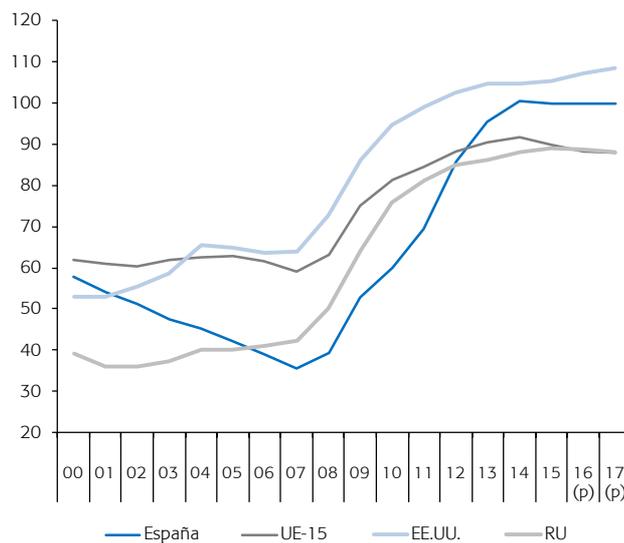
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 13.2.- Deuda pública bruta consolidada

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	40,6	16,7	77,7	84,2	47,5	24,6	10,8	840.844	37,60
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	28,43
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	35,57
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	36,36
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	37,98
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	36,43
2016	46.557.008	42,7	18,6			52,9	28,4	13,2		
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	630.349	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	4,31
2008	1.763.019	629.247	472.604	1.377.228	49.799	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	672.213	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	1.840.008	690.738	652.846	1.361.340	139.844	44.846.415	4,31
2015	1.806.620●	694.224●	634.575●	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.

● Avance.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio	Número	Importe medio	Número	Importe medio	
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	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	637,9
2017•	797.060	5.784.322	1.055	943.153	935	2.358.666	642,9

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

	Prestaciones no contributivas**			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número		
2006	278.110	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	997.192	254.741	199.762	21.350
2017•	982.958			

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.

** Prestación económica que se concede a todas aquellas personas que se encuentran en situación de necesidad, carecen de recursos suficientes y no han cotizado (ellas o sus cónyuges) nunca o el tiempo mínimo necesario para poder solicitar la pensión contributiva. La cuantía individual de la pensión para cada ciudadano se establece en función de sus rentas personales y/o de las de su unidad económica de convivencia.

• Los datos se refieren al mes de enero.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto						
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (euros por habitante)	Público (euros 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 atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os 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

* Escala 0-10.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (febrero 2012-febrero 2017)



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

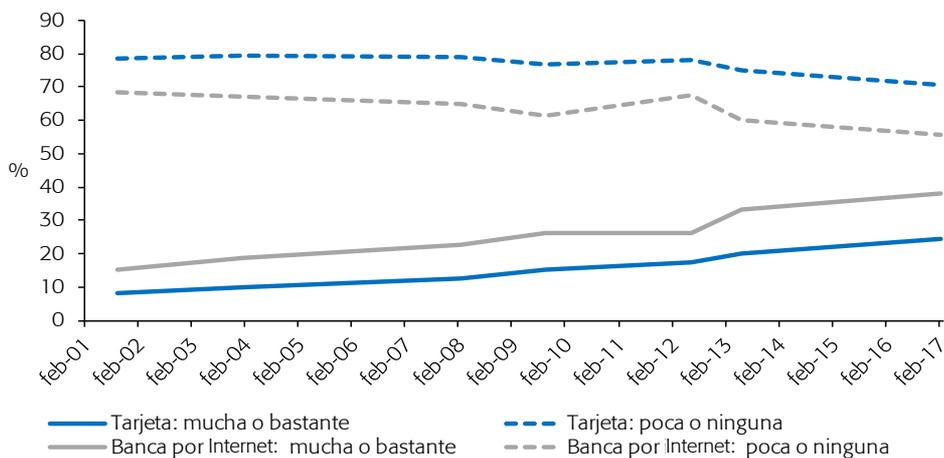
Si bien la información disponible sobre el comercio electrónico y el uso de la banca por Internet permite constatar un crecimiento significativo de estos servicios durante los últimos años, los datos de encuesta muestran que los españoles todavía desconfían, en gran medida, de estos usos de Internet.

En efecto, de acuerdo con datos del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), la percepción de que realizar operaciones bancarias por Internet ofrece “mucha” o “bastante” seguridad ha aumentado muy lentamente desde principios de siglo: en septiembre de 2001, solo un 15% de la población pensaba de este modo; en febrero de 2017, el porcentaje había subido hasta el 29% (gráfico 2), pero todavía se hallaba muy lejos del de quienes mostraban total desconfianza (“ninguna seguridad”: 33%).

En el caso del comercio electrónico, la inseguridad percibida aún resulta más acusada. En 2001, algo menos de una de cada diez personas encuestadas por el CIS (8%) consideraba bastante o muy seguro “dar el número de su tarjeta por Internet para realizar alguna compra”; en 2017, la proporción había aumentado hasta la cuarta parte de los entrevistados (25%) (gráfico 2). Sin embargo, un 41% de la población opinaba que esta acción no ofrecía seguridad alguna.

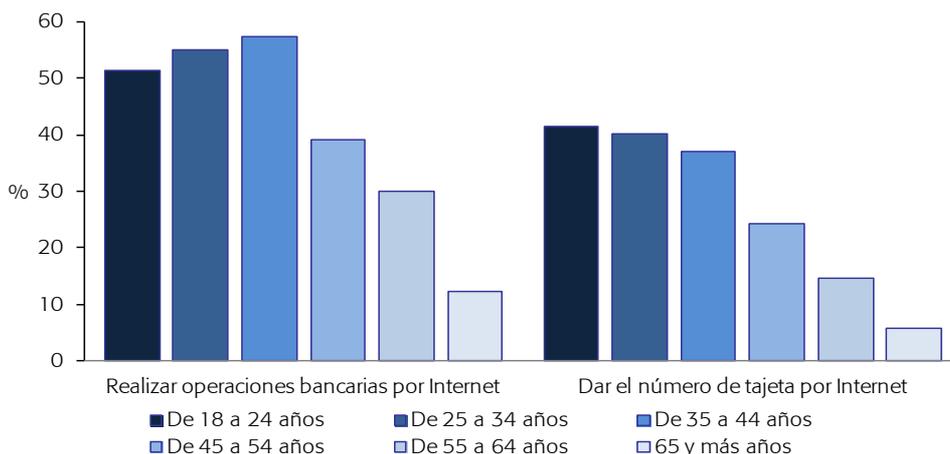
Ahora bien, en estas cuestiones las diferencias por edad son muy notables. Así, por ejemplo, más de la mitad de los españoles de 18 a 44 años piensan que Internet proporciona mucha o bastante seguridad para realizar operaciones bancarias, y más del 40% estiman bastante o muy seguro dar el número de su tarjeta de crédito para efectuar alguna compra a través de la red. Los porcentajes que arrojan los grupos de mayor edad son significativamente menores (gráfico 3).

Gráfico 2
Percepción de seguridad en operaciones comerciales y financieras por Internet (2001-2017)



Pregunta: "Por lo que se refiere a la protección de sus datos personales, ¿qué grado de seguridad: mucha, bastante, poca o ninguna, diría Ud. que le ofrecen cada una de las siguientes acciones que le voy a leer?
 - Dar el número de su tarjeta por Internet para realizar alguna compra
 - Realizar operaciones bancarias por Internet"
 Fuente: CIS, Barómetros de Opinión (www.cis.es).

Gráfico 3
Percepción de mucha o bastante seguridad en operaciones comerciales y financieras por Internet, según la edad (febrero de 2017)



Pregunta: "Por lo que se refiere a la protección de sus datos personales ¿qué grado de seguridad: mucha, bastante, poca o ninguna, diría Ud. que le ofrecen cada una de las siguientes acciones que le voy a leer?
 - Dar el número de su tarjeta por Internet para realizar alguna compra
 - Realizar operaciones bancarias por Internet"
 Fuente: CIS, Barómetros de opinión (www.cis.es).

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,6	Diciembre 2016
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,6	Diciembre 2016
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,5	Diciembre 2016
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	554.357	Febrero 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	144.184	Febrero 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	835	Febrero 2017
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 2001-2014	2015	2016	2017 febrero	2017 15 marzo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,4	4,7	5,0	4,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,2	-0,1	-0,26	-0,329	-0,330	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,5	0,2	-0,03	-0,113	-0,108	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,4	1,7	1,4	1,6	1,8	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	4,3	2,1	2,3	2,1	-	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": Los tipos de interés interbancarios están siguiendo un comportamiento dispar en marzo en función de su plazo. El euríbor a tres meses bajó ligeramente hasta el -0,330% desde el -0,329% de febrero. El euríbor a doce meses, sin embargo, ha subido hasta el -0,108% desde el -0,113% de febrero. El BCE ha reiterado la extensión de los programas de compra de deuda hasta finales de 2017 y ha mejorado sus proyecciones macroeconómicas para la eurozona. Entre tanto, en Estados Unidos, la Fed ha vuelto a subir hoy los tipos de interés. El bono del Estado a 10 años ha aumentado su rentabilidad hasta el 1,8%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 diciembre	2017 enero	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	34,6	75,6	75,5	92,55	103,57	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	77,7	73,2	65,3	41,23	57,54	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,9	2,6	1,3	1,65	0,06	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,5	4,6	3,4	1,05	1,36	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	2,3	0,1	0,1	-0,00	0,05	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	603,2	1.037,9	1.058,2	1.104,93	1.087,12	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	0,6	0,5	6,6	-0,4	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,7	7,0	-0,2	5,5	13,5	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.026,8	1.042,5	965,1	943,6	1.006,1(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.767,1	10.528,8	10.647,2	9.352,1	9.982,4(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	23,6	18,7(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016 diciembre	2017 marzo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,2	7,4	21,3	-93,1	-26,1	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	2,0	-1,3	-0,2	1,6	0,01	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	-0,24	-0,02	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,3	4,3	1,3	-11,1	-4,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,6	6,4	17,7	35,1	-5,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido un incremento de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro y de las obligaciones del Estado, hasta el 103,57% y el 57,54%, respectivamente. El IBEX-35 tuvo un comportamiento positivo en la primera quincena de marzo, llegando a 9.982 puntos y el índice general de la Bolsa de Madrid a los 1.006 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 y de las opciones realizadas sobre acciones IBEX-35 del 4,5% y el 5,1%, respectivamente.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016 II T.	2016 III T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,8	1,6	2,2	2,3	2,4	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	2,9	3,4	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	303,6	301,4	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 II T.	2016 III T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,4	72,4	67,5	66,8	65,2	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	0,9	1,4	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	0,7	-2,9	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el tercer trimestre de 2016 se produjo un incremento del ahorro financiero en el conjunto de la economía, hasta el 2,4% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se incrementó hasta el 3,4% del PIB desde el 2,9% del segundo trimestre. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 65,2% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de: 2000-2013	Media	2014	2015	2016 noviembre	2016 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	9,1	-4,6	-4,0	0,9	-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	0,6	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,1	1,2	-15,2	-0,7	-3,6	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	-2,4	1,1	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-1,7	-5,9	-5,2	-5,4	-4,5	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 noviembre	2016 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	40,5	-12,7	-22,4	0,4	-1,5	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	8,4	5,5	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	11,1	-1,1	-1,8	-0,7	-0,1	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

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

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	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	554.357(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	144.184(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	835(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a febrero de 2017.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En febrero de 2017, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 144.184 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 febrero de 2017, el importe de estos programas en España era 234.382 millones de euros y 1,78 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 151. Economía y Derecho

PANORAMA SOCIAL

N.º 24. El nuevo escenario migratorio en España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 256. Tiempo de incertidumbre en la economía global

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 6, N.º 1 (2017). Spain in the context of heightened global uncertainty

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

