

Expectativas al alza, endeudamiento con riesgos

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Eurozona: recuperación
con divergencias

La economía española
supera las expectativas

Consolidación fiscal
y presupuestos

Endeudamiento de
empresas y familias

Banca en la sombra

Seguros y bancos
en contraste

Impuestos
energético-ambientales

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Préstamos a la
educación universitaria

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

259

julio/agosto 2017

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

<u>Página</u>	1	Previsiones para la eurozona 2017-2018: se acelera la recuperación pero con preocupantes divergencias <i>Raymond Torres y Patricia Stupariu</i>
	11	La economía española supera las expectativas, pero con un elevado endeudamiento <i>Raymond Torres y María Jesús Fernández</i>
	27	La consolidación fiscal en curso: avanzando con lentitud <i>Santiago Lago Peñas</i>
	35	Presupuestos sin reformas para acercarse al objetivo de déficit <i>Ana Aguerrea y Susana Borraz</i>
	47	Endeudamiento y servicio de la deuda de empresas y familias: España en el contexto internacional <i>Joaquín Maudos</i>
	59	Banca en la sombra: España en el entorno global <i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	67	Los seguros y los bancos españoles en contraste <i>Daniel Manzano</i>
	73	Impuestos energético-ambientales y consolidación fiscal en España <i>Alberto Gago y Xavier Labandeira</i>

ECONOMÍA INTERNACIONAL

<u>Página</u>	83	La financiación de la educación terciaria a nivel internacional: los préstamos a estudiantes <i>Iván A. Kataryniuk</i>
---------------	----	---

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	98	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	123	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	129	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

El año 2017 será, en términos económicos, mucho mejor de lo esperado, tanto en lo que se refiere al conjunto de la eurozona como a la economía española en particular. Las previsiones efectuadas meses antes han sido revisadas al alza y el optimismo parece haber prendido entre consumidores, empresas y gobiernos. En el artículo que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, RAYMOND TORRES y PATRICIA STUPARIU, presentan las previsiones elaboradas por Funcas para la eurozona en los dos próximos años. El crecimiento de un 2% del PIB en 2017 y de un 1,9% en 2018 impulsará la creación de 4,5 millones de empleos, dejando la tasa de paro en el 8,5%, su nivel más bajo desde enero de 2009. Sin embargo, todavía faltarían 1,7 millones de empleos para recuperar la tasa de paro anterior a la crisis. Y las divergencias entre países se han intensificado, tanto en lo que se refiere a las tasas de paro como a los indicadores de competitividad, al esfuerzo inversor y a los niveles de endeudamiento. De ahí que siga siendo necesario completar la unión bancaria y fortalecer la gestión macroeconómica de la eurozona. Los instrumentos actualmente existentes son insuficientes para hacer frente a posibles recesiones y para propiciar un crecimiento más equilibrado entre países. Si bien la formulación de una política fiscal europea plantea importantes desafíos políticos e institucionales, existen fórmulas intermedias, como la creación de un seguro europeo de desempleo o un fondo para la inversión en países en crisis, que representarían avances importantes en la buena dirección.

El anterior análisis sobre la coyuntura de la eurozona tiene su traslación al ámbito doméstico en el siguiente artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ. En él

se lleva a cabo una revisión de la evolución reciente de la economía española y se presentan las previsiones sobre su futura trayectoria. El buen comportamiento del sector exterior, gracias al dinamismo de las exportaciones de bienes y a la expansión de los servicios turísticos y no turísticos, ha dado lugar a una revisión significativa al alza de las previsiones de crecimiento económico. Para el conjunto de 2017 se anticipa un crecimiento del PIB del 3,2%, que será del 2,8% en 2018, precisamente por la menor aportación del sector exterior. Entre los principales factores de vulnerabilidad destaca el elevado nivel de endeudamiento público, tres veces superior al existente antes de la crisis. La previsible normalización de la política monetaria del BCE y sus efectos sobre la carga financiera del presupuesto público pueden ser un contratiempo para la limitada capacidad de la política fiscal discrecional. La recomendación continúa en la línea de perseverar en la corrección de los desequilibrios de las cuentas públicas con una mejora de la calidad del gasto y una revisión del sistema de ingresos públicos.

En esa misma línea, el artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS evalúa la situación actual del proceso de consolidación fiscal a la luz de los últimos datos de ejecución presupuestaria. La opinión general de los analistas es que la cifra final de déficit del año 2017 va a estar muy cerca del objetivo del -3,1%. Sin embargo, existen factores imprevistos que dificultan la consolidación fiscal durante el presente ejercicio, como las posibles responsabilidades patrimoniales del Estado en el rescate de algunas autopistas de peaje, al tiempo que los ingresos no se han comportado como se preveía en el primer trimestre del año. Por el contrario, la aceleración del cre-

cimiento económico y el margen de maniobra de que dispone el Gobierno para aprobar medidas adicionales que permitan cuadrar las cuentas, en un presupuesto cuya ejecución se ha visto retrasada por la tardanza de su aprobación, pueden coadyuvar al cumplimiento del objetivo global durante 2017.

El examen del presupuesto del Estado para 2017, objeto del artículo de ANA AGUERREA y SUSANA BORRAZ, profundiza precisamente en esta línea de análisis. Por el lado del ingreso, no se advierten modificaciones tributarias que pudieran impactar significativamente sobre la recaudación o la presión fiscal. Y en cuanto al gasto, la política es continuista con el cierre de 2016: neutral con las administraciones locales, algo más generoso con las autonómicas y escaso en la inversión pública; si bien se detectan algunas tensiones que pudieran perjudicar los ajustes previstos. Se trata, por tanto, de unos presupuestos de transición que, no obstante, pueden tener alguna complicación en cuanto a la consecución del objetivo de déficit por parte del subsector Estado, superando finalmente en unas décimas el resultado del conjunto de administraciones públicas.

La insistencia en la necesidad de corregir el desequilibrio de las cuentas públicas tiene que ver con el elevado nivel que la deuda ha alcanzado en comparación con el tamaño de nuestra economía. La deuda pública constituye, como señalábamos más arriba, uno de los principales factores de riesgo de la economía española. En realidad, todo el endeudamiento lo es, incluyendo por supuesto el que corresponde al sector privado. Porque una subida de los tipos de interés aumentaría de forma sustancial la carga financiera, trayendo recursos de las actividades directamente productivas. El artículo de JOAQUÍN MAUDOS reconoce el intenso desapalancamiento realizado por empresas y familias desde 2010, casi 50 puntos porcentuales en términos de PIB. Pero el servicio de la deuda (intereses más amortizaciones respecto a la renta bruta disponible), aunque también se ha reducido sustancialmente gracias en parte a la caída de los tipos de interés, sigue siendo elevado. Si el proceso de desapalancamiento se ralentiza, o el coste de la financiación aumenta por una subida de tipos o una mayor prima de riesgo, la economía española tendrá que destinar más recursos al pago de la deuda.

Entre los riesgos que afronta el sistema financiero internacional tras la anterior crisis global están, sin duda,

los que derivan del crecimiento de un conjunto de entidades que desarrollan actividades crediticias muy similares a la banca, pero con implicaciones sistémicas y poca o insuficiente cobertura regulatoria: es la denominada “banca en la sombra”. Como SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ ponen de manifiesto en su artículo, a nivel global, aseguradoras, fondos de pensiones y otras instituciones financieras gestionan el 46% de los activos financieros. En España en cambio, la banca en la sombra tiene una presencia más reducida, atribuible a la idiosincrasia de nuestro sistema financiero, pero ello no hace menos necesaria la monitorización de estas actividades por su carácter sistémico y el potencial de contagio que poseen. En todo caso, los activos manejados por las instituciones financieras no bancarias en España alcanzaron los 1,34 billones de euros en 2016.

En tal sentido, la comparativa entre la trayectoria de los sectores bancario y de seguros en España muestra, en el artículo de DANIEL MANZANO, que si bien el primero mantiene con claridad su primacía, las diferencias se han estrechado significativamente. Ambos han mejorado de forma sustancial su solvencia, aunque por caminos diferentes, siendo destacable el crecimiento sostenido del balance de los seguros, en claro contraste con la banca. Pero la mejora de la solvencia no ha sido pareja a la de la rentabilidad de los dos sectores: el deterioro ha afectado a ambos, pero ha sido mucho más acusado en el caso de la banca, mientras que en los seguros se mantiene en niveles razonables.

Entre las recomendaciones de la Comisión Europea sobre las líneas en las que debería moverse una reforma de la fiscalidad española figura, de forma reiterada, la ampliación de los impuestos energético-ambientales, tanto por su favorable condición recaudatoria como por sus beneficios sociales, económicos y ambientales. ALBERTO GAGO y XAVIER LABANDEIRA analizan en su artículo las oportunidades de este tipo de impuestos para una reforma fiscal verde en España, mediante una revisión de los principales estudios publicados. Los resultados en términos recaudatorios varían mucho en función de las opciones de reforma finalmente elegidas, pero en alguna de las simulaciones realizadas podrían alcanzar aumentos de ingresos de hasta un 1,11% del PIB en 2018.

En el último artículo de este número de *Cuadernos de Información Económica*, incluido en la sección de Economía Internacional, IVÁN A. KATARYNIUK realiza un análisis de la problemática asociada a la financiación de la educación universitaria mediante préstamos a los estudiantes, así como de los programas puestos en marcha en algunos países avanzados. Se trata de reducir el coste presente de entrada en la enseñanza universitaria, repartiendo la carga en función de los rendimientos futuros obtenidos gracias a la inversión

educativa. El diseño de este tipo de programas condiciona en buena medida sus resultados, algo que no resulta nada fácil dados los importantes problemas de información asimétrica, que requieren una participación activa del sector público. La elección del tipo de interés es, a modo de ejemplo, un aspecto crucial, y las propuestas realizadas recomiendan un equilibrio que no genere deudas demasiado onerosas, ni represente una subvención implícita menos eficiente que los sistemas de becas.

Previsiones para la eurozona 2017-2018: se acelera la recuperación pero con preocupantes divergencias

Raymond Torres y Patricia Stupariu*

La economía de la eurozona ha mejorado notablemente. Los indicadores apuntan a una recuperación tanto de la demanda nacional como de las exportaciones. Estos resultados se explican por el mantenimiento de tipos de interés bajos, fruto de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, la recuperación de los mercados internacionales y el optimismo que parece haber prendido entre los consumidores y las empresas. El PIB debería crecer un 2% en 2017 y una décima menos en 2018, lo que se traduciría en una caída acusada en la tasa de paro hasta el 8,5%. Pese a todo, en 2018, todavía faltarían 1,7 millones de puestos de trabajo para alcanzar la tasa de paro anterior a la crisis. Además, se mantienen importantes divergencias entre países de la eurozona, lo que puede poner en entredicho la sostenibilidad de la moneda única.

Evolución reciente de la eurozona

Desde el inicio del año, la economía de la eurozona ha acelerado su recuperación. Los indicadores de actividad y de confianza de los consumidores han repuntado, mejorando ligeramente los niveles anteriores a la crisis (gráfico 1). Por otra parte, los flujos de comercio internacional, tanto dentro de la eurozona como con terceros países, se han incrementado, en línea con la recuperación de los mercados mundiales. Con todo, el PIB creció un 0,6% durante el primer trimestre, y un 1,9% con respecto al primer trimestre del 2016. Todos los países que comparten la moneda única experimentan una aceleración del crecimiento económico (cuadro 1).

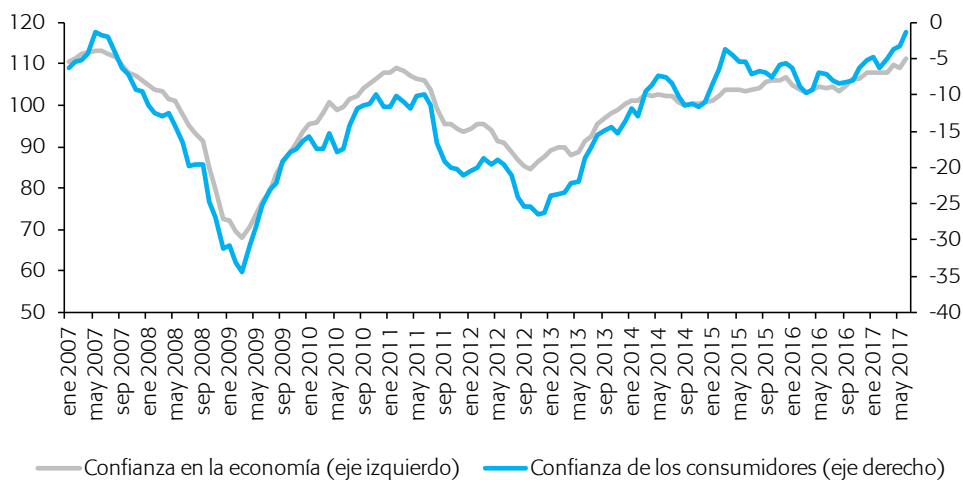
La mejoría económica se refleja en el mercado laboral. La tasa de paro encadena 38 meses de caída, y su reducción ha sido más contundente durante el último año. Sin embargo, la tasa de paro todavía alcanza un nivel elevado, del 9,3%, y los ingresos salariales apenas aumentan en términos reales.

Esta evolución se produce sin agravar los desequilibrios internos ni externos. Aunque el aumento de los precios energéticos se ha trasladado al índice de precios de consumo, la inflación subyacente (descontando la energía y otros componentes volátiles) se mantiene en torno al 1%, significativamente por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE). A su vez, la balanza

* Funcas.

Gráfico 1

Indicadores de confianza de la eurozona



Fuente: Eurostat.

Cuadro 1

Tasas de crecimiento del PIB de la eurozona

	Media 2008-2015	2016	2017 (1 ^{er} tr.) (a)
Eurozona-19	0,2	1,8	1,9
Alemania	1,0	1,9	1,7
Austria	0,6	1,5	1,9
Bélgica	0,8	1,2	1,6
Chipre	-0,7	2,8	3,3
Eslovaquia	2,2	3,3	3,1
Eslovenia	-0,1	2,5	5,0
España	-0,4	3,2	3,0
Estonia	0,0	1,6	4,0
Finlandia	-0,6	1,9	2,6
Francia	0,5	1,2	1,1
Grecia	-3,7	0	0,4
Irlanda	3,5	5,2	6,6
Italia	-1,0	0,9	1,2
Letonia	-0,5	2	4,0
Lituania	1,0	2,3	4,1
Luxemburgo	1,9	4,2	3,3
Malta	3,5	5	4,0
Países Bajos	0,4	2,2	2,5
Portugal	-0,7	1,4	2,8

Nota: (a) Crecimiento con respecto al 1^{er} trimestre del 2016; datos desestacionalizados (excepto Eslovaquia).

Fuente: Eurostat.

por cuenta corriente mantiene un superávit importante, que en 2016 alcanzó el 3,3% del PIB europeo, el máximo desde la creación del euro.

Finalmente, el déficit público se orienta claramente a la baja. En 2016, el déficit del conjunto de las administraciones públicas representó el 1,5% del PIB, seis décimas menos que un año antes y el segundo mínimo de la serie histórica (el mínimo fue en 2007). Todos los países de la eurozona experimentaron una reducción del déficit público en 2016, con la excepción de Austria y Bélgica, que mantuvieron un déficit reducido. En nueve países (Alemania, Estonia, Grecia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Países Bajos) las arcas públicas arrojaron un superávit.

Previsiones para 2017 y 2018

Esta situación debería prolongarse durante el resto del año, lo que permitiría un crecimiento del PIB del 2% para el conjunto de 2017, dos décimas más que un año antes (cuadro 2). El consumo privado se resentirá ligeramente del impacto del repunte de la inflación sobre la renta disponible de los hogares. En cuanto al consumo y la inversión de las administraciones públicas, su evolución se mantendrá en terrenos positivos, lo que significa que en la mayoría de los países el proceso de restricción presupuestaria ha tocado fin.

La inversión, tanto en bienes de equipo como residencial, mantendrá un ritmo de crecimiento próximo al 4%, fruto de los bajos tipos de interés,

Cuadro 2

Previsiones económicas de Funcas para la eurozona, 2017-2018

(Tasas de variación anual en porcentaje)

	Datos observados			Previsiones Funcas	
	Media 2001-2007	Media 2008-2015	2016	2017	2018
1. PIB y agregados, precios constantes					
Producto Interior Bruto	2,0	0,2	1,8	2,0	1,9
Consumo final	1,7	0,3	1,9	1,6	1,5
Consumo final administraciones públicas	1,9	0,9	1,9	1,4	1,4
Consumo final hogares e ISFLSH	1,6	0,1	2,0	1,7	1,5
Formación bruta de capital fijo	2,5	-1,5	3,7	3,9	3,4
Demanda interna (a)	1,8	-0,2	2,1	2,0	1,8
Saldo exterior (a)	0,1	0,4	-0,3	0,0	0,1
2. Inflación, empleo y paro					
Deflactor del consumo de los hogares	2,3	1,2	0,5	1,5	1,2
Empleo total	1,1	-0,1	1,3	1,5	1,4
Tasa de paro	8,6	10,4	10,0	9,2	8,5
Productividad (PIB por persona ocupada)	0,9	0,3	0,5	0,5	0,5
Compensación por asalariado	2,5	1,9	1,6	1,8	1,5
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)					
Saldo por cuenta corriente frente al resto del mundo	0,2	1,0	3,3	2,9	2,9
Déficit de las administraciones públicas	-2,3	-3,8	-1,5	-1,3	-1,1
Deuda de las administraciones públicas	67,4	85,0	89	88	87

Nota: (a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: Eurostat y Funcas.

del aumento de los excedentes empresariales, del desendeudamiento de las sociedades no financieras y de la mejora del clima empresarial. Con todo, la demanda interna reducirá levemente su aportación al crecimiento del PIB.

Las importaciones repuntarán por la apreciación del euro y la elevación de la demanda interna. No obstante, las exportaciones se beneficiarán de la recuperación del comercio mundial y del posicionamiento de muchas empresas europeas en el sector de las nuevas tecnologías, lo que permitirá una mayor aportación externa al crecimiento.

Para 2018, se anticipa una leve desaceleración, debido al repunte esperado de tipos de interés, y su impacto sobre la inversión –sobre todo residencial– y el consumo privado. El auge exportador se prolongará, lo que resultará en una contribución positiva del sector exterior.

Se prevé un aumento acusado del empleo, en línea con la aceleración del crecimiento económico. Durante 2017-2018, se crearían 4,5 millones de puestos de trabajo, y la tasa de paro alcanzaría el 8,5%, su nivel más bajo desde enero de 2009. Sin embargo, todavía faltarían

1,7 millones de empleos para recuperar la tasa de paro anterior a la crisis (gráfico 2).

La previsión de crecimiento para el conjunto de la eurozona es de un 2,0% en 2017 (dos décimas más que el año anterior) y un 1,9% en 2018. Se crearían así 4,5 millones de empleos en el bienio 2017-2018 y la tasa de paro descendería hasta el 8,5%, su nivel más bajo desde enero de 2009.

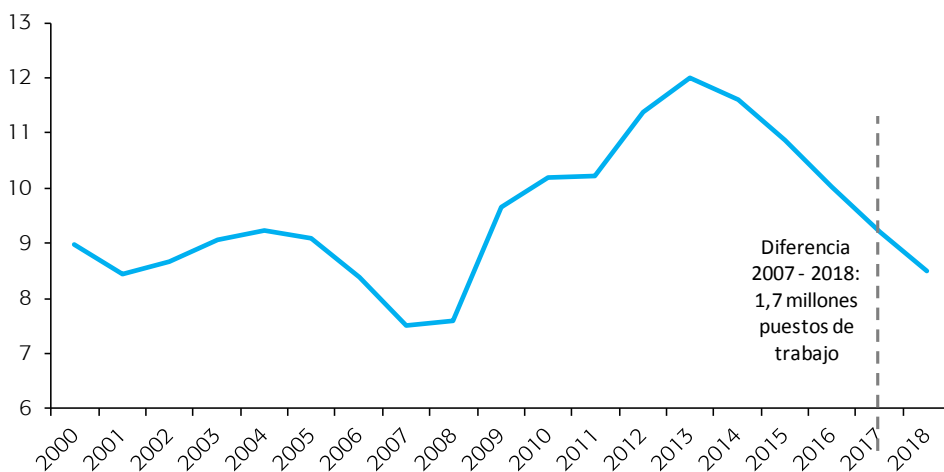
Bajo el supuesto de un mantenimiento del precio del barril de petróleo en torno a 50 dólares y de una cotización del euro a sus niveles actuales (cerca de 1,10 dólares por euro), se prevé una moderación de los precios energéticos. El índice general de precios de consumo se incrementaría a un ritmo anual del 1,5% en 2017 y 1,2% en 2018. Tanto la inflación subyacente como los costes salariales conservarían una senda de moderación.

La balanza por cuenta corriente presentará un superávit significativo, aunque inferior al de años anteriores, debido al comportamiento de los precios del comercio internacional (deterioro de la

Gráfico 2

Tasa de desempleo de la eurozona

(Valores observados 2000-2016, previsiones 2017-2018)



Fuente: Eurostat y previsiones Funcas.

relación real de intercambio). En 2017, el precio de las exportaciones tenderá a aumentar menos que el precio de las importaciones, como consecuencia del encarecimiento del petróleo y de otras materias primas. La relación real de intercambio se estabilizará en 2018.

Finalmente, se espera una disminución del déficit de las administraciones públicas, por el efecto mecánico de la recuperación sobre la recaudación y el gasto público. Descontando esos efectos, no se anticipan medidas adicionales de consolidación fiscal. Con todo, la contracción del déficit sería insuficiente para aligerar la carga de la deuda pública. Esta representaría todavía algo menos del 90% del PIB durante los dos próximos años, 25 puntos más que antes de la crisis. Así pues, a falta de iniciativas para mejorar la recaudación, el margen de maniobra fiscal será reducido.

Persisten las divergencias entre países de la eurozona

Los riesgos geopolíticos han disminuido. El entorno político europeo se ha esclarecido con

el resultado de los recientes comicios celebrados en varios países de la eurozona. Sin embargo, persisten importantes dudas sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Las consultas electorales en ese país no han hecho más que acrecentar las incertidumbres con respecto al ritmo del *Brexit*, y su impacto sobre los flujos europeos de comercio e inversión.

Las divergencias entre los países de la eurozona se han intensificado, tanto en lo que se refiere a las tasas de paro, como a los indicadores de competitividad, al esfuerzo inversor y a los niveles de endeudamiento.

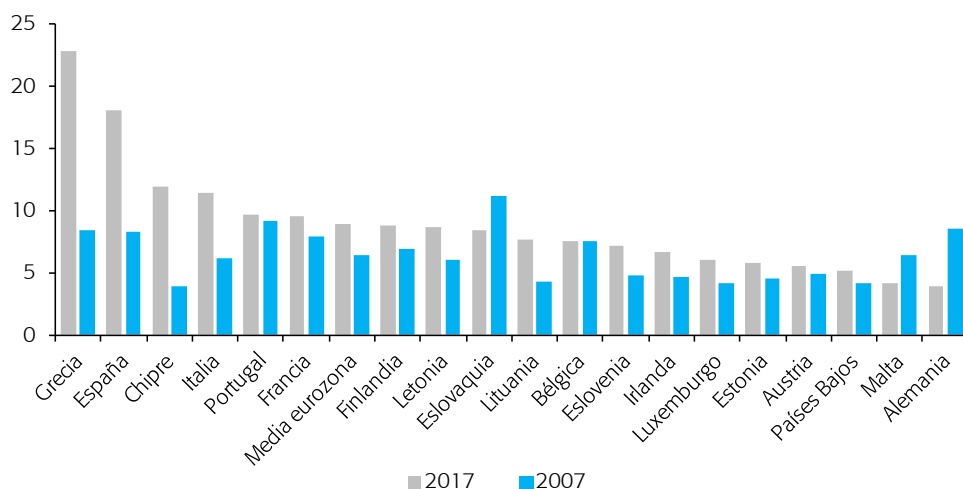
Por otra parte, las divergencias entre países de la eurozona se han intensificado. Algunos países combinan una tasa de paro elevada, baja inversión, una competitividad deteriorada y un fuerte endeudamiento:

- El diferencial de tasas de paro se ha incrementado durante la última década (gráfico 3).

Gráfico 3

Tasas de desempleo

(En porcentaje)



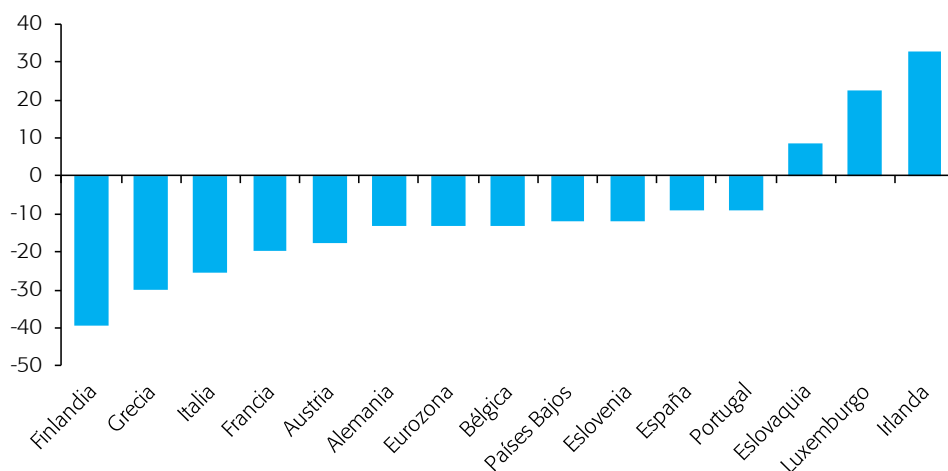
Nota: Los datos de 2017 son promedios mensuales hasta el mes de mayo, excepto Bélgica y Grecia (marzo), y Estonia (abril).

Fuente: Eurostat y Funcas.

Gráfico 4

Evolución de la cuota de mercado de exportaciones de bienes y servicios

(Diferencia entre 2007 y 2017, en porcentaje)

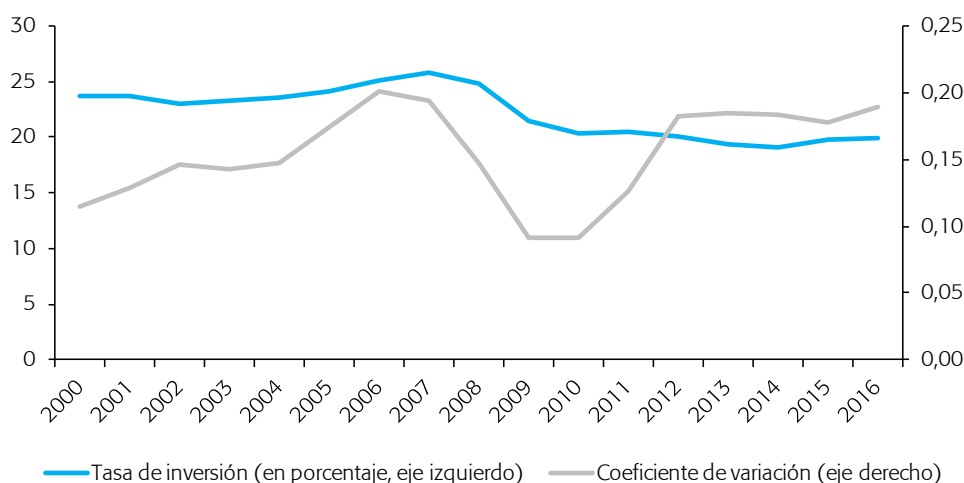


Fuente: OCDE.

Algunos países con elevadas tasas de paro han experimentado una mejora notable como consecuencia de una vigorosa recuperación, pero otros se han estancado.

■ Los resultados apuntan a un deterioro importante de la competitividad en varios países, como Finlandia, Grecia e Italia (gráfico 4). El indicador de competitividad que se toma

Gráfico 5

Tasa de inversión de la eurozona y dispersión entre países

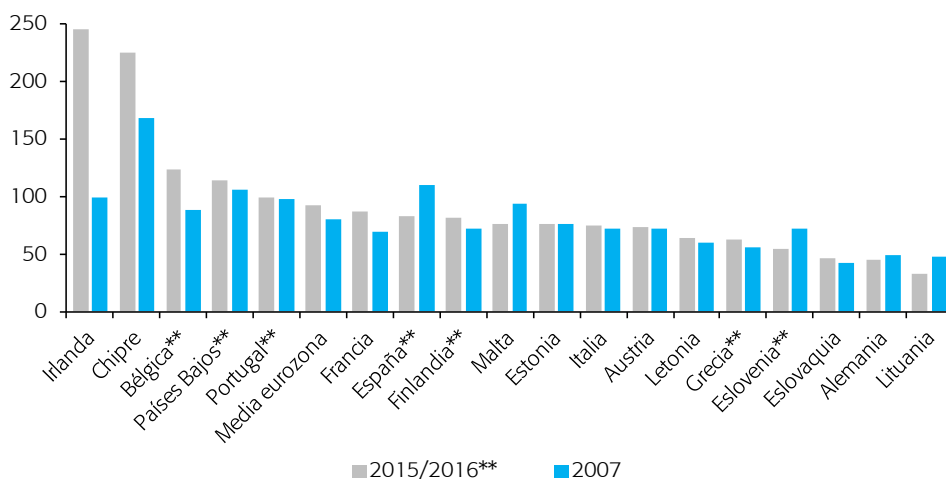
Nota: La dispersión entre países en la tasa de inversión se mide con el coeficiente de variación.

Fuente: Eurostat y Funcas.

Gráfico 6

Deuda de las empresas no financieras

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

como referencia para el análisis es el volumen de exportaciones de bienes y servicios en porcentaje sobre el total mundial.

- El esfuerzo inversor se ha incrementado algo durante la etapa de recuperación, pero dista de alcanzar los niveles anteriores a la crisis

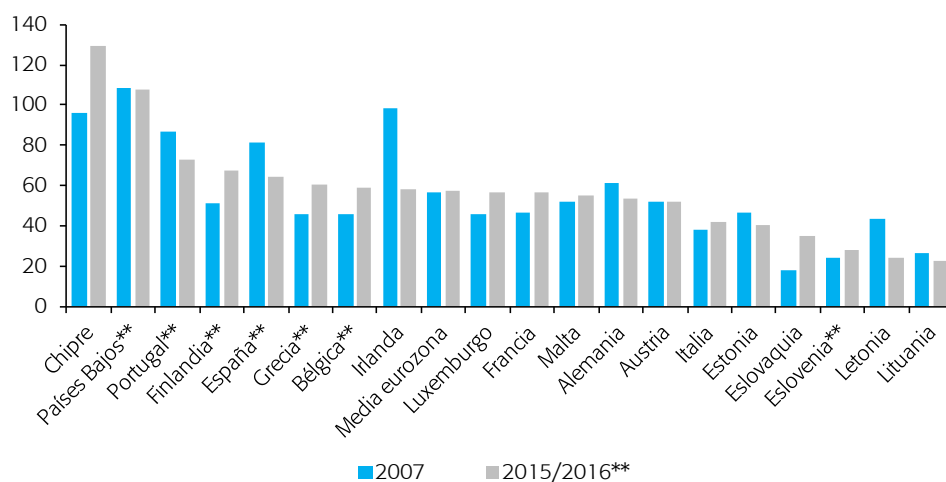
(gráfico 5). En algunos países, la tasa de inversión es apenas suficiente para mantener la capacidad productiva.

- La evidencia empírica y la experiencia histórica sugieren que los procesos de desapalancamiento pueden prolongarse en el tiempo

Gráfico 7

Deuda de los hogares

(En porcentaje del PIB)

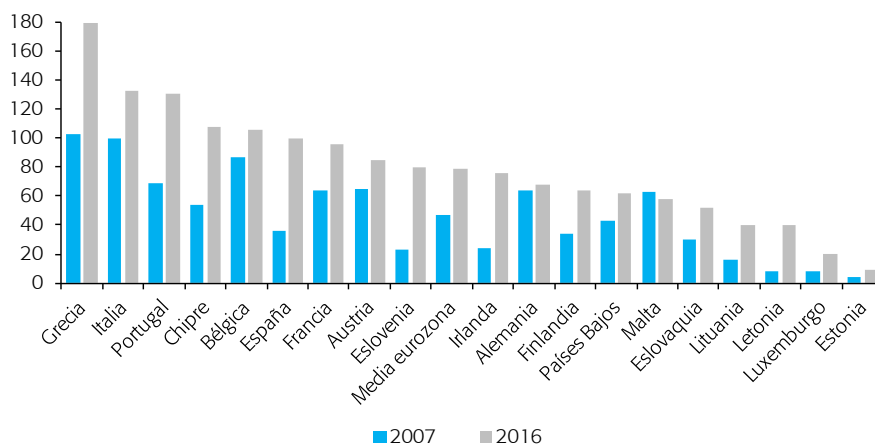


Fuente: Eurostat.

Gráfico 8

Deuda de las administraciones públicas

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

y postergar la recuperación. Los altos niveles de deuda de algunos países de la eurozona son resultado de los altos déficits registrados después del estallido de la crisis financiera y de burbujas inmobiliarias. El endeudamiento de las empresas permanece elevado, pero exceptuando países como Chipre e Irlanda, el endeudamiento expresado en porcentaje del PIB está en un nivel similar o menor que antes de la crisis (gráfico 6). Este es también el caso de la deuda de los hogares, aunque con diferencias importantes entre países (gráfico 7). En términos de PIB, el endeudamiento de los hogares es relativamente reducido en la mayoría de los países, pero es superior al nivel precrisis en diez de los diecinueve países de la eurozona (entre los que destacan Países Bajos, Portugal, Chipre y Finlandia). La deuda pública sigue en cotas elevadas (gráfico 8) y esta situación plantea importantes desafíos en la medida que aumenten los tipos de interés. Es fundamental el mantenimiento de la trayectoria actual de crecimiento económico y de iniciativas de aumento de la recaudación y de la calidad del gasto público.

Estas divergencias constituyen una amenaza para la sostenibilidad de la moneda única:

el desempleo es un barómetro de la capacidad de un país para mantenerse en la eurozona, tanto desde el punto económico como social; una pérdida sostenida de competitividad representa un riesgo para el modelo de crecimiento;

La deuda pública continúa en cotas elevadas y ello plantea importantes desafíos en la medida que aumenten los tipos de interés. Es fundamental el mantenimiento de la trayectoria actual de crecimiento económico, pero también son necesarias iniciativas de aumento de la recaudación y de mejora de la calidad del gasto público.

la inversión mide el esfuerzo para mejorar la productividad, el empleo y la competitividad, y es necesaria para asentar la integración en el mercado único; finalmente, el endeudamiento indica el grado de vulnerabilidad financiera.

Implicaciones para las políticas públicas en Europa y para España

Frente a la persistencia de estas importantes divergencias, se requiere el mantenimiento del

esfuerzo reformista en los países más afectados. Pero también se necesita un fortalecimiento del funcionamiento de la eurozona. Es urgente completar la unión bancaria, conseguir que los créditos dudosos en el balance de los bancos no afecten la recuperación, y fortalecer la gestión macroeconómica a nivel de la eurozona.

Ya se han dado pasos importantes con respecto a la unión bancaria. Los mecanismos únicos de supervisión y de resolución bancaria (MUS y MUR, respectivamente) han empezado a funcionar, aunque con dudas sobre su efectividad, como lo demuestra la reciente caída de varios bancos europeos. Falta la constitución de un fondo, financiado por las entidades, para hacer frente a crisis bancarias, y sobre todo un seguro europeo de depósitos. Además, las carteras de las instituciones financieras no están suficientemente diversificadas, lo que revela una fragmentación de los mercados y dificulta la circulación de los capitales y de la inversión.

Es urgente fortalecer la gestión macroeconómica de la eurozona, algo en lo que podría avanzarse mediante la incorporación de un seguro europeo de desempleo o de un fondo para la inversión en países en crisis.

En cuanto a los créditos dudosos, su incidencia en los balances bancarios de varios países sigue siendo motivo de preocupación. Estos créditos son una reminiscencia de la crisis financiera y, sobre todo, de los años de recesión durante los cuales los balances bancarios se contrajeron y la morosidad aumentó considerablemente, sin poder ser contrarrestada por un aumento de créditos rentables al sector privado. En este caso también, una recuperación del crecimiento económico sostenible y acompañado de una recuperación de las rentas, podría ayudar a mejorar el cumplimiento de los pagos pendientes, y así mejorar la calidad de ciertas carteras morosas. Por otra parte, se necesita un mayor esfuerzo a nivel europeo para hacer frente a las consecuencias de la morosidad, y evitar efectos de contagio.

Por último, el debate sobre la gestión macroeconómica de la eurozona se ha intensificado. Un consenso empieza a emerger sobre las limitaciones de los instrumentos existentes. Tanto el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), como el “semestre europeo”, parecen claramente insuficientes para hacer frente a posibles recesiones. La creación de un fondo europeo –y no necesariamente de un presupuesto europeo, que plantearía importantes desafíos políticos, institucionales y democráticos– sería un paso en la buena dirección. La incorporación de un seguro europeo de desempleo o de un fondo para la inversión en países en crisis son dos de las alternativas posibles.

Conviene evaluar las diferentes opciones y progresar con prontitud en la reforma de la arquitectura del euro. La ventana de oportunidad para actuar sin precipitación acabará por cerrarse, en la medida en que la política monetaria se normalice. La acción del BCE (compra de títulos de deuda pública y corporativa, y tipos de intervención negativos) está ocultando las debilidades estructurales de la eurozona, sin resolverlas. Pero se espera un repliegue progresivo del arsenal monetario durante los próximos dos años.

En España, los niveles de paro y de deuda pública representan los principales focos de vulnerabilidad, y requieren nuevas reformas que, a la vez, reduzcan esos desequilibrios y mejoren la distribución de los beneficios de la recuperación.

Finalmente, en el contexto de la eurozona, la economía española se distingue por su dinamismo. Es uno de los países que más crece y se espera que siga haciéndolo hasta 2018. Además, todos los indicadores de convergencia apuntan en la buena dirección. El paro, las exportaciones, la inversión y el déficit presentan un comportamiento mejor que el resto de países.

Sin embargo, el legado de la crisis sigue pesando sobre esos resultados. Los niveles de paro y de deuda pública representan los principales focos de vulnerabilidad, y requieren de nuevas

reformas que, a la vez, reduzcan esos desequilibrios y mejoren la distribución de los beneficios de la recuperación.

Sin duda, las reformas orientadas a la reducción de la temporalidad en el empleo y a la mejora de la calidad de la oferta educativa ayudarían a intensificar la convergencia con el núcleo central del euro. Por otra parte, la corrección de los desequilibrios presupuestarios exige un mayor esfuerzo recaudatorio.

Pero las reformas internas no son suficientes; se necesita también una acción más contundente a nivel europeo, que sería especialmente benefi-

ciosa para España. Sus bancos están sobreexpuestos a la deuda nacional, lo que en determinadas circunstancias podría afectar su capacidad de financiación de la economía en caso de aumento de la prima de riesgo. Por otra parte, la unión del mercado de capitales facilitaría la movilidad de los flujos de ahorro y de inversión en el seno de la eurozona. Esto sería algo positivo para la economía española, que disfruta de una mano de obra abundante y tasas de rentabilidad relativamente elevadas. Finalmente, la creación de un instrumento europeo de regulación de la coyuntura, como por ejemplo un seguro de desempleo o un fondo de inversión, propiciaría una respuesta más rápida a futuras recesiones y también menores costes sociales.

La economía española supera las expectativas, pero con un elevado endeudamiento

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

El comportamiento de la economía española está siendo mejor de lo esperado. Los últimos indicadores muestran la fortaleza de las exportaciones, como resultado de la recuperación de los mercados internacionales y de la favorable posición competitiva de las empresas españolas. Además, la desaceleración de la demanda nacional está siendo más suave que la inicialmente prevista. En conjunto, la economía española debería crecer un 3,2% en 2017 y un 2,8% en 2018. El principal factor de vulnerabilidad en esta fase de recuperación es el elevado endeudamiento público. Resulta crucial, por tanto, perseverar en el proceso de desapalancamiento antes de que el Banco Central Europeo normalice su política monetaria retirando sus excepcionales medidas de estímulo.

Entorno internacional

La economía mundial muestra síntomas de mejoría. Los Estados Unidos mantienen un crecimiento moderado, pese a algunas dudas que pesan sobre su sostenimiento, como el anuncio de medidas comerciales restrictivas. Por su parte, Japón sale de su largo periodo de letargo económico, fruto del *Abenomics*, una estrategia puesta en marcha por el primer ministro Shinzō Abe que combina estímulos monetarios y fiscales con reformas estructurales.

Las expectativas también han mejorado en Europa. Los índices de confianza de las empresas y de los consumidores han aumentado, lo que anuncia un repunte de la actividad en los próximos trimestres. Este resultado refleja en parte los efectos

de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE), con tipos de intervención negativos y compra de títulos de deuda pública y corporativa de hasta 60.000 millones de euros por mes. Los estímulos fiscales introducidos en varios países que disponían de margen presupuestario también han contribuido a la mejora general de la actividad, al igual que el leve abaratamiento del petróleo experimentado desde el inicio del año.

Por otra parte, algunos de los riesgos que habían surgido en los países emergentes se han atenuado. La transición de la economía china hacia un crecimiento asentado en la satisfacción de la demanda interna, y menos dependiente de las exportaciones de bienes industriales, ocurre de forma gradual. Los indicadores apuntan en la buena dirección en América Latina y parte de

* Funcas.

África, sobre todo en aquellos países que habían caído en recesión como Brasil y Nigeria.

Además, el comercio internacional, que se había estancado estos últimos años, se ha recuperado. Según la OCDE, los intercambios están progresando a un ritmo anual del 4,5%, prácticamente el doble que durante los dos últimos años. Esta evolución es especialmente importante para la economía española, cada vez más dependiente de las exportaciones.

Todo ello ha llevado a que el Fondo Monetario Internacional revise sus previsiones al alza. Según las últimas disponibles, correspondientes al mes de abril, el organismo internacional prevé un crecimiento del PIB mundial del 3,5% en 2017, cuatro décimas más que en 2016 y una décima más que en la anterior previsión, realizada en enero. Para 2018, los expertos pronostican un crecimiento del 3,6%, sin cambios con respecto a la estimación de enero. Se trata de una tasa que se acerca al promedio de crecimiento experimentado durante el periodo 1987-2007.

Pero a pesar de estas perspectivas más optimistas, persisten importantes zonas de riesgo. La arquitectura institucional de la eurozona no se ha completado, lo que reduce la capacidad de los países europeos, sobre todo de los más endeudados, para hacer frente a nuevas turbulencias. Asimismo, con la caída de varios bancos (más recientemente en España e Italia), han surgido dudas sobre la efectividad de los mecanismos europeos de supervisión del sistema financiero. Esta situación también muestra las dificultades para realizar la unión bancaria europea. Se espera que el BCE empiece a normalizar la política monetaria, lo que sin duda pondrá de manifiesto las debilidades de la eurozona.

Por otra parte, algunos países emergentes como Brasil y China han experimentado un incremento excesivo del crédito al sector privado que, en algunos casos, ha desembocado en burbujas inmobiliarias que amenazan con estallar. Además, han aparecido nuevos conflictos entre los países productores de petróleo, cuyo impacto en los mercados internacionales ha sido limitado hasta ahora.

Finalmente, se mantienen importantes riesgos políticos, entre ellos las incertidumbres respecto a la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las amenazas proteccionistas que se han manifestado en tiempos recientes.

Evolución reciente de la economía española

El PIB creció un 0,8% en el primer trimestre de 2017, o un 3,3% en tasa anualizada —en adelante será en estos términos como se expresarán las tasas intertrimestrales—, lo que supone una aceleración con respecto al trimestre anterior. La tasa interanual fue del 3,0%. Este resultado está en línea con lo que se esperaba a la vista de los indicadores económicos del periodo, pero es superior a lo previsto en el momento en que se realizaron las anteriores previsiones, debido sobre todo a una aportación del sector exterior mayor de lo pronosticado.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento intertrimestral fue de 2,6 puntos porcentuales, mientras que la de la demanda exterior neta fue de 0,7 puntos porcentuales, en ambos casos por encima de las aportaciones observadas en el trimestre precedente.

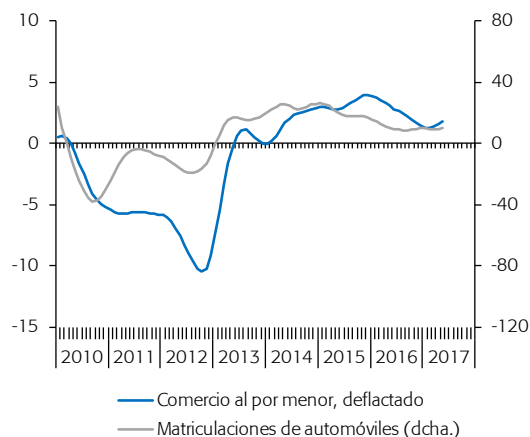
El consumo privado moderó sensiblemente su ritmo de crecimiento en términos reales en comparación con el último trimestre de 2016, debido a la elevada inflación del periodo, aunque en términos nominales la tasa de crecimiento se mantuvo estable. En cualquier caso, este componente de la demanda ha experimentado, con altibajos, una trayectoria de desaceleración desde mediados de 2015, que se percibe claramente en los indicadores de consumo (gráficos 1.1 y 1.2). No obstante la información más reciente relativa al segundo trimestre apunta a que el agotamiento de esta variable podría haber tocado fondo, e incluso podría estar recuperando fuerza, lo cual sería resultado del elevado ritmo de creación de empleo.

El consumo público, por su parte, se recuperó en el primer trimestre del descenso registrado el

Gráfico 1

Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo**1.1 - Indicadores de consumo (I)**

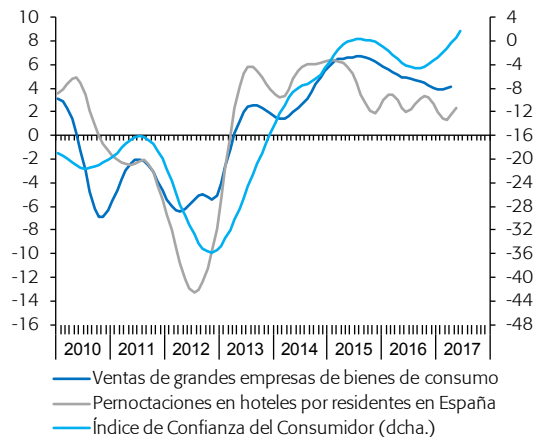
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



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

1.2 - Indicadores de consumo (II)

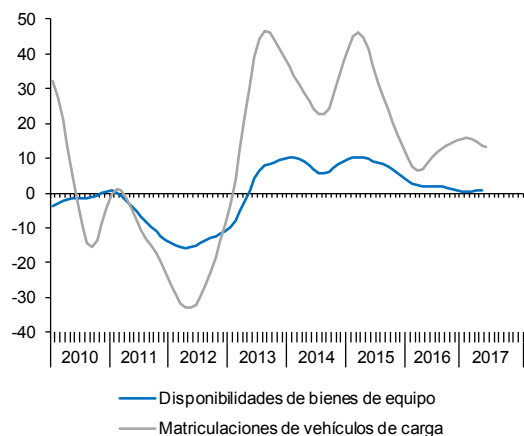
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

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

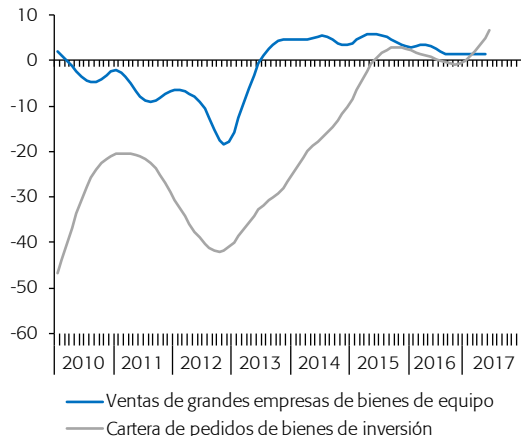
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, Anfac y Funcas.

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

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas..

trimestre anterior. Su ritmo tendencial de crecimiento es muy reducido; en términos interanuales y nominales, su crecimiento fue del 0,8%.

La inversión en bienes de equipo y productos de la propiedad intelectual registró un repunte muy notable, superior a lo esperado, que pudo ser consecuencia, al menos en parte, del traslado de planes de inversión desde el último trimestre

del pasado año, debido al cambio en la normativa del impuesto sobre sociedades en octubre, que elevó de forma inesperada los pagos a cuenta, obligando a las empresas a posponer gastos. También podría estar en parte reflejando la materialización de planes de inversión pospuestos a lo largo de todo 2016 debido a la incertidumbre política. En todo caso, los factores de fondo que justifican la fortaleza de esta variable son la recuperación de

la rentabilidad empresarial gracias a la ganancia de competitividad en costes, el saneamiento de los balances de las empresas y la fuerte expansión de las exportaciones. Los indicadores disponibles del segundo trimestre anuncian la continuación de su crecimiento, aunque a un ritmo menor al observado en el trimestre anterior (gráficos 1.3 y 1.4).

También la inversión en vivienda registró un ascenso considerable en el primer trimestre, consistente con la evolución de indicadores como el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción o los visados de vivienda nueva (gráficos 2.5 y 2.6). La evolución de este último indicador anticipa la continuación de la fase expansiva de este componente de la demanda, impulsado por la creación de empleo y los bajos tipos de interés, así como por la escasez de viviendas que ya se observa en muchas áreas, y que se refleja en los ascensos de precios, tanto de la compraventa como del alquiler.

Las exportaciones totales crecieron a la tasa más elevada en diez años, debido al fuerte empuje tanto de las ventas de bienes como de servicios no turísticos. Las exportaciones turísticas también crecieron, pero a un ritmo más lento que las anteriores. Las importaciones de bienes crecieron, asimismo, de forma intensa, debido al fuerte ascenso de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo, variables con respecto a las

Los factores de fondo que justifican la fortaleza de la inversión en bienes de equipo son la recuperación de la rentabilidad empresarial, gracias a la ganancia de competitividad en costes, el saneamiento de los balances y la fuerte expansión de las exportaciones.

cuales presentan una elevada elasticidad. No obstante, el crecimiento de las exportaciones totales fue superior al de las importaciones en términos reales (gráfico 3.1), lo que dio lugar a la mencionada aportación positiva, y superior a lo esperado, del sector exterior al crecimiento del PIB. A precios corrientes, sin embargo, las importaciones crecie-

ron más que las exportaciones como consecuencia fundamentalmente del encarecimiento del petróleo (gráfico 3.1).

En suma, desde la perspectiva de la demanda, la aceleración del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2017 tuvo su origen en una mayor aportación de la demanda nacional, por la mayor inversión en construcción de vivienda y en bienes de equipo, así como en una mayor aportación del sector exterior, debido a la pujanza de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos.

Desde la óptica de la oferta, la aceleración procedió de los sectores de construcción y de servicios. Cabe destacar que, dentro de estos últimos, el subsector de comercio y hostelería, es decir, el más ligado al turismo, sufrió un debilitamiento de su crecimiento según los resultados de la contabilidad nacional. No obstante, la llegada de turistas y el gasto turístico han seguido creciendo en los primeros cuatro meses del año a tasas incluso mayores a las ya históricas registradas en 2016, lo cual constituye otra de las sorpresas positivas de la economía al inicio de este ejercicio (gráfico 3.2). En general, los indicadores de actividad en el conjunto del sector servicios han presentado una tendencia de aceleración en el primer trimestre que se prolongaba al inicio del segundo (gráficos 2.3 y 2.4).

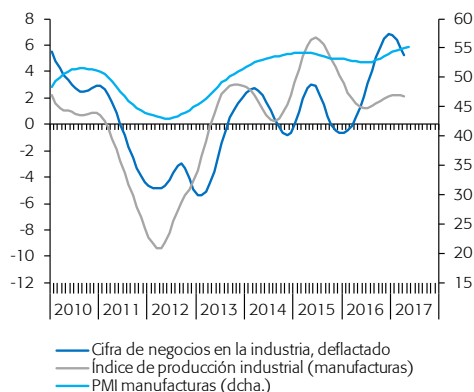
En cuanto al sector industrial, los indicadores han ofrecido, en el primer trimestre y al inicio del segundo, resultados mixtos (gráficos 2.1 y 2.2). Por una parte, el índice de producción industrial presentaba una evolución algo decepcionante, en línea con las ventas de grandes empresas industriales, aunque en buena parte era debido a las caídas registradas en el subsector energético. El índice solo de manufacturas evolucionó de forma algo más favorable que el índice total, a pesar de estar lastrado por la negativa evolución del sector de fabricación de automóviles. También ha sido más positivo el comportamiento del índice de cifra de negocios y del índice de gestores de compras (PMI).

El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aceleró su crecimiento hasta

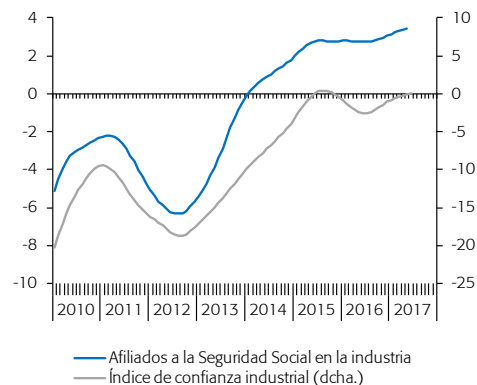
Gráfico 2

Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

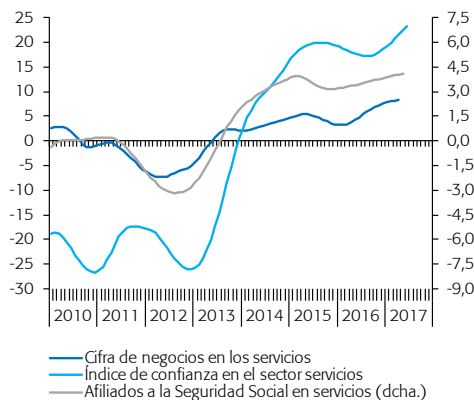
(Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas)

2.1 - Indicadores de actividad en la industria (I)

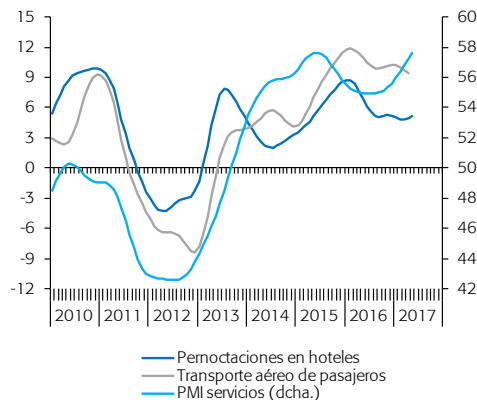
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

2.2 - Indicadores de actividad en la industria (II)

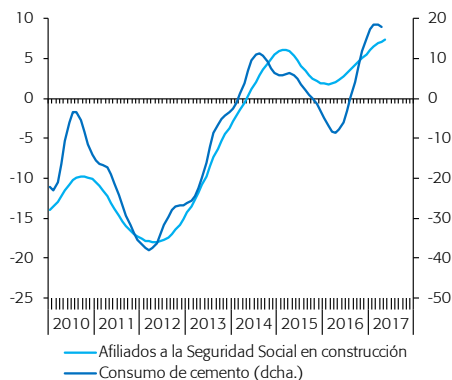
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

2.3 - Agregados de la demanda nacional

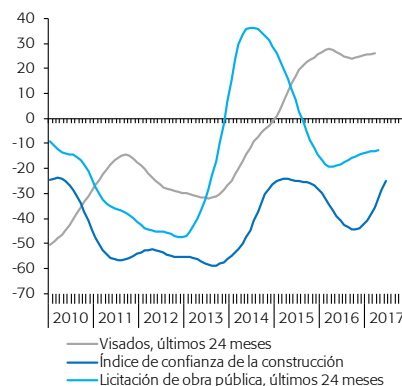
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, INE y Funcas.

2.4 - Empleo y paro

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

2.5 - Indicadores del sector de la construcción (I)

Fuentes: Ministerio de Empleo, OFICEMEN y Funcas.

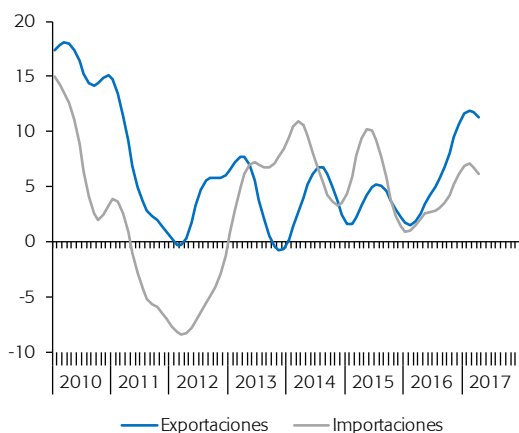
2.6 - Indicadores del sector de la construcción (II)

Fuentes: Ministerio de Fomento, SEOPAN, Comisión Europea y Funcas.

Gráfico 3

Sector exterior**3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)**

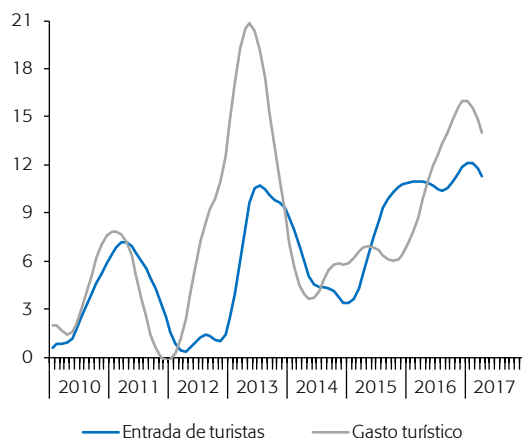
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Economía.

3.2 - Turismo

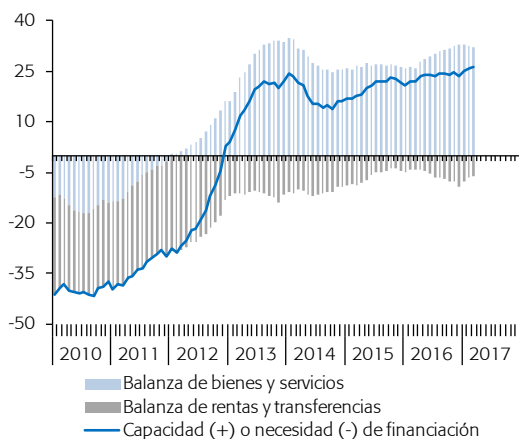
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: INE.

3.3 - Balanza de pagos

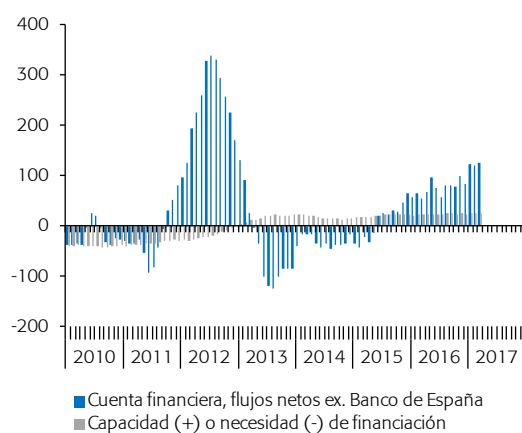
Miles de millones de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

3.4 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

una tasa del 2,7%, lo que supone un aumento de la productividad del 0,6%, aunque en la industria manufacturera el ascenso de la productividad fue del 0,1%. Se observa en este último sector una tendencia a la ralentización en el ritmo de crecimiento de esta variable, lo que ha dado lugar a que sus costes laborales unitarios hayan comenzado a ascender, si bien, en tendencia, dicho aumento es por ahora inferior al del deflactor del sector.

Según la *Encuesta de Población Activa* (EPA), el desempleo siguió reduciéndose en el primer trimestre al mismo ritmo intenso del pasado año. La tasa de paro se elevó dos décimas porcentuales hasta el 18,8%, pero corregida de estacionalidad se redujo hasta el 18,1%. La población activa continuó presentando una tendencia descendente debido a motivos demográficos. La tasa de actividad también se mueve a la baja, debido a la

reducción de la misma en la población joven y hasta los 34 años. Por encima de dicha edad, la tasa de actividad está ascendiendo (gráficos 4.1 y 4.2).

Con respecto al segundo trimestre, las cifras de afiliación a la Seguridad Social señalan una aceleración en el ritmo de crecimiento del empleo, que procede concretamente del sector de servicios de mercado. El aumento del empleo en la construc-

ción se habría ralentizado desde la elevada tasa registrada el trimestre anterior, y en la industria el ritmo ha sido muy semejante al del primer trimestre. Asimismo, se aceleró el descenso del desempleo (gráficos 4.3 y 4.4).

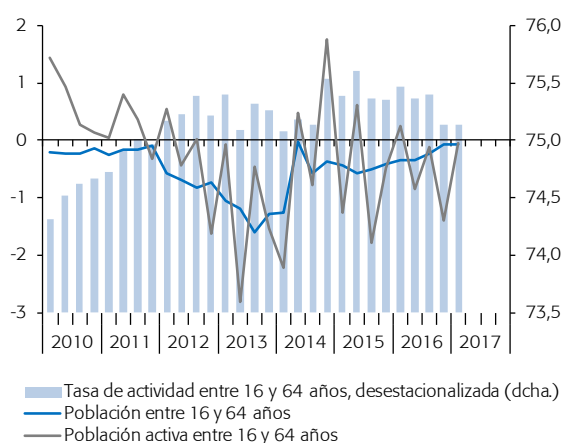
Conforme a estos datos de empleo, junto a los de otros indicadores económicos, el crecimiento del PIB podría haberse acelerado nue-

Gráfico 4

Mercado de trabajo

4.1 - Oferta de empleo

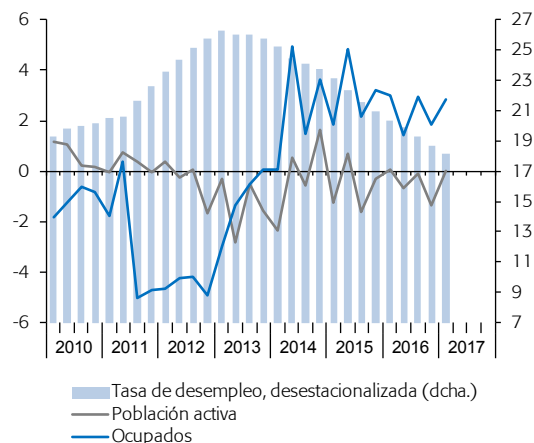
Variación trimestral en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

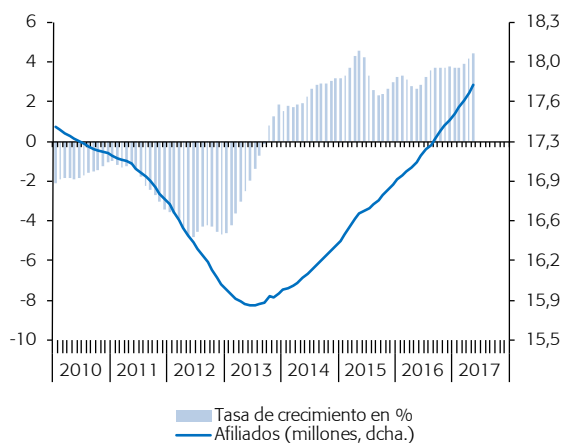
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

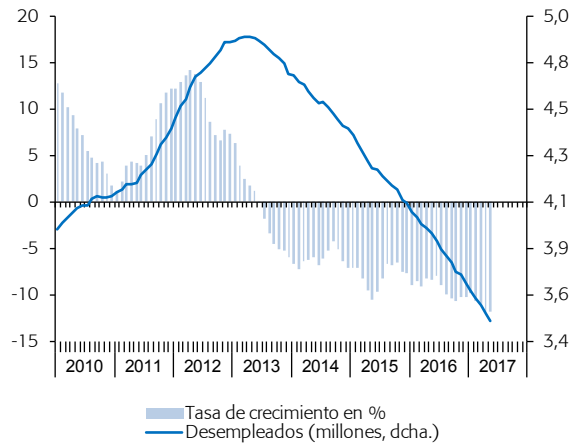
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y millones, series desestacionalizadas



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

4.4 - Desempleo registrado

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



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

vamente en el segundo trimestre hasta una tasa cercana al 4% en términos anualizados. Resultado que, al igual que el obtenido en el primer trimestre, supera ampliamente las expectativas vigentes en los primeros meses del año, que apuntaban a una tendencia de desaceleración debido al agotamiento del efecto de algunos factores que habían impulsado la economía los dos últimos años. Pero el fuerte avance de la inversión, así como de las exportaciones, fruto de la mejoría del contexto externo, han proporcionado un nuevo e inesperado impulso, que se traduce en un mayor crecimiento de la actividad económica, del empleo y del consumo, haciendo que la economía, que se había desacelerado en la segunda mitad de 2016, vuelva a ganar fuerza.

La tasa de inflación se elevó al inicio del año hasta el 3% debido a factores transitorios, concretamente, a un efecto escalón en los precios de los combustibles, por las subidas que experimentó el precio del petróleo en el segundo semestre de 2016, así como un repunte de carácter puntual en el precio de la electricidad y de algunos productos agrícolas por las condiciones meteorológicas. Dichos efectos se revirtieron en los meses posteriores, de modo que la tasa de inflación de junio cayó hasta el 1,5%. La tasa subyacente se ha movido en torno al 1% (gráficos 5.1 y 5.2).

La balanza comercial registró hasta marzo un superávit sensiblemente inferior al observado en el mismo periodo del pasado año, debido a que las importaciones nominales crecieron más que las exportaciones, a causa fundamentalmente del encarecimiento del petróleo. Según los datos de Aduanas, el saldo comercial de bienes no energéticos mejoró en comparación con el ejercicio pasado. El empeoramiento de la balanza comercial no fue compensado por la reducción del déficit de la balanza de rentas primarias y secundarias, de modo que la balanza por cuenta corriente exhibió en el mencionado período un déficit de 857 millones de euros, frente al déficit de 508 millones registrado en el mismo periodo de 2016.

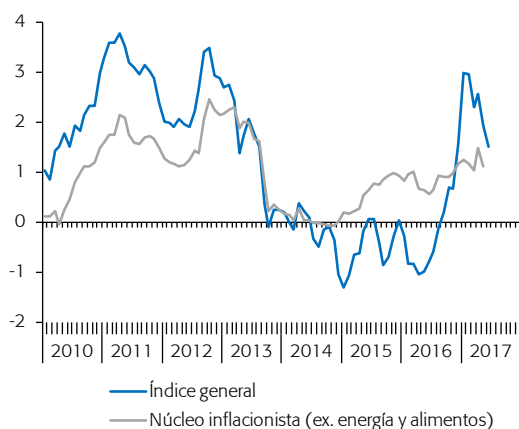
La tasa de ahorro de los hogares se ha movido a la baja desde el inicio de la recuperación. En 2016 se situó en el 7,7% de la renta disponible bruta. Al mismo tiempo, su inversión ha aumentado a lo largo de estos años, de modo que la capacidad de financiación de los hogares descendió en 2016 hasta el 1,9% del PIB, frente al 4% obtenido en 2013. Las sociedades no financieras, por el contrario, elevaron su tasa de ahorro, aunque también su inversión, de modo que en 2016 volvieron a presentar un excedente financiero del 2,8% del PIB (gráficos 7.1 y 7.2).

Gráfico 5

Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios de consumo

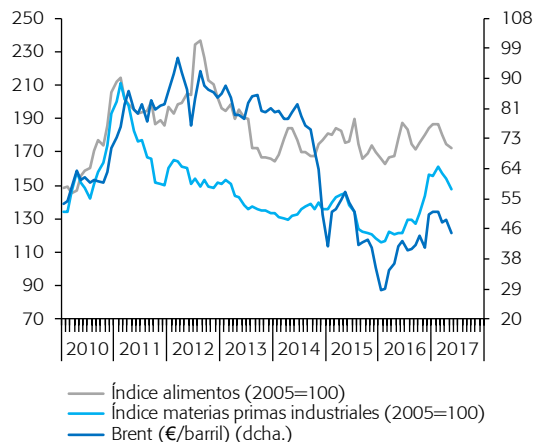
Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE.

5.2 - Precios materias primas en euros

Euros e índice



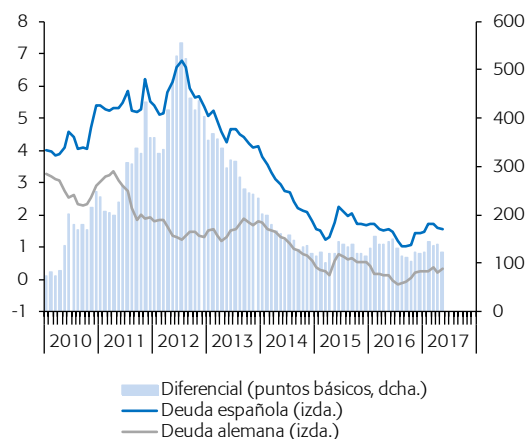
Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

Gráfico 6

Indicadores financieros

6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años

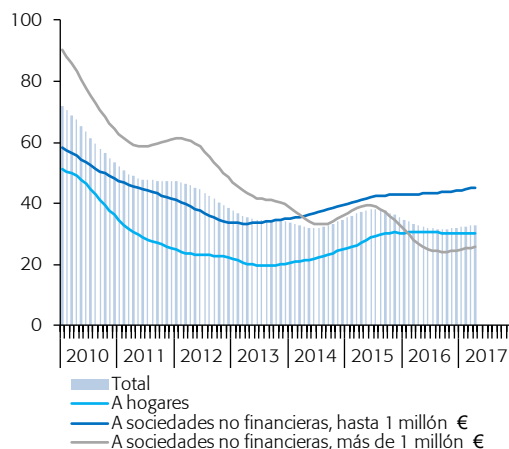
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Crédito nuevo

Índice 2007=100, series desestacionalizadas y suavizadas



Fuentes: Banco de España.

El proceso de desapalancamiento de hogares y empresas continuó en 2016 aunque a un ritmo más lento que en los años anteriores (aún no existen datos para el primer trimestre de 2017). La de los primeros se redujo hasta el 102,5% de la renta disponible bruta, 32 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en 2007, mientras que la de las sociedades no financieras se situó en el 101,7%, 31 puntos porcentuales por debajo del máximo de 2011 (gráfico 7.4). Gracias a la reducción del volumen de deuda y a la caída de los tipos de interés, la carga que supone el pago de la misma ha seguido disminuyendo, contribuyendo a impulsar el consumo y la inversión. De hecho, el descenso experimentado en los últimos años por los pagos por intereses ha sido de tal magnitud, que en 2016 fueron, tanto en el caso de los hogares como de las empresas, inferiores incluso a los realizados en el año 2000, al inicio de la fase expansiva anterior, cuando las tasas de endeudamiento eran muy inferiores a las actuales.

No obstante, en el caso de los hogares, los intereses cobrados por los activos financieros también han descendido, y en 2016 su caída fue mayor incluso que la experimentada por los pagos, de modo que el efecto neto de las bajadas de tipos de interés sobre la renta disponible del conjunto

de los hogares ha sido negativo en dicho año. Pese a ello, el impacto final sobre el consumo probablemente fue positivo, ya que la tasa de ahorro de los hogares endeudados es inferior a la de los hogares con activos.

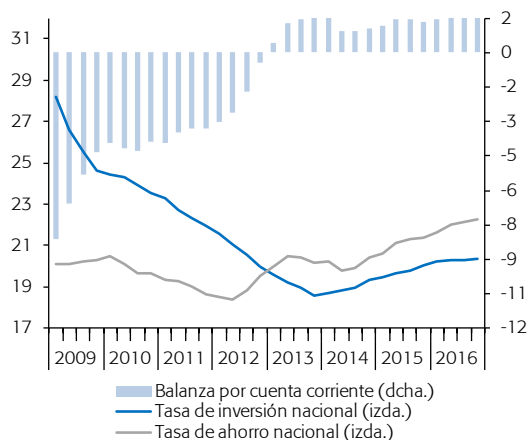
El crecimiento del PIB podría haberse acelerado nuevamente en el segundo trimestre de 2017 hasta una tasa cercana al 4% en términos anualizados. El fuerte avance de la inversión, así como de las exportaciones, han proporcionado un nuevo e inesperado impulso que se traduce en un mayor crecimiento de la actividad económica, del empleo y del consumo.

El déficit presupuestario de las administraciones públicas en el primer trimestre de 2017 se redujo hasta 4.287 millones de euros, un 0,37% del PIB, frente a 7.875 millones registrados en el mismo periodo del pasado año (gráfico 7.3). La mejora obedeció a la positiva evolución de los ingresos, mientras que los gastos se incrementaron ligeramente. Entre los primeros, destaca el favorable comportamiento de la recaudación por IVA y de las cotizaciones sociales, aunque los datos

Gráfico 7

Desequilibrios financieros**7.1 - Ahorro nacional, inversión nacional y balanza de pagos por cuenta corriente**

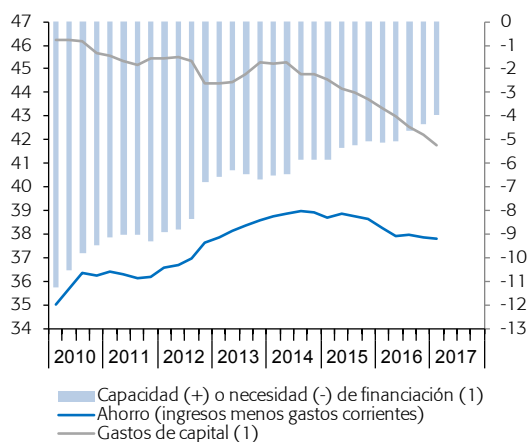
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres



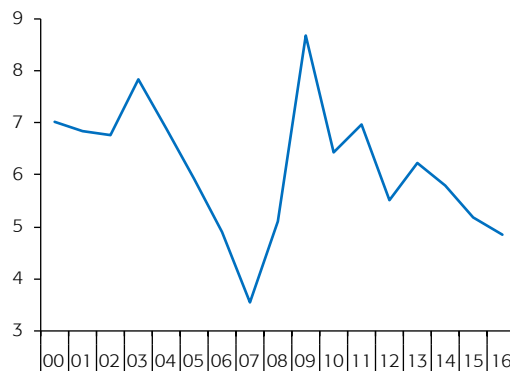
Nota: (1) Excluidas ayudas a instituciones financieras.

Fuente: INE.

de los primeros meses del año son muy volátiles y poco representativos. Por sectores, el descenso del déficit procedió de la Administración Central y las corporaciones locales, que compensaron el deterioro del resultado presentado por las comunidades autónomas y los fondos de la Seguridad Social. En el caso de estos últimos, el empeoramiento se debió a la reducción de las transferencias procedentes del Estado, ya que las cotizaciones

7.2 - Tasa de ahorro de los hogares

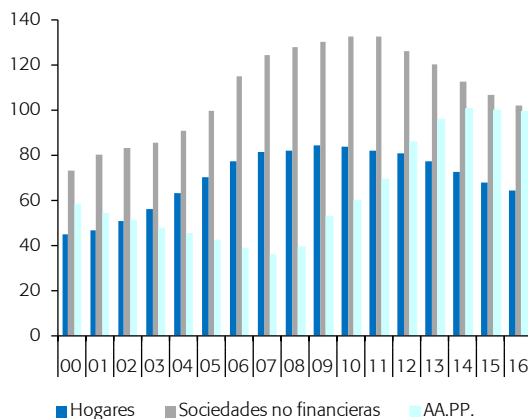
Porcentaje del PIB



Fuente: INE.

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

sociales crecieron más que el gasto en prestaciones sociales.

Previsiones 2017-2018

Para el conjunto del año, se prevé un crecimiento del PIB del 3,2%, cuatro décimas porcentuales más que en la anterior previsión. Esta

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2017-2018

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las prev. (a)	
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2014-2016	2015	2017	2018	2017	2018
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB, pm	3,8	-1,3	2,6	3,2	3,2	2,8	0,4	0,3
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	2,6	3,2	2,5	2,4	0,1	0,3
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,2	0,1
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	4,3	3,1	4,8	5,2	0,8	1,3
Construcción	5,9	-10,7	2,7	1,9	4,5	5,1	0,5	1,1
Construcción residencial	7,8	-12,5	4,3	3,7	6,7	6,6	1,6	1,9
Construcción no residencial	4,2	-8,7	1,4	0,4	2,5	3,6	-0,5	0,3
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	6,0	4,3	5,2	5,3	1,1	1,4
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,5	4,4	6,4	5,5	1,6	0,8
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	5,1	3,3	4,7	5,0	1,2	0,9
Demanda nacional (b)	4,5	-3,1	2,7	2,8	2,5	2,5	0,2	0,3
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	-0,1	0,5	0,7	0,3	0,2	0,0
PIB precios corrientes: - millardos de euros	—	—	—	1.113,9	1.166,2	1.216,6	—	—
- % variación	7,4	-0,8	2,8	3,6	4,7	4,3	0,3	0,3
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,2	0,3	1,5	1,5	0,0	0,1
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	-0,1	-0,2	2,1	1,3	0,0	0,0
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	2,3	2,9	2,8	2,4	0,4	0,4
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	-0,1
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	2,7	3,1	4,4	3,9	0,2	0,2
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	2,4	4,4	4,5	4,4	0,6	0,6
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,1	0,0	1,4	1,4	-0,2	-0,2
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	-0,2	-0,4	1,1	1,0	-0,1	-0,1
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	22,0	19,6	17,1	14,6	-0,4	-1,2
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	21,4	22,3	22,9	23,5	0,1	0,3
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	24,1	24,4	24,0	23,5	0,1	0,0
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	20,0	20,4	20,7	21,4	0,0	0,3
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	17,8	18,5	18,8	19,4	0,0	0,2
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,3	1,4	1,9	2,2	2,1	0,1	0,0
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,8	2,0	2,5	2,5	-0,2	0,0
- Sector privado	-2,8	5,9	7,1	6,6	5,8	4,7	-0,2	-0,3
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-5,2	-4,5	-3,2	-2,2	0,1	0,3
-Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	—	-7,9	-5,1	-4,3	-3,2	-2,2	0,1	0,3
Deuda pública según PDE	52,2	67,2	99,9	99,4	98,1	96,1	-0,3	-1,0
4. Otras variables								
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	8,3	7,7	7,4	7,2	-0,1	-0,6
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,1	127,3	107,3	102,5	98,6	96,7	0,6	2,8
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,0	128,0	107,0	101,7	95,9	91,5	-0,3	-0,4
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	168,1	167,5	159,7	156,3	-0,2	-0,8
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	1,9	1,4	1,6	1,9	-0,2	-0,3

Nota: (a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores. (b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

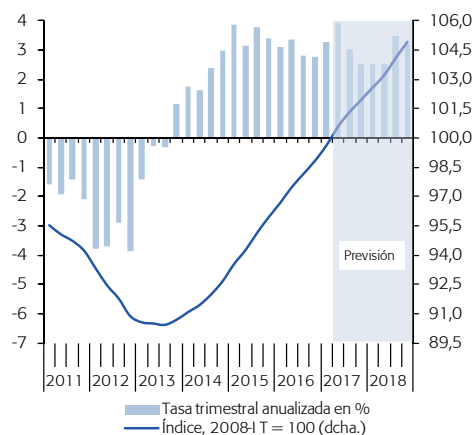
Fuentes: 1996-2016: INE y Banco de España; Previsiones 2017-2018: Funcas.

Gráfico 8

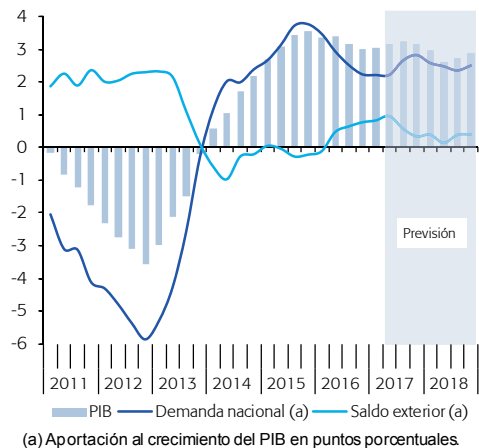
Previsiones para la economía española 2017-2018

(Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

8.1 - PIB

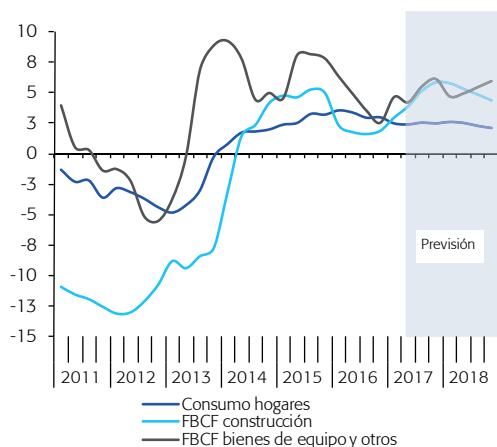


8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

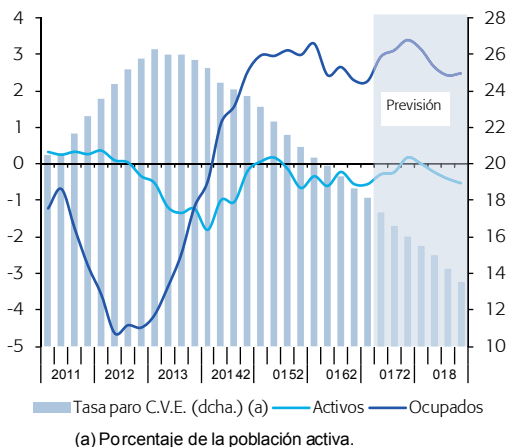


(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales.

8.3 - Agregados de la demanda nacional

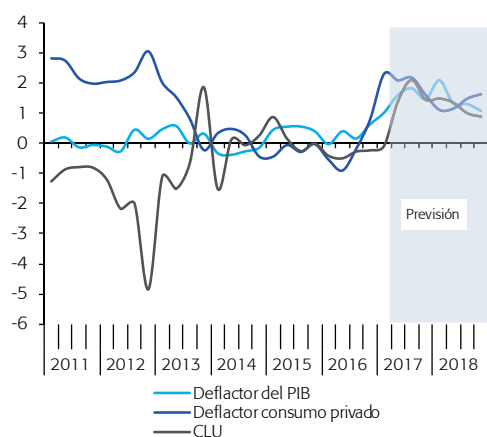


8.4 - Empleo y paro

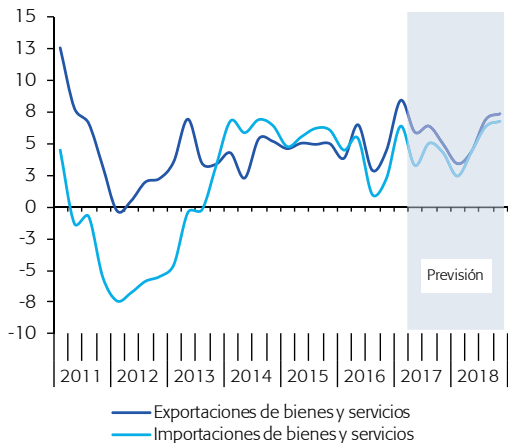


(a) Porcentaje de la población activa.

8.5 - Inflación



8.6 - Comercio exterior



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

revisión significativa refleja un comportamiento del sector exterior más dinámico de lo esperado. Las exportaciones de bienes aceleran su crecimiento, aprovechando la recuperación de los mercados mundiales y el posicionamiento competitivo favorable de las empresas españolas. Además, se anticipa una buena temporada turística, tanto en flujo de entradas como en gasto por turista. La exportación de servicios no turísticos también debería mantener una senda positiva. Se pronostica una aceleración de las importaciones, más en línea con lo que cabría esperar teniendo en cuenta la evolución de la demanda. Con todo, la aportación al crecimiento del sector exterior alcanzaría 0,7 puntos, es decir dos décimas más que en la anterior previsión (cuadro 1 y gráficos 8.1 y 8.2).

El empleo aumentará un 2,9% en 2017 y un 2,4% en 2018, lo que dejará la tasa de paro en este último año por debajo del 15% de la población activa.

Por otra parte, la desaceleración de la demanda nacional en 2017 será menos acusada de lo inicialmente previsto y su aportación al crecimiento del PIB será de 2,5 puntos porcentuales. El consumo privado se incrementará algo más de lo anteriormente previsto. Esta revisión se debe al impacto de la mayor creación de empleo sobre la renta disponible de los hogares y a la reducción de la tasa de ahorro. La formación bruta de capital fijo intensificará su crecimiento. Los hogares, que disponen de más ingresos, se han animado a invertir en vivienda aprovechando el abaratamiento del crédito. Las empresas también se están decantando por invertir sus excedentes en la compra de bienes de equipo y en la modernización de sus capacidades de producción (gráfico 8.3).

Se mantiene la previsión de un repunte de la inflación, que se situará en torno al 2% en 2017, como consecuencia del alza del precio del petróleo con respecto al año anterior. El deflactor del PIB, por su parte, experimentaría un aumento algo inferior, en torno al 1,5% (gráfico 8.5). Así pues, se anticipa una inflación subyacente moderada.

El empleo aumentará un 2,9%, medio punto más que en la anterior previsión, y la tasa de paro disminuirá hasta una media anual del 17% (gráfico 8.4). Una parte del repunte de la inflación se trasladará a los salarios, que se incrementarán un 1,4%.

En 2018, se anticipa una desaceleración del crecimiento del PIB hasta el 2,8% debido a la reducción de la aportación del sector externo. Se estima que las exportaciones de bienes y servicios seguirán ganando cuota de mercado, pero a un ritmo más moderado que durante los primeros años de la recuperación. Además, las importaciones deberían recuperar un crecimiento en consonancia con la evolución de la demanda (lo que supone una elasticidad próxima a 2). La aportación de la demanda nacional al crecimiento será semejante a la esperada para 2017, con una ligera ralentización del consumo privado en términos reales —que será más acusada en términos nominales— como consecuencia del menor ascenso del empleo. El consumo público también puede reducir ligeramente su ritmo de crecimiento, mientras que la inversión se acelerará. El empleo moderará su crecimiento hasta un 2,4%, lo que dejará la tasa de paro por debajo del 15%.

Se pronostica una mejora notable en el déficit público. Para el conjunto de las administraciones públicas, el déficit se reducirá en 2017, fruto de la congelación del gasto que conlleva la prórroga presupuestaria y de las medidas fiscales adoptadas a finales de 2016, hasta el 3,2% del PIB, una décima por encima del objetivo. En 2018 alcanzaría el 2,2% del PIB, en línea con el objetivo.

Persistencia de un elevado endeudamiento

En el plano interno, la deuda pública se mantiene como uno de los principales elementos de vulnerabilidad. Para 2017, se prevé que alcance el 98,1% del PIB, un nivel elevado en comparación con otros países europeos y cerca de tres veces más que antes de la crisis (gráfico 7.4 y cuadro 1).

La adopción en 2012 por el BCE de un arsenal de medidas monetarias excepcionales ha facilitado la reducción del coste de la deuda y de las primas de riesgo. De tal manera que el aumento de la deuda pública apenas ha repercutido sobre los pagos por intereses. En 2016, el tipo de interés sobre las obligaciones del Tesoro a 10 años no llegaba al 1,4%, frente al 5,9% en 2012. La prima de riesgo con respecto al bono alemán se sitúa en torno a 120 puntos porcentuales, frente a cerca de 430 puntos en 2012 (gráfico 6.1). No obstante, con la normalización esperada de la política monetaria, se incrementarán las cargas financieras que soportan los presupuestos públicos.

La consecuencia será constreñir aún más el margen de maniobra de la política presupuestaria, que desde la desaparición de la moneda nacional, es el principal pilar de la política macroeconómica. La contracción del margen de maniobra se refleja en la caída acusada del gasto público no comprometido, es decir el componente del gasto público sobre el cual el gobierno ostenta algún elemento de discrecionalidad. Este se estima como la diferencia entre el gasto público total y el gasto comprometido, es decir el pago de intereses y la protección social (partidas presupuestarias que

evolucionan en función de parámetros sobre los cuales el gobierno dispone de muy poca capacidad de influencia a corto plazo).

El margen de maniobra de la política presupuestaria es reducido, por cuanto el gasto público no comprometido alcanzará en 2017 el 20,7% del PIB, el mínimo de la serie histórica. Esto limita la capacidad para invertir en educación, I+D, infraestructuras y otros bienes públicos indispensables para aumentar la productividad.

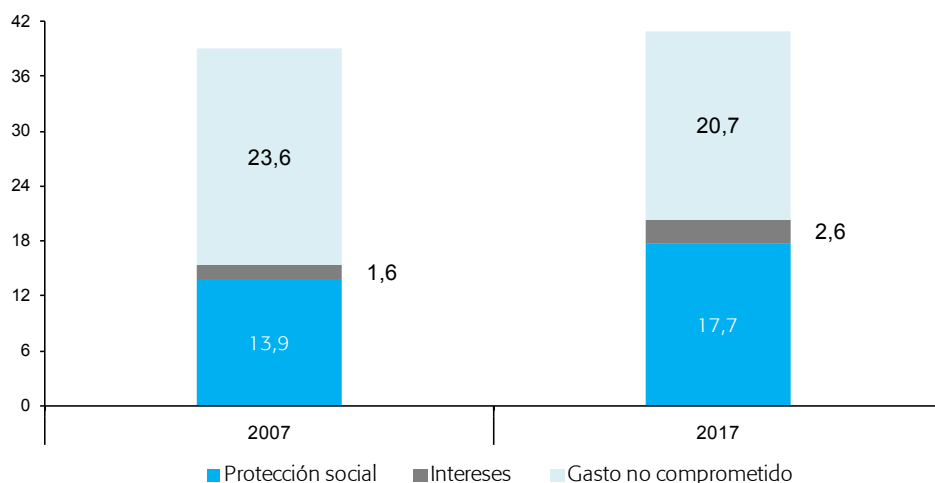
Para 2017, se estima que el gasto público no comprometido alcanzará el 20,7% del PIB, el mínimo de la serie histórica (gráfico 9). Así pues, el país dispone de un espacio reducido para invertir en educación, investigación y desarrollo, infraestructuras y otros bienes públicos, indispensables para aumentar la productividad y lograr una transición exitosa hacia la economía digital.

Además, el previsible repunte de los tipos de interés disminuirá la rentabilidad de los activos en cartera de los bancos. En efecto, las entidades

Gráfico 9

Gasto público no comprometido

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat, IGAE y Funcas.

están sobreexpuestas a la deuda nacional, como consecuencia de la fragmentación financiera que persiste en la eurozona.

En cuanto a la deuda de los hogares, su posición ha mejorado notablemente desde el estallido de la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, todo apunta a que el proceso de desendeudamiento se ha detenido. En primer lugar, los hogares se han animado a consumir por encima de lo que permite el aumento de sus ingresos. El resultado es una caída de la tasa de ahorro, que se prevé continuará durante el horizonte de previsión (gráfico 7.2 y cuadro 1). En segundo lugar, la compra de vivienda mediante crédito bancario se ha incrementado, aprovechando los bajos tipos de interés.

Con todo, en 2017, los pasivos de los hogares representarían todavía el 98,5% de su renta bruta disponible, o el 61,6% del PIB. Este es un nivel relativamente elevado según un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales, que estima que el umbral a partir del cual el endeudamiento de los hogares plantea un riesgo de sostenibilidad es del 60% del PIB. Los hogares se exponen al impacto de la normalización de la política

monetaria sobre sus cargas financieras, sobre todo teniendo en cuenta que los préstamos hipotecarios se realizan principalmente a tipo de interés variable.

Sin embargo, las empresas no financieras siguen desapalancándose. En la medida en que recurren al crédito, lo hacen en condiciones más estables que en el caso de los hogares.

Con todo, conviene no caer en la autocomplacencia. La situación exige más contundencia en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios en las cuentas públicas, una vigilancia estrecha de los procesos de sobreendeudamiento de los hogares, sobre todo aquellos que consiguen préstamos hipotecarios a tipos variables, y más audacia en la reducción del paro de larga duración. Finalmente, el fortalecimiento del marco institucional de la eurozona ayudaría a afianzar la recuperación y reduciría los riesgos sobre la sostenibilidad del endeudamiento, tanto de las administraciones públicas como de los hogares. En este sentido, es importante concluir el proceso de unión bancaria y crear un instrumento de gestión macroeconómica para la eurozona.

La consolidación fiscal en curso: avanzando con lentitud¹

Santiago Lago Peñas*

La ejecución presupuestaria en el primer trimestre de 2017 muestra una reducción de la cifra de déficit público en comparación con el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, existen factores que dificultan el proceso de consolidación fiscal, especialmente en lo que se refiere al comportamiento de la Administración Central. En contraposición, la reactivación del crecimiento de la economía y el margen disponible por parte del Gobierno para aprobar medidas adicionales permitirían ser más optimistas con el cumplimiento del objetivo global de déficit, situado en el 3,1% del PIB. En todo caso, la eficiencia en el uso y reasignación de los recursos públicos, en una perspectiva de medio plazo, será fundamental para sostener un escenario de gasto que permita una oferta de servicios públicos de calidad y adecuada a la norma de los países de nuestro entorno.

Introducción: ¿de dónde venimos?

El déficit de las administraciones públicas españolas cerró 2016 en el -4,3% del PIB (-4,5% si se incluyen las ayudas al sistema financiero), lo que significa que se cumplió el objetivo vigente (-4,6%). Un objetivo que, no obstante, había sido corregido al alza dos veces a lo largo del propio ejercicio, para ir adaptando la meta a la realidad que iban mostrando las liquidaciones mensuales y trimestrales (Lago-Peñas, 2017). En concreto, el objetivo se estableció inicialmente en el -2,8% (septiembre de 2015), para elevarlo al -3,6% en abril de 2016 y acabar en el referido -4,6% en agosto.

En el cuadro 1 se recogen las cifras de necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de las administraciones públicas (AA.PP.) y cada uno de sus cuatro subsectores en el último año de la crisis (2013), durante el siguiente trienio de recuperación (2014-2016), y los objetivos para el año en curso. La reducción ha sido continua pero lenta, teniendo en cuenta la notable mejoría que se ha producido en el *output gap*². De hecho, cuando el análisis desciende de escalón para referirse a los subsectores, la preocupación por las dificultades en el ajuste se acentúa. Por su parte, el cuadro 2 complementa la información anterior mostrando la variación anual en los saldos entre 2014 y 2017.

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

¹ Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez y Alejandro Domínguez (GEN) y los comentarios de Alice Faibishenko y Eduardo Bandrés. No obstante, la responsabilidad del trabajo es mía exclusiva.

² Según el Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017b), el *output gap* era todavía de -3,3% en 2016 para pasar a -1,5% en 2017, anularse en 2018 y volver a terreno positivo en 2019 (+0,6%).

Cuadro 1

Necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de las administraciones públicas (2013-2017)

(En porcentaje del PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017
Administración Central	-4,54	-3,57	-2,59	-2,52	-1,1
Comunidades autónomas	-1,58	-1,78	-1,74	-0,82	-0,6
Corporaciones locales	0,55	0,53	0,47	0,64	0,0
Seguridad Social	-1,13	-1,04	-1,22	-1,62	-1,4
Total	-6,68	-5,86	-5,08	-4,33	-3,1

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017b).

Cuadro 2

Mejora (+) o empeoramiento (-) respecto al año anterior del déficit de las administraciones públicas (2014-2017)

(En porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017
Administración Central	+0,97	+0,98	+0,07	+1,42
Comunidades autónomas	-0,20	+0,04	+0,92	+0,22
Corporaciones locales	-0,02	-0,06	+0,17	-0,64
Seguridad Social	+0,09	-0,18	-0,40	+0,22
Total	+0,82	+0,78	+0,75	+1,23

Notas: Para 2017 son los objetivos establecidos. Cifras netas del importe de ayudas financieras. En el caso de las CC.LL., un valor positivo significa incremento del superávit, y viceversa.

Fuente: Elaboración propia a partir del Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017b).

En el ámbito local, el notable y sistemático superávit acaba dulcificando la foto global. Frente a un objetivo de equilibrio, las corporaciones locales (CC.LL.) han acabado compensando las desviaciones al alza de los demás. Un resultado que se explica por la combinación de una fuerte reducción del llamado “gasto no obligatorio” de las CC.LL. en materias que no son de su estricta competencia y una mayor recaudación, forzada por elevaciones de tipos impositivos fijadas por ley estatal.

En el extremo opuesto se encuentra la Seguridad Social. A pesar de la clara mejora de los indicadores laborales, con lo que ello debería conllevar en términos de ingresos por cotizaciones, y las medidas de freno al crecimiento del gasto en pensiones, el déficit no deja de crecer. El agotamiento del Fondo de Reserva de la Seguridad Social es inevitable e inmi-

nente y clama por la adopción de medidas adicionales al abrigo del llamado “Pacto de Toledo”.

La liquidación del sistema de financiación de 2014, que las comunidades autónomas ingresaron en 2016, fue muy favorable para estas. Y ese es el factor fundamental que explica más de las tres cuartas partes del avance en la consolidación fiscal, al pasar de un déficit del 1,74% del PIB a otro del 0,82%.

En tercer lugar, las comunidades autónomas (CC.AA.) mostraron en 2014 y 2015 una aparente incapacidad para reducir su déficit por debajo del -1,5% de PIB de forma colectiva. Pero esa incapacidad estuvo muy relacionada con la dinámica del sistema de financiación autonómica de régimen

común. En esencia, el sistema gravita sobre unos anticipos e ingresos a cuenta calculados y transferidos por la Administración central. Si las previsiones son optimistas en exceso, se transfiere una cantidad a las CC.AA. que excede a la que realmente les corresponde. Y lo contrario sucede cuando las previsiones se quedan por debajo de la realidad. Cuando el sistema se liquida dos años más tarde (por ejemplo, el ejercicio de 2014 se liquida en 2016) se producen transferencias que pueden adoptar signo positivo o negativo (devoluciones). En el período 2008 y 2009 los anticipos e ingresos a cuenta fueron muy superiores a lo que realmente hubiesen correspondido, dado el desplome de la recaudación tributaria en España, retrasando así la necesidad de ajuste fiscal en la mayoría de las comunidades. En contraste, en 2014 y 2015 la Administración central se quedó corta, los ingresos ordinarios de las CC.AA. no recogían el efecto de la mejora económica y el déficit se resistió a caer. La liquidación de 2014, que las comunidades ingresaron en 2016, fue muy favorable para estas. Y ese es el factor fundamental que explica la sustancial mejora que se produce en el déficit autonómico, al pasar de 1,74% a 0,82% del PIB. En concreto, la liquidación positiva supuso más de tres cuartas partes del avance en la consolidación fiscal (Lago-Peñas, 2017).

Finalmente, la Administración Central frena el ajuste en 2016. Si en 2014 y 2015 consiguió recortar el déficit a un ritmo de 1% anual, en 2016 se produce un estancamiento que, en buena medida, es la contrapartida del avance en el ámbito autonómico.

El ajuste en 2017: previsiones de cumplimiento

Para evaluar las perspectivas de ajuste en 2017, el primer aspecto a considerar es la meta vigente y el recorte en el déficit que se impone respecto al ejercicio anterior. Atendiendo al cuadro 2, el Gobierno espera minorar el déficit 1,23 puntos porcentuales del PIB, que se concentran fundamentalmente en el subsector de la Administración Central. El déficit en este nivel caería 1.42 puntos, frente a solo 0,22 en el caso de comunidades autónomas y una cuantía similar para la Seguridad Social. Por tanto, el

recorte del conjunto de las AA.PP. sería sustancialmente superior al registrado en 2014-2016: entre siete y ocho décimas anuales. Además, el punto de partida puede ser menos favorable de lo aparente. En este sentido, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF, 2017a) va más allá de la distinción entre el objetivo, incluyendo o no las ayudas al sistema financiero, para referirse a las operaciones no recurrentes (en particular, el efecto de los cambios normativos en los pagos tributarios anticipados aprobados por la Administración central) y que en 2016 habrían jugado a favor en valor neto. Si se descontasen, el déficit habría acabado en 2016 en -4,5% y, por tanto, la reducción necesaria en 2017 sería de -1,4%, prácticamente el doble de lo que se ha conseguido reducir anualmente en el trienio 2014-2016.

La opinión general de los analistas es que la cifra final va a estar muy cerca del objetivo. El consenso de Funcas de mayo de 2017 apunta una cifra de -3,3% para el saldo de las AA.PP. De las diecisiete instituciones incluidas en la media computada por Funcas, nueve se inclinan por el -3,1%, ninguna mejor que esta cifra. Las previsiones oficiales van en la misma dirección. La Comisión Europea y el Banco de España (en su informe de proyecciones de 13 de junio) apuestan por -3,2%, el FMI apunta el -3,3% y la OCDE perfila un -3,4%. Y la tendencia en las revisiones más recientes es a la mejora, debido a un crecimiento económico que, al menos en el primer semestre, está superando las expectativas más optimistas.

La opinión general de los analistas es que la cifra final de déficit público en 2017 va a estar muy cerca del objetivo: la Comisión Europea y el Banco de España apuestan por el -3,2%, el consenso de Funcas y el FMI apuntan una cifra del -3,3% y la OCDE perfila un -3,4%. En todo caso, la inclusión del impacto de la responsabilidad patrimonial en el caso de rescate de ocho autopistas de peaje empeoraría el resultado en 0,2% del PIB.

Por su parte, la AIReF se muestra más prudente y en su última previsión ha empeorado su diagnós-

tico. A finales de abril (AIReF, 2017a) consideraba el objetivo de un saldo neto del -3,1% factible pero exigente, con una probabilidad de incumplimiento de déficit del 50%. Sin embargo, en el mes de junio ha cambiado el diagnóstico a improbable, al aumentar la probabilidad de incumplimiento al 60% (AIReF, 2017b). La causa fundamental sería el impacto de la cláusula de la Responsabilidad Patrimonial de la Administración (RPA) en el caso del rescate por el Ministerio de Fomento de ocho autopistas de peaje en concurso de acreedores, que se cifra en el 0,2% del PIB. Sin esa operación *one-off*, la valoración se mantendría en factible pero exigente.

Esta dualidad en el diagnóstico en función de la inclusión o no de un concepto no recurrente, pero con efecto financiero sustancial, genera una distorsión difícil de solventar. Si se tiene en cuenta, el déficit observado no refleja bien los esfuerzos estructurales en la consolidación fiscal. Pero si no se hace, se infravalora el efecto del déficit sobre la deuda y se puede trasladar al ciudadano la idea de que al final se juega con objetivos flexibles no solo en su cuantificación sino en su definición, lo que no ayuda a construir una responsabilidad colectiva en el frente fiscal. La sustitución del déficit observado por el estructural solucionaría en buena medida estos problemas, pero se enfrenta a la dificultad técnica de estimar con precisión y robustez ese componente del déficit.

El ajuste en 2017: ¿qué nos dicen los datos de ejecución hasta el momento?

El cuadro 3 sintetiza la evolución del déficit público en el primer trimestre de 2016 y 2017. Para el conjunto de las AA.PP., los resultados ponen en evidencia una minoración significativa en la cifra del déficit (ligeramente por encima de tres décimas de punto porcentual de PIB) que se explican fundamentalmente por lo ocurrido en la Administración Central, cuyo déficit acumulado cae de -0,83% a -0,44%. Proyectando esta reducción al conjunto del año y suponiendo simetrías en la evolución de ingresos y gastos respecto a 2016, se alcanzaría el objetivo de reducción de

1,3 puntos porcentuales de PIB. Sin embargo, el supuesto de simetría suele ser fuerte y, por ello, es necesario ir más allá y examinar posibles cambios en las cadencias de ingresos y gastos. Para este ejercicio es particularmente útil el nuevo apartado de datos que ofrece la AIReF en su página web bajo el epígrafe: Seguimiento del objetivo de estabilidad.

En el caso de las comunidades autónomas, las cifras de ejecución hasta 31 de marzo y su extrapolación son favorables. Una buena evolución de los ingresos y una cierta compensación entre un incremento en el gasto corriente y una inversión con una ejecución más lenta hacen que el objetivo de déficit para 2017 (-0,6% de PIB) haya pasado de factible a probable.

En segundo lugar, la Seguridad Social concentra sus problemas en la evolución de los ingresos; en particular las cotizaciones sociales, que siguen creciendo por debajo del PIB nominal. Los datos disponibles hasta el momento hacen muy probable que se respeten los objetivos de crecimiento de gasto, gracias en buena medida a la reducción del desembolso por prestaciones de desempleo, pero hacen muy improbables los de ingresos. Se prevé un déficit para el conjunto del año del -1,6%, superior al objetivo en dos décimas y muy parecido al del año anterior.

Finalmente, la Administración Central, que es la que se enfrenta a la senda de reducción del déficit más exigente, es la que plantea más dudas. Los ingresos están comportándose peor de lo esperado y por debajo del PIB nominal. Con datos para el primer trimestre, la dinámica menos favorable respecto a la meta establecida le corresponde al IRPF y a los impuestos especiales. En contraste, el IVA y el impuesto sobre sociedades atestiguan un mejor comportamiento, aunque sin llegar a compensar la evolución de los primeros, y es factible el cumplimiento de metas para el conjunto del ejercicio. Por el lado del gasto, el desempeño es comparativamente mejor, pero el ya comentado efecto de la RPA por las autopistas de peaje en concurso ha empeorado las perspectivas. Si a lo anterior sumamos el efecto previsible de la modificación del cupo vasco, la observancia del obje-

Cuadro 3

Déficit según ejecución presupuestaria hasta el 31 de marzo

(En porcentaje del PIB)

	2016	2017
Administraciones públicas	-0,71	-0,37
Administración Central	-0,83	-0,44
Comunidades autónomas	-0,11	-0,17
Seguridad Social	0,17	0,12
Corporaciones locales	0,06	0,13

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017c).

tivo es improbable para la AIReF (probabilidad de incumplimiento del 80%).

La aceleración del crecimiento económico a lo largo de 2017 y el margen de maniobra de que dispone el Gobierno para aprobar medidas adicionales que permitan cuadrar las cuentas y compensar posibles desviaciones, son factores que permiten mantener un cierto optimismo con el cumplimiento del objetivo global de déficit en 2017.

Dicho lo anterior, existen al menos dos razones para ser más optimistas con el cumplimiento del objetivo global de déficit en 2017. El primero, ya mencionado, es que el crecimiento económico está acelerándose de nuevo, y es muy probable que el PIB en 2017 vuelva a acercarse e incluso superar la barrera del 3%. En concreto, mientras que los Presupuestos Generales del Estado para 2017 (PGE-2017) asumen un crecimiento del PIB real del 2,5%, el Banco de España, en sus proyecciones macroeconómicas presentadas en junio, eleva la cifra al 3,1%; y Funcas en sus previsiones económicas para España 2017-2018 hechas públicas en el mismo mes llega al 3,2%. Aunque

las elasticidades de impuestos y cotizaciones respecto al PIB nominal están siendo más bajas de lo esperado, este factor debería acelerar también la recaudación de forma significativa.

En segundo lugar, el Gobierno cuenta con margen para aprobar medidas adicionales para ayudar a cuadrar las cuentas. En concreto, no todas las actuaciones contempladas en el paquete fiscal diseñado para la prórroga del año 2016 han sido puestas en marcha y trasladadas a los PGE-2017.³ En particular, en la *Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020* (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2017b) se establece que: “si a lo largo del ejercicio los datos de ejecución presupuestaria mostrasen algún riesgo de desviación del objetivo, se adoptarían las medidas ya comprometidas [...], en concreto los impuestos medioambientales y el impuesto sobre bebidas azucaradas, por importe de 300 y 200 millones respectivamente”. Esos 500 millones adicionales permitirían contar con un colchón de cuatro décimas de PIB, aproximadamente.

En definitiva, existen factores imprevistos que dificultan el proceso de consolidación fiscal en el ejercicio en curso; y es verdad que los ingresos en el primer trimestre no se comportaron de forma tan

³ El paquete de medidas tributarias, con un impacto global de 7.500 millones, incluía la eliminación de bonificaciones y deducciones en el impuesto sobre sociedades; la subida de tipos impositivos en los impuestos especiales sobre tabaco y alcohol; un nuevo tributo sobre bebidas azucaradas pendiente de aprobación; la primera fase de una “reforma fiscal verde” que pondrá el acento en las emisiones de gases invernadero; 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) y la intensificación de la lucha contra el fraude fiscal.

expansiva como se preveía. Pero, en contraposición, la aceleración del crecimiento es notable y hasta sorprendente para todos los analistas públicos y privados; y el Gobierno central cuenta con algunas herramientas en estado latente para compensar desviaciones que pongan en peligro el objetivo fijado para 2017.

Más allá de 2017: el Programa de Estabilidad 2017-2020

A finales del mes de abril, el Gobierno central presentó la *Actualización del Programa de Estabilidad* para el período 2017-2020. En el gráfico 1 aparecen reflejadas las tres variables fundamentales de la estrategia: el gasto no financiero, los ingresos no financieros y la brecha entre ambos, que sería el déficit. Los valores aparecen expresados en términos del PIB. Las tres conclusiones fundamentales son las siguientes.

La primera es que el ajuste se va a realizar por el lado del gasto. Apoyado sobre un crecimiento medio del PIB nominal del 4,2% anual, se diseña una senda que permite reducir 3,2 puntos porcentuales el gasto sobre el PIB de 2016 a 2020, con un gasto nominal que puede expandirse ligeramente por encima

del 2% anual (2,2%). Por su parte, los ingresos se mantienen casi estables, con un aumento de ocho décimas porcentuales en el mismo período. Es decir, que el ajuste en el déficit recaería en un 80% en el lado del gasto y un 20% en el de los ingresos. Este patrón de ajuste en la estrategia fiscal es la norma desde la primera legislatura del Gobierno del Partido Popular (Lago-Peñas, 2014).

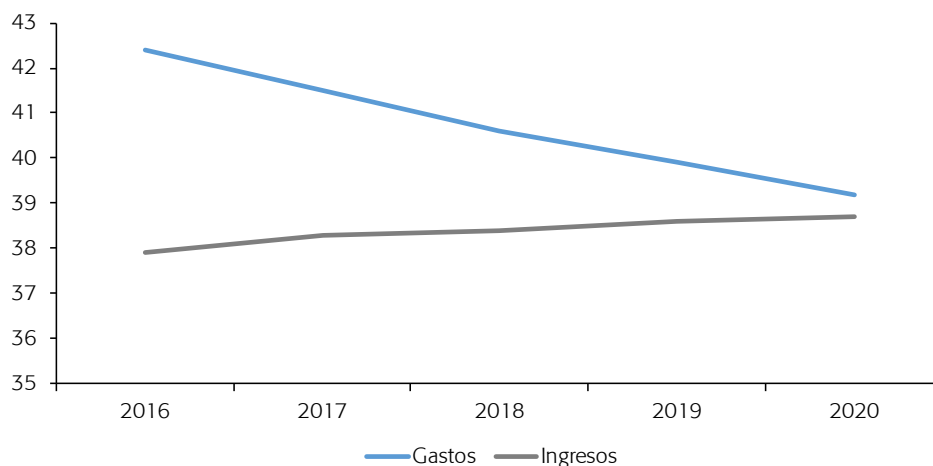
En el escenario de los próximos años, y a expensas de cambios en la orientación del ajuste del gasto, será fundamental mejorar la eficiencia en el uso y reasignación de los recursos públicos para que dicho escenario no conlleve una oferta de servicios públicos inferior en calidad y adecuación a la norma de los países de nuestro entorno.

La segunda es que, a pesar de que la coyuntura económica lleva jugando a favor del ajuste fiscal desde el año 2014, el aplazamiento de los objetivos de reducción de déficit es sistemático. En la *Actualización del Programa de Estabilidad 2014-2017*, se cruzaba la barrera del -3% en el

Gráfico 1

Evolución de gastos e ingresos no financieros según la *Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020*

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017b).

año 2016 (-2,8%) para llegar en 2017 a -1,1% (Lago-Peñas, 2014). En la última *Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020*, el objetivo para 2017 sigue por encima del -3% y en 2019 se reduce solo al -1,3%. Considerando que en este año el Gobierno espera volver a contar con un *output gap* positivo (+0,6%), se estaría asumiendo el mantenimiento de un déficit estructural próximo al -1,5%. Una cifra que parece excesiva si se quiere mantener capacidad de maniobra para la política fiscal en el marco de estabilidad europeo. Pero también si se pretende reconducir el actual *stock* de deuda pública a niveles próximos al 60% del PIB en un plazo razonable.

La tercera es que los recortes pasados en el gasto público y el ajuste adicional previsto (crecimiento nominal muy limitado y caída significativa en ratio sobre PIB) van a generar una restricción presupuestaria pública exigente. Si se analiza la composición funcional del gasto, se comprueba que en todas las categorías se reduce el peso del gasto público. En el gráfico 2 mostramos tres de las más importantes cuantitativamente: protección social (que incluye pensiones y prestaciones por desempleo), sanidad y educación. Se ofrecen

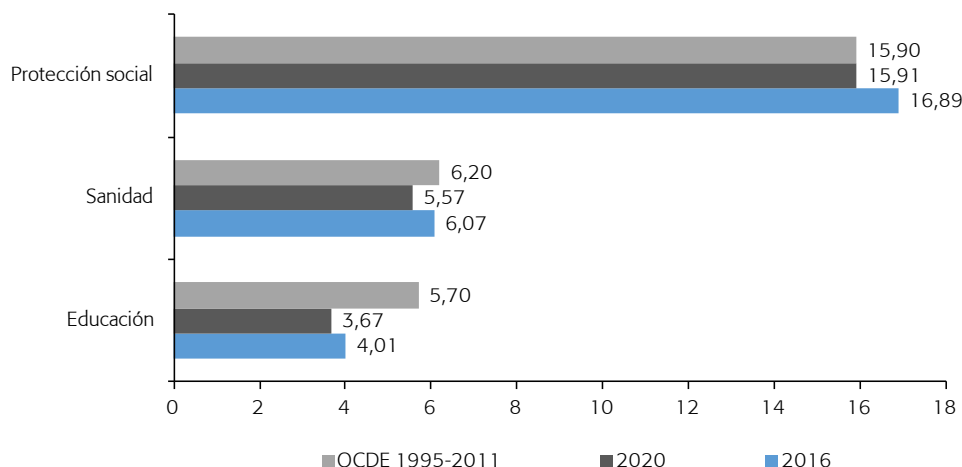
datos del peso sobre el PIB en 2016, 2020 y la media para los países de la OCDE a lo largo del período 1995-2011, computados por Lago-Peñas y Martínez-Vázquez (2016). Comparativamente, en sanidad y educación, competencias descentralizadas a las comunidades autónomas, el ajuste previsto va a ser mayor. Particularmente exigente es lo que ocurriría con la segunda.

A expensas de cambios en la orientación del ajuste, está claro que la eficiencia en el uso y reasignación de los recursos públicos va a ser fundamental para lograr que el futuro escenario de gasto no conlleve una oferta de servicios públicos inferior en calidad y adecuación a la norma de los países de nuestro entorno. La revisión de gasto (*spending review*) que el Gobierno español ha encomendado a la AIREF en el marco de las recomendaciones de la Comisión Europea, es un paso en la dirección adecuada. Pero se debería ir más allá. En concreto, la Administración Central y las autonómicas deberían acometer reformas institucionales para impulsar la evaluación independiente, rigurosa y continua de la rentabilidad social de sus inversiones y, en general, sus programas de gasto.

Gráfico 2

Gasto público en sanidad, educación y protección social en España en 2016 y previsión para 2020 y las medias correspondientes para los países de la OCDE en el período 1995-2011

(En porcentaje del PIB)



Fuentes: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda y Función Pública (2017b) y de Lago-Peñas y Martínez-Vázquez (2016).

Referencias

AIREF (2017a), *Evaluación conjunta del objetivo de estabilidad presupuestaria de las Administraciones Públicas 2017*, 25-4-2017, disponible en: www.airef.es

— (2017b), *Seguimiento trimestral del objetivo de estabilidad del conjunto de Administraciones Públicas. Primer trimestre de 2017*, 1-6-2017, disponible en: www.airef.es

— (2017c), *Informe sobre la Actualización del programa de Estabilidad del reino de España*, 10-5-2017, disponible en: www.airef.es

FUNCAS (2017), *Previsiones económicas para España 2017-2018*, 12-6-2017, disponible en: www.funcas.es

LAGO-PEÑAS, S. (2014), “La consolidación fiscal en España: balance y perspectivas”, *Cuadernos de Información Económica*, 240: 1-7.

— (2017), “Una consolidación fiscal en piloto automático”, *Cuadernos de Información Económica*, 257: 59-66.

LAGO-PEÑAS, S., y MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. (2016), “El gasto público en España en perspectiva comparada: ¿Gastamos lo suficiente? ¿Gastamos bien?”, *Papeles de Economía Española*, 147: 2-25.

MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2017a), *Proyecto Presupuestos Generales del Estado 2017*, 4-4-2017, disponible en: www.minhfp.gob.es

— (2017b), *Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020*, 28-4-2017, disponible en: www.minhfp.gob.es

— (2017c), *Ejecución presupuestaria del estado hasta el mes de mayo de 2017*, 27-6-2017, disponible en: www.minhfp.gob.es

Presupuestos sin reformas para acercarse al objetivo de déficit

Ana Aguerrea y Susana Borraz*

El buen comportamiento de los ingresos tributarios en la primera parte del año, gracias a la contribución del ciclo económico, y el estancamiento del nivel de gasto discrecional de los departamentos ministeriales auguran una reducción significativa del déficit del Estado. Sin embargo, el documento presupuestario sigue sin incorporar reformas que la Comisión Europea viene considerando claves para salir del Procedimiento de Déficit Excesivo, como modificaciones en la imposición indirecta: IVA o impuestos ambientales. Tampoco se incluyen otras reformas que se encuentran en proceso de estudio y que afectan al resto de subsectores, como la Seguridad Social y las administraciones territoriales. Estas últimas, en especial las comunidades autónomas, van a incrementar sus recursos con la aprobación de los nuevos presupuestos, favoreciendo su acercamiento al cumplimiento del objetivo, mientras se desarrollan trabajos para la definición de un nuevo modelo de financiación autonómica.

Por segundo año consecutivo, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) prevén el cumplimiento de los objetivos de estabilidad sin incorporar reformas estructurales ni modificaciones de calado en la política fiscal. Esta caracterización de los presupuestos, junto con su tardía aprobación, a 26 de junio en el Pleno del Senado, lo configuran como un presupuesto de transición a la espera de iniciar la elaboración de los PGE-2018.

El objetivo de déficit del conjunto de administraciones públicas está fijado para 2017 en un 3,1% del PIB. El cierre de 2016 situó al Estado en

una peor posición que el resto de administraciones para cumplir con el objetivo fijado para el ejercicio posterior: un 2,5% de déficit sobre PIB, tres décimas por encima del objetivo individual, correspondiendo por tanto al Estado el mayor ajuste este año –1,4 puntos porcentuales del PIB–. Teniendo en cuenta que en los últimos ejercicios no se ha registrado una reducción de esta magnitud en las cuentas del Estado, queda en duda su capacidad para hacer frente al objetivo del presente ejercicio. En contraste, las administraciones territoriales se situaron en una posición bastante más favorable al cierre de 2016 para cumplir con sus objetivos en el ejercicio siguiente: las corporaciones loca-

* Afi-Analistas Financieros Internacionales.

les incrementaron su nivel de superávit (del 0,5% al 0,6% del PIB) y las comunidades autónomas lograron una consolidación de casi un punto del PIB, a pesar de incumplir ligeramente con el objetivo del agregado (0,82% del PIB frente al 0,7% establecido).

En el presente artículo, evaluamos la factibilidad del ajuste que debe realizar el subsector Estado en 2017 a la luz de una serie de cuestiones que suscitan los nuevos presupuestos:

- ¿Son factibles las previsiones de ingresos una vez superados los ejercicios de mayor impacto de la reforma de la imposición directa (IRPF y sociedades)?
- ¿La continuidad de las medidas adoptadas en materia de elevación de pagos fraccionados en el impuesto sobre sociedades será suficiente para avalar las previsiones en esta figura impositiva?
- ¿Con qué presión fiscal se prevé cerrar el ejercicio y cómo se sitúa en el contexto de la Unión Europea?

- ¿Se anticipan cambios significativos en la composición y evolución del gasto público estatal o se ha adoptado una política continuista con los últimos ejercicios?
- ¿Ha tocado mínimos la inversión estatal? ¿Es previsible que repunte en el ejercicio en vigor, o la aprobación tardía de los PGE supondrá un nuevo contratiempo para la recuperación de un nivel óptimo?
- Balance del PGE-2017 para las administraciones territoriales: a la espera de sendas reformas de los sistemas de financiación territorial, ¿se prevén mejoras para comunidades autónomas y corporaciones locales en el año en curso?

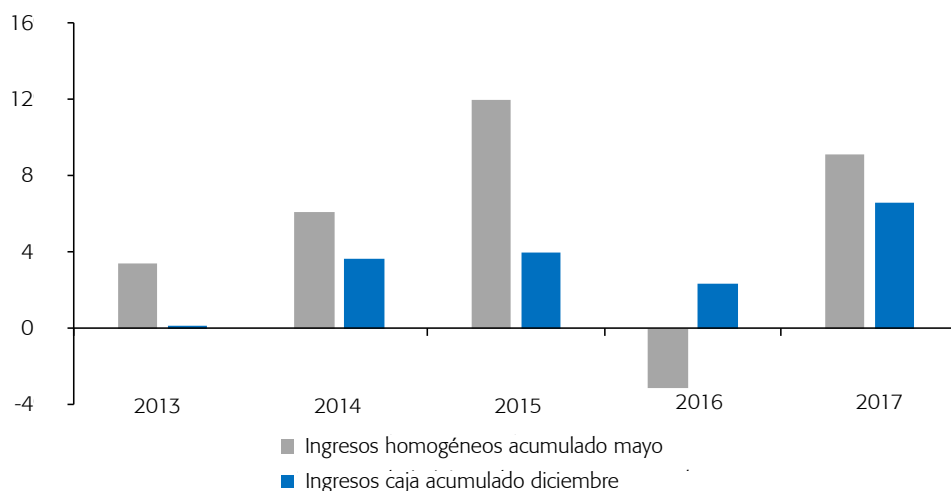
Previsiones de ingresos: factibilidad y suficiencia de las últimas medidas adoptadas en materia tributaria

Tras un ejercicio 2016 marcado por el efecto de la reforma de la imposición directa de 2015, que diluyó significativamente el aumento en recaudación asociado al crecimiento económico,

Gráfico 1

Previsión de crecimiento de los ingresos tributarios y tasas de crecimiento acumulado hasta mayo

(En porcentaje de variación interanual)



Nota: Las tasas de variación de 2017 corresponden a los ingresos tributarios acumulados hasta mayo en términos homogéneos y a la previsión de crecimiento de los PGE-2017.

Fuentes: IGAE y PGE-2017.

los PGE-2017 prevén un crecimiento de los ingresos tributarios del 7,9% en términos homogéneos, muy superior al registrado en 2016. Las buenas expectativas de crecimiento del PIB y de la demanda interna en términos nominales, y en particular la remuneración de asalariados, son los factores que explican el incremento esperado de las bases imponibles del 5,5%, superior al 4,3% de 2016.

Esta variación está en línea con la evolución observada hasta mayo para el conjunto de principales figuras tributarias (IRPF, IVA, sociedades e impuestos especiales), que crecen un 9,1% acumulado en términos interanuales, registrando la segunda mejor tasa hasta dicho mes desde 2013 (gráfico 1).

El buen comportamiento proyectado se apoya principalmente en la subida del IVA, para el que se espera recaudar 4.600 millones de euros más que en 2016, y en el IRPF, que tras dos ejercicios con la recaudación estancada en torno a los 72.500 millones de euros, se estima un crecimiento del 7,7%, alcanzando los 78.000 millones, una cifra histórica que supera la recaudación obtenida en los años precrisis (cuadro 1). El Gobierno explica esta evolución a través de las expectativas de crecimiento nominal (4,1% anual) y de la recaudación de los primeros meses del año, disponibles en el momento de presentar el proyecto presupuestario.

En lo que respecta al IVA, la previsión presupuestaria es bastante factible, ya que hasta mayo se ha consolidado un elevado crecimiento interanual (9% en términos homogéneos) que se

explica, no solo por el comportamiento del gasto final sujeto al tributo, sino también por una regulación más estricta en la concesión de aplazamientos. Si descontamos este último factor normativo, la tasa de variación en IVA está en línea con la estimación presupuestaria.

Pese al importante incremento interanual esperado y considerar alcanzable el nivel proyectado de recaudación, el impuesto sobre sociedades (24.399 millones de euros) continuará siendo la única figura de los grandes impuestos estatales que todavía no recupera los niveles de recaudación anteriores a la crisis.

Sin embargo, el objetivo en IRPF es bastante más ambicioso y se apoya en la previsión de crecimiento del salario medio y con ello, de los tipos medios de retención. En el periodo 2014-2016 el nivel de recaudación se ha mantenido prácticamente, de forma que el impacto recaudatorio motivado por el crecimiento ha sido absorbido por el efecto, más amplio de lo previsto, de la rebaja fiscal, con resultados en 2015 y 2016, que supuso 5.984 millones de euros menos en el ejercicio 2015 y 6.489 millones en 2016. Aunque la recaudación recupera dinamismo una vez superado el impacto de la reforma, la tasa de variación se encuentra todavía a distancia de las previsiones de los PGE, con un 4,3% de crecimiento hasta mayo frente a un 7,7% previsto. Si a esto se añade que en los primeros cinco meses se ha ejecutado un 40,2% de la previsión, estaríamos todavía a más

Cuadro 1

Evolución y previsiones de las principales figuras tributarias

(Millones de euros y tasas de crecimiento)

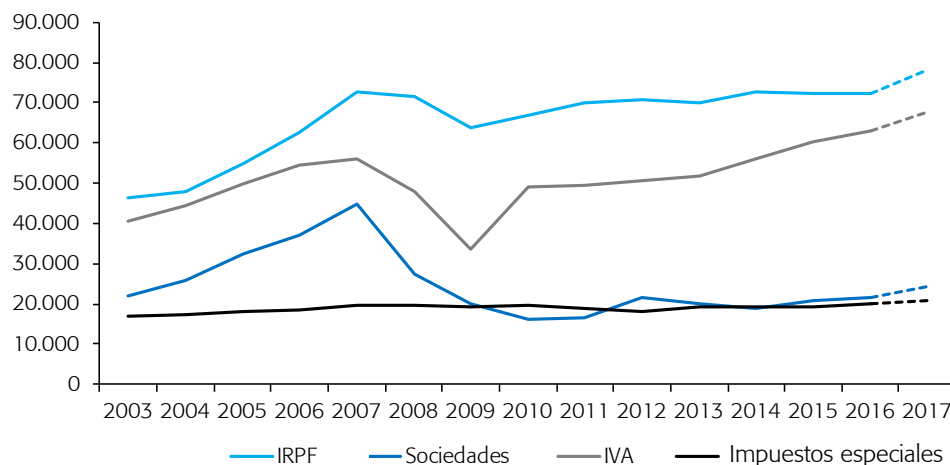
	2015	2016	2017	% var. 2015/2016	% var. 2016/2017
IRPF	72.346	72.416	78.027	0,1	7,7
Impuesto sobre sociedades	20.649	21.678	24.399	5,0	12,6
IVA	60.305	62.845	67.463	4,2	7,3
Impuestos especiales	19.147	19.866	20.770	3,8	4,5

Fuente: IGAE y PGE-2017.

Gráfico 2

Evolución de las principales figuras tributarias

(Millones de euros)



Fuentes: AEAT y PGE-2017.

de un punto porcentual de la ejecución promedio sobre cierre de los últimos seis años. Por tanto, podría preverse un error de estimación al alza en la figura del IRPF en torno a los 2.000 millones de euros.

Por último, sociedades es el impuesto para el que se espera un mayor incremento interanual, que se explica, en parte, por la afectación del pago fraccionado de abril a las medidas aprobadas en 2016 y por las buenas expectativas sobre beneficios empresariales. Ambos factores, junto a la positiva evolución del pago fraccionado en abril, 5.967 millones de euros, contribuyen a considerar el nivel de 24.399 millones fijado presupuestariamente como alcanzable. Pese a ello, el impuesto sobre sociedades continuará siendo la única figura de los grandes impuestos estatales que no recupera los valores recaudatorios precrisis (gráfico 2). Mientras que IVA e IRPF superaron ya en 2014 las cuantías recaudadas en 2007 (máximos históricos de la serie), el impuesto sobre sociedades todavía se encuentra en la mitad del valor de lo recaudado en dicho ejercicio (20.000 millones de euros menos).

En todo caso, hay que subrayar el contraste entre el crecimiento de los recursos tributarios (el

85% del total de los recursos no financieros), y la caída de los ingresos no tributarios (en su mayoría provenientes de diferencias entre los valores de reembolso y emisión de deuda pública debido a los bajos tipos de interés de las nuevas emisiones) que condicionan la evolución total, resultando una variación del conjunto de ingresos no financieros del -0,3% respecto al cierre de 2016.

Este escenario de ingresos nos parece factible, si bien existe cierto riesgo a la baja de no alcanzar estrictamente los objetivos de ingresos tributarios (como ya ocurrió en 2016), sobre todo en lo que respecta al IRPF, pudiendo quedarse 2.000 millones por debajo de los 5.600 de incremento esperado.

Nivel de presión fiscal prevista a cierre de ejercicio

El Presupuesto General del Estado y la *Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020* sitúan la presión fiscal a cierre de 2017 con un ligero incremento de medio punto porcentual de PIB con respecto a la de 2016. Esta previsión sigue colocando a España entre los países con menor presión fiscal del conjunto de la Unión Europea (UE).

Si se incluyen todos los ingresos tributarios (correspondientes a todos los subsectores: administraciones territoriales y seguridad social), España se situaba en 2016 a 8,3 puntos porcentuales de la presión fiscal de Francia y 7,2 puntos de la de Alemania (gráfico 3).

En el *Informe sobre España 2017, con un examen exhaustivo relativo a la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos*, elaborado por la Comisión Europea (2017), ya se advertía que España había incrementado la proporción de ingresos tributarios sobre el PIB menos que la media de la UE y que la eurozona. El informe destacaba también que los pesos de los impuestos indirectos, directos y las cotizaciones sociales son prácticamente equiporcionales en el conjunto de los ingresos tributarios. En este sentido, la Comisión volvía a alertar sobre la baja proporción que representa la imposición sobre el consumo en el total, lo que está relacionado con una fuerte brecha en materia de IVA. Esta brecha es un indicador de los ingresos por IVA teóricamente no percibidos por aplicar tipos específicos a algunos bienes y servicios, expresada como el porcentaje de ingresos que podrían recaudarse si todos se gravaran al tipo normal y asumiendo el pleno cumplimiento de las obligaciones tributarias. La aplicación de exenciones o

tipos reducidos sobre algunos bienes y servicios conduce en España a registrar una mayor brecha en el IVA que la media de la UE (59% frente a una media UE del 44% en 2014). La Comisión Europea ha procedido, partiendo del modelo Euromod, a simular el impacto en recaudación

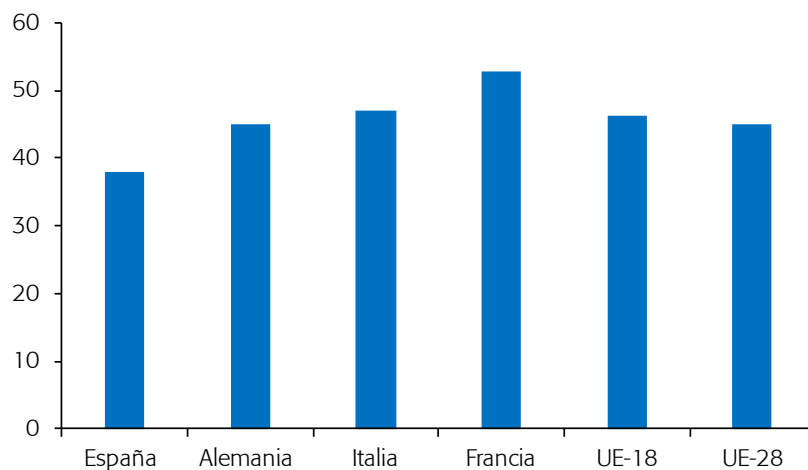
La Comisión Europea advierte sobre la importante brecha recaudatoria existente en el IVA, principalmente por la aplicación de tipos específicos de carácter reducido a determinados bienes y servicios. Una elevación del tipo superreducido al 10% aumentaría los ingresos en un 0,2% del PIB, y la aplicación de un tipo único del 21%, en un 1,4% del PIB. En ambos casos, la Comisión recomienda amortiguar los posibles efectos regresivos con transferencias sociales.

de la reducción de dicha brecha. Bajo distintos escenarios, los ingresos públicos podrían incrementarse entre el 0,2% del PIB elevando el tipo superreducido al 10%, y el 1,4% del PIB, si se aplicara un único tipo al 21%. Como este tipo de medidas arrastra efectos regresivos, la Comisión recomienda amortiguarlos a través de transferencias sociales.

Gráfico 3

Presión fiscal en la UE (ingresos tributarios), 2016

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Los PGE-2017 ignoran de nuevo estas recomendaciones en materia de IVA, explicando el crecimiento previsto (7,3%) gracias a las expectativas de mejora del gasto final sujeto a IVA (consumo de los hogares, compra de vivienda nueva, etc.) y modificaciones en la normativa, limitadas a condiciones más estrictas en la concesión de aplazamientos que se aprobaron en el RDL 3/2016.

También elude el PGE-2017 otras recomendaciones dirigidas a la imposición medioambiental y sobre la propiedad inmobiliaria. Los impuestos medioambientales alcanzan en España un peso aproximado del 1,8% del PIB (2014) frente al 2,5% en la UE. De hecho, el informe señala que los impuestos sobre el transporte solo proporcionan la mitad de ingresos que la media de la UE, con un nivel muy bajo de los impuestos especiales sobre la gasolina sin plomo y el gasóleo. No obstante, es previsible que la regulación y armonización de la imposición medioambiental sea uno de los aspectos que se aborden por la Comisión de Expertos para la reforma de la financiación autonómica.

En relación a la imposición sobre la propiedad inmobiliaria, también ha destacado la Comisión la ausencia de modificaciones importantes en los últimos años, salvo en lo relativo a la eliminación gradual de la desgravación de los pagos de intereses hipotecarios. La Comisión, en su informe, aboga

por impuestos recurrentes sobre la propiedad por resultar menos perjudiciales para el crecimiento y preferibles a los impuestos sobre transacciones, permitiendo una asignación más eficiente de los activos y una mayor movilidad laboral. No obstante, hay que tener en cuenta que los cambios de calado en este ámbito, aunque afectan a figuras tributarias estatales, tienen impacto en las administraciones territoriales, que gozan de cesión parcial de la capacidad tributaria con distinto alcance.

Política de gasto: ¿punto de inflexión o continuidad?

El gasto no financiero del Estado se sitúa para 2017 en 153.853 millones de euros, lo que supone un incremento del 1,1% si lo comparamos con el gasto efectivamente realizado. Esta contenida trayectoria presupone que la reducción del déficit se logrará a través de la evolución de ingresos por el ciclo económico.

Recordemos que el punto de partida, el gasto liquidado del Estado en 2016, fue objeto de varias medidas procedimentales para su contención: la aprobación de un acuerdo de no disponibilidad y el cierre anticipado del gasto. En cambio, en el presente ejercicio la tardía aprobación del presupuesto puede suplir la necesidad de aplicar nuevamente este tipo de medidas de consolidación presupuestaria, ya que la ejecución del mismo

Cuadro 2

Propuesta de distribución del techo de gasto 2017

(Millones de euros y tasas de crecimiento)

	2016	2016 ejecución	2017	% var. s/ppto. 2016	% var. s/liquid. 2016
Techo de gasto	123.394	116.723	118.337	-4,1	1,4
Intereses	33.490	32.006	32.171	-3,9	0,5
Otros gastos no ministeriales	31.740	29.857	31.492	-0,8	5,5
Clases pasivas	13.651	13.537	13.994	2,5	3,4
Otras relaciones financieras AA.TT.	916	897	931	1,6	3,8
Relaciones financieras UE	13.758	12.173	13.250	-3,7	8,8
Resto	3.415	3.250	3.317	-2,9	2,1
Gasto no financiero ministerios	188.624	178.586	182.000	-6,0	-0,3

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública.

será limitada y, en particular, es de esperar que los gastos de capital se queden por debajo de la previsión.

De todos modos, atendiendo al techo de gasto, y tras descontar los compromisos no discrecionales (intereses, clases pasivas, otras relaciones financieras con las administraciones territoriales y las relaciones financieras con la UE, entre otros), las obligaciones previstas de carácter discrecional, correspondientes al disponible para los departamentos ministeriales serán objeto de un ajuste del 6% sobre el PGE-2016 y del 0,3% sobre el gasto liquidado (cuadro 2). Por tanto, el margen disponible de forma efectiva para reorientar la política de gasto ministerial en 2017 es prácticamente nulo, esperándose a estos efectos una política continuista.

Tras descontar los compromisos no discrecionales, el margen disponible de forma efectiva para reorientar la política de gasto ministerial en 2017 es prácticamente nulo, esperándose a estos efectos una política continuista.

Por capítulos de gasto, se prevé un aumento moderado en gastos de personal (+1%), alineado

con la actualización de retribuciones prevista, así como de los gastos financieros (+0,5%). Estas subidas en el gasto de personal y en los gastos financieros (el 32% del gasto no financiero total), son compensadas en su mayor parte con caídas en las transferencias corrientes, para las que se prevé un ajuste del -1,2% sobre el presupuesto liquidado (unos 1.000 millones de euros). Si se descuentan las partidas pendientes de aplicación presupuestaria en ejercicios anteriores que se incorporan a 2017 (1.818 millones de euros del epígrafe de inversiones reales correspondientes al Ministerio de Defensa), los gastos de capital aumentan discretamente (+2,4%), tan solo unos 300 millones de euros sobre el nivel ejecutado en 2016.

Analizando las transferencias corrientes sujetas a mayores ajustes, es el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) el que prevé una reducción más sensible en términos de presupuesto, aproximadamente 2.300 millones menos de euros, condicionada por la mejora esperada en el mercado laboral (cuadro 3). Esta previsión está alineada con el ajuste en prestaciones con que cerró el SEPE en 2016 (-1.971 millones de euros) como consecuencia principalmente de una reducción del 10% de los beneficiarios, manteniéndose constante la tasa de cobertura 2015-2016 en el 55%. En cam-

Cuadro 3

Transferencias corrientes del Estado

(Millones de euros)

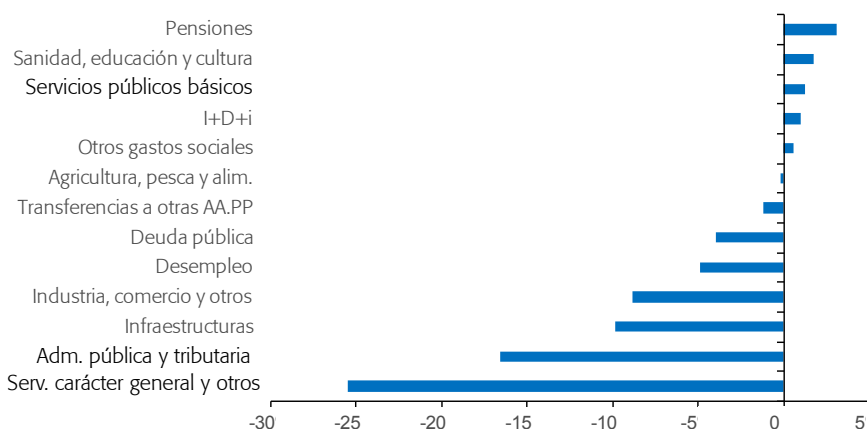
	Ppto. inicial 2016	Ppto. inicial 2017	% var. 2017-2016	Var. 2017-2016 (mill €)
Clases pasivas	13.651	13.994	2,5	343
Aportación a la UE	13.445	12.916	-3,9	-529
Aportación a la Seguridad Social	13.143	13.056	-0,7	-87
Servicio público de empleo	3.922	1.623	-58,6	-2.298
Agencia Tributaria	865	965	11,6	100
Resto actuaciones	9.990	9.711	-2,8	-279
Total sin AA.TT.	55.015	52.265	-5,0	-2.750
Sistema financiación CC.AA.	17.388	17.548	0,9	160
Sistema financiación CC.LL.	16.408	16.149	-1,6	-259
Financiación AA.TT.	33.797	33.698	-0,3	-99
Total	88.812	85.963	-3,2	-2.849

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública y Afi.

Gráfico 4

Distribución del gasto (capítulos I a VIII) consolidado del Estado

(Variación respecto al presupuesto de 2016)



Nota: La reducción del área de actuaciones de carácter general está condicionada por la disminución del Fondo de Financiación a CC.AA. (FLA), sin impacto en déficit.

Fuente: PGE-2017.

bio, la aportación prevista a la Seguridad Social (complemento de pensiones mínimas, pensiones no contributivas, protección familiar, etc.) y a las administraciones territoriales se mantendría prácticamente constante respecto a 2016.

Por políticas de gasto (gráfico 4), el significativo incremento de las pensiones (+3,1%) se realiza a cuenta de ajustes en el gasto no financiero destinado a desempleo (transferencias al SEPE), transferencias a otras AA.PP., infraestructuras y servicios de carácter general.

Por tanto, los principales cambios en la política de gasto del Estado y por capítulos presupuestarios corresponden a modificaciones en las transferencias corrientes condicionadas por factores externos (transferencias del SEPE por la evolución del mercado laboral) y la actualización de las pensiones y nuevas incorporaciones al sistema. Este ajuste permite una ligera acomodación de las remuneraciones de personal.

Política de inversiones: ¿se recupera el nivel de inversión estatal?

La inversión estatal, incluyendo las transferencias de capital, prevista para 2017 es de 15.889

millones de euros (cuadro 4). Esta cifra es superior en un 9,4% a la correspondiente a 2016 y, por tanto, rompe con la línea de estabilidad inversora mantenida desde 2014, tras el mínimo alcanzado en 2013 con 10.657 millones de euros. Sin embargo, hay que realizar un estudio de las componentes de la inversión para determinar la robustez de la conclusión obtenida únicamente de la valoración de los importes monetarios.

Se produce una reducción efectiva en los créditos destinados a inversiones estatales (descontando los recursos del Ministerio de Defensa correspondientes a ejercicios anteriores), reforzando su caída en términos de PIB desde 2011 hasta situarlos en un nuevo mínimo del 1,2% del PIB.

Destaca el aumento de las inversiones reales de un 46,8%, si bien, buena parte del mismo se explica por la incorporación de 1.818 millones de euros para atender compromisos de pago asociados a programas especiales de armamento que se gestionan desde el Ministerio de Defensa. En

Cuadro 4

Gasto del Estado en inversiones y transferencias de capital

(Millones de euros)

Capítulos	Presupuestos iniciales							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 2017/2016
VI. Inversiones reales	5.793	4.541	3.910	3.254	3.411	3.632	5.330	46,8
VII. Transferencias de capital	9.208	5.764	4.734	8.935	9.501	8.873	8.542	-3,7
Total gasto de capital no financiero	17.013	12.317	10.657	14.203	14.927	14.521	15.889	9,4

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública.

todo caso, esta cuantía no tiene impacto en el déficit público de 2017, al corresponder a entregas realizadas en ejercicios anteriores. La eliminación del efecto de este hecho, implica un descenso de las inversiones hasta 3.412 millones de euros, importe en el que va incluido el aumento de los créditos destinados a la modernización de la justicia.

Los dos ministerios con mayor capacidad inversora experimentan una reducción de su dotación: un 3,6% en el caso del Ministerio de Fomento, con 1.770 millones de euros, de los que la mayor parte se dedica a infraestructuras de carreteras y ferroviarias; y un 7,8% en el Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente, con 787 millones de euros, cuyo destino principal son las infraestructuras hidráulicas.

Por su parte, las transferencias de capital descienden un 3,7% respecto al ejercicio anterior, fundamentalmente como consecuencia de la reducción de los créditos dirigidos a la subsidación de préstamos. Las partidas a las que se dedican mayores recursos son las correspondientes a la financiación de los costes del sistema eléctrico (un 43,9%), administraciones territoriales (un 16,9%) y programas de investigación (un 14,6%).

En definitiva, con las consideraciones expuestas anteriormente, se puede afirmar que en el presupuesto de 2017 se produce una reducción efectiva en los créditos destinados a las inversiones estatales (descontando los 1.818 millones de ejercicios anteriores correspondientes al Ministerio

de Defensa), reforzando su caída en términos de PIB desde 2011 hasta situarlos de nuevo en un mínimo del 1,2% del PIB.

La consecución del objetivo individual de déficit del subsector Estado resulta complicada ante el exigente objetivo fijado para el ejercicio. Aun así, la previsión de desviación del conjunto de las administraciones públicas de momento se sitúa entre dos y tres décimas de PIB.

Además, es preciso subrayar que, atendiendo a la fecha en la que entra en vigor el presupuesto, se hace previsible que los gastos de capital efectivamente realizados se quedarán por debajo del volumen aprobado, como consecuencia de procedimientos más dilatados de tramitación, concediendo al Estado un margen adicional para cumplir el objetivo de déficit.

Balance de los PGE para las administraciones territoriales

Recursos previstos para las comunidades autónomas

Por primera vez, el Estado ha acompañado el proyecto de PGE de este año con una comunicación en la que explicaba el detalle de las entregas a cuenta definitivas —en total 92.339 millones de

euros– para cada una de las comunidades autónomas, junto con los importes previstos de la liquidación provisional de 2015. Esta previsión supone un incremento significativo de 5.585 millones de euros con respecto a los importes que se notificaron a las comunidades autónomas en el ejercicio anterior con respecto al mismo ejercicio. En cambio, la liquidación provisional correspondiente a 2015 se mantendría en un nivel similar a la de 2014, con 7.405 millones, repitiendo un resultado excepcionalmente positivo. Por tanto, con la reciente aprobación de los PGE-2017, los recursos del sistema para las comunidades autónomas aumentan en un 5,7%, lo que implica que van a disponer de 5.390 millones de euros adicionales con respecto a los que registraron en 2016 por este concepto.

El incremento previsto de recursos se concentra en cinco comunidades autónomas (Cataluña, Comunidad Valenciana, Andalucía, Madrid y Canarias) que acumulan el 75% del aumento. El incremento más significativo, teniendo en cuenta su peso relativo, corresponde a la Comunidad Autónoma de Canarias y se explica por la incorporación al proyecto presupuestario de la disposición

final décimo sexta, que modifica la Ley 22/2009, de 18 de diciembre. Esta modificación suprimiría –con efectos desde la liquidación de 2015, impacto inmediato en el presupuesto de 2017 y con vigencia indefinida– el párrafo tercero de la disposición adicional segunda de la citada Ley en relación a la consideración de los recursos del Régimen económico fiscal de Canarias en el cálculo de la capacidad fiscal y en la financiación per cápita de dicha comunidad autónoma.

No obstante, se amortigua transitoriamente dicho impacto, al minorar para 2015 y 2016 el resultado financiero que se derive de dicho cambio normativo en un 57% en 2015 y un 30% en 2016. Con todo ello, el incremento de recursos para Canarias en 2017 se eleva a 474 millones de euros, de los cuales 219 millones se explican por la liquidación del sistema (Fondos de Convergencia).

Recursos previstos para las corporaciones locales

Los recursos destinados a las entidades locales descienden levemente, situándose en 16.149 millones de euros frente a los 16.408 millones de euros presupuestados para 2016.

Cuadro 5

Resultados del modelo de participación de las entidades locales en los tributos del Estado 2004-2014

(Millones de euros y porcentaje de crecimiento)

Concepto de financiación	Financiación definitiva 2004	Financiación definitiva 2014	Δ %
Financiación de los municipios incluidos en el modelo de cesión	4.619,91	6.943,23	50,3
Cesión impuestos estatales	661,24	871,81	31,8
IRPF	316,82	454,90	43,6
IVA	253,58	327,14	29,0
Impuestos especiales	90,84	89,77	-1,2
Fondo complementario financiación	3.958,67	6.071,42	53,4
Financiación de los municipios no incluidos en el modelo de cesión	3.182,55	4.568,24	43,5
Total financiación de los municipios	7.802,46	11.511,47	47,5
Financiación de las provincias			
Cesión impuestos estatales	583,00	732,11	25,6
IRPF	230,71	318,27	38,0
IVA	249,60	316,02	26,6
Impuestos especiales	102,69	97,82	-4,7
Fondo complementario financiación	2.966,35	4.448,56	50,0
Otros conceptos de financiación	512,63	689,22	34,4
Total financiación de las provincias	4.061,98	5.869,89	44,5
Total financiación de las entidades locales	11.864,44	17.381,36	46,5

Fuente: PGE-2017 (Ministerio de Hacienda y Función Pública).

En la documentación del presupuesto se hace balance de la evolución de la financiación local desde 2004 hasta 2014, este último ejercicio liquidado definitivamente en 2016. Se observa (cuadro 5) que el sistema actual ha sido más ventajoso para los municipios incluidos en el modelo de cesión, cuyos rendimientos han aumentado un 50,3% en el período, frente al 43,5% del resto de municipios y al 44,5% de las provincias.

Conclusiones: unos presupuestos de transición

Del análisis de los PGE-2017 se puede concluir que:

- No se asume ninguna reforma fiscal de calado que pudiera impactar de forma significativa en la recaudación y/o el gasto público. La evolución de los ingresos tributarios descansa en la confianza en el ciclo y en la continuidad de las medidas de carácter tributario aprobadas a final de 2016 (incremento de pagos fraccionados en sociedades y mayores restricciones en la concesión de aplazamientos en IVA). La presión fiscal seguirá situándose en el tramo más bajo de la comparativa con la UE.
- La política de gasto es continuista con el cierre de 2016: el nivel de gasto discrecional en manos de los departamentos ministeriales se mantiene y se confía en el ajuste de las transferencias corrientes al SEPE —a consecuencia de menores necesidades—, para compensar limitados crecimientos en la partida de remuneraciones y el incremento de recursos del sistema de financiación autonómico.
- La inversión sigue sin recuperarse, cayendo aún más en términos efectivos (descontado el impacto de la incorporación de gasto en defensa realizado en ejercicios anteriores). En 2017, y aún a la espera de que el retraso en la elaboración presupuestaria provoque dificultades en su ejecución íntegra, la inversión estatal se situaría en un mínimo del 1,2% PIB, quedando solo por encima del mínimo del 1% previsto en 2013.
- El PGE-2017 es bastante neutro para las administraciones locales, mientras que va a representar un importante repunte de recursos de más de medio punto porcentual del PIB para las comunidades autónomas. Con estas expectativas, es probable que ambas administraciones sitúen su saldo no financiero a un nivel similar al que cerraron 2016.
- El análisis se ha restringido al Presupuesto del Estado como subsector del conjunto de administraciones públicas y por tanto, no se ha entrado a evaluar el presupuesto de la Seguridad Social. No obstante, hay que destacar que el documento presupuestario en su conjunto no incorpora ninguna reforma del sistema de la Seguridad Social que logre amortiguar el fuerte desequilibrio que viene presentando este subsector, dejando este reto pendiente de lo que pueda acordarse en el marco del Pacto de Toledo.
- Con estos planteamientos, la consecución del objetivo individual de déficit para el Estado resulta complicada: aunque la dinámica de ingresos esperada es positiva, el objetivo de IRPF se quedará previsiblemente por encima de la previsión al menos en dos décimas del PIB, y por otra parte, aunque el presupuesto de gastos es claramente continuista con el cierre de 2016, se detectan algunas tensiones (incremento de recursos autonómicos, actualización de retribuciones, reducción demasiado optimista del gasto en compras de bienes y servicios, etc.) que pueden amortiguar los ajustes previstos. Aun así, la previsión de desviación con respecto al objetivo del conjunto de las administraciones públicas (3,1% PIB) de momento se sitúa entre las dos o tres décimas, gracias nuevamente a la esperable contribución positiva de las corporaciones locales al registro de un nuevo superávit. No obstante, algunas posibles tensiones podrían incorporarse durante

el ejercicio vigente de la mano de distintos *one-off* como la resolución de la quiebra de las autopistas radiales en Madrid y la sentencia del Tribunal Constitucional sobre el impuesto sobre plusvalías de los ayuntamientos cuando no hay incremento de valor.

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 de febrero de 2017.

Endeudamiento y servicio de la deuda de empresas y familias: España en el contexto internacional

Joaquín Maudos*

El intenso esfuerzo que han realizado desde 2010 las empresas y familias españolas para reducir su endeudamiento ha recortado en casi 50 puntos porcentuales (pp) el peso de su deuda en el PIB, acortando a 3,4 pp la distancia a la media de la eurozona, si bien sigue siendo 13,4 pp superior al promedio de la UE-28. El desapalancamiento realizado, junto con la mejora del beneficio de las empresas y de la renta bruta de las familias, han mejorado la sostenibilidad de la deuda. Los datos más recientes muestran que las empresas españolas necesitan el beneficio bruto de 4,7 años para amortizar por completo su deuda, un valor próximo a los 4,5 años de las europeas. En el caso de las familias, su sostenibilidad financiera es inferior a las europeas, ya que su deuda acumulada equivale al 107% de su renta bruta disponible, 13 pp más que en las familias europeas. En la actualidad, las empresas españolas destinan al servicio de la deuda el 36,3% de su renta bruta disponible, el menor valor desde finales del siglo XX. También las familias han visto aliviada la carga de la deuda, ya que dedican el 6,9% de su renta bruta disponible a pagar interés y amortizar principal, valores similares a las principales economías europeas. Para que la vulnerabilidad financiera del sector privado siga reduciéndose, es necesario que se consolide la recuperación económica y que se mantenga el coste en el acceso de la financiación.

La historia económica es concluyente al demostrar que el origen de un buen número de crisis económicas está en el exceso de deuda acumulada. Además, las crisis suelen ir precedidas de un crecimiento excesivo del crédito que alimenta burbujas en el precio de los activos reales y financieros (véase Reinhart y Rogoff, 2009; Laeven y

Valencia, 2013). Así, cuando los agentes económicos alcanzan elevados niveles de endeudamiento, son financieramente muy vulnerables, dado que tienen que dedicar una parte muy importante de sus ingresos netos a hacer frente a la carga de la deuda. Es algo que se aplica tanto al sector privado como al público, afectando en este último

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

caso a la sostenibilidad de las finanzas públicas. La evidencia muestra que cuanto mayor es el endeudamiento de las empresas, más se resiente la inversión ante un endurecimiento de las condiciones en el acceso a la financiación, llegando en algunos casos a afectar a la propia supervivencia, así como a la de los bancos¹.

A nivel macroeconómico, la aproximación más frecuente para medir el endeudamiento es analizando el peso de la deuda en el PIB, tanto en el caso de las empresas como de las familias. Sin embargo, la limitación que tiene esta aproximación es que no relaciona la deuda con los ingresos netos de que disponen las empresas y familias, lo que en ocasiones puede dar lugar a una imagen distorsionada de la verdadera carga de la deuda. Por este motivo, es mejor poner en relación la deuda con la renta de que se dispone para hacerle frente: el beneficio bruto en el caso de las empresas y la renta bruta disponible en el caso de las familias.

El objetivo de este artículo es realizar una comparativa internacional del endeudamiento del sector privado no financiero de la economía, comparando la visión que se desprende de la aproximación habitual (deuda/PIB) con otra, más rigurosa, que relaciona la deuda con la renta bruta de que se dispone para hacer frente al *stock* de deuda acumulada, y por tanto, pendiente de pago. Además, se utiliza la información que ofrece el Banco de Pagos Internacionales (BIS) para analizar lo que podríamos llamar la “verdadera” carga de la deuda, que pone en relación esa carga (costes financieros y amortización del principal) con la renta bruta disponible. En este último caso no se compara el *stock* acumulado de deuda con la renta bruta disponible (antes de pagar intereses y dividendos), sino estos últimos con los costes financieros y la amortización de deuda (flujo) que se hace en un año determinado, es decir, con el servicio de la deuda.

El periodo analizado abarca los años 1999-2016, de forma que es posible analizar la evolu-

ción del endeudamiento y servicio de la deuda en el periodo de expansión hasta 2007 y en el posterior de crisis hasta 2016. En el caso del endeudamiento se dispone de la información que ofrece Eurostat para las variables deuda, beneficio y renta bruta disponible. Y para el servicio de la deuda, de los diecisiete países para los que el BIS ofrece información, nos centramos en los europeos.

El peso de la deuda privada en el PIB: España en el contexto europeo

La aproximación más habitual para analizar el endeudamiento de la economía es mediante la ratio deuda/PIB. En el caso del sector privado no financiero, así lo hace por ejemplo la Comisión Europea (2016) en su “Procedimiento de desequilibrios macroeconómicos” que utiliza un umbral del 133% de esta ratio como indicador a partir del cual hay un desequilibrio macroeconómico que conviene corregir.

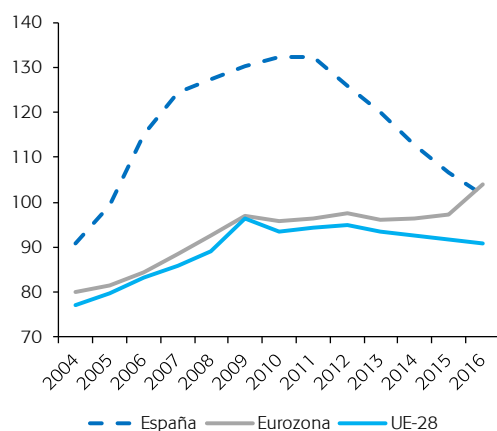
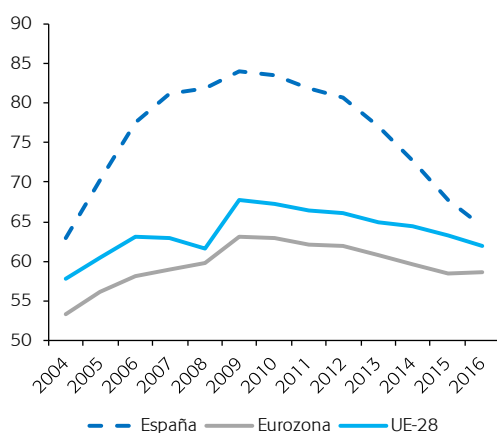
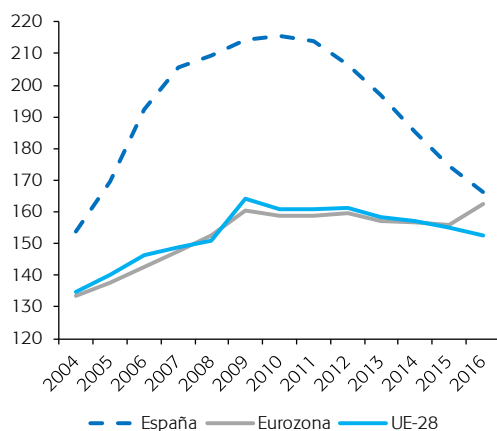
Como muestra el gráfico 1, el endeudamiento privado de la economía española alcanzó un valor máximo del 215,7% en 2010, 55 puntos porcentuales (pp) por encima de la media de la UE-28. La máxima diferencia con Europa se obtuvo dos años antes, donde llegó a 58,5 pp. Desde el valor máximo en 2010, la ratio deuda/PIB ha caído en 50 pp, hasta alcanzar en 2016 el 166,1% del PIB, recortándose la brecha con la eurozona a 3,4 pp, aunque sigue estando 13,4 pp por encima de la EU-28 en 2016. Como muestra el gráfico 2, el sector privado español presenta una ratio deuda/PIB (166,1%) claramente por encima de Alemania (106,5%), Italia (117,6%) y Reino Unido (156,7%), pero por debajo de Francia (185,4%). En 2016, catorce de los veintiocho países de la Unión Europea (incluido España) superan el umbral del 133% a partir del cual la Comisión Europea considera un desequilibrio macroeconómico el endeudamiento privado, con Chipre y Luxemburgo superando incluso el 300%.

¹ Como afirma la Comisión Europea (2016) “el elevado endeudamiento del sector privado genera vulnerabilidades, especialmente en un escenario de inflación y crecimiento bajos que dificultan el desapalancamiento. En particular, aumenta el impacto de un potencial *shock* sobre las familias y empresas, con posibles repercusiones en el sector bancario”.

Gráfico 1

Deuda/PIB. Sector privado no financiero

(Porcentaje)

a) Empresas privadas no financieras**b) Economías domésticas****c) Total sector privado no financiero**

Fuente: Eurostat.

En el caso de las empresas, la máxima ratio deuda/PIB en España tuvo lugar en 2010-2011, alcanzando el 132%. El sobreendeudamiento de las empresas españolas con respecto a las europeas se situó en torno a 38 pp de PIB en varios años de 2007 a 2011, pero desde este último año, la diferencia se ha acortado a 10,9 pp en 2016, para situarse la ratio deuda/PIB en 101,7% en 2016. La comparativa europea más reciente muestra un endeudamiento de las empresas españolas muy por encima de Alemania (53,1%) y Reino Unido (73,5%), pero por debajo de Francia (128,2%).

A pesar del intenso desapalancamiento de empresas y familias desde 2010, el sector privado español presenta una ratio de deuda sobre el PIB de un 166,1%, claramente por encima de Alemania, Italia y Reino Unido, pero por debajo de Francia. En 2016, catorce de los veintiocho países de la UE superaban el umbral del 133% a partir del cual la Comisión Europea considera un desequilibrio económico el endeudamiento privado.

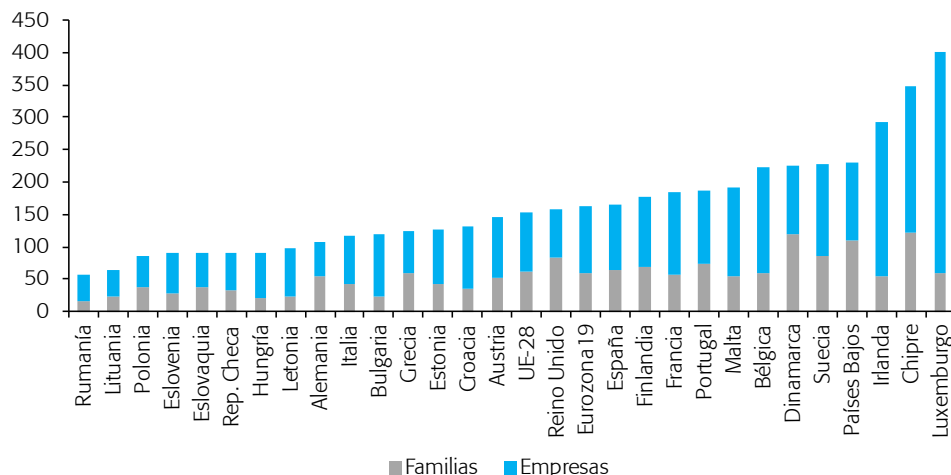
Por su parte, la deuda de las familias españolas alcanzó un valor máximo del 84% del PIB en 2009, aunque la mayor brecha con la UE-28 (20,3 pp) tuvo lugar un año antes. Desde 2009, la deuda de las familias españolas en relación al PIB ha caído casi 20 pp, para situarse en 2016 en el 64,4%. En 2016, la brecha España-UE alcanza solo 2,5 pp, el menor valor del periodo analizado. En relación a las grandes economías europeas, la ratio deuda/PIB de las familias españolas supera a Italia (41,7%), Alemania (53,3%) y Francia (57,2%), y es inferior al Reino Unido (83,2%).

En resumen, el desapalancamiento de las empresas y las familias españolas desde 2010 es muy intenso: 482.000 millones de euros, lo que supone una caída del 21% en valores absolutos, y de casi 50 pp en términos de su peso en el PIB.

Gráfico 2

Deuda/PIB. Sector privado no financiero. Países de la UE-28, 2016

(Porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Sostenibilidad de la deuda privada

Un análisis más riguroso de la sostenibilidad de la deuda debe tener en cuenta que los recursos de que disponen los agentes económicos para

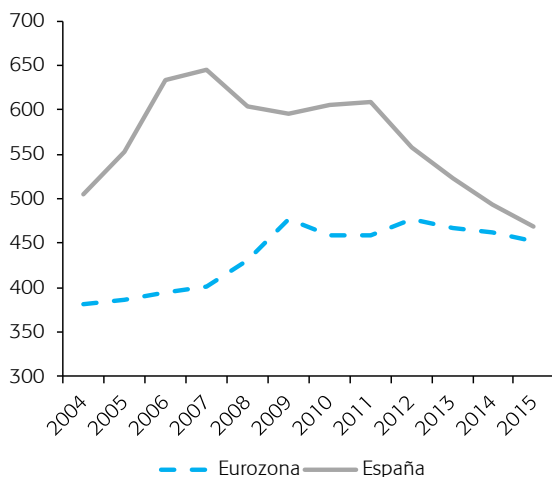
hacer frente a su devolución no es el PIB total de la economía, sino la renta bruta disponible. En el caso de las empresas, esos ingresos netos se corresponden con el beneficio bruto después impuestos, y en el de las familias, con su renta bruta disponible.

Gráfico 3

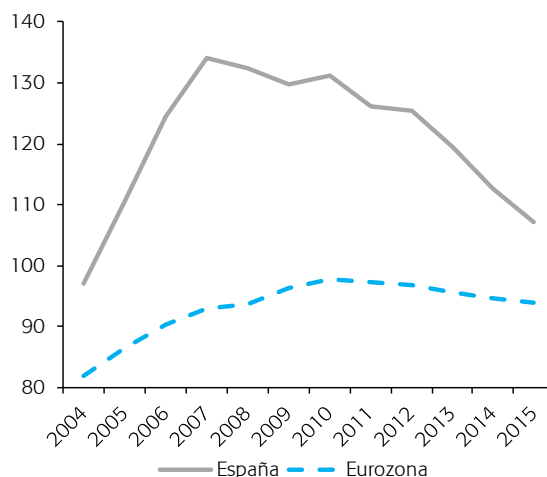
Sostenibilidad de la deuda privada

(Porcentaje)

a) Empresas privadas no financieras: deuda/margen bruto de explotación



b) Familias: deuda/renta bruta disponible



Fuente: Eurostat.

Eurostat ofrece en sus bases de datos información tanto de la deuda como de la renta bruta de empresas y familias. En el primer caso (gráfico 3), la ratio deuda/ resultado bruto de explotación siempre se ha situado por encima de la media de la eurozona. El intenso crecimiento del endeudamiento explica que aumentara de 2004 a 2007 140 pp. hasta situarse en el 645%, es decir, que en 2008 las empresas españolas con el beneficio bruto de ese año necesitaban algo más de 6 años para amortizar la deuda. El porcentaje se mantuvo en niveles elevados hasta 2011 y desde entonces ha caído hasta el 468% en 2015 (último dato disponible).

En comparación con las empresas de la eurozona, mientras que estas últimas han necesitado como máximo la renta bruta de 4,8 años para amortizar su deuda, en España ha llegado a máximos de 6,5 años. Fue en 2007 cuando la diferencia entre España y la eurozona alcanzó la mayor distancia de 2,4 años. En 2015 prácticamente ha desaparecido.

En el caso de las familias españolas, la sostenibilidad de la deuda siempre ha sido mayor que la de las empresas en términos de la ratio deuda/ renta bruta disponible. El creciente endeudamiento en los años de expansión del crédito duplicó la ratio de 2000 a 2007, hasta alcanzar el 134%, por lo que la deuda era 1,34 veces superior a la renta bruta de ese año. Fue entonces cuando se alcanzó además la máxima diferencia con la eurozona, con una distancia de 41 pp. Desde 2007, la sostenibilidad ha mejorado de forma progresiva, si bien en 2015 el nivel de la ratio (107,2%) sigue estando muy por encima del inicial en el año 2000 (68%). La brecha con la eurozona se ha reducido a 13pp., ya que mientras en 2015 las familias españolas (incluyendo las endeudadas y no endeudadas) deberían destinar el 107% de su renta bruta disponible para amortizar por completo su deuda, las europeas necesitan el 94% de su renta.

El servicio de la deuda

El análisis hasta ahora realizado mide el endeudamiento del sector privado ya sea en relación al

PIB de la economía en su conjunto, ya sea en relación a la renta bruta disponible para hacer frente a su amortización. En ambos casos se tiene en cuenta el *stock* vivo de la deuda y, por tanto, la deuda pendiente de amortizar.

Otro análisis de interés que permite completar la visión del endeudamiento es la carga o servicio de la deuda, entendiendo como tal el esfuerzo que debe hacer el sector privado cada año, tanto en términos del coste financiero (intereses pagados y comisiones) como de la amortización del principal, en relación con la renta bruta disponible. Se trata por tanto de una aproximación flujo (compareda flujos con flujos, es decir, cantidad de deuda amortizada en un año y costes financieros soportados ese año, con beneficio o renta) y no *stock* (deuda pendiente de pago).

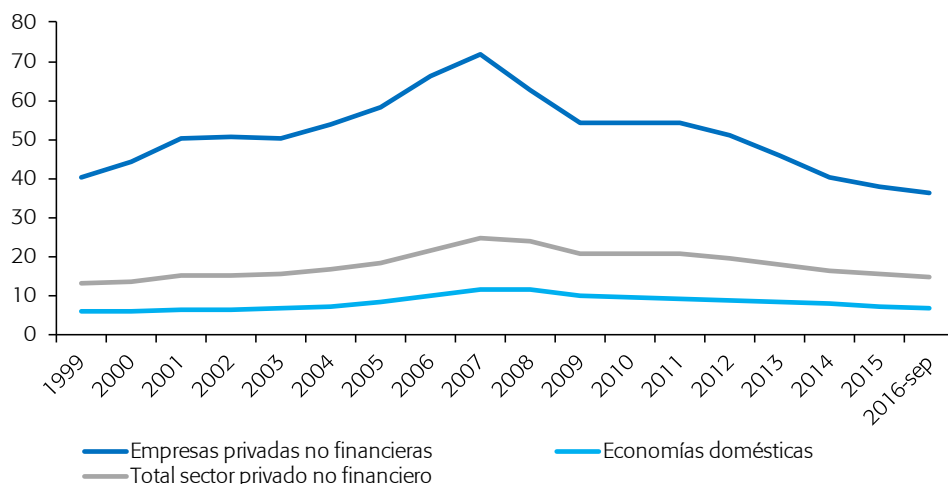
Las empresas españolas destinan el 36,3% de su renta bruta disponible a hacer frente al servicio de la deuda, porcentaje que es muy inferior, un 6,9%, en el caso de las familias. En las empresas, la ratio es el doble que en Alemania, pero similar a Italia y Reino Unido, e inferior a Francia. En las familias, es equivalente a la de Alemania y Francia, aunque algo más elevado que en Italia.

El BIS ofrece en sus estadísticas un indicador del servicio de la deuda para el sector privado no financiero, que mide el porcentaje de la renta bruta disponible (antes de pagar intereses y dividendos) que se utiliza para hacer frente dicho servicio. Como señala el BIS, es una ratio relevante para analizar la interacción entre los problemas reales y financieros de la economía, y un indicador adelantado de crisis sistémica. Así, si el servicio de la deuda alcanza un nivel excesivo, puede desencadenar el incumplimiento de las obligaciones financieras de empresas y familias, lo que se traduce en una mayor morosidad. En economías muy dependientes de la financiación bancaria, si la ratio alcanza niveles preocupantes, puede abocar a una crisis bancaria. De forma paralela, cuanto mayor sea el porcentaje de la renta que empresas

Gráfico 4

Ratio del servicio de la deuda para el sector privado no financiero español

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)



Fuente: BIS.

y familias destinan a hacer frente a la carga de la deuda, menor será la inversión y el consumo, y por tanto, el crecimiento económico.

Centrando inicialmente la atención en la evolución de la carga de la deuda en España, el gráfico 4 muestra un aumento del servicio de la deuda para el total del sector privado de 1999 a 2007, pasando del 13,3% al 24,7%, por lo que la carga de la deuda casi se duplicó en solo ocho años. Desde entonces, la carga ha ido cayendo de forma progresiva hasta alcanzar en 2016 (septiembre) el 14,9%, solo 1,6 pp por encima del de 1999.

La evolución temporal de la ratio del servicio de la deuda es similar en familias y en empresas, si bien el nivel es muy superior en estas últimas. Así, de 1999 a 2007 la ratio aumentó 31,3 pp en las empresas hasta alcanzar un máximo del 71,7%, mientras que en las familias, la ratio aumentó 5,5 pp hasta situarse en el 11,5%. Por tanto, justo en el momento del estallido de la crisis, la carga de la deuda de las empresas y familias españolas alcanzó su máximo nivel, destinando las primeras casi tres cuartas partes de su renta bruta disponible a hacer frente al servicio de la deuda, y las segundas el 11,5%.

Desde 2007, el servicio de la deuda se ha reducido en empresas y familias: un 50% en las primeras y un 40% en las segundas. Así, en 2016 las empresas españolas destinan el 36,3% de su renta bruta disponible al servicio de la deuda y las familias el 6,9%. En las empresas, es el menor porcentaje desde 1999 y en las familias supone regresar al nivel de inicios de siglo.

La comparativa internacional que muestran el cuadro 1 y el gráfico 5 ofrece varios mensajes de interés:

- En el caso de las empresas, las españolas destacan por ser con diferencia las que más aumentaron la carga de la deuda en los años de expansión, de 1999 a 2007, ya que la ratio aumentó 31,3 pp hasta situarse en el 71,7%, el mayor valor de los países para los que el BIS suministra información. Eso implica que las empresas destinaban casi tres cuartas partes de su renta bruta disponible a pagar costes financieros y amortizar deuda, frente a valores del 19,5% en Alemania, 41,1% en Francia, 39,5% en Italia y 39,3% en Reino Unido, por poner algunos ejemplos.

- En el periodo de crisis iniciado en 2007, son de nuevo las empresas españolas las que más vieron reducir el servicio de la deuda, cayendo hasta 2016 en 35,4 pp. En ese año, destinaban el 36,3% de su renta bruta disponible a hacer frente al servicio de la deuda, un nivel que es el doble de Alemania (18,9%), pero similar a Italia (36,6%) y Reino Unido (34,3%) e inferior a Francia (48,5%).
- Entre 1999 y 2007, la carga de la deuda de las familias españolas prácticamente se duplicó, hasta situarse en el 11,5%, por encima de las familias francesas (5,8%), alemanas (8,1%) e italianas (5,2%), pero por debajo de las británicas (13,2%). Eran niveles de servicio de la deuda claramente inferiores a los de las empresas, ya que en el caso de España suponían destinar el 11,5% de la renta bruta disponible a pagar intereses y amortizar capital de la deuda, frente al 71,7% de las empresas.
- La crisis y el desapalancamiento posterior, junto con la caída del coste de la financiación, explican que la ratio del servicio de la deuda de las familias españolas haya caído 4,6 pp, hasta alcanzar el 6,9% en 2016, nivel similar al de 2003. En 2016, las familias españolas destinan un porcentaje de su renta bruta al servicio de la deuda relativamente similar al de las familias alemanas (6,3%) y francesas (6,2%) y algo más elevado que las italianas (4,5%).
- La visión conjunta del sector privado muestra que en 2016 el servicio de la deuda absorbe el 14,9% de la renta privada de la economía española, por encima del valor de Alemania (9,7%), Italia (11,2%), pero por debajo de Francia (17,1%) y Reino Unido (15%). El servicio actual de la deuda es 9,8 pp inferior al de 2007, momento en el cual alcanzó un máximo en España, ya que era necesario entonces destinar la cuarta parte de la renta

Cuadro 1

Ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)

	a) Total				
	1999	2007	2016	Variación 1999-2007	Variación 2007-2016
Bélgica	15,2	17,7	21,2	2,5	3,5
Canadá	20,4	21,2	24,5	0,8	3,3
Alemania	13,3	11,3	9,7	-2,0	-1,6
Dinamarca	21,1	30,8	23,3	9,7	-7,5
ESPAÑA	13,3	24,7	14,9	11,4	-9,8
Finlandia	13,3	16,1	16,4	2,8	0,3
Francia	14,7	15,9	17,1	1,2	1,2
Reino Unido	14,0	19,4	15,0	5,4	-4,4
Italia	9,7	13,6	11,2	3,9	-2,4
Japón	20,4	15,7	14,1	-4,7	-1,6
Países Bajos	23,3	23,8	25,6	0,5	1,8
Noruega	23,1	27,0	25,3	3,9	-1,7
Portugal	14,9	20,9	17,4	6,0	-3,5
Suecia	17,4	19,6	20,3	2,2	0,7
EE.UU.	16,7	18,4	14,6	1,7	-3,8

Cuadro 1 (continuación)

Ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)

<i>b) Empresas no financieras</i>					
	1999	2007	2016	Variación 1999-2007	Variación 2007-2016
Bélgica	40,8	43,4	49,1	2,6	5,7
Canadá	52,5	43,2	61,2	-9,3	18,0
Alemania	26,1	19,5	18,9	-6,6	-0,6
Dinamarca	32,2	51,6	39,6	19,4	-12,0
ESPAÑA	40,4	71,7	36,3	31,3	-35,4
Finlandia	31,4	31,0	39,6	-0,4	8,6
Francia	45,3	41,1	48,5	-4,2	7,4
Reino Unido	30,6	39,3	34,3	8,7	-5,0
Italia	28,9	39,5	36,6	10,6	-2,9
Japón	59,2	35,8	31,4	-23,4	-4,4
Países Bajos	49,6	35,9	41,8	-13,7	5,9
Noruega	51,6	45,9	42,8	-5,7	-3,1
Portugal	51,9	62,1	54,1	10,2	-8,0
Suecia	30,2	29,5	35,1	-0,7	5,6
EE.UU.	44,0	44,2	40,7	0,2	-3,5

<i>c) Economías domésticas</i>					
	1999	2007	2016	Variación 1999-2007	Variación 2007-2016
Bélgica	5,9	6,2	7,8	0,3	1,6
Canadá	10,5	13,1	12,3	2,6	-0,8
Alemania	9,5	8,1	6,3	-1,4	-1,8
Dinamarca	16,8	21,4	15,9	4,6	-5,5
ESPAÑA	6,0	11,5	6,9	5,5	-4,6
Finlandia	4,7	7,9	7,1	3,2	-0,8
Francia	4,8	5,8	6,2	1,0	0,4
Reino Unido	9,0	13,2	9,7	4,2	-3,5
Italia	3,2	5,2	4,5	2,0	-0,7
Japón	8,9	8,2	7,3	-0,7	-0,9
Países Bajos	13,6	17,4	17,8	3,8	0,4
Noruega	10,6	15,6	14,8	5,0	-0,8
Portugal	7,3	11,0	7,5	3,7	-3,5
Suecia	8,9	11,0	11,2	2,1	0,2
EE.UU.	9,7	11,6	8,2	1,9	-3,4

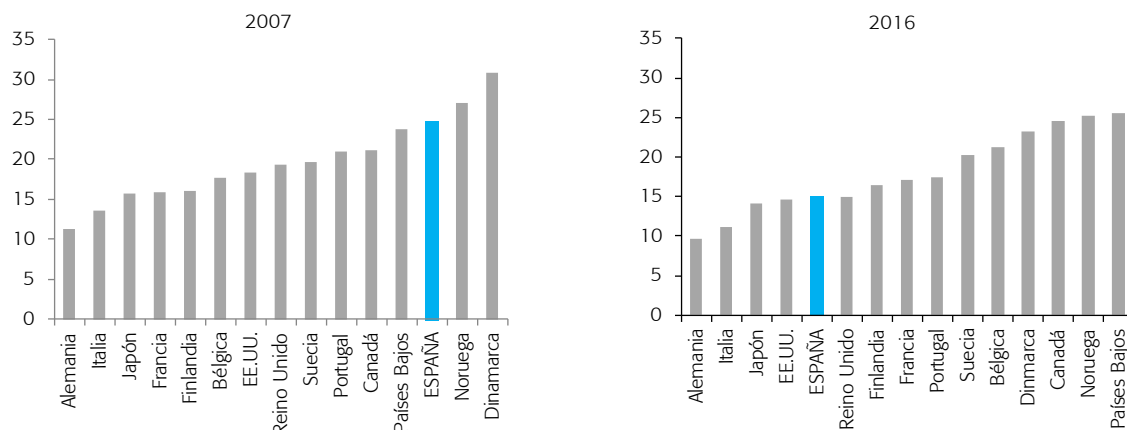
Fuente: BIS.

Gráfico 5

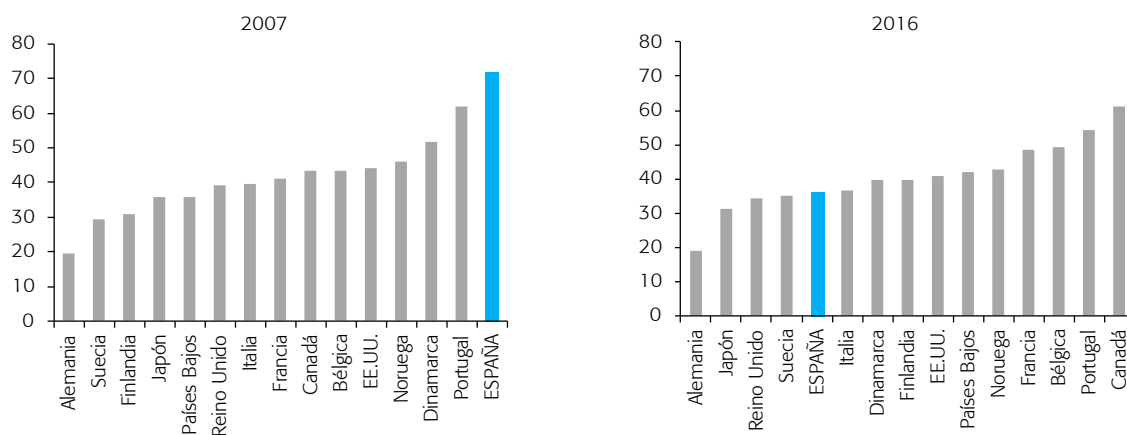
Ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)

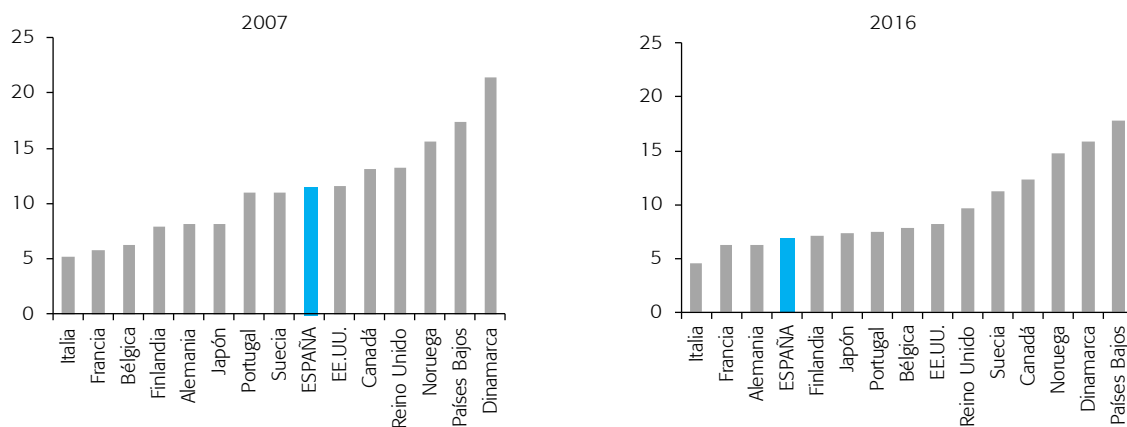
a) Total sector privado no financiero



b) Empresas privadas no financieras



c) Economías domésticas



Fuente: BIS.

bruta disponible al servicio de la deuda, porcentaje muy superior al resto de los países desarrollados. La carga de la deuda actual en España ha regresado a un nivel relativamente similar al que había a principios del siglo XXI.

Conclusiones

El intenso desapalancamiento que ha realizado el sector privado de la economía española en los años más recientes se ha traducido en una reducción de la deuda equivalente a 50 pp de PIB, lo que ha permitido recortar a 3,4 pp la distancia a la media de la eurozona. No obstante, el endeudamiento sigue siendo muy superior (13,4 pp) a la media de la UE-28, lo que implica que aún hay un desapalancamiento pendiente que condiciona la recuperación, entre otras cosas, del crédito bancario y que supone también un freno al consumo y a la inversión. El sobreendeudamiento relativo a la UE-28 tiene lugar sobre todo en las empresas, donde la ratio deuda/PIB es 10,9 pp superior en España, mientras que en las familias la distancia es de solo 2,5 pp.

No obstante, una visión más rigurosa del endeudamiento debe poner en relación la deuda a soportar con los ingresos netos de que se dispone para amortizarla. En este caso, la información más reciente muestra que la deuda de las empresas españolas equivale a 4,7 veces su beneficio bruto, valor ligeramente superior al de las empresas de la eurozona (4,5). En el caso de las familias, la deuda de las españolas representa el 107% de su renta bruta disponible, 13 pp por encima de las familias europeas. En las empresas, el endeudamiento siempre ha sido superior a la eurozona, con una brecha que se ha ido cerrando hasta casi desaparecer. En las familias, el diferencial fue máximo en 2007, pero desde entonces ha ido cayendo hasta situarse en 13 pp en 2015.

Un exceso de endeudamiento, entendido como el peso del *stock* de deuda acumulada en relación al PIB o a la renta de los agentes que deben hacer frente a esa deuda, es un dato preocupante ya que hace más vulnerable a empresas y familias ante un endurecimiento en el acceso

a la financiación, lo que a la larga impacta en la inversión y consumo. Pero más preocupante es que el flujo anual del servicio de la deuda (costes financieros y amortización del principal) sea excesivo en comparación con la capacidad de pago, es decir, con la renta bruta disponible (antes de intereses y dividendos) para hacer frente a la carga de la deuda. En este caso, la situación del sector privado ha mejorado mucho desde el inicio de la crisis en 2007, ya que si en aquel año el servicio de la deuda hipotecaba la cuarta parte de la renta bruta disponible de las empresas y familias, en la actualidad el porcentaje ha caído al 14,9%. No obstante, sigue estando por encima del sector privado de Alemania (9,7%) e Italia (11,2%), aunque es similar al Reino Unido e inferior al de Francia (17,1%).

También la situación ha mejorado mucho en las empresas, ya que de tener que destinar en 2007 el 71,7% de la renta bruta disponible (antes de intereses y dividendos) al servicio de la deuda, en 2016 ha caído al 36,3%, valor muy superior a Alemania (18,9%), pero inferior a Francia (48,5%) y relativamente similar a Italia (36,6%) y Reino Unido (34,3%).

La reducción de los tipos de interés ha contribuido de forma decisiva a aliviar la carga de la deuda del sector privado de la economía española. Solo en intereses pagados, las empresas y familias han reducido en 83.000 millones dicha carga desde el año 2008. Pero si el desapalancamiento se ralentiza o el coste de la financiación aumenta, la vulnerabilidad financiera volverá a empeorar.

Además de la caída del endeudamiento, la reducción de los tipos de interés ha contribuido de forma decisiva a aliviar la carga de la deuda del sector privado de la economía española. Así, solo en intereses pagados, las empresas y familias han reducido en 83.000 millones de euros dicha carga desde 2008. Para que esta siga cayendo, es necesario que continúe el desapalancamiento

y que el coste de la financiación (tipos de interés) se mantenga en niveles razonables. De lo contrario, volverá a empeorar la vulnerabilidad financiera.

Referencias

- BIS (2017), *Debt service ratios for the private non-financial sector*, <http://www.bis.org/statistics/dsr.htm>
- COMISIÓN EUROPEA (2016), *Alert Mechanism Report 2017*, Bruselas.
- LAEVEN, L., y F. VALENCIA (2013), "Systemic Banking Crises Database", *IMF Economic Review*, 61 (2): 225-270.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2009), "The Aftermath of Financial Crisis", *American Economic Review*, 99(2): 466-472.

Banca en la sombra: España en el entorno global

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La banca en la sombra comprende el conjunto de actividades crediticias y con implicaciones sistémicas potenciales que se acometen a través de vehículos no bancarios y, con frecuencia, fuera de un perímetro regulatorio definido. En España –entre otras cuestiones por el marcado perfil bancario del entramado institucional financiero– estas actividades han tenido un desarrollo limitado y apenas representan un 0,7% del total global. Aun así, todo el sector no bancario gestionaba en España 1,34 billones de euros en 2016. La progresión de la banca en la sombra en el conjunto de la eurozona y el potencial de contagio de este tipo de actividades son factores que conviene considerar para mantener su monitorización. En este sentido, las autoridades supervisoras y reguladores mantienen una coordinación internacional para tratar de evitar los riesgos de contagio de un negocio que continúa creciendo de forma significativa.

Acotando la definición de banca en la sombra y su importancia sistémica

Aunque parece tener connotaciones de oscuridad o clandestinidad, la denominación “banca en la sombra” se ha acabado usando sin un contenido peyorativo; en todo caso, preventivo. El Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) se ha convertido, probablemente, en la institución que ha propiciado una definición más aceptada de la banca en la sombra o *shadow banking*: la intermediación crediticia que comprende entidades o actividades que, en todo o en parte, se desarrollan al margen del sector bancario habitual. Cuando este tipo de negocio se hizo más habitual y, finalmente, durante y después de la cri-

sis, se encontraban en múltiples ocasiones definiciones que situaban la banca en la sombra como aquella que escapaba a la regulación o, incluso, que estaba al margen de la ley. Esto, sin embargo, puede ser incorrecto e impreciso porque la importancia del *shadow banking* procede de su potencial sistémico y de que, tratándose de actividades reguladas, puedan estarlo en menor medida que las del sector bancario y, en algunos casos, de forma incompleta o inadecuada. Haciendo uso de la siempre socorrida teoría de conjuntos, el gráfico 1 muestra que de lo que hablamos es de un negocio financiero asimilable al bancario, desarrollado por instituciones no bancarias pero con implicaciones sistémicas y poca o insuficiente cobertura regulatoria.

* Bangor Business School, CUNEF y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

Gráfico 1

Acotando la banca en la sombra



Fuente: Elaboración propia.

Fueron las reuniones del G-20, propiciadas por la gravedad de la crisis financiera, las que acabaron haciendo que la denominación “banca en la sombra” se impusiera a otras como “banca basada en los mercados” o “banca fuera de la regulación”.

El Financial Stability Board define la banca en la sombra como la intermediación crediticia que comprende entidades o actividades que, en todo o en parte, se desarrollan al margen del sector bancario habitual. Se trata, por tanto, de un negocio financiero asimilable al bancario, desarrollado por instituciones no bancarias pero con implicaciones sistémicas y poca o insuficiente cobertura regulatoria.

Lo que el FSB ha intentado es dotar de un sentido práctico a la definición, para lo que ha avanzado en dos direcciones. En primer lugar, desde 2011, coordina con múltiples autoridades nacionales —a través de sus informes de seguimiento— el desarrollo de un mapa lo más completo posible de las entidades y actividades que se engloban en cada país dentro del *shadow banking*. En segundo

lugar, ha desarrollado, desde 2015, una definición técnica adicional, la llamada “medida restringida” (*narrow measure*) de banca en la sombra, que circunscribe la definición a aquellas entidades no bancarias que las autoridades consideran que están inmersas en actividades de intermediación crediticia y de las que pueden derivarse riesgos sistémicos. Esto deja fuera de la acepción a aquellas instituciones que no desarrollan actividades de intermediación crediticia, de forma directa o indirecta, o que están integradas en un grupo consolidado bancario. Debe, además, señalarse que, como “actividades crediticias” se considera todo un grupo amplio de posibilidades de apalancamiento y endeudamiento.

En esta nota, se trata de analizar la situación y evolución reciente de la banca en la sombra en el entorno global, así como la posición y perspectivas de España. Es importante señalar que el caso español destaca por su carácter eminentemente preventivo. En este punto, si se identifica una parte del *shadow banking* como una de las causas de la crisis —transmisión de riesgos generada por productos estructurados—, puede comprobarse que en España ese tipo de contagio fue limitado y las autoridades supervisoras tuvieron su papel en que

así fuera, limitando o exigiendo importantes provisiones por el desarrollo de estas actividades. Pero también es conveniente señalar que una de las cuestiones más determinantes del *shadow banking* es que su importancia radica, muy especialmente, en la posibilidad de contagio que puede tener para el sector bancario.

Muchos analistas consideran que la banca en la sombra constituye la principal amenaza para la estabilidad financiera internacional, lo que podría dar lugar a un aumento de las primas de riesgo a escala global.

Precisamente, el Banco de España publicó en el mes de junio el *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*¹. En el mismo se describen algunos esfuerzos regulatorios respecto a la banca en la sombra y se señala que “la acumulación de riesgos fuera del sector bancario tuvo graves consecuencias en el estallido de la crisis, lo que propició el impulso por parte del G-20 de medidas para evitar el riesgo de que actividades bancarias migrasen a participantes o mecanismos no regulados, o menos regulados, del sistema financiero (banca en la sombra o *shadow banking*) (...) Fruto de las recomendaciones del FSB, se desarrollaron medidas regulatorias para abordar los riesgos ligados a las titulizaciones o las interconexiones entre bancos y otras entidades (por ejemplo, mediante mejoras en las normas de consolidación de entidades fuera de balance y mejoras en la regulación prudencial)”.

España en el contexto internacional

¿Cuál es la situación e incidencia de la banca en la sombra a escala global? ¿Qué lugar ocupa España en este entorno? El último informe de seguimiento del FSB, el *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*², ofrece algunas conclusiones de interés al respecto. En primer lugar,

sugiere que la práctica totalidad de las actividades de intermediación financiera no bancaria han seguido creciendo en los últimos años, particularmente en la eurozona donde, respecto a otras jurisdicciones, se partía de niveles algo menores. En segundo lugar, se estima que la interconexión entre la actividad de los intermediarios no bancarios y los bancarios ha disminuido, tras la respuesta regulatoria, pero permanece aún en niveles superiores a los de antes de la crisis. Por otro lado, se señala que el principal crecimiento de estas actividades procede de vehículos de inversión colectiva en diferentes acepciones, a los que se hará referencia más adelante.

En Europa, los diferentes informes de estabilidad financiera publicados por el Banco Central Europeo (BCE) en los últimos años sugieren que el sistema financiero de la moneda única se ha mostrado resistente a los episodios ocasionales de volatilidad registrados en los mercados financieros, pero advierten de un aumento de las posibilidades de que se produzca un incremento brusco de las primas de riesgo a escala global. Ese aumento vendría motivado en gran medida por el *shadow banking*, que muchos analistas consideran la principal amenaza para la estabilidad financiera internacional. Para el BCE, este contexto es delicado en un momento en el que la deuda de los emisores soberanos y del sector privado sigue siendo elevada en muchos países.

Como muestra el cuadro 1, los activos financieros globales se estiman en 321 billones de dólares de los cuales los bancos privados gestionan 133, pero las llamadas “otras instituciones financieras” alcanzan ya los 92 billones de dólares, un 28,8% del total.

También resulta destacable el hecho de que las entidades de seguros y gestoras de fondos de pensiones representen el 17,7% del total, en la medida en que su operativa puede ser más compleja de lo que se piensa en ocasiones, y su vinculación con actividades de inversión que entrañan riesgo de contagio también es significativa.

¹ http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Otras_publicacio/informe-sobre-la/

² <http://www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016-monitoring-dataset/>

Cuadro 1

Estructura del sistema financiero global, 2015

	TOTAL	Bancos centrales	Bancos	Instituciones financieras públicas	Entidades de seguros	Fondos de pensiones	Otras instituciones financieras*	Entidades financieras auxiliares**
Activos financieros globales (billones de dólares)	321	24	133	13	28	29	92	1
Porcentaje sobre el total	100,0	7,4	41,6	4,2	8,6	9,1	28,8	0,3

Notas: Datos de finales de 2015.

* Instituciones multilaterales y prestamistas.

** Empresas o cuasi-empresas que prestan servicios de intermediación sin ostentar la propiedad de los activos.

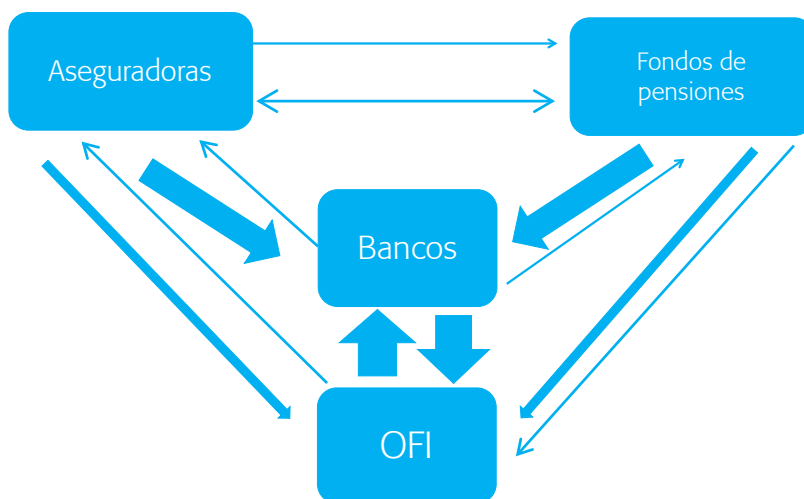
Fuente: *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*, (Financial Stability Board) y elaboración propia.

Algunos de estos vínculos entre entidades bancarias y no bancarias se describen en el gráfico 2, a partir del esquema de flujos que muestra el propio FSB en su informe de seguimiento de 2016. Las entidades denominadas "otras instituciones financieras (OFI, por su denominación anglosajona) comprenden una amplia gama que incluye fondos de inversión, fondos de cobertura (*hedge funds*), auxiliares financieros e instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero. Las OFI pueden

canalizar parte de su actividad a través de bancos y/o tomar posiciones en los mismos u ofrecer vehículos y servicios que determinan riesgos en flujos financieros que pueden afectar potencialmente al negocio bancario. Las aseguradoras y fondos de pensiones también cuentan con vínculos con bancos en y con las OFI, en la medida en que depositan o canalizan sus fondos e inversiones a través de estas instituciones o en destinos que pueden verse afectados por la actividad de la OFI y de los bancos.

Gráfico 2

Flujos entre instituciones financieras bancarias y no bancarias



Notas: La flecha indica un derecho de la institución de origen frente a la que apunta y el tamaño de la flecha aproxima la importancia de esos derechos. OFI es la denominación estándar internacional para "Otras entidades financieras".

Fuente: *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016* (Financial Stability Board) y elaboración propia.

Es importante señalar que algunas declaraciones recientes desde el propio FSB muestran cierto optimismo sobre cómo se está monitorizando a las OFI y a la banca en la sombra. Mark Carney, presidente del FSB y gobernador del Banco de Inglaterra, señaló el pasado 3 de junio —antes de la reunión del G-20 en Hamburgo— en la presentación del informe anual del FSB que “en la última década, las reformas financieras del G-20 han arreglado algunos de los fallos del sistema que causaron la crisis financiera global”. El propio informe del FSB asegura que estas reformas han logrado solventar algunos de los problemas más acuciantes relacionados con la crisis, entre otros en materia de supervisión de banca en la sombra.

La reducida presencia de la banca en la sombra en España es atribuible a la propia idiosincrasia y raigambre institucional del sistema financiero, con un elevado peso de las entidades bancarias. En todo caso, esto no significa que no deban monitorizarse, dentro y fuera de las fronteras españolas, los flujos que el shadow banking genera, por su carácter sistémico y su potencial de contagio.

En cuanto al caso español, el Banco de España ha participado activamente, en coordina-

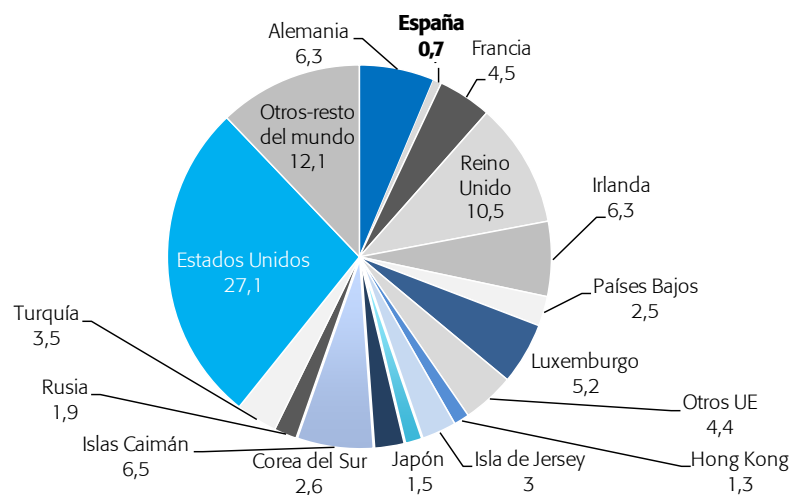
ción con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y otras autoridades españolas, en el análisis liderado por el FSB de las posibles entidades pertenecientes al sector de banca en la sombra. Otras instituciones en Europa, como la Junta de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB) están también monitorizando estas tendencias. Como muestra el gráfico 3, a partir de información de la ESRB, la participación de España en el conjunto de la banca en la sombra global es muy reducida, apenas el 0,7%. Esto contrasta con otros países de la eurozona como Alemania (6,3%), Francia (4,5%) o Luxemburgo (5,2%) y aún más con los casos de Reino Unido (10,5%) y, especialmente, Estados Unidos (27,1%).

La reducida presencia de la banca en la sombra en España es atribuible a la propia idiosincrasia y raigambre institucional del sistema financiero, con un elevado peso de las entidades bancarias. En todo caso, como se ha señalado anteriormente, esto no hace menos importante la necesidad de monitorizar estos flujos dentro y fuera de las fronteras españolas, puesto que el carácter sistémico y el contagio potencial desde el lado no bancario del sistema al bancario son dos características inherentes al *shadow banking*.

Gráfico 3

Importancia relativa de España en la banca en la sombra global, 2016

(Porcentaje sobre el total)



Fuente: EU Shadow Banking Monitor (Junta Europea de Riesgo Sistémico) y elaboración propia.

Las instituciones financieras no bancarias en España

En el cuadro 2 se muestra, a abril de 2017 (último dato disponible) la estructura de la actividad de las actividades financieras monetarias en España. Se trata, por tanto, de las que se encuentran fuera del perímetro más estricto de banca en la sombra. Obviamente, el Banco de España, como supervisor. Y también las “otras instituciones financieras monetarias”, bancos, establecimientos financieros de crédito y fondos monetarios. El 56% de sus activos totales son préstamos y créditos y el 15,27% son valores representativos de deuda. El 3,07% son participaciones en capital y el resto, son participaciones de menor peso relativo en fondos y otros valores. En total, las “otras” instituciones financieras monetarias manejan 2,69 billones de euros en España.

En el gráfico 4 se muestran los activos totales del otro lado del sector financiero, el de las instituciones financieras no monetarias, que comprenden fondos de inversión no monetarios, otros intermediarios financieros (como fondos de titulización), auxiliares financieros (como fondos de valores), empresas de seguros y fondos de pensiones. Los activos manejados por estas entidades son significativos. Aunque han seguido una trayectoria irregular en los últimos años, alcanzaron los 1,27 billones de euros en 2016, lo que supone prácticamente la mitad de los que gestionan las instituciones monetarias, como se ha mostrado anteriormente.

Si se consideran las instituciones no monetarias y se les añaden los fondos no monetarios y los establecimientos financieros de crédito, se conforma el conjunto de entidades financieras no bancarias. Una descripción del mismo y de su evolución entre 2010 y 2016 se ofrece en el cuadro 3.

Cuadro 2

Estructura de la actividad de las instituciones financieras monetarias en España (abril de 2017)

(Millones de euros y porcentaje de participación sobre el total)

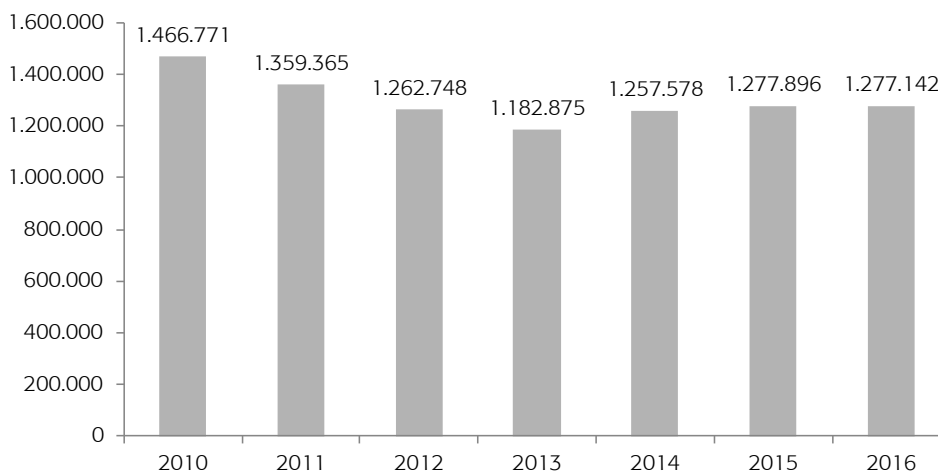
	<i>Banco de España</i>	<i>% total</i>	<i>Otras instituciones financieras monetarias</i>	<i>% total</i>
Préstamos y créditos de residentes en España	176.545	27,40	1.504.664	56,00
Valores representativos de deuda de residentes en España	231.526	35,93	410.269	15,27
Participaciones en fondos de inversión de residentes en España			891	0,03
Participaciones en el capital de residentes en España	72	0,01	82.573	3,07
Préstamos y créditos de residentes en otros países de la eurozona	8.418	1,31	107.839	4,01
Valores representativos de deuda de residentes en otros países de la eurozona	17.979	2,79	59.277	2,21
Participaciones en fondos de residentes en otros países de la eurozona			613	0,02
Participaciones en el capital de residentes en otros países de la eurozona	1.313	0,20	33.870	1,26
Resto del mundo y sin clasificar	208.576	32,37	486.943	18,12
Activo total	644.429	100,00	2.686.939	100,00

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 4

Activos totales de las instituciones financieras no monetarias en España

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 3

Instituciones financieras no bancarias: Activo total

(Millones de euros y porcentaje sobre el total)

	2010	% total	2016	% total
<i>Fondos de inversión no monetarios</i>	164.216	10,75	263.640	19,69
Fondos de renta fija	91.402	5,98	85.251	6,37
Fondos de renta variable	13.636	0,89	26.620	1,99
Fondos mixtos	10.825	0,71	56.693	4,23
Fondos inmobiliarios	7311	0,48	1.678	0,13
<i>Hedge funds</i>	1.432	0,09	2.137	0,16
Otros fondos	41.847	2,74	91.762	6,85
<i>Otros intermediarios financieros</i>	713.868	46,74	297.463	22,21
Fondos de titulización	496.425	32,50	223.539	16,69
Sociedades de valores	8.631	0,57	2.087	0,16
Entidades de contrapartida central	30.037	1,97	17.161	1,28
SOCIMI			10.950	0,82
<i>Auxiliares financieros e instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero</i>	239.028	15,65	271.220	20,25
Agencias de valores	190	0,01	168	0,01
Emisores de participaciones preferentes	154.521	10,12	106.395	7,95
Sedes centrales de grupos financieros	57.187	3,74		
Sociedades holding que no gestionan filiales	100.537	6,58		
<i>Empresas de seguros</i>	244.235	15,99	309.518	23,11
<i>Fondos de pensiones</i>	105.424	6,90	135.301	10,10
<i>Fondos del mercado monetario</i>	8.174	0,54	9.405	0,70
<i>Establecimientos financieros de crédito</i>	52.453	3,43	52.579	3,93
TOTAL INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS	1.527.398	100,00	1.339.126	100,00

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Los fondos no monetarios han aumentado su participación de forma significativa desde 2010 (10,75%) hasta 2016 (19,79%), a medida que las condiciones de mercado han mejorado en términos relativos. Sin embargo, los “otros intermediarios financieros” –donde destacan los fondos de titulización– han reducido su peso de manera sustancial en el mismo período, del 46,74% al 22,21%. Cabe señalar, en esta categoría las cada vez más populares SOCIMI (Sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario) con un patrimonio gestionado que ya alcanzaba los 10.950 millones de euros en 2016.

Los activos manejados por las instituciones financieras no bancarias en España alcanzaron los 1,34 billones de euros en 2016. Destacan, entre otras, las empresas de seguros, fondos de pensiones, fondos de titulización, auxiliares financieros y fondos de inversión no monetarios.

Entre los auxiliares financieros destacan los emisores de participaciones preferentes, que suponen un 7,95% del total de instituciones financieras no bancarias.

El grupo no bancario con mayor importancia relativa son las aseguradoras (23,11%) y también tienen una participación significativa (10,10%) los fondos de pensiones.

El total de instituciones financieras no bancarias españolas gestionaba 1,34 billones de euros en 2016, lo que supone una caída respecto a 2010, cuando se llegó a 1,53 billones de euros. La mayor parte de este descenso es atribuible a

la disminución del patrimonio de los fondos de titulización.

Conclusiones

Aun cuando en numerosas ocasiones se hace referencia a la banca en la sombra de forma peyorativa, se trata de una parte muy importante de cualquier sistema financiero en la que los aspectos menos favorables se deben a su potencial de riesgo sistémico. En este sentido, el objetivo de reguladores y supervisores internacionales es coordinar su acción para monitorizar y calcular los riesgos y las probabilidades de contagio y para preservar que estas actividades no escapen al alcance de la regulación que precisan.

En España, el ámbito de la banca en la sombra es limitado y ha sido tradicionalmente controlado por la regulación y supervisión, pero la proliferación de operadores no bancarios en la eurozona y el potencial de contagio requieren un seguimiento continuo. En esta nota se ha mostrado cómo España apenas representa el 0,7% del total del *shadow banking global*. En todo caso, si se considera en sentido amplio, se trata de un conjunto de operadores y actividades no bancarias que en 2016 alcanzaban los 1,34 billones de euros.

En los próximos años, será también necesario analizar el papel que otros operadores no bancarios –los que podrían agruparse bajo la denominación de *FinTech*– puedan tener en el contexto del *shadow banking*, en la medida en que puedan trascender el ámbito de los pagos –donde actúan ahora de forma principal–, para realizar actividades crediticias u otras tradicionalmente propias de los bancos.

Los seguros y los bancos españoles en contraste

Daniel Manzano*

La reciente crisis económica ha alterado notablemente el comportamiento y posicionamiento relativo de los seguros y de los bancos españoles. Los primeros han mostrado bastante mejor desempeño y han reducido su brecha relativa frente a los bancos en las principales magnitudes de tamaño, solvencia y rentabilidad. Y otro tanto ha sucedido si se toma como variable de referencia el empleo. En cualquier caso, ambos sectores han mejorado notablemente sus niveles de solvencia, al tiempo que han reducido la rentabilidad que ofrecen a sus accionistas. Bien es cierto que con una diferencia significativa: los seguros mantienen rentabilidades elevadas de dos dígitos, mientras que la rentabilidad ofrecida por la banca es muy reducida.

Recientemente se publicaron los resultados de la banca española de 2016. Aunque aún no conocemos los datos reales equivalentes del sector seguros, podemos inferir razonablemente su desempeño a partir de la información disponible de los tres primeros trimestres. Como en años anteriores, existen diferencias relevantes. El presente artículo tiene por objeto poner en contraste el comportamiento de uno y otro sector, no solo en este ejercicio sino también a lo largo de la última década, periodo en el que se concentra la grave crisis económico-financiera internacional en la que estuvo inmersa la economía española y mundial.

La revisión de las principales magnitudes permite ilustrar su dispar tamaño relativo en distin-

tas dimensiones, particularidad que diferencia a nuestro sistema financiero de otros de nuestro entorno. También el muy diferente impacto que la crisis ha tenido en ambos sectores. Como es bien conocido, el sector seguros español es significativamente más pequeño que el sector bancario. No obstante, tendremos ocasión de comprobar que la brecha se ha estrechado significativamente a la luz de la evolución de las magnitudes más relevantes. Además, aunque la crisis no ha sido inocua tampoco para el sector seguros español, este ha mostrado, junto a una mayor robustez, menor sensibilidad al ciclo.

Los gráficos que recogemos en los epígrafes siguientes ilustran la evolución de ambos sectores utilizando diferentes magnitudes; en particular, el

* Socio de Afi, presidente de Afi Inversiones Financieras Globales EAFI y de Afi Consultores de las Administraciones Públicas.

tamaño de sus balances, fondos propios, resultados netos y rentabilidad (ROE), medidas todas ellas en términos de agregados de las compañías por sus negocios en España.

El sector seguros capea la crisis en ascenso

En el caso del sector seguros (gráfico 1), su balance agregado ha tenido un crecimiento sos-

tenido durante los últimos diez años, pasando de los poco más de 200 mil millones de euros el año previo al inicio de la crisis, a superar los 300 mil millones; es decir, un aumento del 50% aproximadamente. Lógicamente dicho crecimiento está asociado en gran medida al de las provisiones matemáticas del negocio de vida, representativas en última instancia del volumen total de ahorro gestionado por el seguro de vida.

En paralelo a dicha expansión, puede apreciarse cómo se ha producido un fortalecimiento

Gráfico 1

Evolución de magnitudes relevantes del sector seguros (*)



Nota: (*) Datos agregados del sector por sus negocios en España. Datos de 2016 estimados, a partir de la información disponible de los tres primeros trimestres del año.

Fuente: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y elaboración propia.

de los fondos propios del sector, que han pasado de 23 mil millones de euros a 43 mil millones, multiplicándose en consecuencia casi por dos. Ello se ha traducido lógicamente en una reducción significativa del nivel de apalancamiento del sector, cuyo balance ha pasado de 10 a 7 veces sus fondos propios, en un contexto además de expansión sostenida de aquel.

El balance agregado del sector seguros ha tenido un crecimiento sostenido durante los últimos diez años, pasando de los poco más de 200 mil millones de euros en el año previo al inicio de la crisis, a superar los 300 mil millones, es decir un aumento del 50% aproximadamente.

Este reforzamiento de la solvencia ha sido posible por el mantenimiento durante esta década de unos resultados robustos a pesar de la crisis, que por sí solos lo han facilitado. Dejando al margen el año 2007, en el que se produjo un gran volumen de rescates de seguros de ahorro a largo plazo provocado por la reforma fiscal de 2006¹, desde 2008 ha tenido lugar, en general, un crecimiento relativamente estable de los resultados. En realidad hasta los últimos dos años, periodo en el que los bajos tipos de interés han penalizado los resultados financieros del sector.

Dichos resultados, por encima de los 4 mil millones de euros en media, han propiciado que el sector defina unos niveles de rentabilidad (ROE) razonables e incluso elevados (genéricamente entre el 10% y el 15%, si se exceptúa el excepcional 25% de 2007). Bien es cierto que, en cualquier caso, la rentabilidad del sector ha mostrado una suave pero clara tendencia a la baja hasta la fecha. La razón fundamental ha sido el fortalecimiento de los fondos propios obligado por las mayores exigencias regulatorias de capital (Solvencia II) y por la inestabilidad económica y de los mercados, y no tanto por un deterioro apenas apreciable de sus cuentas de resultados.

¹ Lo cual indujo beneficios extraordinarios ese año a costa, lógicamente, de reducción de los beneficios futuros.

Saneamiento de la banca sin rentabilidad

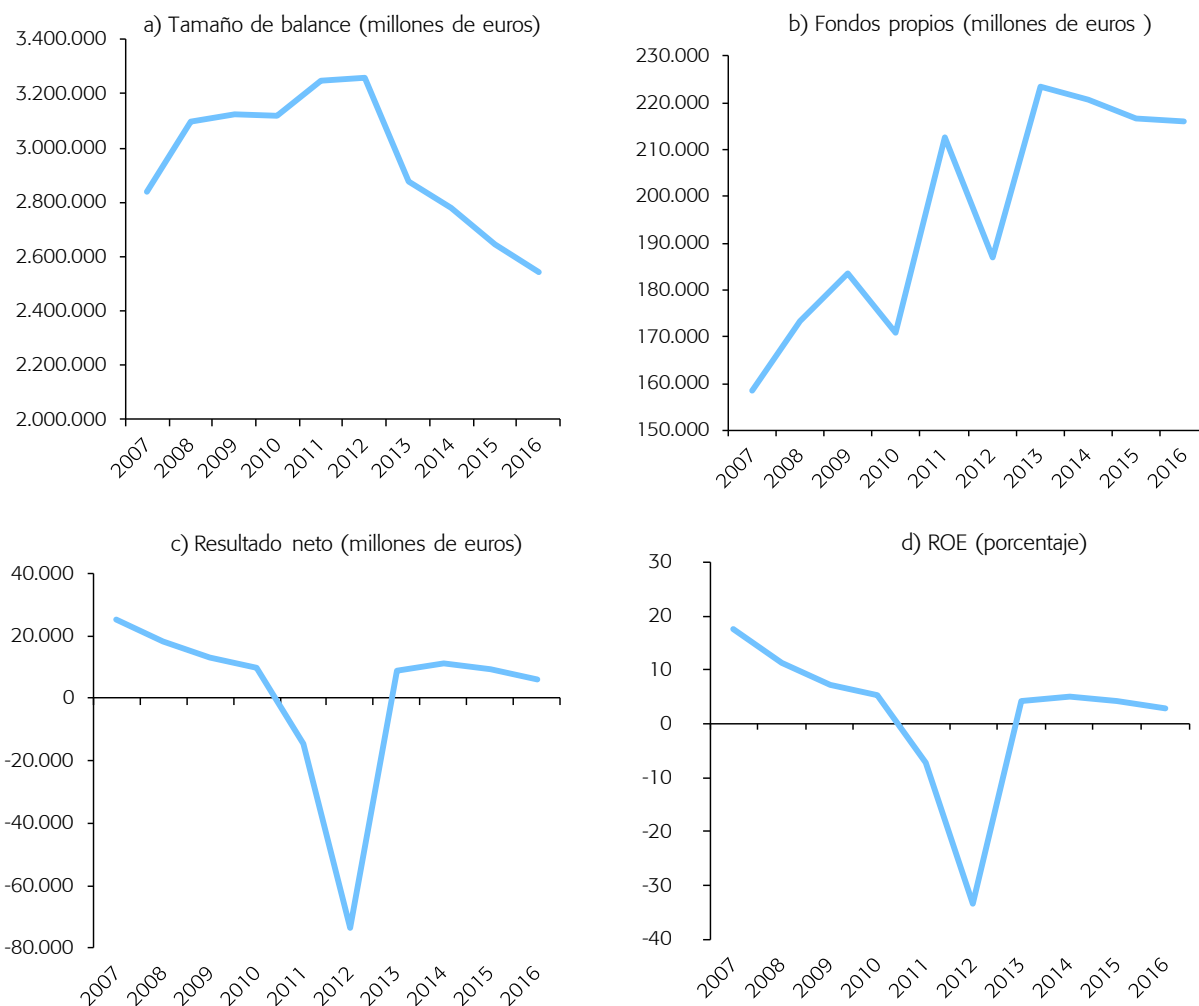
En cuanto al sector bancario, la historia es bien distinta (gráfico 2). El balance agregado por sus negocios en España fue creciendo ligeramente hasta bien entrada la crisis. De hecho alcanzó un máximo de aproximadamente 3,250 billones de euros en 2012, merced a la propia inercia de extraordinario crecimiento que había tenido lugar en los años previos a la crisis. También contribuyó posteriormente el enorme crecimiento de las operaciones de refinanciación al inicio la crisis y la falta de rápida reacción para la limpiar los deteriorados balances en la mayor parte de las entidades. No ha sido hasta años posteriores, y muy vinculado al propio proceso de reestructuración del sector, cuando ha tenido lugar dicha limpieza de balances. Ello, junto con la fuerte cesión de la actividad crediticia, se ha traducido en una brusca caída de más del 20% del balance del sector.

En el sector bancario, la combinación de la reducción de su balance con el reforzamiento de los fondos propios (en gran medida por las fuertes inyecciones de capital, tanto privado como público) ha acrecentado notablemente su solvencia. Su apalancamiento en términos de balance sobre fondos propios se ha reducido desde 18 a 12 veces en los últimos diez años.

En paralelo a tal reducción se ha producido, como en el sector seguros, un reforzamiento de los fondos propios. Pero en el caso de la banca, la ausencia de un excedente suficiente, e incluso de pérdidas en algunos años, ha hecho ineludible que el crecimiento de sus recursos propios se produjese en gran medida vía fuertes inyecciones de capital, tanto privado como fundamentalmente público (rescate bancario). Todo ello ha facilitado que los fondos propios de sector pasen desde unos 160 mil millones de euros al inicio de la crisis a algo más de 215 mil millones, un 35%

Gráfico 2

Evolución de magnitudes relevantes del sector bancario (*)



Nota: (*) Datos agregados del sector por sus negocios en España.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de aumento. La combinación de la mencionada reducción del balance con este aumento de los fondos propios es lo que ha acrecentado notablemente la solvencia del sector. Su apalancamiento en términos de balance sobre fondos propios se ha reducido desde 18 a 12 veces en estos diez años.

El saneamiento de los balances ha tenido como contrapartida un resultado neto global del sector bancario por sus negocios en España

que todavía es negativo cuando se acumulan los nueve años del periodo 2008-2016. El ROE apenas si ha alcanzado el 5% siendo el mejor resultado de los últimos años, después de las fuertes pérdidas del bienio 2011-2012. Con todo, dicha cifra es menos de la mitad de la rentabilidad que continúa generando el sector seguros.

Más aun, a los resultados de la banca por sus negocios en España viene contribuyendo especialmente su participación en compañías asegurado-

ras. De tal modo que si nos ciñésemos solo al negocio típicamente bancario, y excluyésemos la contribución a la banca de tales participaciones, sus resultados no serían significativamente diferentes a los del sector seguros en este último ejercicio de 2016.

Cabe señalar para finalizar que, en cualquier caso, el excedente generado por la banca se acrecienta sustancialmente cuando al generado por sus negocios en España se suma el generado por su presencia en el exterior. Dicha presencia se concentra históricamente en las dos grandes entidades, Santander y BBVA, aunque con la incorporación más reciente de Sabadell y Caixa. En el caso de seguros es muy significativa y notable la aportación exterior del negocio de Mapfre, pero está lejos de ser comparable a la aportación agregada de la presencia exterior de la banca española

Seguros y banca en contraste

Del comportamiento reseñado de ambos sectores es fácil inferir el acercamiento que se ha producido entre ellos, tras la contracción de la banca y el crecimiento sostenido del negocio de seguros. Como puede apreciarse en el gráfico 3 han tenido lugar las siguientes variaciones comparando las

cifras relativas de ambos sectores entre 2007 y 2016:

- en términos de tamaño del balance agregado se ha pasado de una ratio de trece veces a una de ocho,
- en términos de fondos propios lo ha hecho de siete a cinco,
- y finalmente, en términos de resultado neto, la ratio relativa se ha contraído desde cinco veces al inicio del periodo a prácticamente poco más de una vez el pasado ejercicio.

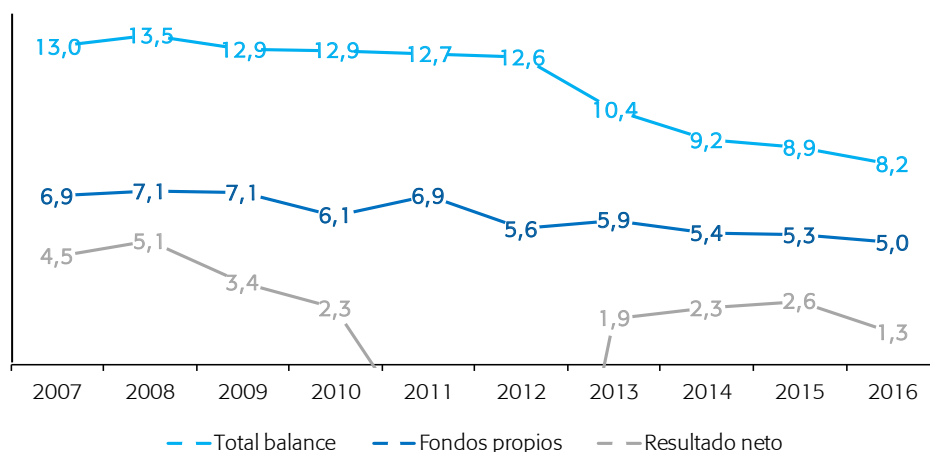
Por supuesto, si tomamos como referencia el empleo de uno y otro sector también se ha producido dicho acercamiento. Mientras que al inicio

La mejora de la solvencia en ambos sectores no ha sido pareja a la de la rentabilidad. En ambos casos se ha producido un deterioro evidente, pero de magnitud mayor en el caso de la banca.

de la crisis la banca empleaba a 278.000 personas, diez años después emplea únicamente a

Gráfico 3

Evolución de las ratios (número de veces) de magnitudes de banca sobre seguros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

194.000, un 30% menos. Por el contrario, el sector seguros empleaba a finales del año 2016 una cifra similar a las 43.000 personas que conformaban su plantilla total en 2007.

En definitiva, aun cuando es obvio, a partir de las cifras que nos hemos permitido recopilar en este artículo, que se mantiene la evidente primacía del sector bancario español sobre el sector seguros en términos de peso relativo dentro del sistema financiero, no es menos cierto que las diferencias se han estrechado significativamente en la década analizada.

Los dos casos comparten no obstante una mejoría sustantiva de su solvencia con aumentos significativos de sus niveles de fondos propios. En la banca, habiendo recurrido a fuertes inyecciones externas de capital público y privado, mientras que en el caso de seguros han sido generados con sus propios resultados. Además, en el sector de los seguros se ha producido en un contexto de crecimiento sostenido de su balance, mientras que en el caso de la banca lo ha sido con la contribución de la paralela y continuada reducción de su exposición al riesgo.

La mejora de la solvencia no ha sido pareja a la de la rentabilidad de ambos sectores. Antes

al contrario, en ambos casos se ha producido un deterioro evidente pero de magnitud bien distinta. En seguros no ha habido un deterioro sustancial de los resultados globales; se han mantenido y se mantienen en niveles razonables que permiten sostener rentabilidades de dos dígitos (aunque decrecientes). Sin embargo, la banca, más allá de las enormes pérdidas generadas en el corazón de la crisis, apenas si puede definir en estos últimos años (para sus negocios en España) rentabilidades que son insuficientes para cubrir su coste de capital.

Es bastante probable que a corto plazo se sigan manteniendo las tendencias descritas tanto en banca como en seguros. No obstante, este último sector lo hemos analizado globalmente, y en él cabe distinguir comportamientos diferenciales según ramos; singularmente en los negocios de vida frente a los de no vida (véase Galdeano y Aumente, 2016).

Referencias

GALDEANO, I., y P. AUMENTE (2016), "Retos de las aseguradoras en un entorno continuado de tipos de interés bajos", *Cuadernos de Información Económica*, 254: 61-66.

Impuestos energético-ambientales y consolidación fiscal en España

Alberto Gago* y Xavier Labandeira**

En España, los impuestos ambientales y la reforma fiscal verde han tenido siempre mayor apoyo académico que relevancia presupuestaria y receptividad política. En consecuencia, la fiscalidad energético-ambiental ha tenido un desarrollo muy escaso hasta el momento. En cambio, estimaciones empíricas recientes coinciden en asignar a esta clase de impuestos un papel crucial no solo desde el punto de vista recaudatorio, sino en el fomento de la eficiencia energética, reducción de emisiones contaminantes, incentivos a las energías renovables y en la transición hacia economías bajas en carbono. En esta nota se discute la oportunidad de utilizar impuestos ambientales y reformas fiscales verdes en España, así como los límites y obstáculos existentes para la aplicación de estas reformas. Los resultados muestran que, a pesar de los múltiples beneficios que estos instrumentos pueden generar, parecen existir obstáculos institucionales que impiden asignarles el papel importante que la Comisión Europea y la OCDE recomiendan.

La Comisión Europea (CE) presentó en febrero de 2017 la *Environmental Implementation Review* que revisa las políticas ambientales de los 28 (CE, 2017a). En el informe para España, la CE ha vuelto a resaltar el limitado uso de impuestos energético-ambientales. Y basándose en su favorable condición recaudatoria y en los beneficios sociales, económicos y ambientales que generan, recomienda a nuestro país “desplazar la presión fiscal desde el trabajo hacia este tipo de instrumentos” (CE, 2017b: 26).

Estas recomendaciones no son una novedad. De hecho, coinciden con las realizadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en su última revisión de la política ambiental española (OCDE, 2015) e inciden en la posición reiterada por la propia CE en ocasiones anteriores (CE, 2014a y CE, 2014b). Desde esta perspectiva, los impuestos energético-ambientales pueden contribuir a reducir el importante agujero fiscal generado durante los años de crisis, además de abordar otros problemas como

* Rede, Universidade de Vigo y Economics for Energy.

** Rede, Universidade de Vigo, FSR Climate, European University Institute y Economics for Energy.

el elevado desempleo (mediante la simultánea reducción de impuestos sobre el trabajo), financiar las políticas de renovables y eficiencia energética, muy afectadas por la crisis económica española, y reducir las emisiones contaminantes y avanzar de esta forma en la transición hacia economías bajas en carbono.

No obstante, a pesar de estas oportunidades, estos impuestos no han asumido el rol central que se recomienda para el sistema fiscal español. Durante el último quinquenio, de hecho, España ha reaccionado frente a la crisis económica con cambios en todos los impuestos importantes menos en los impuestos energético-ambientales¹. En un conjunto de trabajos anteriores (véase especialmente la recapitulación de Labandeira, 2011), hemos intentado ofrecer luz sobre esta paradoja a partir de una evaluación empírica de distintas alternativas fiscales, incorporando aspectos ambientales, recaudatorios, distributivos y preferencias sobre políticas públicas. Sin embargo, dados los positivos resultados *ex ante* de su aplicación, nuestras investigaciones no ofrecen respuestas convincentes al comportamiento renuente en este ámbito de los sucesivos gobiernos centrales españoles.

Estas son las reflexiones generales que motivan este trabajo, que desarrolla y pone énfasis en los aspectos fiscales de un conjunto reciente de simulaciones para España (Gago, Labandeira y López-Otero, 2016 sitúan estos ejercicios en un contexto más amplio de cambios en el modelo de reforma fiscal verde). En el siguiente apartado haremos un breve repaso de la posición internacional sobre el uso de impuestos ambientales y reformas fiscales verdes y sobre las recomendaciones dirigidas a la reforma fiscal en el caso español. A continuación se identifican las oportunidades y resultados estimados para España en la utilización de estos instrumentos, a partir de los estudios empíricos más recientes. Y finalizamos el

trabajo con un último epígrafe en el que apuntamos algunos posibles obstáculos para la aplicación decidida de estos instrumentos en España.

Recomendaciones internacionales de la reforma fiscal verde para España

Las finanzas públicas han vivido durante el quinquenio 2008-2013 una crisis fiscal sin precedentes a la que los países afectados, sobre todo los europeos, hicieron frente con subidas indiscriminadas de impuestos (Bernardi, 2016). Para la política fiscal este escenario ha supuesto un múltiple desafío, ante la necesidad de estimar y comparar el impacto recesivo de las políticas de reducción de gasto e incremento de ingresos que permitiesen reducir el déficit y moderar el crecimiento de la deuda. En este contexto, los impuestos ambientales se identificaron como una de las alternativas menos lesivas para la recuperación (véase Prammer, 2011).

La mayoría de los organismos internacionales ha asumido esta línea de análisis y apoyan la utilización de impuestos ambientales y paquetes de reforma fiscal verde. El Banco Mundial (Fay *et al.*, 2015), el Fondo Monetario Internacional (Mooij *et al.*, 2012; Heine *et al.*, 2012), OCDE (2010 y 2013) y la Comisión Europea (CE, 2014a y CE, 2015) defienden las políticas basadas en estos instrumentos para conseguir recursos fiscales con los menores impactos y para abordar los objetivos de reducción de emisiones contaminantes, fomento de la eficiencia energética, disposición de fondos e incentivos a energías renovables y para avanzar, en fin, en la transición hacia economías bajas en carbono.

La posición promotora de la Comisión Europea quedó perfilada y consolidada en el informe sobre reformas fiscales de 2014 (CE, 2014a) y desde entonces ha sido reiterada, sobre todo en los

¹ Los impuestos establecidos por la Ley 15/2012, de 27 de diciembre (impuestos sobre el valor de la producción de energía eléctrica, sobre la producción de combustible nuclear, sobre el almacenamiento de combustible nuclear, canon por utilización de aguas continentales) se introdujeron con finalidad básicamente recaudatoria para financiar el déficit de tarifa eléctrico y tienen un impacto ambiental bastante limitado. Véase al respecto el Informe de Economics for Energy (2013: 78-80).

resúmenes de crecimiento anual (*Annual Growth Survey, AGS*) y en los sucesivos informes-país. Por lo que respecta a España, las anteriores recomendaciones fiscales de la CE y del Consejo Europeo

La mayoría de los organismos internacionales asume que los impuestos ambientales son adecuados para conseguir recursos fiscales con los menores impactos y para abordar los objetivos de reducción de emisiones contaminantes, fomento de la eficiencia energética y avanzar, en fin, en la transición hacia economías bajas en carbono.

han sido expuestas de forma repetida en los dictámenes de los sucesivos programas de estabilidad y programas nacionales de reforma:

“... Y por ello el Consejo recomienda a España ... introducir un sistema tributario compatible con los esfuerzos de consolidación fiscal y más favorable al crecimiento, especialmente reorientando la presión fiscal desde el trabajo hacia el consumo y las actividades perjudiciales para el medio ambiente...” (Consejo Europeo, 2012)

“... Recomienda llevar a cabo una revisión sistemática del sistema tributario para marzo de 2014; considerar una mayor limitación del gasto fiscal relativo a la imposición directa, explorar el margen existente para una mayor limitación de la aplicación de los tipos de IVA reducidos y adoptar medidas adicionales en lo que respecta a los impuestos medioambientales, sobre todo los impuestos sobre los carburantes...” (Consejo Europeo, 2013).

Las prioridades que deben primar los países miembros en sus programas nacionales de reforma son fijadas en los AGS. El correspondiente a 2015, por ejemplo, incluyó la siguiente recomendación general:

“...El empleo y el crecimiento pueden estimularse desplazando la presión impositiva que pesa sobre el trabajo hacia otros tipos

de impuestos que perjudican menos al crecimiento, como pueden ser los impuestos recurrentes sobre los bienes inmuebles y los impuestos ambientales y sobre el consumo...” (CE, 2014b).

Como corolario, en enero de 2016 la CE presentó el *Estudio sobre la evaluación del potencial de la reforma fiscal ambiental para la UE-28* (Hogg et al., 2016), con la finalidad principal de identificar escenarios factibles para la reforma fiscal verde en cada uno de los países miembros.

Oportunidades para la reforma fiscal verde en España

En España, los impuestos ambientales y la reforma fiscal verde han tenido siempre mayor apoyo académico que relevancia presupuestaria y receptividad política. Los sucesivos gobiernos españoles han sido renuentes a incorporar este tipo de instrumentos y cuando lo han hecho ha sido de manera tangencial, como opción para resolver problemas regulatorios y recaudatorios puntuales. Como consecuencia, el papel que ha desempeñado la fiscalidad energético-ambiental ha sido hasta el momento poco relevante, como puede observarse en los indicadores que resume el cuadro 1.

Cuadro 1

España en el *ranking* europeo de utilización de impuestos ambientales en 2013

Impuestos	Posición en el ranking
Impuestos ambientales/PIB	26
Impuestos sobre la energía/PIB	22
Impuestos sobre el transporte/PIB	22
Impuestos sobre contaminación-Recursos/PIB	16

Fuente: Hogg et al. (2016).

Desde una perspectiva reformista, esta situación puede ser considerada como una oportunidad para España, puesto que demuestra la existencia de un margen amplio de maniobra para utilizar estos instrumentos fiscales. Con esta perspectiva, durante los últimos años ha habido tres iniciativas importantes de investigación que proporcionan resultados para España y facilitan un ejercicio de

Los sucesivos gobiernos españoles han sido renuentes a incorporar impuestos ambientales y cuando lo han hecho ha sido de manera tangencial, como opción para resolver problemas regulatorios y recaudatorios puntuales.

comparación internacional. Se trata de los Informes de VividEconomics (2012), Economics for

Energy (2013) y la CE (Hogg *et al.*, 2016). A continuación, nos ocupamos de resumir sus principales conclusiones y resultados, particularmente en cuanto a las potencialidades fiscales de estos instrumentos en el ámbito español.

Informe VividEconomics (2012)

En 2012, VividEconomics, junto con la European Climate Foundation y Green Budget Europe, utilizaron el modelo E3ME, desarrollado por Cambridge Econometrics, para simular la aplicación a España, Polonia y Hungría de la propuesta de Directiva Europea de Fiscalidad Energética presentada en 2011. Las medidas fiscales utilizadas figuran resumidas en el cuadro 2. El cuadro 3 recoge los resultados para España: una recaudación adicional de 4.000 millones de euros en 2013 y 10.000

Cuadro 2
Propuestas de reforma en España simuladas mediante E3ME

Propuestas de reforma	Modificaciones en 2013	Modificaciones en 2018
Incremento de tipos para diésel no comercial	Igualación de tipos diésel-gasolina	Incremento gradual del tipo del diésel no comercial hasta alcanzar el mínimo fijado por la propuesta de Directiva
Incremento de tipos para diésel comercial	Incremento gradual de tipos durante el periodo 2013-2018 hasta alcanzar el nivel mínimo fijado por la propuesta de Directiva	
Eliminación de las exenciones fiscales para diésel en transporte ferroviario y agricultura	Eliminación e incremento graduales de tipos hasta alcanzar el nivel precedente del diésel comercial en 2018	
Introducción gradual de un tipo específico sobre el gas para uso doméstico	Tipo de 0,15 €/GJ	Incremento gradual hasta alcanzar en 2018 el tipo de 1,27 €/GJ aplicado al gas para uso comercial
Introducción gradual de un tipo específico para el carbón de uso doméstico	Tipo de 0,15 €/GJ	Incremento gradual hasta alcanzar en 2018 el tipo de 2,04 €/GJ aplicado al carbón para uso comercial
Aplicación de los tipos mínimos fijados por la Directiva Europea	Para transporte no comercial, mínimos en 2013 Para transporte comercial, incremento gradual de tipos hasta 2018	
Indexación automática de todos los impuestos adaptados	Indexación automática de tipos incrementados	

Fuente: Elaboración propia a partir de VividEconomics (2012).

Cuadro 3

Impactos de la propuesta de Directiva sobre Fiscalidad Energética en España

Incremento recaudatorio (millones de euros)	4.000 en 2013 10.584 en 2020
Reducción de emisiones (millones de Tm CO ₂)	2,8 en 2013 9,5 en 2020

Fuente: VividEconomics (2012) y elaboración propia.

en 2020, lo que supondría una reducción del déficit público del 3% en 2013 y del 8% en 2020 (tomando como referencia las cifras del escenario base). Al mismo tiempo, la reforma generaría una reducción en los niveles de emisión de CO₂ del 0,75% en 2013 y 2,5% en 2020, lo que permitiría cumplir con más facilidad con los compromisos españoles en este campo. Además, los impactos macroeconómicos de las reformas serían pequeños, con una caída del PIB de 0,34% y una reducción del empleo de 0,37% en 2020².

Informe Economics for Energy (2013)

La simulación realizada por el centro de investigación Economics for Energy en 2013 para España es un poco más compleja y juega con más posibilidades de reforma, pero da dimensión a la capacidad de maniobra identificada por la CE para España. Como puede verse en el cuadro 4, se basa en cuatro opciones de reforma fiscal y dos niveles de intensidad para cada una, lo que permite simular ocho alternativas para la utilización de la imposición energético-ambiental en el sistema fiscal español.

El cuadro 5 sintetiza los impactos estimados para estas reformas en su primer ejercicio de aplicación. Un incremento recaudatorio anual comprendido entre 1.600 y 6.600 millones de euros y una reducción en el nivel de emisiones, con un daño económico prácticamente irrelevante, que en el caso de reciclaje mediante reducción de cotizaciones sociales podría incluso limitarse al 0,05% del PIB. Así pues, los resultados identifican un margen amplio de actuación para la imposi-

Cuadro 4

Opciones de reforma con fiscalidad energético-ambiental para España

Simulación 1	Propuesta de Directiva de fiscalidad energética	1A. Niveles de la propuesta de Directiva de Fiscalidad para 2018 1B. Convergencia principales países europeos
Simulación 2	Impuesto sobre emisiones de SOx y NOx	2A. 1.000 €/tonelada 2B. 2.000 €/tonelada
Simulación 3	Impuesto sobre emisiones de CO ₂ aplicado sobre sectores difusos	3A. 10 €/tonelada 3B. 30 €/tonelada
Simulación 4	Financiación del coste de apoyo a las renovables mediante impuestos	4A. Impuesto sobre sectores energéticos 4B. Impuesto sobre todos los sectores

Fuente: Economics for Energy (2013) y elaboración propia.

² Estos resultados deben evaluarse en comparación con otras alternativas impositivas para conseguir la misma recaudación y teniendo en cuenta que se obtienen sin ninguna propuesta de reciclaje para los ingresos adicionales.

Cuadro 5

Efectos de las opciones de reforma con imposición energético-ambiental para España

Reformas	Recaudación (millones €)	Variación consumo energético (%)	Variación PIB (%)			Variación emisiones CO ₂ (%)		
			DP	CCSS	SP	DP	CCSS	SP
Reforma 1								
1A	1.659	- 0,38	- 0,17		- 0,18	- 0,51	- 0,50	- 0,45
1B	5.283	- 1,19	- 0,40	- 0,40	0,42	- 1,72	- 1,70	- 1,55
Reforma 2								
2A	2.696	- 0,41	- 0,07	- 0,06	- 0,08	- 0,56	- 0,55	- 0,47
2B	5.354	- 0,83	- 0,14	- 0,13	- 0,15	- 1,09	- 1,06	- 0,91
Reforma 3								
3A	2.214	0,01	- 0,06	- 0,05	- 0,06	- 0,10	- 0,09	- 0,04
3A	6.620	0,03	- 0,17	- 0,16	- 0,19	- 0,30	- 0,26	- 0,07
Reforma 4								
4A	7.477	0,15		- 0,29			- 0,41	
4B	7.477	2,44		0,00			1,97	

Notas: DP: Recaudación destinada a financiar el déficit público. CCSS: Recaudación destinada a reducir las cotizaciones sociales. SP: Recaudación destinada a financiar un subsidio a la producción. En la simulación correspondiente a la Reforma 4 la recaudación se destina íntegramente a financiar la política de promoción de energías renovables.

Fuente: Economics for Energy (2013) y elaboración propia.

ción energético-ambiental y permiten atribuir a la reforma fiscal verde un papel importante para la definición de un nuevo modelo fiscal para la consolidación y la recuperación económica en España y para avanzar en la transición hacia una economía baja en carbono.

Informe Comisión Europea (Hogg *et al.*, 2016)

El Informe preparado por Hogg *et al.* (2016) para la Comisión Europea tiene un capítulo dedicado a evaluar el potencial de la reforma fiscal verde en España. El análisis es estático y no utiliza un modelo de equilibrio general como los anteriores, lo que supone que no tiene en cuenta las interacciones entre instrumentos en el largo plazo. Es difícil imaginar que no se produzcan, por ejemplo, si utilizamos impuestos sobre vehículos y combustibles. No obstante, la estimación de la recaudación está basada en hipótesis de evolución de las bases imponibles, determinadas a partir de las series disponibles en las bases de datos de la Unión Europea (*DG TAXUD Database* y *DGTA-XUD Excise Duties Tables*) y la OCDE (*OECD/EEA Database on environmental taxes and charges*)

y, por lo tanto, las reformas sugeridas en los tipos están basadas en proyecciones fiables, lo que asegura que la modelización, aunque no sea sofisticada, se sustente en propuestas realistas.

La reforma de tipos simulada para los consumos energéticos está resumida en el cuadro 6. El Informe sigue el mismo procedimiento y hace propuestas para los tipos aplicados en el resto de impuestos ambientales (contaminación, recursos, residuos, vehículos, etc.). El cuadro 7 transforma los cambios propuestos en resultados recaudatorios para el periodo 2017-2035.

La reforma fiscal verde simulada para España en uno de los informes elaborados para la CE presenta un incremento recaudatorio que ascendería a 13.365 millones de euros (1,11% del PIB) en 2018 y 32.801 millones (1,75% del PIB) en 2035.

Si tomamos como referencia la recaudación real obtenida con estos impuestos en 2013

Cuadro 6

Tipos vigentes y propuestos en los impuestos sobre consumos energéticos en España

Impuestos	Unidad	Tipo aplicado (€)	Mínimo DEFE * (€)	Promedio UE-28 (€)	Tipo propuesto (€)
Combustibles para transporte					
Gasolina con plomo	€/1.000 litros	457,79	421	602	Sin cambios
Gasolina sin plomo	€/1.000 litros	424,49-455,92	359	534	Sin cambios
Gasoil	€/1.000 litros	331	330	435	454,98
Queroseno	€/1.000 litros	330	330	435	459,68
GLP	€/1.000 litros	57,47	125	215	592,07
Gas Natural	€/Gj	1,15	2,60	2,95	12,82
Combustibles para usos industriales					
Gasoil	€/1.000 litros	84,71	21	244	Sin cambios
Queroseno	€/1.000 litros	330	21	304	Sin cambios
GLP	€/1.000 litros	57,47	41	137	Sin cambios
Gas Natural	€/Gj	0,65-1,15	0,30	1,92	Sin cambios
Calefacción para uso comercial					
Gasoil	€/1.000 litros	29,15-84,71	21	244	Sin cambios
Queroseno	€/1.000 litros	78,71	0,00	267	Sin cambios
Aceite pesado	€/1.000 litros 15€	12-15	15	73	35,83
GLP	€/1.000 litros	15	0,00	91	36,06
Gas Natural	€/Gj	0,15-0,65	0,15	1,41	0,73
Carbón y Coque	€/Gj	0,15-0,65	0,15	1,33	1,04
Calefacción para uso no comercial					
Gasoil	€/1.000 litros	84,71	21	178	Sin cambios
Queroseno	€/1.000 litros	78,71	0,00	274	Sin cambios
Aceite pesado	€/1.000 litros	15	15	85	35,83
GLP	€/Gj	15	0,00	114	36,06
Gas Natural	€/Gj	0,65	0,30	2,01	0,73
Carbón y Coque	€/Gj	0,65	0,30	1,70	1,04
Electricidad**					
Uso comercial	€/MWh	0,50	0,50	8,73	1
Uso no comercial	€/MWh	1	1	15,38	Sin cambios

Notas: *Tipo mínimo fijado por la Directiva Europea de Fiscalidad Energética; ** El impuesto eléctrico aplica un tipo *ad valorem* del 5,113% en una base de facturación de consumo sin IVA. Si supone un impuesto inferior se aplicará el tipo mínimo que figura en el cuadro.

Fuente: Hogg *et al.* (2016) y elaboración propia.

(19.622 millones de euros, un 1,86% del PIB), la reforma de la imposición ambiental en España con estos criterios generaría un incremento recaudatorio importante, que ascendería a 13.365 millones de euros (1,11% del PIB) en 2018 y de 32.801 millones de euros (1,75% el PIB) en 2035.

Así pues, las estimaciones empíricas más recientes coinciden en asignar a los impuestos ambientales y a la reforma fiscal verde un papel destacado en España. Los cambios fiscales simulados abren espacio para paquetes amplios de reforma con objetivos múltiples. En un marco de con-

Cuadro 7

Recaudación adicional con la reforma de la imposición energético-ambiental en España

(Millones de euros)

Impuestos	2018	2020	2025	2030	2035
Energía					
Combustibles para transporte	1.594,4	3.143,5	3.143,5	3.143,5	3.143,5
C&I/Calefacción	40,1	79,9	79,9	79,9	79,9
Electricidad	35,9	71,7	71,7	71,7	71,7
<i>Subtotal energía</i>	<i>1.670</i>	<i>3.295</i>	<i>3.295</i>	<i>3.295</i>	<i>3.295</i>
<i>Subtotal energía/PIB</i>	<i>0,14 %</i>	<i>0,26 %</i>	<i>0,23 %</i>	<i>0,20 %</i>	<i>0,18 %</i>
Transporte					
Automóviles	6.662,3	14.026,4	15.947,1	18.130,9	20.613,7
Aviación (pasajeros)	1.648,9	1.798,5	2.172,6	2.546,7	2.920,7
Aviación (carga)	0,69	0,70	0,75	0,82	0,90
<i>Subtotal transporte</i>	<i>8.312</i>	<i>15.826</i>	<i>18.120</i>	<i>20.678</i>	<i>23.535</i>
<i>Subtotal transporte/PIB</i>	<i>0,69 %</i>	<i>1,24 %</i>	<i>1,25 %</i>	<i>1,26 %</i>	<i>1,26 %</i>
Contaminación/Recursos					
Residuos sólidos	565,8	797,8	816,8	828	839,1
Incineración	83,7	126,3	132,6	134,4	136,2
Contaminación del aire	188,3	297,8	254,8	189,3	125,6
Extracción de agua	1.435,8	2.760,7	3.419,1	3.484,6	3.549,4
Residuos líquidos	228,3	330,3	330,3	330,3	330,3
Pesticidas	136,4	267,8	272,8	277,8	282,9
Canteras, áridos y gravas	224,3	194	135	93,9	53,8
Embalajes	402,6	411,7	436	462,7	489,6
Bolsas de plástico	117,5	122,2	134,9	149	163,1
Fertilizantes	0,047	0,085	0,072	0,061	0,049
<i>Subtotal contaminación</i>	<i>3.383</i>	<i>5.309</i>	<i>5.932</i>	<i>5.949</i>	<i>5.970</i>
<i>Subtotal contaminación/PIB</i>	<i>0,28 %</i>	<i>0,42 %</i>	<i>0,41 %</i>	<i>0,36 %</i>	<i>0,32 %</i>
<i>Recaudación potencial total (RPT)</i>	<i>13.365</i>	<i>24.429</i>	<i>27.348</i>	<i>29.923</i>	<i>32.801</i>
<i>RPT/PIB</i>	<i>1,11 %</i>	<i>1,92 %</i>	<i>1,89 %</i>	<i>1,82 %</i>	<i>1,75 %</i>

Fuente: Hogg et al. (2016) y elaboración propia.

solidación fiscal como el español, con restricciones en los mercados crediticios internacionales y resultados recaudatorios raquíticos, la imposición energético-ambiental puede desempeñar un papel crucial para reforzar el binomio crecimiento/competitividad, mantener la agenda de cambios en el modelo económico en la transición hacia una economía baja en carbono y asegurar la viabilidad de las políticas emergentes: eficiencia energética, renovables, distribución de rentas, e I+D.

Reflexión final: obstáculos para la aplicación de los impuestos ambientales en España

¿Cómo es posible que el sistema fiscal español siga ajeno a la aplicación de estos instrumentos en una coyuntura tan favorable a su aplicación? Como ya avanzamos en la introducción, nuestras investigaciones de los últimos veinte años no parecen

encontrar una justificación sencilla: las capacidades recaudatorias, su distribución entre grupos de renta, los beneficios ambientales y las preferencias sobre políticas públicas correctoras apuntan sin excepción a una coyuntura positiva para su aplicación. Por ello, tal vez debamos pensar en restricciones de tipo institucional y de resistencia al cambio, menos evidentes y no detectables en el análisis empírico convencional. Así, las instituciones internacionales proponen utilizar estos instrumentos como apoyo para un cambio de modelo, basado en la consolidación fiscal y en el desarrollo sostenible. Pero las reformas que este cambio conlleva exigen una transformación importante del estatus fiscal y, por lo tanto, derivan costes políticos y reputacionales importantes para administradores y administrados. Esta línea argumental conduce, como sugiere Bernardi (2016), a un enfoque de elección pública que quizás permita completar y entender mejor este escenario reformista y sus limitaciones.

Los impuestos ambientales y la reforma fiscal verde no forman parte por ahora del pacto fiscal implícito en el proceso democrático, no han sido colocados en el mercado político como referencia y tal vez sea esta la barrera que necesiten superar cuanto antes.

La aproximación es similar a la utilizada por Tol (2016) para analizar las dificultades que ha tenido hasta ahora la aplicación de una política de primer óptimo con imposición sobre el carbono en la lucha contra el cambio climático. En ese caso todos los actores muestran una actitud conservadora en el campo impositivo: los contribuyentes porque su carga y sus estrategias de elusión/evasión están adaptadas a un determinado estatus fiscal y su experiencia les dice que la transformación lo alterará y generará unos movimientos de ganadores/perdedores que no pueden anticipar fácilmente. Los administradores fiscales son también sistemáticamente reacios a cualquier cambio que altere los instrumentos y procedimientos a los que están habituados. Y los legisladores no quieren asumir los riesgos de cambios fiscales importantes frente

a sus votantes si pueden resolver los problemas con modificaciones más simples y menos estructurales y exigentes. Los impuestos ambientales y la reforma fiscal verde no forman parte por ahora del pacto fiscal implícito en el proceso democrático, no han sido colocados en el mercado político como referencia y tal vez sea esta la barrera que necesiten superar cuanto antes.

Referencias

- BERNARDI, L. (2016), 2014-2015 Tax Changes in EU Member States vs the Commission's Tax Policy Redommendations, *Working Paper*, 712, Società Italiana di Economia Pubblica.
- COMISIÓN EUROPEA (CE) (2014a), Tax Reform in EU Member States. Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal sustainability.
- (2014b), Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2015, Com (2014) 902 final.
 - (2015), Tax Reforms in EU Member States 2015. Tax Policy Challenges for economic growth and fiscal sustainability.
 - (2017a), The EU Environmental Implementation Review: Common Challenges and How to Combine Efforts to Deliver Better Results. COM (2017) 63 final.
 - (2017b), Revisión de la aplicación de la normativa ambiental de la UE. Informe España, SWD (2017) 42 final.
- ECONOMICS FOR ENERGY (2013), Impuestos Energético-ambientales en España.
- FAY, M.; HALLEGATE, S.; VOGT-SCHILB, A.; ROZENBERG, J.; NARLOCH, U., y T. KERR (2015), *Decarbonizing Development: Three Steps to a Zero-Carbon Future*, International Bank for Reconstruction and Development y World Bank.
- GAGO, A.; LABANDEIRA, X., y X. LÓPEZ-OTERO (2016), Las Nuevas Reformas Fiscales Verdes, *Working paper*, 06/2016, Economics for Energy.

- HEINE, D.; NORREGAARD, J., y W. H. PARRY (2012), *Environmental Tax Reform: Principles from Theory and Practice do Date*, *IMF Working Paper*, 12/180.
- HOGG, D.; ELLIOT, T.; ELLIOT, L.; ETLINGER, S.; CHOWDHURY, T.; BAPASOLA, A.; NORSTEIN, H.; EMERY, L.; ANDERSEN, M. S.; TEN BRICK, P.; WITHANA, S.; SCHWEITZER, J. P.; ILLES, A.; PAQUEL, K.; MUTAFOGLU, K.; WOOLLARD, J.; PUIG, I.; SASTRE, S., y L. CAMPOS (2016), *Study on assessing the environmental fiscal reform potential for the EU28*. Final Report 07.0201/2015/709017/ENV.D.2.
- LABANDEIRA, X. (2011), "Nuevos Entornos para la Fiscalidad Energética", *Revista de Economía de ICE*, 862: 57-80.
- MOOIJ, R.; PARRY, W. H., y M. KEEN (eds.) (2012), *Fiscal Policy to Mitigate Climate Change. A Guide for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- OCDE (2010), *Taxation, Innovation and Environment*, OCDE Publishing, París.
- (2013), *Effective Carbon Prices*. OCDE Publishing, París.
- (2015), *OECD Environmental Performance Reviews: Spain 2015*. OCDE, París.
- PRAMMER, D. (2011), *Quality of Taxation and the Crisis: Tax Shifts from a Growth Perspective*, *Working Paper*, 29, European Commission Taxation Papers.
- TOL, R. S. J. (2016), *The Structure of the Climate Debate*, *Working Paper*, 96, University of Sussex.
- VIVIDECONOMICS (2012), *Carbon Taxation and Fiscal Consolidation: The Potential of Carbon Pricing to Reduce Europe's Fiscal Deficits*.
- WITHANA, S.; BRINK, P.; ILLES, A.; NANNI, S., y E. WATKINS (2014), *Environmental Tax Reform in Europe: Opportunities for the future*, Institute for European Environmental Policy.
- WORLD BANK (2016), *Putting a Price on Carbon with Tax*, Background note.

La financiación de la educación terciaria a nivel internacional: los préstamos a estudiantes

Iván A. Kataryniuk*

Garantizar la capacidad de acceso a la educación terciaria en un contexto de costes crecientes justifica el estudio de métodos de financiación como los préstamos a estudiantes. Estos programas tienen por objeto reducir el coste de la entrada a la educación universitaria y repartir la carga futura de la inversión educativa, que resulta productiva tanto a nivel privado como público, entre estudiantes y contribuyentes. El éxito de estos programas depende en gran medida de su diseño, que requiere un análisis pormenorizado de la rentabilidad esperada. La experiencia internacional señala que los préstamos deben proveerse a un tipo de interés razonable, con el objetivo de no generar deudas demasiado onerosas ni subvencionar la provisión de educación de forma menos eficiente que mediante becas o subsidios.

La financiación de la educación superior es uno de los grandes retos de las sociedades avanzadas. El buen funcionamiento del sistema depende de que esta financiación sea suficiente, equitativa y eficiente. Además, la naturaleza innovadora de las universidades y su rol clave como dinamizadoras del crecimiento económico hacen necesaria la participación pública para financiar un nivel de educación que, sin ella, sería insuficiente para atender a los retos del futuro.

Por el lado de la suficiencia, el desafío es doble. Los costes de los servicios universitarios son crecientes, como consecuencia de la adaptación a un entorno extremadamente competitivo, mientras que la capacidad de financiación de estos gastos se ha visto mermada. Además, los procesos de

consolidación fiscal en muchas de las economías avanzadas han impulsado un debate sobre el coste público de la educación superior, en el que se cuestiona si el reparto de costes de la educación terciaria debe hacerse no solamente entre el Estado —o los contribuyentes— y los usuarios de la educación superior, sino también entre generaciones.

Sin embargo, el aumento de las tasas universitarias puede generar que el número de estudiantes en la educación terciaria sea menor que el socialmente óptimo, dañando la equidad del sistema en ausencia de programas para financiar el coste de la educación (en forma de subsidios, becas o préstamos). Esa pérdida de estudiantes, además, sucede de forma regresiva, al afectar en

* Banco de España. Este artículo es una versión resumida de Kataryniuk (2016). Las opiniones y análisis que aquí aparecen son responsabilidad del autor y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

mayor medida a aquellos estudiantes de entornos socioeconómicos más desfavorecidos, y puede afectar a la eficiencia en la medida en la que estos estudiantes no puedan desarrollar su talento.

Por otra parte, los cambios recientes en la estructura productiva favorecen a los titulados superiores de mayor cualificación técnica en perjuicio de aquellos trabajadores con habilidades que pueden ser replicadas, lo que se ha dado en llamar el “cambio tecnológico en favor del trabajo cualificado”. Junto a esto, se ha producido una mayor polarización de los empleos, de forma que ha crecido la importancia de los empleos muy cualificados y de aquellos no cualificados pero difícilmente replicables. La evolución de estos factores ha estimulado un aumento de la demanda de estudios superiores en un contexto de oferta relativamente rígida en muchos países, provocando una presión al alza en los precios.

En este contexto, una serie de países ha desarrollado programas de préstamos para la educación, en los que el coste se repercute a través de las ganancias futuras de los actuales estudiantes, con el objetivo de mejorar la eficiencia de la financiación. El éxito de estos programas depende de una serie de variables referentes al rendimiento

económico de la educación superior en el mercado de trabajo, los costes de la educación y el diseño concreto de los programas.

La estructura de este estudio es la siguiente. En la sección inmediata, se estudia el coste y la financiación de la educación superior. A continuación, se repasan los beneficios económicos de la educación universitaria. En la sección posterior se revisan los programas de préstamos a la educación puestos en marcha en algunos países desarrollados. La última sección concluye.

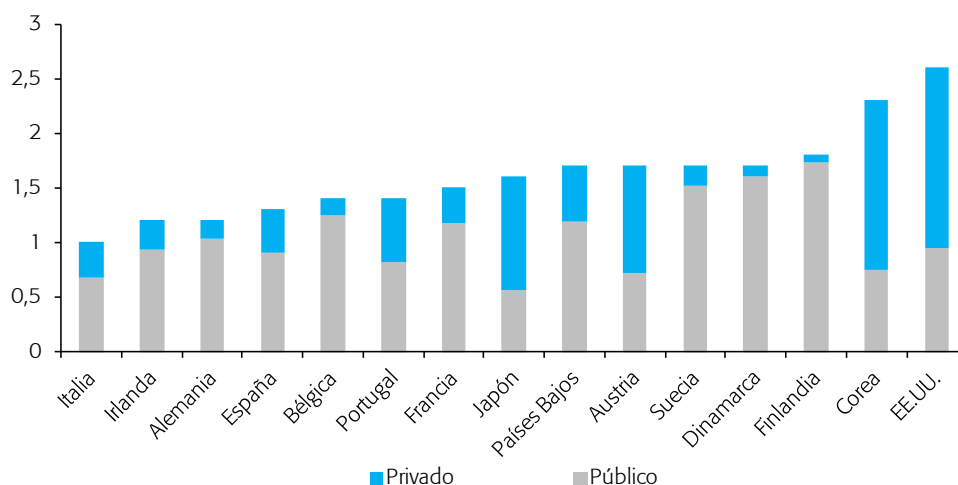
Costes de la educación terciaria y estrategias de financiación

El coste de la educación terciaria es uno de los principales problemas de las políticas públicas en los países desarrollados. En la mayor parte de estos países, el gasto privado y público en educación terciaria se encuentra alrededor del 2% del PIB (véase el gráfico 1). Este gasto ha aumentado en las últimas décadas, y existen varias tendencias que señalan que el motivo responde a un aumento de costes en mayor medida que a aspectos demográficos (Dragomirescu-Gaina, 2015 o Wolff, Baumol y Saini, 2014).

Gráfico 1

Coste de la educación terciaria en diferentes países desarrollados, 2013

(En porcentaje del PIB)



Fuente: OCDE.

Los países desarrollados reparten el coste de la educación terciaria de diversas formas. Aquellos países con tasas universitarias bajas o nulas y sistemas de becas o préstamos muy desarrollados cargan el coste educativo sobre la sociedad en su conjunto, mientras que los costes de manutención pueden ser sufragados por el alumno con su renta futura. Un aumento de las tasas universitarias reduciría el coste para el contribuyente y lo trasladaría a la renta futura del estudiante. Por otra parte, los países con tasas altas y poco nivel de apoyo financiero a los estudiantes basan la financiación en un coste reducido para el contribuyente y alto para el entorno sociofamiliar (en el que se incluye tanto la financiación de los progenitores como la compaginación de trabajo y estudios). Por otra parte, aquellos países con tasas bajas y un sistema de subsidios poco desarrollado cargan la mayor parte del coste sobre el contribuyente.

La evidencia internacional acerca de las consecuencias de los diferentes modos de financiación en la eficiencia y los costes del sistema universitario es escasa y poco concluyente. Sin embargo, el aumento de la financiación universitaria a través de préstamos en Estados Unidos podría ser una de las causas del aumento de los precios universitarios, al proveer de fondos a las universidades

sin una evaluación de su efectividad, lo que se ha denominado la hipótesis de Bennett.

Beneficios económicos de la educación universitaria

La importancia de la financiación de la educación terciaria responde a su naturaleza de inversión con rendimientos futuros, que se hacen efectivos tras el período de estudios, sujetos a un determinado riesgo. El análisis económico de la educación superior reconoce, por una parte, la existencia de rendimientos privados —fundamentalmente en forma de mayores salarios—, y rendimientos públicos. Centrándose en los primeros, a nivel internacional se ha documentado ampliamente la relación creciente entre salarios y nivel de educación, la denominada prima de educación. En esta literatura, el rendimiento privado de la educación terciaria se calcula como el efecto diferencial de un año adicional de escolarización en los salarios de un individuo. Para calcular este efecto, se recurre a la estimación de ecuaciones *mincerianas* (Mincer, 1974) del siguiente tipo:

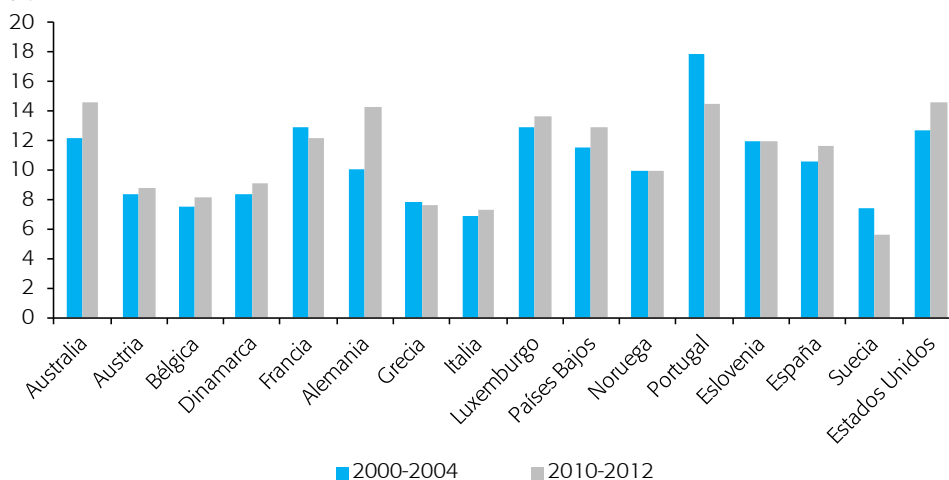
$$\ln W_i = c + b_1 \text{Exp}_i + b_2 \text{Schooling}_i + u_i \quad [1]$$

donde W_i es el salario bruto por hora trabajada del individuo i , Exp_i es la experiencia del trabajador

Gráfico 2

Estimaciones de la rentabilidad de la educación terciaria

(En porcentaje)



Nota: La rentabilidad está medida como el rendimiento medio de un año adicional de educación terciaria.

Fuente: Montenegro y Patrinos (2014).

en años y *Schooling_i*, es una variable que mide los años de escolarización. Dentro de este marco conceptual, la decisión de comenzar una carrera universitaria se verá influenciada de forma positiva por el rendimiento marginal esperado de los estudios β_2 .

En la vertiente internacional, los estudios que han estimado la ecuación [1] concluyen que, en los últimos años, la prima de educación terciaria ha crecido en la mayor parte de los países desarrollados (véase el gráfico 2), en un contexto en el que la demanda de trabajo cualificado, resultante del cambio tecnológico, ha aumentado a un ritmo mayor que la oferta de trabajo. Este resultado, sin embargo, puede verse influenciado por la mayor polarización en los trabajos.

En el caso de España, Kataryniuk (2016) calcula que la prima salarial media de un licenciado universitario ascendería al 29,2% con respecto a un estudiante con educación secundaria posobligatoria, un porcentaje que sería significativamente mayor en sectores técnicos.

Los estudios de los últimos años concluyen que la prima de la educación terciaria ha crecido en la mayor parte de los países desarrollados, en un contexto en el que la demanda de trabajo cualificado, resultante del cambio tecnológico, ha aumentado a un ritmo mayor que la oferta.

Además, la educación terciaria también produce rendimientos de ámbito público. Por una parte, los mayores salarios generan mayor recaudación tributaria. Por otra, la educación terciaria tiene externalidades positivas, impulsando la innovación, el desarrollo tecnológico y la productividad. Además, una mayor presencia de personas con formación universitaria se ha relacionado con el desarrollo de instituciones más inclusivas (Valero y Van Reenen, 2016).

Este análisis de beneficios de la educación tiene algunas limitaciones. Por una parte, no incluye el

riesgo de no finalización de los estudios, de forma que parte del rendimiento de la inversión en educación no se consiga formalizar. Por otra parte, la educación tiene un coste que, dependiendo del sistema de financiación, puede ser soportado por el propio agente privado, en forma de tasas de entrada, o por el sector público a través de subvenciones o becas. Teniendo en cuenta el coste de la educación, la participación laboral, el fracaso laboral y otros factores, de la Fuente y Jimeno (2013) calculan la rentabilidad privada de la educación universitaria en España entre el 6 y el 8% en términos de valor descontado de flujos de caja.

En este contexto, la presencia de externalidades positivas resultaría en una inversión en educación menor a la deseada. Además, en presencia de restricciones financieras a nivel individual que dificulten o impidan la realización de los estudios, los sujetos con menor capacidad financiera podrían invertir en educación una cantidad inferior a la socialmente óptima. En este sentido, la participación pública estaría justificada para aliviar estos impedimentos.

Los préstamos universitarios y la información asimétrica

Préstamos universitarios. Tipos de préstamos y problemática

En un entorno de costes privados relativamente crecientes —sea por un aumento del coste medio por alumno o por una reducción de los subsidios públicos— el incremento de las tasas universitarias puede afectar a la equidad del acceso a la educación terciaria, al afectar en mayor medida a estudiantes de entornos socioeconómicos más bajos; y a la eficiencia económica, al dificultarse el acceso de los individuos más talentosos. Para evitarlo, en muchos países se ha desarrollado un sistema de financiación a los estudiantes cuyo objetivo es garantizar el acceso a la educación terciaria, de forma que resulte económicamente sostenible tanto para el prestamista como para el prestatario.

En este contexto, esta sección intenta resumir los estudios teóricos sobre los contratos de préstamos a estudiantes y repasar las buenas prácticas detectadas en otros países.

Los préstamos a estudiantes tienen, generalmente, dos modalidades. Por un lado, los préstamos dependientes del nivel de renta, en los que los estudiantes realizan pagos que varían en función de su renta futura y no realizan pagos si no alcanzan un determinado nivel. Este tipo de préstamos, introducidos por primera vez en Australia en 1989¹, ha sido imitado por varios países, como Nueva Zelanda, Sudáfrica, Hungría, Tailandia, Corea del Sur y Holanda. Por otro lado, están aquellos préstamos con una amortización fijada con anterioridad –sea con un tipo de interés fijo o variable– e independiente de los flujos de renta del prestatario (llamados “tipo hipoteca”). Dentro de estos préstamos, pueden existir diferentes particularidades que liberen de algunas cargas financieras durante períodos de tiempo de bajos ingresos, como la introducción de un período de carencia durante los estudios.

Una de las peculiaridades de los préstamos renta es que el prestamista debe ser capaz de conocer los flujos de pago del prestatario con cierta precisión. Por esta razón, la mayor parte de estos programas cuentan con la colaboración de los servicios públicos de recaudación de impuestos, al disponer de capacidad legal para consultar la renta de los ciudadanos y capacidad administrativa para gestionar los pagos.

Los préstamos a estudiantes tienen una particularidad, la imposibilidad de colateralizar el préstamo con el bien que se desea adquirir, el capital humano, al ser un bien cuyo colateral no se puede ejecutar. Este hecho hace que los problemas de asimetría de información sean más graves que en otros tipos de préstamos y que el mercado pri-

vado sea casi inexistente o, en algunos países, se exija un colateral ajeno a la transacción, como bienes tangibles, lo que, generalmente, hace que los responsables finales del préstamo sean los progenitores. Esta última característica perjudica un reparto de costes y beneficios equitativo, por lo que resulta de importancia el estudio de alternativas que eviten la colateralización externa del préstamo.

El préstamo-renta funciona como un préstamo con una cuota creciente con la renta, y por otra, como un seguro de protección de pagos, que cubre la contingencia de no obtener ingresos suficientes tras finalizar la educación terciaria. Esta característica proporciona al estudiante cierta suavización del consumo, tanto a través de su ciclo vital (aumentando los pagos en períodos de mayor renta) como ante las adversidades (suspendiendo o no iniciando los pagos cuando la renta sea pequeña, como en casos de trabajos con un salario bajo o desempleo). Esto puede conllevar que estudiantes con mayor aversión al riesgo accedan a endeudarse, debido a la cobertura de riesgos que el préstamo dependiente de la renta provee.

Una de las principales peculiaridades de los préstamos renta radica en que el prestamista debe ser capaz de conocer los flujos de pago del prestatario con cierta precisión para poder fijar la cantidad a devolver en un determinado período de tiempo. Por esta razón, la mayor parte de estos programas han contado con la colaboración de los servicios públicos de recaudación de impuestos, al disponer de capacidad legal para consultar la renta de los ciudadanos y capacidad administrativa para gestionar los pagos.

Asimetrías de información

El principal problema de un préstamo-renta con respecto a un préstamo “tipo hipoteca” es la presencia de asimetrías de información. En el

¹ Dentro del programa conocido como *Higher Education Contribution Scheme (HECS)*.

caso de los préstamos dependientes de la renta a estudiantes, la selección adversa de los estudiantes ocurre cuando aquellos con mayor probabilidad de no tener que realizar pagos futuros (esto es, aquellos con menor renta esperada), son más propensos a pedir un préstamo, erosionando la capacidad global de recobro del prestamista.

Estos préstamos, además, están sujetos a riesgo moral. En este caso, una vez que el préstamo se ha concedido, las decisiones acerca de la vida laboral futura son tomadas por el estudiante, que conoce que, si sus decisiones le proporcionan una renta futura menor, también serán menores los pagos realizados al prestamista. En los programas públicos, algunos países incluyen un tipo de interés subvencionado durante los estudios, una medida que aumentaría el riesgo moral, al generar incentivos para alargar la fase educativa. Otros, para paliar estos efectos, incluyen un tipo de interés superior durante los estudios (Dinamarca) o cláusulas de condonación de deuda si se terminan los estudios en el tiempo estipulado (Finlandia).

El riesgo moral también aparece en el caso de programas públicos de préstamos “tipo hipoteca”, que incluyen cláusulas de condonación de deuda (o avales estatales) en caso de impago. La existencia de este mecanismo aumenta el riesgo moral, al ser difícil distinguir qué impagos han sido totalmente exógenos a las decisiones tomadas por el individuo. En este contexto, es fundamental conocer la razón fundamental del impago. Idealmente, aquellos impagos cuyo origen no dependa del prestamista o del prestatario deberían ser tomados en cuenta *ex ante*, en forma de una mayor prima de riesgo en el tipo de interés, de manera que un número razonable de impagos esté cubierto por el propio sistema.

Este problema ocurre porque la decisión educativa es inherentemente arriesgada: los estudiantes, en el momento de elegir carrera y ocupación futura, no conocen ni su habilidad concreta para dicha ocupación, ni si podrá acceder en el futuro al mercado laboral con facilidad (y con un salario suficiente para hacer frente a los pagos de un prés-

tamo). De hecho, la información sobre el mercado laboral puede estar mucho más fácilmente disponible para el prestamista que para el estudiante, un aspecto que podría reducir drásticamente los costes de selección adversa (Palacios, 2014). Además, en el momento de acceder al préstamo, existe una historia del rendimiento académico del estudiante, que, en la medida en la que pueda predecir correctamente su esfuerzo (e ingresos) futuro, proporcionará una información valiosa para reducir el riesgo moral.

En el ámbito laboral, las consecuencias de la información asimétrica son suficientemente importantes como para provocar que no existan mecanismos privados de aseguramiento frente a contingencias salariales, más allá de aquellos asimilables dentro de un seguro de vida, como los seguros frente a incapacidad. Por tanto, es esperable que un programa de préstamos dependientes de la renta requiera de una estructura que sea capaz de superar la falta de mercado privado.

La literatura económica ofrece diferentes soluciones a los problemas de información asimétrica que se pueden aplicar a los préstamos a estudiantes. En el caso de la selección adversa, la literatura sugiere un mecanismo de riesgo compartido (*risk-pooling*). Este tipo de compromisos son automáticos en el caso de la provisión pública de los préstamos dependientes de la renta. Al incluir cláusulas de condonación de deuda en caso de salarios continuamente bajos, es el contribuyente quien comparte el riesgo de un resultado en términos de renta peor de lo esperado para el individuo. Sin embargo, existen casos de mecanismos privados de riesgo compartido. En el caso de Hungría, donde el compromiso se articula a nivel de cohorte, los pagos del préstamo incluyen una prima para todos los estudiantes que acceden al préstamo en un determinado año, que cubre los costes estimados de los posibles impagos dentro de una cohorte (Berlinger, 2009).

La información asimétrica en el caso de los préstamos a estudiantes no se centra únicamente en la relación entre prestamista y prestatario. En este caso, existe un tercer agente: el proveedor de

los servicios, la universidad. Este hecho diferencia de forma clave a los préstamos para la educación de otros tipos de préstamos. En los préstamos a estudiantes, la capacidad de pago de estos depende en gran medida del rendimiento futuro de su educación. Sin embargo, la universidad que proporciona esa educación también es un agente que tiene información privada –en este caso, sobre la calidad del servicio– y puede responder a incentivos. En ausencia de mecanismos que ayuden a la diferenciación entre universidades, ni estudiantes ni prestamistas tienen una información fiable sobre el rendimiento marginal de la elección entre diferentes universidades. Además, la universidad también está sujeta a un problema de riesgo moral: una vez recibido el pago de la matrícula, y dado que el esfuerzo del alumno y la calidad de la educación son, en cierta medida, no observables, los incentivos para mejorar las perspectivas futuras de salarios –y, por tanto, mejorar el flujo de pagos del préstamo– son reducidos. Sin embargo, estos problemas no serán tratados aquí, porque su solución requiere de consideraciones de gobernanza universitaria y señalización de calidad que escapa del objetivo principal del estudio.

Características de los préstamos a estudiantes: un análisis internacional

Como toda forma de financiación, los préstamos a estudiantes se caracterizan por una serie de parámetros, tales como el principal de la deuda, el tipo de interés, o la posibilidad de introducir períodos de carencia o amortizaciones dependientes de la renta. Asimismo, el sistema conjunto de préstamos también debe atender a los costes administrativos de su propio funcionamiento y a las posibles pérdidas derivadas de impagos. En esta sección, se repasan las particularidades de los préstamos, prestando atención al impacto sobre el éxito de diferentes programas a nivel internacional

de las decisiones de política pública sobre estos parámetros.

Tipo de préstamo

Como se ha visto anteriormente, los préstamos a estudiantes pueden ser de “tipo hipoteca” o dependientes de la renta. El cuadro 1 clasifica los diferentes programas de préstamos a estudiantes en una muestra de países desarrollados².

Una mayoría de los países desarrollados anglófonos han optado por préstamos dependientes de la renta, siguiendo el ejemplo de Australia, con diferente éxito. El importe mínimo a partir del cual se empiezan a realizar devoluciones en estos países se encuentra entre 12.000 y 30.000 dólares en paridad de poder adquisitivo (PPA), mientras que el plazo de amortización medio se encuentra entre los 7 y los 15 años (OCDE, 2014). En Estados Unidos los programas públicos dependientes de la renta comenzaron tras la crisis de 2009, al aumentar fuertemente el tamaño de la deuda de los estudiantes³. Una variable de impor-

Cuadro 1

Selección de países con préstamos a estudiantes

	<i>Tipo de programa</i>
Australia	Dependiente de la renta
Canadá	“Tipo hipoteca”
Dinamarca	“Tipo hipoteca”
Estados Unidos	“Tipo hipoteca”
Finlandia	“Tipo hipoteca”
Japón	“Tipo hipoteca”
Nueva Zelanda	Dependiente de la renta
Noruega	“Tipo hipoteca”
Países Bajos	Dependiente de la renta
Reino Unido	Dependiente de la renta
Suecia	“Tipo hipoteca”

Fuente: Elaboración propia.

² La mayor parte de los programas analizados son de gestión pública. En Estados Unidos, conviven programas públicos (mayoritarios) con programas privados. En Finlandia, los fondos son privados, aunque existe una garantía pública.

³ Esta fecha se refiere a la introducción del programa *Pay-as-you-earn* (PAYE), que convierte la amortización del préstamo desde un “tipo hipoteca” en un préstamo dependiente de la renta para deudores con dificultades.

tancia en el caso de los préstamos dependientes de la renta es qué porcentaje de la renta se paga una vez superada la renta mínima fijada en el préstamo. En el caso de Nueva Zelanda y Reino Unido, este porcentaje se fija en un 12% y un 9%, respectivamente, de la renta obtenida por encima del importe mínimo. En Australia, el porcentaje varía

La renta mínima a partir de la cual se empiezan a realizar devoluciones en los países anglosajones se encuentra entre 12.000 y 30.000 dólares en paridad de poder adquisitivo, mientras que el plazo de amortización medio se sitúa entre los siete y los quince años.

entre el 4 y el 8% de la renta total, una vez superado el mínimo. En los programas dependientes de la renta de Estados Unidos, el porcentaje de la renta a pagar oscila entre el 10 y el 15% de la renta por encima del 150% del nivel considerado como pobreza. Además, si el préstamo no se ha amortizado en un plazo entre 20 y 25 años, se puede incluir en un programa de condonación de la deuda (College Board, 2015).

Entre los países con programas de préstamos de “tipo hipoteca”, como Canadá, Dinamarca, Finlandia, Japón, Noruega, Suecia y Estados Unidos, los plazos de amortización también se sitúan entre los 7 y los 15 años. En Noruega, el préstamo puede ser convertido en una beca en el caso de que la renta del estudiante sea baja y tenga buenos resultados académicos, lo que hace que el sistema sea un híbrido de ambos tipos (DEA, 2015). En Finlandia, si el estudiante termina sus estudios en el tiempo oportuno, puede beneficiarse de una subvención pública del 40% de la deuda superior a 2.500 euros.

Tipo de interés

El tipo de interés es una variable clave para entender la evolución de los préstamos a estudiantes a nivel internacional. La naturaleza pública de la mayor parte de los programas ha hecho que el tipo de interés sea, generalmente, subvencionado. La columna 2 del cuadro 2 resume los tipos de interés asociados a los préstamos a estudiantes en algunos países desarrollados.

Cuadro 2

Tipo de interés y tasas de recobro en países seleccionados

Tipo de interés		Tasa de recobro (porcentaje)
Australia	IPC	74,30
Canadá*	0 durante los estudios, luego tipo de interés oficial + 5%	99,04
Dinamarca	4% durante los estudios, luego tipo de interés oficial + 1%	64,76
Estados Unidos**	3,76% para nuevos préstamos, un máximo de 8.25% para los préstamos <i>Stafford</i>	78,68
Finlandia	Tipo de mercado	90,33
Japón	0 durante los estudios, luego tipo de interés oficial (o IPC, si es más bajo) + 1%	85,00
Nueva Zelanda	0	58,88
Noruega***	0 durante los estudios, luego 2,325%	56,61
Países Bajos	Tipo de interés del gobierno	98,45
Reino Unido	IPC+3%	87,81
Suecia	0 durante los estudios, luego tipo de interés del gobierno menos un 30%	64,63

Notas: * El gobierno paga el tipo de interés durante los estudios. ** Tipo de interés en préstamos federales. El tipo de interés en préstamos privados depende del historial crediticio del prestatario. *** Tras el período de estudio se fija un tipo de interés variable. La cifra que aparece en el cuadro corresponde a la vigente a finales de 2015 (DEA, 2015).

Fuente: OCDE (2014) y elaboración propia.

Existen, en general, tres tipos de mecanismos de fijación de tipos de interés:

- El primer grupo se refiere a aquellos países que subvencionan el tipo de interés durante los años de estudio, y luego cargan un tipo de interés positivo (aunque subvencionado en muchos casos). Entre estos, se encuentran Suecia, Canadá, Noruega y Japón. Tas el período de estudios, Canadá y Japón fijan un tipo de interés igual al tipo medio pagado por el gobierno más una prima. Esta prima es negativa en el caso de Suecia. El caso de Dinamarca es diferente, ya que el tipo de interés durante los estudios es del 4%, mientras que tras ellos se paga un tipo de interés igual al oficial más una prima del 1%, lo que, en las condiciones actuales de tipos de interés se convierte en un tipo de interés inferior tras la finalización de los estudios. Los préstamos federales subsidiados en Estados Unidos también incluyen el pago de los intereses durante el tiempo de estudio por parte del gobierno federal.
- El segundo grupo comprende a aquellos países que incluyen un tipo de interés positivo durante toda la vida del préstamo, con una fórmula de cálculo que puede o no cambiar durante la vida del préstamo. Entre estos países, Australia carga un tipo de interés real nulo, al vincularse al crecimiento de los precios. En los Países Bajos, el tipo de interés se fija en función del tipo de interés oficial. En el Reino Unido, en cambio, la legislación introducida en 2012 incluye un tipo de interés real del 3% durante los años de estudio, y tras estos, un tipo de interés dependiente de la renta del estudiante (Del Rey y Schiopu, 2015). En los préstamos privados de Estados Unidos⁴ y en Finlandia, el tipo de interés se fija entre el estudiante y la entidad financiera que provee los fondos.

- Un tercer grupo incluye a los países que fijan un tipo de interés subvencionado durante toda la vida del préstamo. En el caso de Nueva Zelanda, el tipo de interés es de un 0% nominal mientras el estudiante viva en el país. Si se va al extranjero, se le carga un tipo de interés del 6,6%.

La naturaleza pública de la mayor parte de los programas hace que el tipo de interés sea, generalmente, subvencionado. En algunos países dicha subvención opera durante los años de estudio, mientras que en otros el tipo de interés se fija en función del tipo oficial o dependiendo de la renta del estudiante.

Shen y Ziderman (2009) calculan las ratios de recobro en términos de valor presente neto de diferentes programas de préstamos a estudiantes teniendo en cuenta el tipo de interés, el coste de oportunidad del capital y la inflación, pero sin incluir los costes de impago. Las tasas de recobro de los diferentes programas se presentan en la columna 3 del cuadro 2. Todos los programas se sitúan en una tasa de recobro inferior al 100% del valor presente neto. Este nivel no significa que los programas operen en pérdidas, sino que el tipo de interés no cubre totalmente la inflación y el coste del capital. Como consecuencia de fijar un tipo de interés nominal igual a cero, Nueva Zelanda se sitúa como el país con un mayor nivel de subvención a los préstamos educativos. En el resto de países, las tasas de recobro oscilan entre el 64% y el 100%.

Tamaño de la deuda

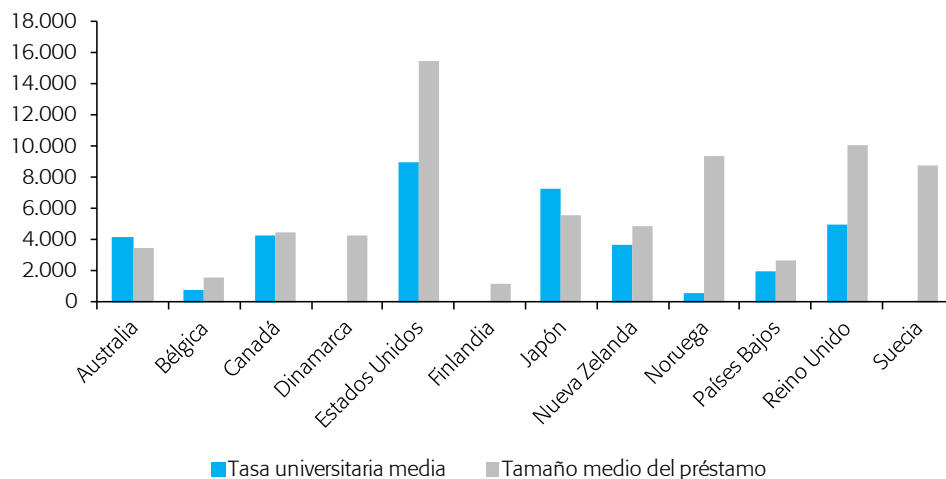
Los fondos disponibles para cada estudiante difieren en los programas internacionales, en gran medida debido a los diferentes costes de las tasas universitarias, pero también en función de si se extienden préstamos para cubrir costes de manutención.

⁴ El tipo de interés en los préstamos federales en Estados Unidos está fijado en el 3,76% para los nuevos préstamos en 2015. Para los préstamos más comunes anteriores a esta fecha, denominados *Stafford*, existe un límite del 8,25% (véase el cuadro 3).

Gráfico 3

Tasas universitarias y cuantía media del préstamo universitario

(En dólares PPP)



Fuente: OCDE (2014).

ción. El gráfico 3 indica los fondos medios disponibles en cada préstamo individual en diferentes países con programas públicos de préstamos a estudiantes. En la mayor parte de los países, los préstamos cubren las tasas universitarias por completo, y en muchos, especialmente en los países nórdicos, los estudiantes reciben una cantidad mayor que el importe de las tasas, para cubrir gastos de manutención.

El estudio del tamaño de la deuda y sus consecuencias está más desarrollado en Estados Unidos, donde el gran número de estudiantes que recurren a préstamos y el aumento de la deuda por estudiante han conllevado un fuerte aumento de la deuda total. Tres cuartas partes de esta corresponde a personas en la parte superior de la distribución de renta (College Board, 2015).

El fuerte aumento de la deuda en Estados Unidos ha podido tener consecuencias muy intensas. La tasa de morosidad aumentó hasta el 17%, lo que produjo un deterioro de los estándares de crédito de muchos jóvenes estudiantes, que redujeron su crédito en otras modalidades (tarjetas de crédito o créditos para la compra de coches). Lochner y Monge-Naranjo (2014) calculan, con

una muestra de estudiantes en Estados Unidos, que un aumento de la deuda en 1.000 dólares aumenta la probabilidad de impago en 0,4 puntos porcentuales. Hillman (2014) encuentra que el efecto del aumento de la deuda es no lineal, y por tanto, una mayor deuda en préstamos a estudiantes aumenta en mayor medida la tasa de impago a partir de un cierto nivel.

Además, la deuda contraída por los estudiantes podría tener efectos en la planificación vital de los estudiantes en el largo plazo. Cooper y Wang (2014) encuentran que la deuda de los estudiantes tiene un efecto negativo sobre la probabilidad de ser propietario de una casa y sobre la riqueza futura. Estos efectos podrían tener un origen similar al comentado en el párrafo anterior, al sustituirse el endeudamiento hipotecario por endeudamiento para los estudios. Baum y O'Malley (2003) muestran que, para hogares con bajos ingresos, la deuda estudiantil provoca una dilación de las decisiones de largo plazo, tales como la compra de coches o casas o el momento de tener hijos.

Los efectos arriba descritos pueden ocurrir al margen del tipo de préstamo contraído, aunque es

esperable que los préstamos-renta, al proveer de cierta suavización del consumo y, por tanto, reducir las restricciones financieras de los hogares, tengan efectos menores. El efecto en el largo plazo entre ambos tipos de préstamo es más complicado de distinguir. Rothstein y Rouse (2011) descubren que los estudiantes con deudas en Estados Unidos (mayoritariamente, de “tipo hipoteca”) tienen una mayor probabilidad de elegir trabajos que paguen salarios más altos⁵. Este efecto podría variar en el caso de préstamos-renta, pues estos introducen un desincentivo a escoger trabajos que paguen mayores salarios que es comparable a un impuesto sobre la renta marginalmente más alto. Por otra parte, Chapman y Leigh (2009) encuentran, en este sentido, que en Australia hay cierta acumulación de rentas declaradas justo antes del mínimo estipulado para el comienzo de los pagos del préstamo dependiente de la renta, pero este efecto parece pequeño.

El aumento de la deuda por estudiante en Estados Unidos ha conllevado un fuerte crecimiento de la deuda total. La tasa de morosidad ascendió hasta el 17%, lo que produjo un deterioro de los estándares de crédito de muchos jóvenes estudiantes.

Una pregunta abierta es hasta qué punto el tamaño de la deuda debe estar afectado por la carrera universitaria que escoge el estudiante. Esta pregunta está íntimamente ligada, en aquellos países con tasas universitarias, con incrementar el coste de la educación dependiendo de la titulación. Por una parte, en muchos países las tasas universitarias son relativamente similares para todas las carreras universitarias, y, por tanto, no tiene en cuenta el salario futuro de las distintas opciones. Por otra parte, es lógico pensar que las tasas universitarias deberían reflejar, al menos en parte, el coste de la impartición de las clases. En el caso de los préstamos, una razón fundamental para su existencia es la posibilidad de sua-

vizar el consumo del estudiante, trayendo rentas futuras al presente. De esta forma, sería de esperar que en aquellas titulaciones con mayores salarios futuros los estudiantes se endeuden más. Sin embargo, la evidencia no parece dar apoyo a esta hipótesis. Vedder y otros (2014) encuentran que aquellos estudiantes con titulaciones que tienen un salario inicial menor contraen deudas mayores. Las razones de este hallazgo no están claras. Podría provenir de un mayor coste de estas titulaciones, un cierto desconocimiento por las partes de los beneficios futuros de la educación obtenida por el estudiante o diferentes sesgos cognitivos (como, por ejemplo, que estudiantes de carreras técnicas, aquellas con mayor salario futuro, tengan mayor aversión a las deudas). Sea cual sea el motivo, sería recomendable que en el momento de la financiación se tuviese en cuenta el salario futuro esperado para evitar una acumulación de deudas indeseada. En este contexto, para aquellas familias con bajos ingresos o aquellos alumnos que estudian profesiones con peores perspectivas de ingresos pero valoradas socialmente, el sistema de préstamos es menos eficiente que un sistema que incluya pagos directos en función de la renta y becas.

Conclusiones

La educación terciaria se enfrenta a un marco económico complejo. Por una parte, un mayor nivel educativo produce beneficios privados crecientes, impulsados por un proceso de cambio tecnológico que favorece a las capas más educadas de la población. Sin embargo, estos beneficios están sujetos a una elevada incertidumbre y no se materializan hasta que los estudiantes terminan su titulación. Por otra parte, las universidades se enfrentan a unos costes probablemente crecientes en el tiempo. En este contexto, la definición de las políticas públicas debe tener en cuenta no solamente los criterios de suficiencia, eficiencia y equidad de la financiación universitaria, sino también las posibles externalidades positivas de un mayor nivel educativo de la población.

⁵ Esta decisión podría ser, en esencia, más arriesgada, por ejemplo, si aprobar una carrera universitaria con salarios más altos fuese más difícil, y por tanto, tuviese un riesgo mayor.

Estas consideraciones hacen que sea necesario un cierto nivel de subsidios públicos para garantizar el acceso a la educación en igualdad de oportunidades a la población. De otra forma, el aumento de las tasas universitarias podría deteriorar la dotación de educación terciaria en la población y, por tanto, la capacidad de innovación de los países.

Asegurar el mantenimiento de la capacidad de acceso a la educación terciaria en un contexto de costes crecientes justifica el estudio de métodos de financiación como los préstamos a estudiantes. Estos programas tienen el objetivo de reducir el coste en el presente de la entrada a la educación universitaria, y repartir la carga futura de una inversión como la educativa, que resulta productiva tanto a nivel privado como público, entre estudiantes y contribuyentes.

Sin embargo, el diseño de los programas de préstamos a estudiantes marca en gran medida su éxito. Estos programas deben ser capaces de aliviar los problemas de información asimétrica que hacen que el mercado privado de financiación a estudiantes sea escaso. Para ello, se necesita un análisis pormenorizado de la rentabilidad esperada de la educación, por lo que un marco de cooperación entre prestamistas y estudiantes resulta clave para evitar situaciones de sobreendeudamiento en casos en los que la perspectiva de ingresos futuros es limitada. Acerca del tipo de préstamo, la provisión de préstamos dependientes de la renta o la subvención de los intereses del préstamo durante el período de estudios es recomendable en aquellos casos en los que se pueda extraer señales suficientes sobre el flujo futuro de pagos para reducir la asimetría de información.

Por último, la experiencia internacional señala que el tamaño de los préstamos debe estar relacionado con las necesidades económicas de la actividad educativa. Junto a ello, es necesario proveerlos a un tipo de interés razonable, con el objetivo de no generar deudas demasiado onerosas ni subvencionar la provisión de educación de forma menos eficiente que mediante becas o subsidios.

Referencias

- BAUM, S., y M. O'MALLEY (2003), "College on Credit: How Borrowers Perceive Their Education Debt", *Journal of Student Financial Aid*, 33(3): 7-21.
- BERLINGER, E. (2009), "An efficient student loan system: Case of Hungary", *A special issue of Higher education in Europe*, 34(2): 257-268.
- CALLENDER, C., y J. JACKSON (2005), "Does the fear of debt deter students from higher education?", *Journal of social policy*, 34(04): 509-540.
- CHAPMAN, B., y A. LEIGH (2009), "Do very high tax rates induce bunching? Implications for the design of income contingent loan schemes", *The Economic Record*, 85 (270): 276-289.
- COLLEGE BOARD (2015), *Trends in Student Aid*.
- COOPER, D., y J. C. WANG (2014), "Student Loan Debt and Economic Outcomes", *Staff Report*, 14-7, Federal Reserve Bank of Boston.
- DE LA FUENTE, A., y J. F. JIMENO (2013), "La rentabilidad fiscal y privada de la educación en España y sus regiones", *Moneda y Crédito*, 235: 179-246.
- DEA (2015), "Student Financial Aid And Student Behavior In The Nordic Countries", disponible en: http://dea.nu/sites/dea.nu/files/background_paper_student_financial_aid_and_student_behavior_in_the_nordic_countries_final_0.pdf
- DEL REY, E., e I. SCHIOPU (2015), "Student Debt in Selected Countries", *EENEE Analytical Report*, 25.
- DRAGOMIRESCU-GAINA, C. (2015), An empirical inquiry into the determinants of public education spending in Europe, *IZA Journal of European Labor Studies*, 4(1): 1.
- HILLMAN, N. W. (2014), "College on credit: A multilevel analysis of student loan default", *The Review of Higher Education*, 37(2): 169-195.
- KATARYNIUK, I. A. (2016), "Análisis comparativo internacional de la financiación de la educación terciaria: los préstamos a estudiantes", *Documentos de Trabajo*, 787, Funcas.
- LOCHNER, L., y A. MONGE-NARANJO (2014), "Default and repayment among baccalaureate degree earners,"

- En B. J. HERSHBEIN y K. HOLLENBECK (Eds.), *Student Loans and the Dynamics of Debt*.
- MINCER, J. (1974), *Schooling, Experience and Earnings*, National Bureau of Economic Research, New York.
- MONTENEGRO, C. E., y H. A. PATRINOS (2014), "Comparable estimates of returns to schooling around the world", *World Bank Policy Research Working Paper*, 7020.
- OCDE (2014), *Panorama de la Educación 2014*.
- PALACIOS, M. (2014), "Overemphasized Costs and Underemphasized Benefits of Income Contingent Financing", *Income Contingent Loans*, 207-215, Palgrave Macmillan UK.
- ROTHSTEIN, J., y C. ROUSE (2011), "Constrained after College: Student Loans and Early Career Occupational Choices", *Journal of Public Economics*, 95(1-2): 1.
- SHEN, H., y A. ZIDERMAN (2009), "Student loans repayment and recovery: international comparisons", *Higher education*, 57(3): 315-333.
- VALERO, A., y J. VAN REENEN (2016), "The Economic Impact of Universities: Evidence from Across the Globe", *CEP Discussion Paper*, 444, agosto.
- VEDDER, R.,; DENHART, C., y J. HARTG (2014), *Dollars, Cents, and Nonsense. The Harmful Effects of Federal Student Aid*, Center for College Affordability and Productivity.
- WOLFF, E. N.; BAUMOL, W. J., y A. N. SAINI (2014), "A comparative analysis of education costs and outcomes: The United States vs. other OECD countries", *Economics of Education Review*, 39: 1-21.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)	
					Construcción								
				Total	Total	Vivienda	Otras construcciones	Bienes de equipo y otros productos					
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales													
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	3,2	2,5	0,8	4,8	4,5	6,7	2,5	5,2	6,4	4,7	2,5	0,7	
2018	2,8	2,4	0,7	5,2	5,1	6,6	3,6	5,3	5,5	5,0	2,5	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	3,0	2,5	0,1	3,8	3,0	5,5	0,7	4,7	8,4	6,4	2,2	0,8
	II	3,2	2,4	1,1	4,1	3,9	6,4	1,6	4,2	5,9	3,3	2,2	1,0
	III	3,2	2,6	0,8	5,3	5,1	7,2	3,3	5,6	6,3	5,0	2,7	0,6
IV	3,2	2,5	1,3	6,0	5,8	7,5	4,3	6,2	4,9	4,3	2,8	0,3	
2018	I	3,0	2,6	1,0	5,2	5,8	7,2	4,4	4,7	3,4	2,4	2,6	0,4
	II	2,6	2,5	0,5	5,1	5,3	6,7	4,0	5,0	4,4	4,4	2,5	0,1
	III	2,7	2,3	0,5	5,2	4,9	6,6	3,2	5,5	6,9	6,3	2,3	0,4
IV	2,9	2,1	0,6	5,2	4,4	5,9	2,9	6,0	7,3	6,7	2,5	0,4	
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	3,3	1,6	1,4	8,1	4,5	11,4	-1,6	11,8	17,0	16,2	2,6	0,7
	II	3,9	2,6	1,5	6,5	8,0	7,0	9,0	5,0	4,2	-1,4	2,0	1,9
	III	3,0	3,1	1,2	4,7	5,4	4,8	6,0	4,0	-3,2	-1,3	3,7	-0,7
IV	2,5	2,8	1,0	4,7	5,4	7,0	4,0	4,0	2,7	4,4	2,9	-0,4	
2018	I	2,5	2,0	0,5	5,1	4,2	10,0	-1,0	5,9	10,3	8,3	1,6	0,9
	II	2,5	2,2	-0,5	6,1	6,1	5,1	7,2	6,0	8,2	6,2	1,6	0,9
	III	3,5	2,1	1,2	4,8	3,6	4,5	2,8	6,0	6,5	6,4	3,2	0,2
IV	3,2	2,1	1,2	4,7	3,5	4,2	2,8	6,0	4,4	6,0	3,5	-0,4	
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes											
2010	1.080,9	57,2	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3	
2011	1.070,4	57,8	20,5	21,5	12,5	5,7	6,8	9,0	28,9	29,2	100,2	-0,2	
2012	1.039,8	58,8	19,7	19,8	10,9	4,9	6,0	8,9	30,7	29,2	98,5	1,5	
2013	1.025,6	58,4	19,7	18,8	9,7	4,1	5,6	9,0	32,2	29,0	96,7	2,2	
2014	1.037,0	58,7	19,5	19,1	9,7	4,3	5,3	9,5	32,7	30,2	97,6	2,4	
2015	1.075,6	58,1	19,4	19,7	9,9	4,4	5,4	9,8	33,2	30,7	97,6	2,4	
2016	1.113,9	57,8	18,9	19,9	10,0	4,7	5,2	10,0	33,1	30,2	97,1	2,9	
2017	1.166,2	57,7	18,4	20,4	10,3	5,0	5,3	10,1	34,4	31,3	96,9	3,1	
2018	1.216,6	57,5	18,0	21,1	10,9	5,4	5,5	10,3	35,3	32,1	96,8	3,2	

* 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

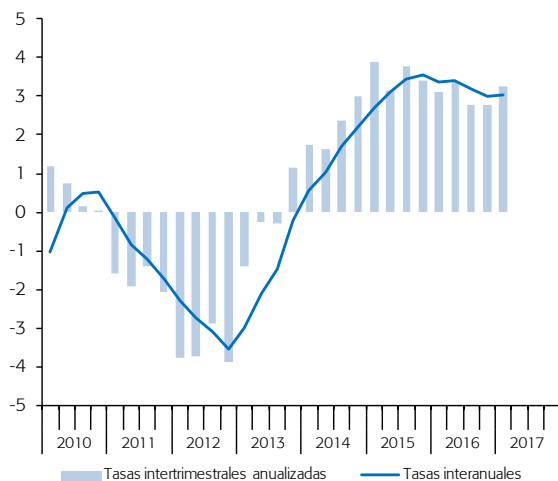


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

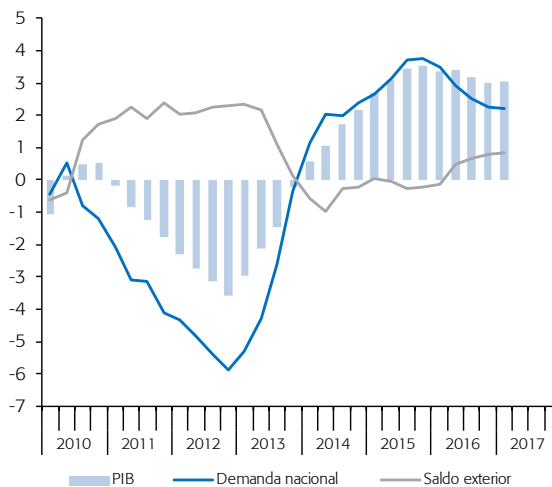


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

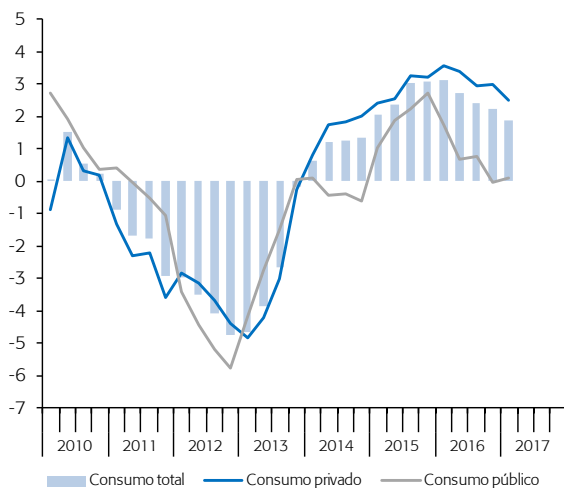
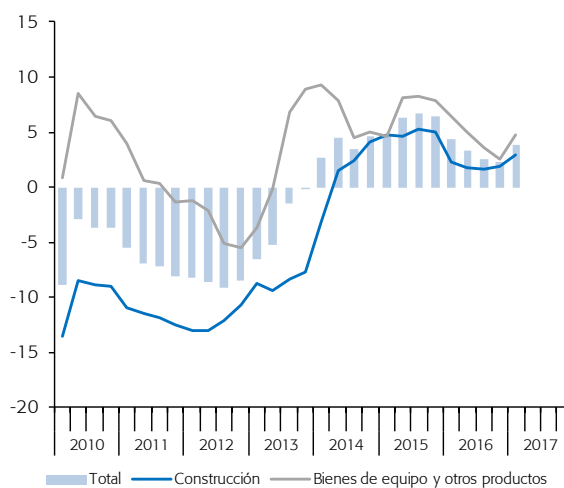


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

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

Previsiones en azul

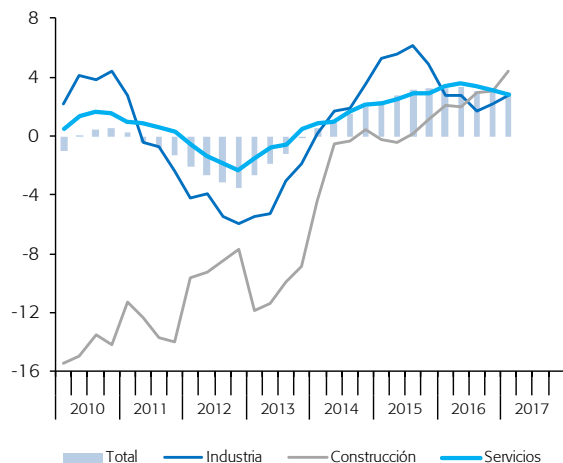
	Valor añadido bruto a precios básicos								Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios			
			Total	Manufacturas		Total	Administración pública, salud y educación	Otros servicios	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales									
2009	-3,4	-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	3,2	5,5	2,5	2,6	4,7	3,2	2,2	3,5	2,6
2018	2,9	2,0	2,0	2,2	3,3	3,2	2,1	3,5	1,6
2016	I	3,2	5,0	2,7	4,4	2,1	3,4	2,5	3,6
	II	3,3	2,7	2,8	3,8	2,0	3,6	2,8	3,8
	III	3,1	3,1	1,7	2,4	2,9	3,4	2,5	3,7
	IV	3,0	2,9	2,2	2,0	3,0	3,1	2,1	3,5
2017	I	3,0	4,0	2,8	2,7	4,4	2,8	1,8	3,2
	II	3,2	7,1	2,5	2,4	3,8	3,3	2,0	3,7
	III	3,4	7,1	2,9	2,7	4,7	3,3	2,2	3,7
	IV	3,3	3,7	1,9	2,5	5,9	3,4	2,8	3,6
2018	I	3,1	2,0	2,0	2,4	3,5	3,4	2,7	3,6
	II	2,7	2,0	1,9	2,2	3,7	2,9	2,0	3,1
	III	2,8	2,0	1,9	2,1	3,2	3,1	1,9	3,4
	IV	3,1	2,0	2,2	2,2	2,7	3,4	1,8	3,9
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
	II	3,1	-9,1	3,9	4,1	4,4	3,3	2,5	3,5
	III	2,5	1,9	0,7	1,3	1,4	3,1	2,6	3,2
	IV	2,8	16,2	5,1	2,8	0,2	2,1	0,7	2,5
2017	I	3,4	8,9	1,5	2,5	12,0	3,0	1,3	3,6
	II	4,2	2,0	2,6	3,0	2,0	4,9	3,5	5,4
	III	3,2	2,0	2,3	2,6	4,8	3,3	3,2	3,3
	IV	2,3	2,0	1,2	2,0	4,8	2,4	3,0	2,2
2018	I	2,7	2,0	1,9	1,9	2,5	3,0	1,0	3,6
	II	2,7	2,0	2,2	2,3	2,5	2,8	1,0	3,4
	III	3,7	2,0	2,2	2,3	3,0	4,1	2,7	4,6
	IV	3,3	2,0	2,4	2,5	2,9	3,7	2,7	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	1.057,3	2,6	17,9	14,1	5,6	73,9	18,5	55,4	10,3
2018	1.103,0	2,7	17,6	13,8	5,7	74,0	18,3	55,7	10,3

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

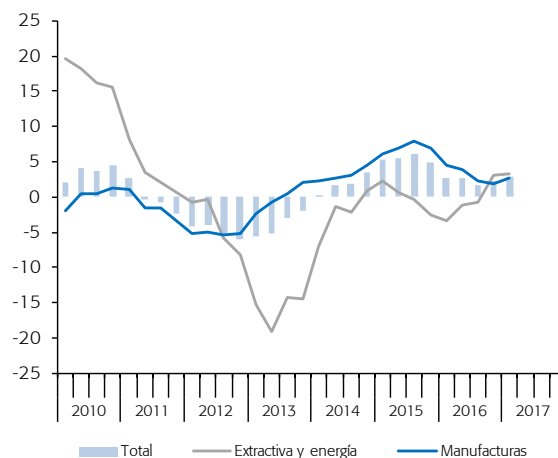
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 2.1.- VAB por sector

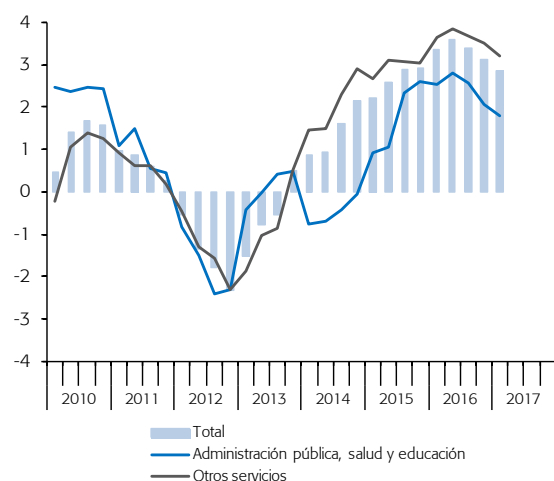
Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.2.- VAB, industria**

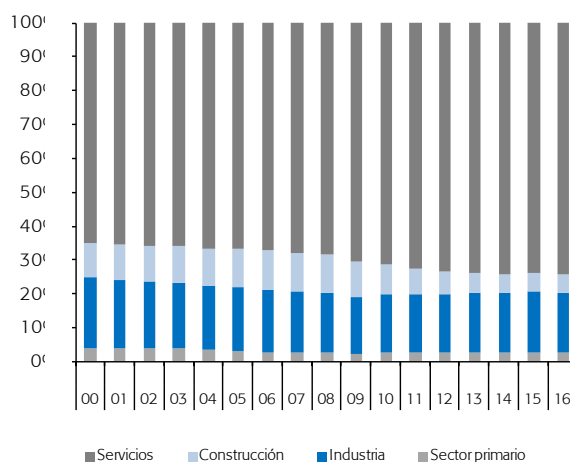
Tasas de crecimiento interanuales

**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**

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

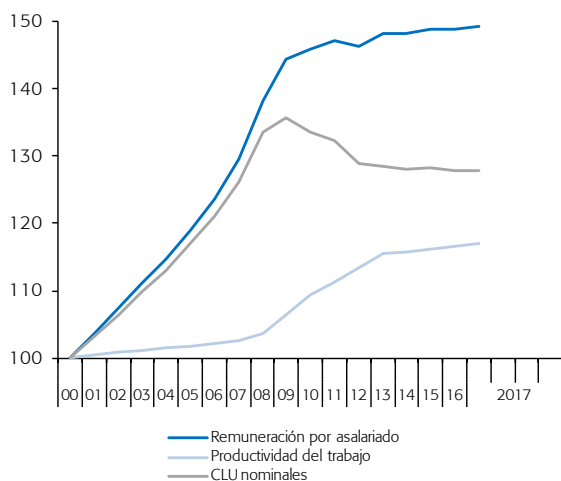
	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo 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	131,1	112,2	116,8	151,0	129,3	93,9	109,1	--	--	--	--	--
2018	134,8	114,9	117,3	153,1	130,5	93,5	111,5	--	--	--	--	--
2015 I	121,5	104,7	116,1	149,0	128,4	95,1	100,8	66,8	150,8	163,7	108,5	84,0
II	122,5	105,9	115,7	148,6	128,4	95,0	102,4	67,3	152,0	163,8	107,8	83,6
III	123,6	106,5	116,1	148,6	128,0	94,7	104,1	67,8	153,7	163,6	106,4	82,7
IV	124,7	107,1	116,4	149,2	128,1	94,6	105,3	67,9	155,1	163,9	105,7	82,3
2016 I	125,6	108,0	116,4	148,8	127,9	94,7	105,2	68,5	153,7	164,7	107,2	83,5
II	126,7	108,7	116,5	148,9	127,8	94,1	106,3	68,6	154,9	164,5	106,2	82,8
III	127,5	109,6	116,4	148,6	127,7	94,2	106,6	69,3	153,9	164,3	106,7	83,3
IV	128,4	110,0	116,8	149,3	127,8	93,8	107,3	69,8	153,7	164,2	106,8	82,7
2017 I	129,5	110,7	117,0	149,4	127,7	93,6	108,0	70,2	153,8	166,0	108,0	82,9
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	3,2	2,9	0,3	1,4	1,2	-0,3	2,6	--	--	--	--	--
2018	2,8	2,4	0,4	1,4	1,0	-0,5	2,2	--	--	--	--	--
2015 I	2,7	2,8	-0,1	0,8	0,9	0,4	6,1	1,6	4,5	-0,5	-4,8	-4,8
II	3,1	3,0	0,1	0,2	0,2	-0,4	6,9	2,3	4,5	-0,8	-5,1	-5,0
III	3,4	3,0	0,4	0,2	-0,3	-0,8	7,9	2,2	5,6	-0,8	-6,0	-5,9
IV	3,6	3,0	0,6	0,6	0,0	-0,4	7,0	1,9	5,0	-0,5	-5,3	-4,9
2016 I	3,4	3,1	0,3	-0,1	-0,4	-0,4	4,4	2,5	1,9	0,6	-1,3	-0,6
II	3,4	2,7	0,7	0,2	-0,5	-0,9	3,8	1,9	1,9	0,4	-1,4	-1,0
III	3,2	2,9	0,3	0,0	-0,3	-0,5	2,4	2,2	0,2	0,4	0,3	0,6
IV	3,0	2,7	0,3	0,1	-0,2	-0,9	2,0	2,9	-0,9	0,2	1,0	0,4
2017 I	3,0	2,5	0,5	0,4	-0,1	-1,1	2,7	2,6	0,1	0,8	0,8	-0,8

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

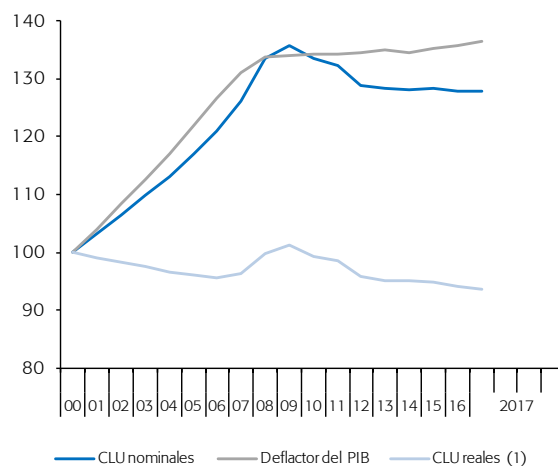
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**

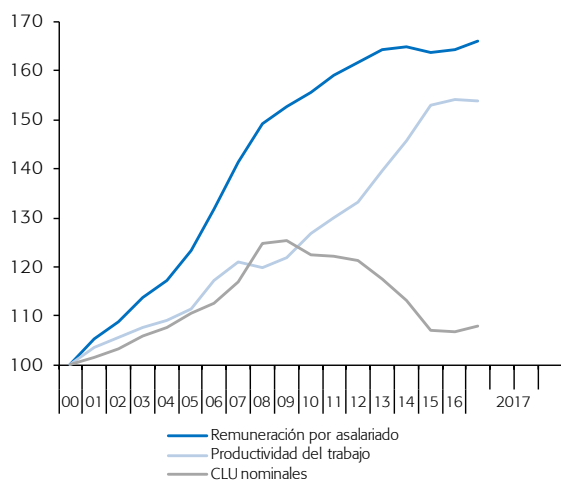
Índices, 2000=100



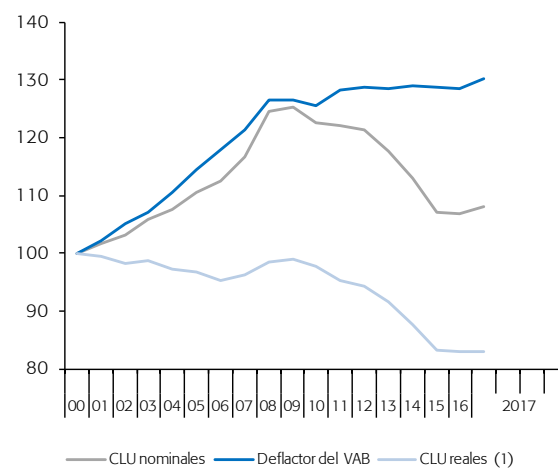
(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del PIB.

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

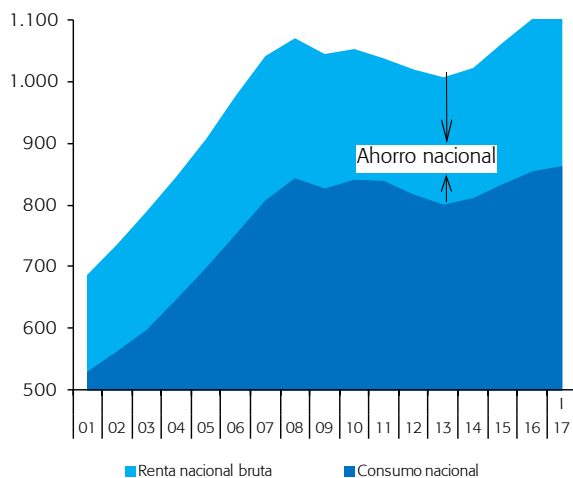
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	Rentas netas del exterior	Producto nacional bruto	Saldo transacciones corrientes con el exterior	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Remuneración 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	0,8	1.114,6	-12,3	1.102,3	854,1	248,2	47,2	42,5	10,3
2017	1.166,2	549,9	493,9	122,5	1,3	1.167,5	-12,7	1.154,8	887,6	267,2	47,2	42,3	10,5
2018	1.216,6	571,5	515,5	129,6	-2,2	1.214,4	-12,7	1.201,8	917,9	283,9	47,0	42,4	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	-0,1	1.083,8	-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	-1,0	1.094,1	-10,2	1.083,9	843,2	240,8	47,3	42,3	10,4
III	1.104,3	522,2	467,0	115,1	-0,2	1.104,0	-11,4	1.092,6	848,2	244,3	47,3	42,3	10,4
IV	1.113,9	526,1	473,0	114,7	0,8	1.114,6	-12,3	1.102,3	854,1	248,2	47,2	42,5	10,3
2017 I	1.124,5	529,7	479,0	115,8	2,0	1.126,5	-11,2	1.115,3	862,7	252,6	47,1	42,6	10,3
Tasas de crecimiento interanuales										Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior			
2010	0,2	-1,4	-2,0	25,3	--	0,6	--	0,8	1,7	-2,8	-0,8	-0,9	1,7
2011	-1,0	-1,9	0,8	-3,8	--	-1,3	--	-1,5	-0,2	-6,3	-0,5	0,7	-0,2
2012	-2,9	-6,1	-0,6	4,7	--	-1,8	--	-1,7	-2,6	2,1	-1,6	1,0	0,7
2013	-1,4	-2,7	-1,4	6,0	--	-1,2	--	-1,2	-2,0	1,8	-0,7	0,0	0,7
2014	1,1	1,3	0,1	4,3	--	1,3	--	1,5	1,3	2,2	0,1	-0,4	0,3
2015	3,7	3,8	2,7	7,7	--	4,0	--	4,0	2,8	8,8	0,0	-0,4	0,4
2016	3,6	3,1	4,4	2,2	--	3,7	--	3,6	2,5	7,9	-0,2	0,4	-0,1
2017	4,7	4,5	4,4	6,7	--	4,7	--	4,8	3,9	7,7	-0,1	-0,1	0,2
2018	4,3	3,9	4,4	5,8	--	4,0	--	4,1	3,4	6,2	-0,2	0,0	0,2
2015 I	1,8	2,5	0,4	4,4	--	1,8	--	2,1	1,6	4,0	0,3	-0,6	0,3
II	2,5	3,0	1,1	6,7	--	3,1	--	3,4	1,8	9,3	0,2	-0,6	0,4
III	3,2	3,3	2,2	7,1	--	3,8	--	3,9	2,2	10,3	0,1	-0,4	0,4
IV	3,7	3,8	2,7	7,7	--	4,0	--	4,0	2,8	8,8	0,0	-0,4	0,4
2016 I	3,7	3,6	3,2	6,9	--	4,0	--	4,1	2,9	8,8	-0,1	-0,2	0,3
II	3,8	3,5	3,9	5,1	--	3,8	--	3,9	2,8	8,2	-0,1	0,0	0,1
III	3,7	3,4	3,7	4,8	--	3,7	--	3,7	2,6	7,8	-0,1	0,0	0,1
IV	3,6	3,1	4,4	2,2	--	3,7	--	3,6	2,5	7,9	-0,2	0,4	-0,1
2017 I	3,7	3,1	4,7	2,8	--	3,9	--	4,0	2,9	7,7	-0,3	0,4	-0,1

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

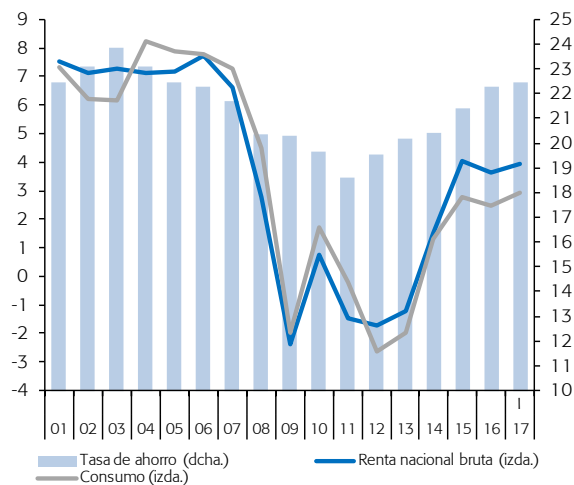
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

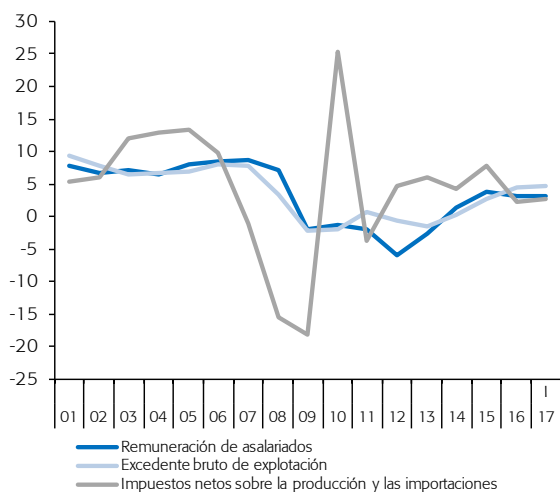
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

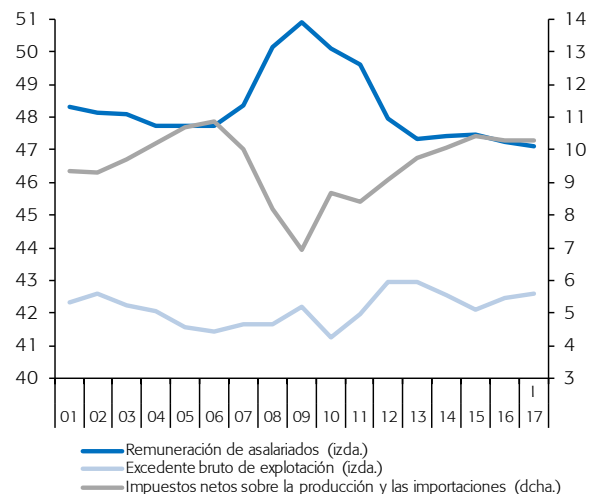
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**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)

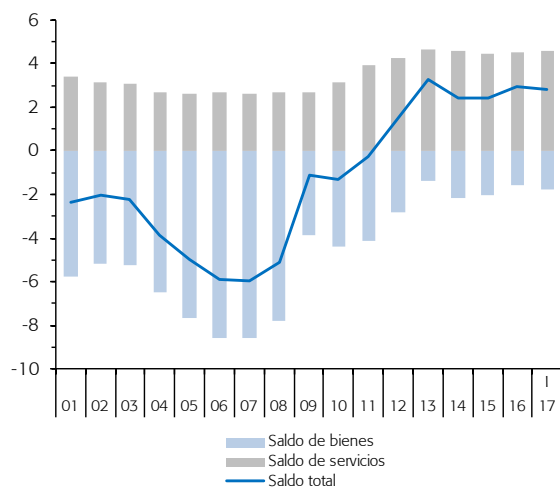
Previsiones en azul

	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	8	9=7+8	10	11	12=7-10-11
MM euros, suma móvil 4 trimestres												
2010	-14,1	-478	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	0,8	-12,3	20,9	1,9	22,8	248,2	227,3	20,9
2017	36,7	-21,0	32,2	25,5	1,3	-12,7	25,3	4,0	29,3	267,2	241,9	25,3
2018	38,9	-24,9	34,6	29,2	-2,2	-12,7	24,1	4,0	28,1	283,9	259,9	24,1
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	-0,1	-10,9	15,2	6,3	21,5	234,6	219,4	15,2
II	29,4	-19,7	29,2	19,9	-1,0	-10,2	18,3	5,4	23,7	240,8	222,5	18,3
III	31,4	-18,1	29,7	19,8	-0,2	-11,4	19,7	4,3	24,0	244,3	224,6	19,7
IV	32,4	-17,5	29,7	20,2	0,8	-12,3	20,9	1,9	22,8	248,2	227,3	20,9
2017 I	31,5	-19,7	30,1	21,0	2,0	-11,2	22,3	2,3	24,7	252,6	230,3	22,3
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	0,1	-1,1	1,9	0,2	2,0	22,3	20,4	1,9
2017	3,1	-1,8	2,8	2,2	0,1	-1,1	2,2	0,3	2,5	22,9	20,7	2,2
2018	3,2	-2,0	2,8	2,4	-0,2	-1,0	2,0	0,3	2,3	23,3	21,4	2,0
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	-0,1	-0,9	1,7	0,5	2,2	22,0	20,3	1,7
III	2,8	-1,6	2,7	1,8	0,0	-1,0	1,8	0,4	2,2	22,1	20,3	1,8
IV	2,9	-1,6	2,7	1,8	0,1	-1,1	1,9	0,2	2,0	22,3	20,4	1,9
2017 I	2,8	-1,7	2,7	1,9	0,2	-1,0	2,0	0,2	2,2	22,5	20,5	2,0

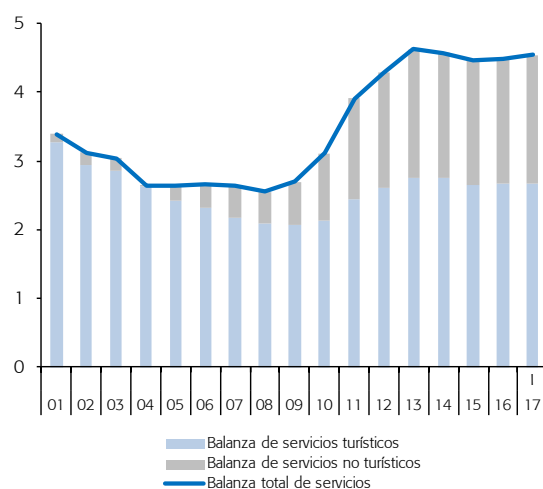
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Balanza comercial (bienes y servicios)

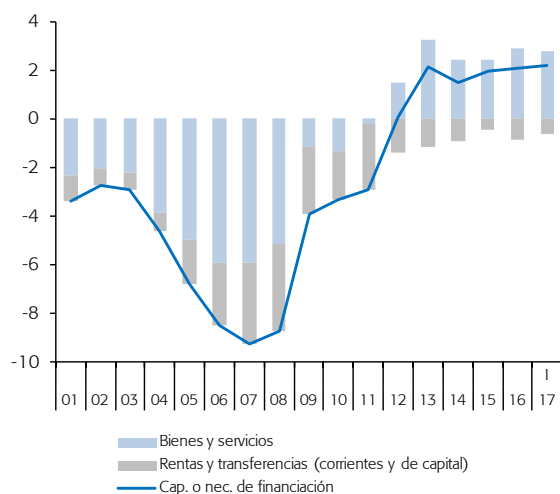
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Balanza de servicios**

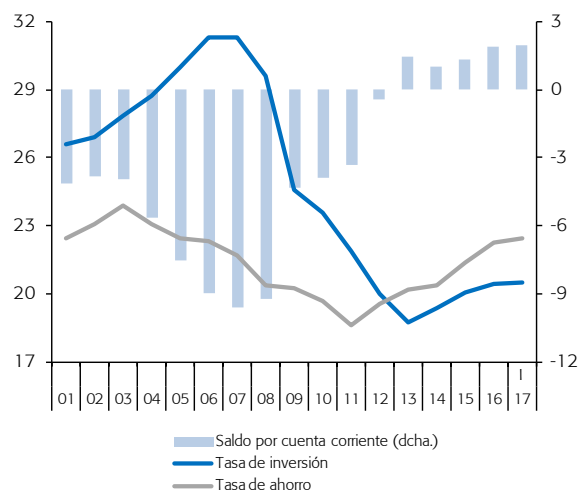
Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

**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: hogares y Sociedades no Financieras (SEC 2010, Base 2010)

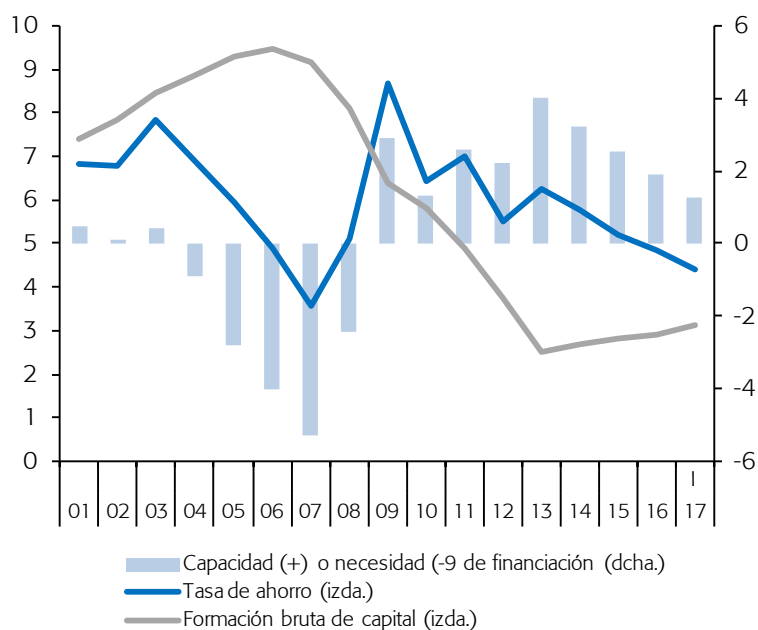
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras						
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro (en % de la RDB)	Formación bruta de capital en % del PIB	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro (en % del PIB)	Formación bruta de capital en % del PIB	Cap. o nec. de financiación en % del PIB	
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
2010	688,4	618,8	69,5	63,0	10,1	5,8	1,3	235,8	161,8	132,1	15,0	12,2	3,7	
2011	694,2	618,9	74,7	52,2	10,8	4,9	2,6	232,8	144,9	131,8	13,5	12,3	2,1	
2012	670,5	611,3	57,2	38,8	8,5	3,7	2,2	234,7	144,8	136,5	13,9	13,1	1,4	
2013	664,4	598,5	63,9	25,7	9,6	2,5	4,0	235,0	160,8	136,3	15,7	13,3	2,9	
2014	670,0	608,9	60,0	27,7	9,0	2,7	3,2	236,4	160,2	147,1	15,5	14,2	1,9	
2015	682,4	625,0	55,8	30,5	8,2	2,8	2,5	244,9	177,9	153,3	16,5	14,3	2,8	
2016	699,5	643,8	54,1	32,4	7,7	2,9	1,9	257,8	191,8	167,1	17,2	15,0	2,8	
2017	729,1	673,5	54,0	36,1	7,4	3,1	1,5	267,9	204,5	177,0	17,5	15,2	2,9	
2018	755,7	699,0	55,0	40,5	7,3	3,3	1,2	279,0	205,4	188,7	16,9	15,5	1,9	
2015	I	675,0	611,6	61,9	27,8	9,2	2,7	3,4	237,7	165,0	148,9	15,8	14,3	2,2
	II	680,4	615,4	63,5	29,2	9,3	2,8	3,4	240,2	167,0	153,6	15,8	14,6	1,9
	III	683,7	620,8	61,4	29,4	9,0	2,8	3,2	243,2	170,3	153,1	16,0	14,4	2,2
	IV	682,4	625,0	55,8	30,5	8,2	2,8	2,5	244,9	177,9	153,3	16,5	14,3	2,8
2016	I	687,6	629,5	56,6	30,6	8,2	2,8	2,5	247,0	180,5	157,2	16,7	14,5	2,7
	II	692,7	633,6	57,6	30,4	8,3	2,8	2,5	251,2	187,3	158,9	17,1	14,5	3,2
	III	695,3	638,0	55,9	31,3	8,0	2,8	2,2	253,6	190,2	163,7	17,2	14,8	2,9
	IV	699,5	643,8	54,1	32,4	7,7	2,9	1,9	257,8	191,8	167,1	17,2	15,0	2,8
2017	I	702,5	651,7	49,3	34,9	7,0	3,1	1,2	261,6	197,1	168,6	17,5	15,0	3,1
Tasas de crecimiento interanuales					Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior			
2010	-1,5	2,2	-25,8	-8,7	-3,3	-0,6	-1,6	-0,2	12,2	1,5	1,6	0,2	1,3	
2011	0,8	0,0	7,5	-17,1	0,7	-0,9	1,3	-1,2	-10,5	-0,2	-1,4	0,1	-1,6	
2012	-3,4	-1,2	-23,4	-25,6	-2,2	-1,1	-0,3	0,8	0,0	3,6	0,4	0,8	-0,6	
2013	-0,9	-2,1	11,7	-33,9	1,1	-1,2	1,8	0,1	11,0	-0,1	1,7	0,2	1,4	
2014	0,9	1,7	-6,1	7,7	-0,7	0,2	-0,8	0,6	-0,3	7,9	-0,2	0,9	-0,9	
2015	1,9	2,6	-7,0	10,1	-0,8	0,2	-0,7	3,6	11,0	4,2	1,1	0,1	0,9	
2016	2,5	3,0	-3,1	6,5	-0,5	0,1	-0,6	5,2	7,8	9,0	0,7	0,7	-0,1	
2017	4,2	4,6	-0,1	11,1	-0,3	0,2	-0,4	3,9	6,6	5,9	0,3	0,2	0,1	
2018	3,6	3,8	1,9	12,2	-0,1	0,2	-0,3	4,2	0,5	6,6	-0,6	0,3	-1,0	
2015	I	2,3	2,0	6,2	2,9	0,3	0,0	0,1	0,6	0,0	7,9	-0,3	0,8	-1,0
	II	3,2	2,0	16,2	8,4	1,1	0,2	0,5	1,6	3,4	11,3	0,1	1,1	-0,9
	III	3,6	2,4	18,0	11,1	1,1	0,2	0,6	3,1	4,3	8,6	0,2	0,7	-0,5
	IV	1,9	2,6	-7,0	10,1	-0,8	0,2	-0,7	3,6	11,0	4,2	1,1	0,1	0,9
2016	I	1,9	2,9	-8,5	9,8	-0,9	0,2	-0,8	3,9	9,4	5,5	0,9	0,2	0,5
	II	1,8	3,0	-9,3	4,0	-1,0	0,0	-0,8	4,6	12,2	3,4	1,3	-0,1	1,3
	III	1,7	2,8	-8,9	6,6	-0,9	0,1	-0,9	4,3	11,7	6,9	1,2	0,4	0,7
	IV	2,5	3,0	-3,1	6,5	-0,5	0,1	-0,6	5,2	7,8	9,0	0,7	0,7	-0,1
2017	I	2,2	3,5	-12,9	14,2	-1,2	0,3	-1,3	5,9	9,2	7,2	0,9	0,5	0,4

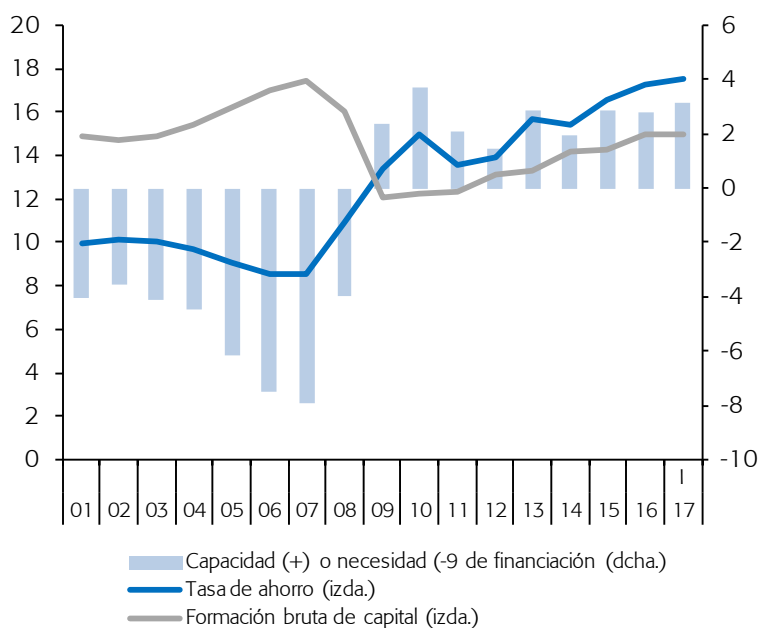
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 6.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 7

Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

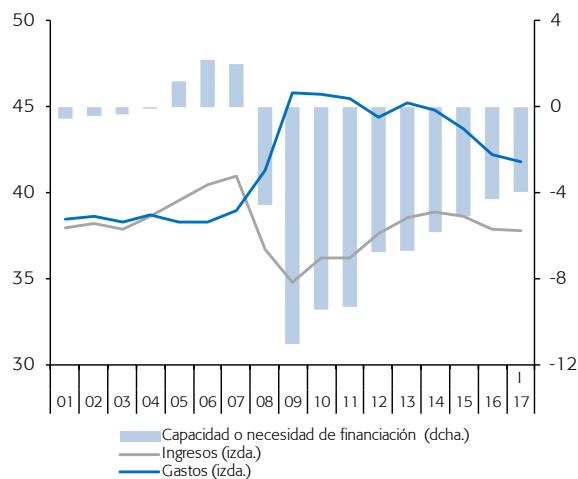
Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotiza- ciones sociales (recibi- das)	Remune- ración de asalaria- dos	Intereses y otras rentas del capital netas (pa- gadas)	Presta- ciones sociales (paga- das)	Subvencio- nes y trans- ferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o ne- cesidad (-) de financia- ción	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	70,7	-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	-71,8	-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	-55,1	-54,6
2016	149,5	129,1	111,3	136,3	121,4	23,3	173,9	21,2	186,3	210,3	-24,0	26,6	-50,6	-48,2
2017	151,7	137,3	117,3	141,7	123,6	22,7	177,8	21,6	202,2	214,1	-11,9	25,7	-37,6	-37,6
2018	154,4	144,8	123,3	148,3	126,4	21,1	181,9	22,1	219,3	218,8	0,5	27,3	-26,9	-26,9
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	-55,1	-54,6
2016 I	147,2	127,0	106,9	132,9	119,2	24,0	171,0	20,5	179,3	208,8	-29,5	26,1	-55,6	-55,3
II	148,2	128,1	105,0	134,2	120,2	23,6	172,5	19,6	179,5	209,6	-30,1	27,5	-57,5	-55,6
III	149,0	129,2	106,9	135,3	121,0	23,4	173,2	20,5	182,4	210,3	-27,8	25,3	-53,2	-50,9
IV	149,5	129,1	111,3	136,3	121,4	23,3	173,9	21,2	186,3	210,3	-24,0	26,6	-50,6	-48,2
2017 I	149,7	130,4	112,1	138,1	121,7	23,2	174,5	20,3	190,7	211,1	-20,3	26,9	-47,3	-44,6
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	11,6	10,0	12,2	10,9	2,1	15,6	1,9	16,7	18,9	-2,2	2,4	-4,5	-4,3
2017	13,0	11,8	10,1	12,2	10,6	1,9	15,2	1,9	17,3	18,4	-1,0	2,2	-3,2	-3,2
2018	12,7	11,9	10,1	12,2	10,4	1,7	15,0	1,8	18,0	18,0	0,0	2,2	-2,2	-2,2
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	9,6	12,3	11,0	2,2	15,7	1,8	16,4	19,1	-2,7	2,5	-5,3	-5,1
III	13,5	11,7	9,7	12,3	11,0	2,1	15,7	1,9	16,5	19,0	-2,5	2,3	-4,8	-4,6
IV	13,4	11,6	10,0	12,2	10,9	2,1	15,6	1,9	16,7	18,9	-2,2	2,4	-4,5	-4,3
2017 I	13,3	11,6	10,0	12,3	10,8	2,1	15,5	1,8	17,0	18,8	-1,8	2,4	-4,2	-4,0

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

Gráfico 7.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)

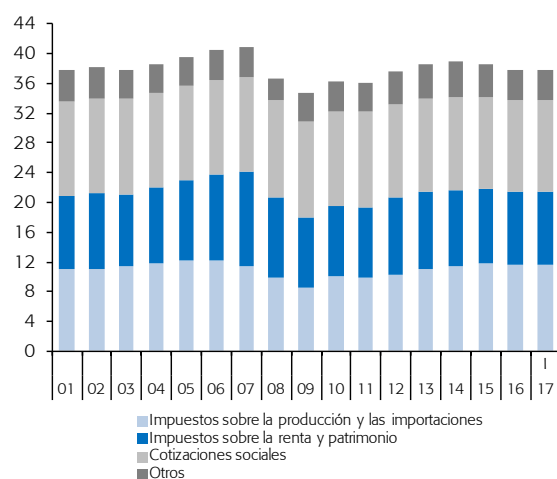
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



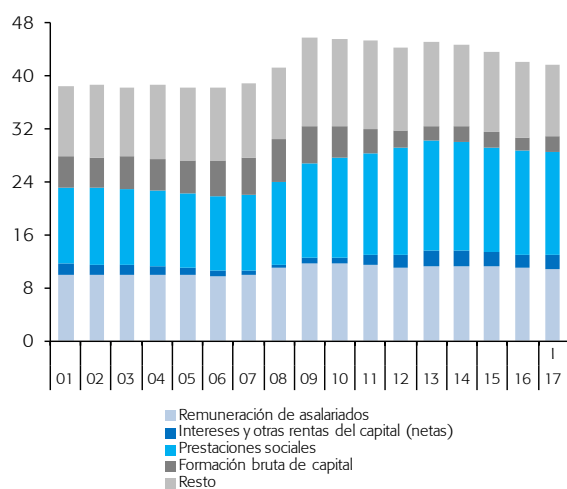
(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 7.2.- Sector público: principales ingresos

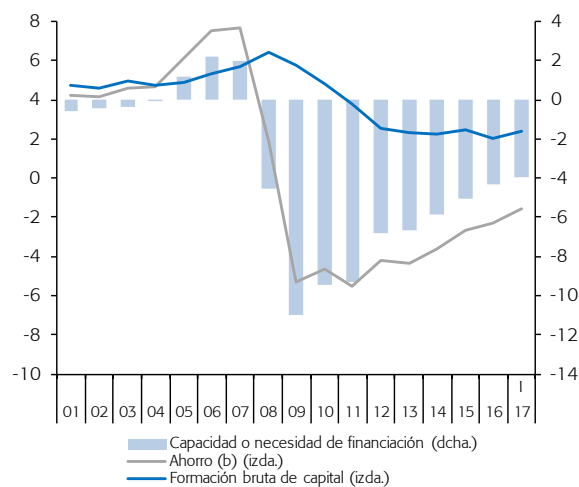
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.3.- Sector público: principales gastos**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.4.- 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 8

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

Previsiones en azul

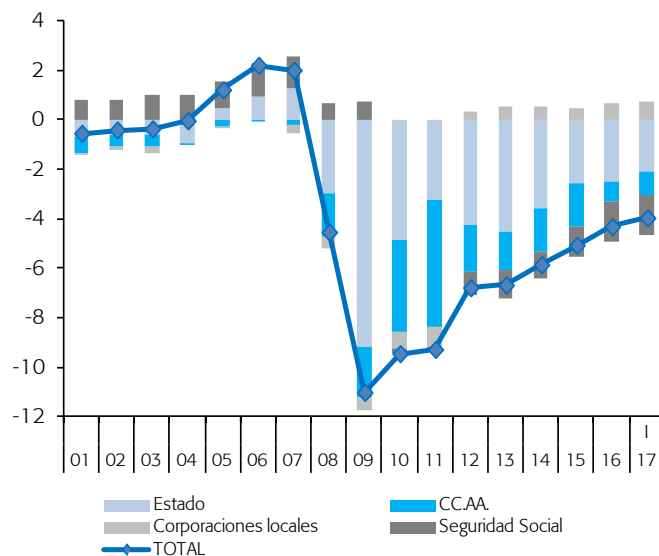
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
MM euros, suma móvil 4 trimestres						MM euros, final de periodo				
2010	-52,5	-40,2	-7,1	-2,4	-102,2	551,6	124,2	35,5	17,2	650,1
2011	-35,0	-54,8	-8,5	-1,1	-99,4	624,2	145,9	36,8	17,2	744,3
2012	-44,3	-19,4	3,3	-10,2	-70,6	761,9	189,2	44,0	17,2	891,5
2013	-46,5	-16,2	5,7	-11,5	-68,6	850,2	210,5	42,1	17,2	979,0
2014	-37,0	-18,5	5,5	-10,8	-60,8	940,4	263,2	35,1	17,2	1.073,9
2015	-27,9	-18,7	5,1	-13,2	-54,6	940,4	263,2	35,1	17,2	1.073,9
2016	-28,0	-9,2	7,1	-18,1	-48,2	969,6	276,9	32,1	17,2	1.107,0
2017	-12,9	-7,0	2,9	-20,6	-37,6	--	--	--	--	1.143,5
2018	-7,4	-3,6	2,4	-18,2	-26,9	--	--	--	--	1.169,4
2015 I	-38,1	-17,6	6,0	-11,4	-61,0	912,8	241,5	38,3	17,2	1.052,9
II	-31,8	-17,1	6,4	-13,6	-56,1	922,7	251,1	37,7	17,2	1.058,3
III	-28,7	-18,5	5,0	-13,5	-55,6	938,8	254,3	36,9	17,2	1.068,4
IV	-27,9	-18,7	5,1	-13,2	-54,6	940,4	263,2	35,1	17,2	1.073,9
2016 I	-28,1	-17,8	4,7	-14,1	-55,3	962,1	266,0	35,1	17,2	1.096,9
II	-28,6	-16,5	5,0	-15,5	-55,6	964,7	273,5	35,1	17,2	1.107,0
III	-33,1	-8,7	7,6	-16,7	-50,9	968,8	272,7	34,7	17,2	1.108,4
IV	-28,0	-9,2	7,1	-18,1	-48,2	969,6	276,9	32,1	17,2	1.107,0
2017 I	-23,9	-10,0	7,9	-18,6	-44,6	987,8	279,3	31,6	17,2	1.128,7
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres						Porcentaje del PIB				
2010	-4,9	-3,7	-0,7	-0,2	-9,5	51,0	11,5	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	18,2	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	95,5
2014	-3,6	-1,8	0,5	-1,0	-5,9	90,7	25,4	3,4	1,7	103,6
2015	-2,6	-1,7	0,5	-1,2	-5,1	87,4	24,5	3,3	1,6	99,8
2016	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	87,0	24,9	2,9	1,5	99,4
2017	-1,1	-0,6	0,3	-1,8	-3,2	--	--	--	--	98,1
2018	-0,6	-0,3	0,2	-1,5	-2,2	--	--	--	--	96,1
2015 I	-3,6	-1,7	0,6	-1,1	-5,8	87,4	23,1	3,7	1,6	100,8
II	-3,0	-1,6	0,6	-1,3	-5,3	87,5	23,8	3,6	1,6	100,4
III	-2,7	-1,7	0,5	-1,3	-5,2	88,2	23,9	3,5	1,6	100,3
IV	-2,6	-1,7	0,5	-1,2	-5,1	87,4	24,5	3,3	1,6	99,8
2016 I	-2,6	-1,6	0,4	-1,3	-5,1	88,8	24,5	3,2	1,6	101,2
II	-2,6	-1,5	0,5	-1,4	-5,1	88,1	25,0	3,2	1,6	101,1
III	-3,0	-0,8	0,7	-1,5	-4,6	87,7	24,7	3,1	1,6	100,4
IV	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	87,0	24,9	2,9	1,5	99,4
2017 I	-2,1	-0,9	0,7	-1,7	-4,0	87,8	24,8	2,8	1,5	100,4

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

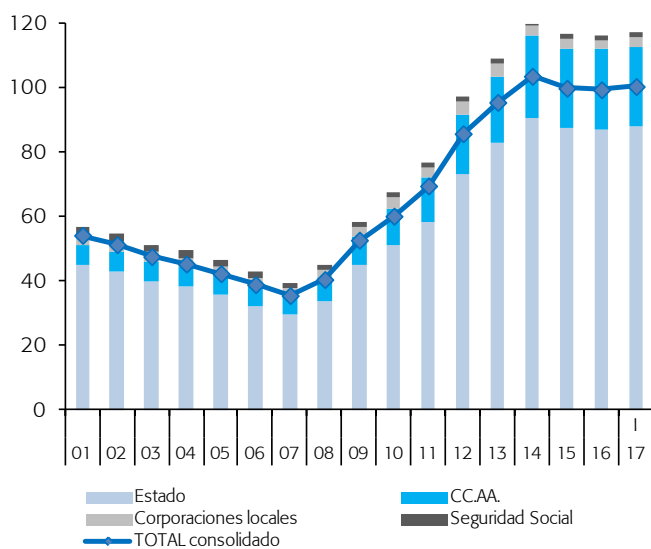
Fuentes: INE, Banco de España (Cuentas financieras) y Funcas (previsiones).

Gráfico 8.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 8.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 9

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

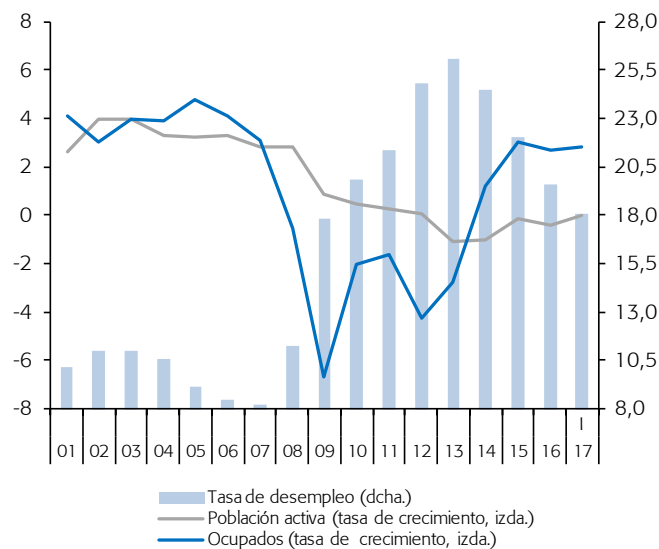
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			CVE	Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros
1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13		
Millones								Porcentaje						
2010	31,1	23,4	--	18,7	--	4,6	--	74,6	59,7	19,9	41,5	18,1	29,9	
2011	31,1	23,4	--	18,4	--	5,0	--	74,9	58,8	21,4	46,2	19,5	32,6	
2012	30,9	23,4	--	17,6	--	5,8	--	75,3	56,5	24,8	52,9	23,0	35,9	
2013	30,6	23,2	--	17,1	--	6,1	--	75,3	55,6	26,1	55,5	24,4	37,0	
2014	30,3	23,0	--	17,3	--	5,6	--	75,3	56,8	24,4	53,2	23,0	34,5	
2015	30,2	22,9	--	17,9	--	5,1	--	75,5	58,7	22,1	48,3	20,9	30,5	
2016	30,1	22,8	--	18,3	--	4,5	--	75,4	60,5	19,6	44,4	18,7	26,6	
2017	30,0	22,8	--	18,9	--	3,9	--	75,3	62,4	17,0	--	--	--	
2018	29,9	22,7	--	19,4	--	3,3	--	75,4	64,3	14,6	--	--	--	
2015	I	30,2	22,9	22,9	17,5	17,6	5,4	5,3	75,4	57,3	23,1	50,3	21,9	32,0
	II	30,2	23,0	23,0	17,9	17,8	5,1	5,1	75,6	58,7	22,3	48,6	21,1	31,1
	III	30,2	22,9	22,9	18,0	17,9	4,9	4,9	75,4	59,4	21,6	48,0	20,5	29,8
	IV	30,1	22,9	22,9	18,1	18,1	4,8	4,8	75,4	59,5	20,9	46,1	19,9	28,6
2016	I	30,1	22,8	22,9	18,0	18,2	4,8	4,7	75,5	59,4	20,3	45,4	19,3	28,1
	II	30,1	22,9	22,8	18,3	18,3	4,6	4,6	75,4	60,3	19,9	45,8	18,9	27,5
	III	30,1	22,8	22,8	18,5	18,4	4,3	4,4	75,4	61,1	19,3	43,4	18,5	25,6
	IV	30,0	22,7	22,7	18,5	18,5	4,2	4,2	75,1	61,1	18,7	42,7	17,9	24,8
2017	I	30,0	22,7	22,7	18,4	18,6	4,3	4,1	75,1	60,8	18,1	40,6	17,3	24,0
Tasas de crecimiento (d)								Diferencia sobre el año anterior en pp						
2010	-0,1	0,4	--	-2,0	--	11,7	--	0,4	-1,2	2,0	3,8	2,1	1,7	
2011	-0,2	0,3	--	-1,6	--	8,0	--	0,4	-0,9	1,5	4,7	1,4	2,7	
2012	-0,5	0,0	--	-4,3	--	15,9	--	0,4	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,3	
2013	-1,1	-1,1	--	-2,8	--	4,1	--	0,0	-0,9	1,3	2,6	1,5	1,1	
2014	-0,9	-1,0	--	1,2	--	-7,3	--	0,0	1,2	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5	
2015	-0,5	-0,1	--	3,0	--	-9,9	--	0,2	1,9	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0	
2016	-0,4	-0,4	--	2,7	--	-11,4	--	-0,1	1,8	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8	
2017	-0,2	-0,2	--	3,0	--	-13,4	--	0,0	1,9	-2,6	--	--	--	
2018	-0,3	-0,3	--	2,7	--	-14,7	--	0,0	1,9	-2,5	--	--	--	
2015	I	-0,4	0,1	-1,2	3,0	1,9	-8,2	-10,7	0,3	1,8	-2,2	-4,1	-1,9	-4,0
	II	-0,5	0,2	0,7	3,0	4,8	-8,4	-12,1	0,4	1,9	-2,1	-3,9	-1,9	-3,3
	III	-0,5	-0,1	-1,6	3,1	2,1	-10,6	-13,9	0,2	2,1	-2,5	-5,7	-2,2	-3,9
	IV	-0,5	-0,7	-0,3	3,0	3,2	-12,4	-12,1	-0,2	1,9	-2,8	-5,6	-2,5	-4,8
2016	I	-0,5	-0,3	0,0	3,3	3,0	-12,0	-10,6	0,1	2,1	-2,8	-4,8	-2,6	-3,8
	II	-0,4	-0,6	-0,6	2,4	1,4	-11,2	-8,5	-0,2	1,6	-2,4	-2,8	-2,2	-3,6
	III	-0,3	-0,2	-0,1	2,7	3,0	-10,9	-11,8	0,0	1,8	-2,3	-4,5	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,3	2,3	1,8	-11,3	-13,8	-0,2	1,5	-2,2	-3,4	-2,0	-3,7
2017	I	-0,2	-0,6	0,0	2,3	2,8	-11,2	-11,5	-0,3	1,4	-2,2	-4,9	-2,0	-4,2

(a) Población activa entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (b) Ocupados entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (c) Desempleados en cada grupo sobre población activa en cada grupo. (d) Tasas de crecimiento interanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas para datos CVE.

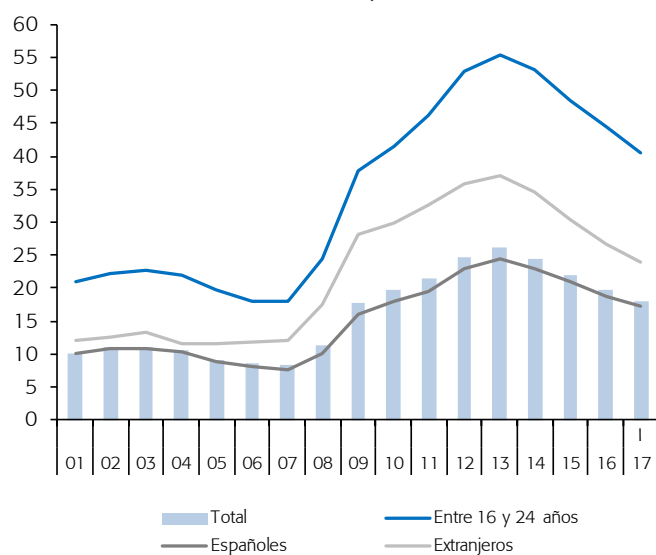
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

Gráfico 9.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE

Tasas de crecimiento sobre periodo anterior y porcentaje de la pob. activa

**Gráfico 9.2.- Tasas de desempleo, CVE**

Porcentaje



Cuadro 10

Índice de precios al consumo

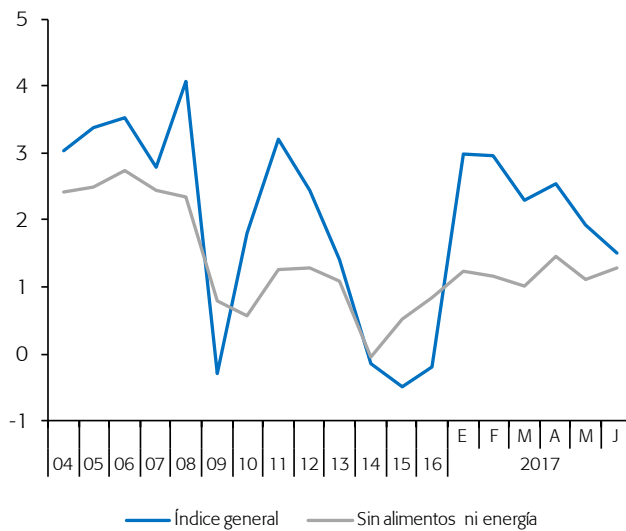
Previsiones en azul

		Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos
				Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elabo- rados			
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		101,9	101,2	101,2	100,2	101,8	100,8	102,8	106,4	101,4
2018		103,1	102,6	102,6	100,9	103,6	102,6	104,6	104,9	103,2
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		1,9	1,2	1,2	0,2	1,8	0,8	2,9	6,4	1,4
2018		1,2	1,4	1,5	0,7	1,8	1,8	1,7	-1,4	1,8
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	2,3	1,0	0,9	0,6	1,1	0,1	4,3	11,7	1,4
	Abr	2,6	1,5	1,2	0,3	2,1	0,2	3,4	12,0	1,2
	May	1,9	1,1	1,0	0,1	1,7	0,4	2,8	8,3	1,2
	Jun	1,5	1,3	1,2	0,2	1,9	0,7	1,4	3,7	0,9
	Jul	1,6	1,5	1,4	0,3	2,0	1,0	-0,3	3,7	0,6
	Ago	1,8	1,4	1,4	0,1	1,9	1,1	0,8	4,9	1,0
	Sep	1,8	1,4	1,4	0,1	2,0	1,3	3,7	3,7	2,0
	Oct	1,3	1,2	1,3	-0,1	2,0	1,4	3,3	0,3	2,0
	Nov	1,3	1,1	1,2	-0,2	2,0	1,5	3,7	0,3	2,2
	Dic	0,8	1,0	1,1	-0,2	1,7	1,6	2,9	-2,7	2,1
2018	Ene	0,3	1,2	1,3	0,0	1,9	1,7	1,6	-7,5	1,7
	Feb	0,5	1,3	1,5	0,3	2,0	2,0	-0,5	-5,3	1,2
	Mar	1,1	1,5	1,6	0,4	2,3	2,0	0,6	-2,8	1,6
	Abr	0,7	1,0	1,2	0,4	1,3	2,1	1,4	-3,4	1,8
	May	1,0	1,4	1,5	0,6	1,9	1,9	1,5	-2,4	1,8
	Jun	1,3	1,3	1,4	0,7	1,8	1,8	2,7	-0,4	2,1
	Jul	1,5	1,4	1,4	0,8	1,7	1,7	2,8	0,8	2,1
	Ago	1,5	1,4	1,5	0,9	1,8	1,7	2,6	0,8	2,0
	Sep	1,5	1,5	1,5	1,0	1,8	1,7	2,2	0,8	1,8
	Oct	1,5	1,5	1,5	1,1	1,7	1,6	1,9	1,0	1,7
	Nov	1,5	1,5	1,5	1,1	1,7	1,6	1,9	1,0	1,7
	Dic	1,5	1,5	1,6	1,2	1,7	1,6	2,1	1,0	1,8

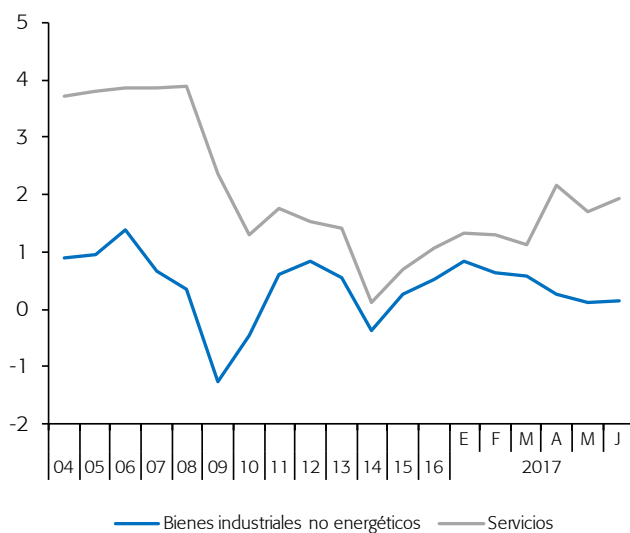
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 10.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

**Gráfico 10.2.- Tasa de inflación (II)**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Otros indicadores de precios y costes

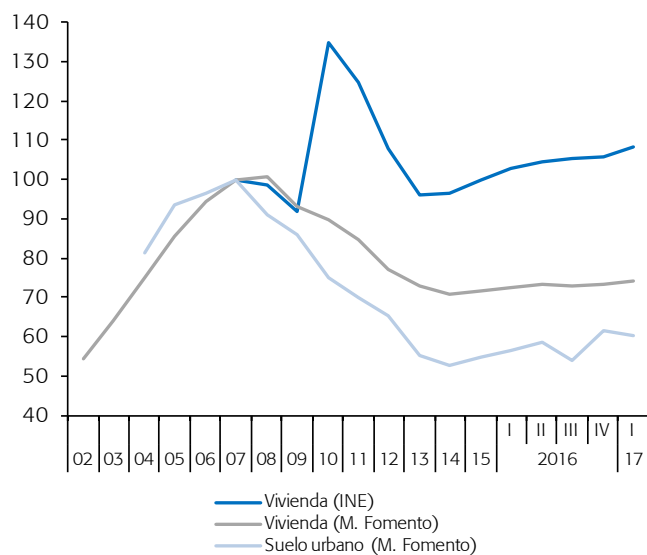
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. 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	134,7	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	--
2011	100,0	106,9	104,2	124,8	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	
2012	100,1	111,0	105,9	107,7	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,5	111,7	106,7	96,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	100,2	110,2	105,9	96,6	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,4	--
2015	100,7	107,9	106,2	100,0	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	101,0	104,5	105,8	104,7	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017 (b)	101,6	108,9	107,9	108,2	74,2	60,1	140,2	137,0	150,1	147,1	--
2015 III	100,7	108,5	106,6	101,4	71,8	56,1	138,8	135,5	148,9	160,0	--
IV	100,8	106,1	105,7	101,3	72,5	54,5	151,0	151,7	148,6	164,5	--
2016 I	100,5	102,3	105,2	102,8	72,6	56,6	140,4	137,3	150,0	147,5	--
II	101,1	103,4	105,6	104,6	73,3	58,7	146,2	145,5	148,4	154,4	--
III	100,9	105,0	106,0	105,4	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV	101,5	107,4	106,3	105,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,4	163,7	--
2017 I	101,6	109,4	107,7	108,2	74,2	60,1	140,2	137,0	150,1	147,1	--
II (b)	--	108,3	108,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 Abr	--	108,3	108,2	--	--	--	--	--	--	--	--
May	--	108,4	108,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
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	0,1	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	-0,1	1,1
2017 (d)	1,0	6,4	2,5	5,3	2,2	6,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	1,3
2015 III	0,6	-2,4	0,5	4,5	0,7	9,7	0,2	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	-0,2	1,4	0,7
2016 I	0,0	-5,1	-0,7	6,3	1,5	5,3	-0,1	0,1	-0,7	0,3	1,1
II	0,4	-5,4	-0,9	3,9	1,8	6,6	-0,2	0,0	-1,0	0,1	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	-0,8	-0,5	1,1
2017 I	1,0	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	1,3
II (e)	--	4,8	2,5	--	--	--	--	--	--	--	1,3
2017 Abr	--	6,0	2,8	--	--	--	--	--	--	--	1,3
May	--	5,3	2,6	--	--	--	--	--	--	--	1,3
Jun	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,3

(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.

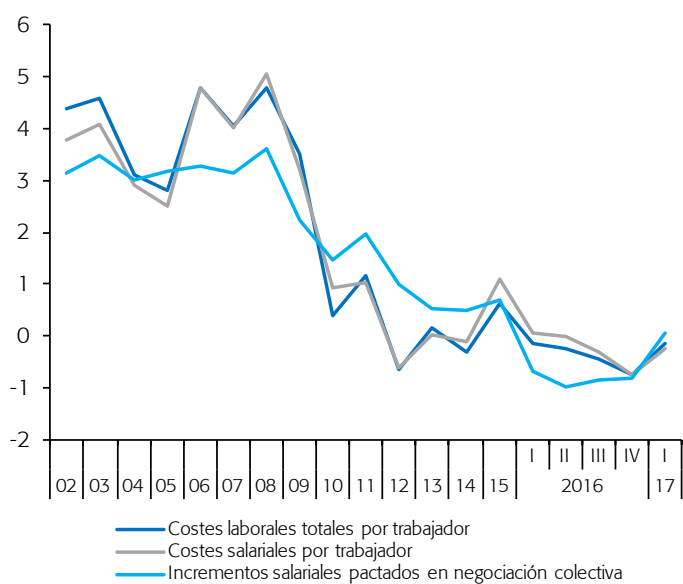
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

Gráfico 11.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano

Índice (2007=100)

**Gráfico 11.2.- Costes laborales**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 12

Desequilibrios: comparación internacional

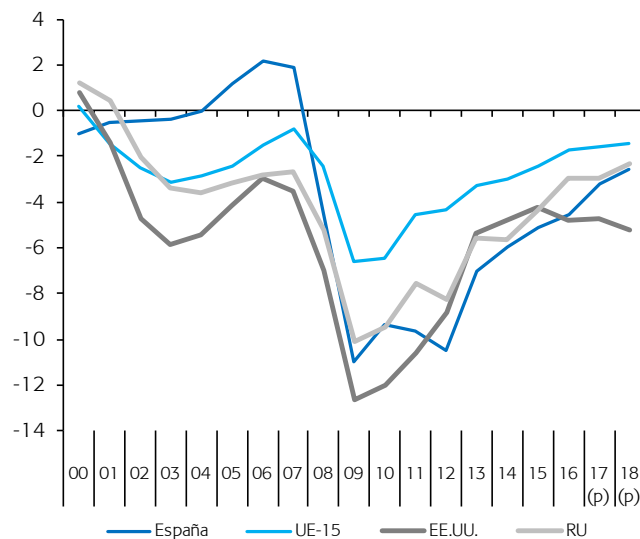
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las A.A.P.P.				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	-265,1	-543,4	-43,7	393,5	6.851,0	8.496,9	552,6	-70,3	45,3	-702,2	-16,7
2006	22,1	-172,0	-411,6	-41,0	392,1	7.063,8	8.818,1	596,8	-90,7	29,3	-584,9	-32,4
2007	20,8	-96,5	-513,6	-40,9	384,7	7.139,3	9.267,8	643,5	-104,1	24,3	-735,6	-37,5
2008	-49,4	-290,7	-1.033,3	-81,1	440,6	7.580,4	10.722,1	785,0	-102,9	-81,4	-791,0	-55,0
2009	-118,2	-749,7	-1.827,4	-153,4	569,5	8.545,1	12.405,0	979,8	-46,5	14,4	-457,2	-44,8
2010	-101,4	-757,9	-1.797,7	-148,6	650,1	9.590,3	14.176,1	1.194,3	-42,0	37,1	-495,1	-43,1
2011	-102,9	-550,7	-1.646,6	-122,5	744,3	10.279,3	15.361,9	1.328,8	-35,3	70,3	-443,2	-29,1
2012	-108,9	-534,1	-1.430,7	-138,0	891,5	10.914,7	16.558,7	1.424,8	-4,6	149,3	-264,9	-61,4
2013	-71,8	-411,4	-894,0	-97,0	979,0	11.276,2	17.462,8	1.499,8	15,0	192,2	-248,2	-76,4
2014	-62,2	-385,9	-834,9	-103,0	1041,6	11.814,1	18.194,1	1.604,8	10,4	193,3	-143,8	-85,0
2015	-55,1	-328,0	-761,2	-81,4	1073,9	12.136,5	18.965,9	1.666,0	14,3	279,9	-223,7	-80,2
2016	-50,6	-232,6	-888,8	-57,2	1107,0	12.010,2	19.936,8	1.731,4	20,9	303,0	–	-84,5
2017	-37,4	-221,8	-912,9	-59,5	1147,2	12.244,2	20.849,7	1.776,9	19,0	289,6	–	-77,7
2018	-31,0	-206,2	-1.049,3	-48,4	1183,1	12.475,5	21.978,9	1.818,3	18,8	300,1	–	-65,2
Porcentaje del PIB												
2005	1,2	-2,4	-4,2	-3,2	42,3	63,0	64,9	40,1	-7,6	0,4	-5,4	-1,2
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,8	38,9	61,7	63,6	41,0	-9,0	0,3	-4,2	-2,2
2007	1,9	-0,8	-3,5	-2,7	35,6	59,3	64,0	42,0	-9,6	0,2	-5,1	-2,4
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-5,2	39,5	63,2	72,8	50,2	-9,2	-0,7	-5,4	-3,5
2009	-11,0	-6,6	-12,7	-10,1	52,8	75,3	86,0	64,5	-4,3	0,1	-3,2	-3,0
2010	-9,4	-6,4	-12,0	-9,5	60,1	81,3	94,7	76,0	-3,9	0,3	-3,3	-2,7
2011	-9,6	-4,5	-10,6	-7,5	69,5	84,8	99,0	81,6	-3,3	0,6	-2,9	-1,8
2012	-10,5	-4,3	-8,9	-8,2	85,7	88,2	102,5	85,1	-0,4	1,2	-1,6	-3,7
2013	-7,0	-3,3	-5,4	-5,6	95,5	90,5	104,6	86,2	1,5	1,5	-1,5	-4,4
2014	-6,0	-3,0	-4,8	-5,7	100,4	91,7	104,6	88,1	1,0	1,5	-0,8	-4,7
2015	-5,1	-2,4	-4,2	-4,3	99,8	89,6	105,2	89,0	1,3	2,1	-1,2	-4,3
2016	-4,5	-1,7	-4,8	-3,0	99,4	88,1	107,4	89,3	1,9	2,2	–	-4,4
2017	-3,2	-1,6	-4,7	-3,0	99,2	87,8	107,8	88,6	1,6	2,1	–	-3,9
2018	-2,6	-1,4	-5,2	-2,3	98,5	86,6	108,7	87,9	1,6	2,1	–	-3,2

Fuente: Comisión Europea, Previsiones Primavera 2017.

Gráfico 12.1.- Saldo de las AA.PP.

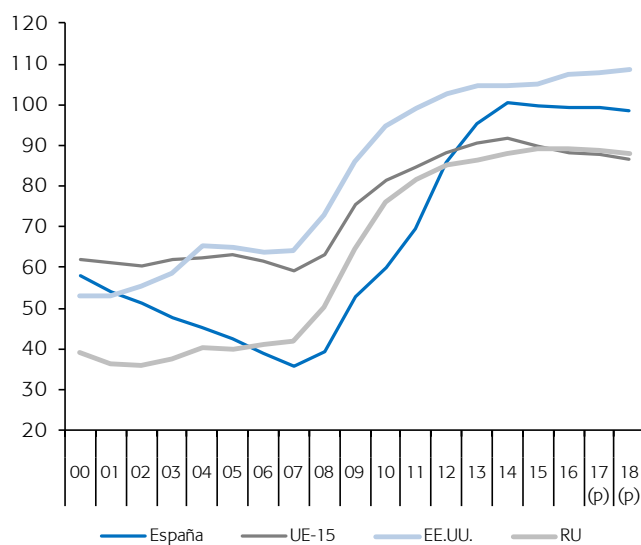
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 12.2.- 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	534.574	33,41
2017*	46.539.026	42,9	18,8			53,2	28,8	13,2		
Fuentes:	PMC	PMC	PMC	ID INE	ID INE	PMC	PMC	PMC	EVR	EVR

* Datos provisionales.

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		
2017*	18.500,0	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	2,86	34,1	30,0	2,08
2008	8,51	8,35	2,39	34,6	31,5	1,62
2010	7,17	7,89	2,21	35,7	32,5	1,87
2012	7,17	6,74	2,23	36,3	33,3	2,04
2014	6,95	6,46	2,17	36,9	33,9	2,06
2015	7,25	6,50	2,08	37,2	34,3	2,26
2016	7,39	6,52				2,86
Fuentes:	ID INE	ID INE	CGPJ, Memoria	ID INE	ID INE	MNP

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
2016	30,8	1,27	1,70			

Fuentes: ID INE ID INE ID INE ID INE MSAN MSAN

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

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

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

* Los datos se refieren al primer trimestre de 2017.

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
2017*	21,7	6,1	28,2	40,4

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●	1.321.698	171.043	46.648.800●	4,34●

Fuentes: MECD MECD MECD MECD MECD MECD MECD MECD

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

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

● Datos provisionales.

* Los datos se refieren al primer trimestre de 2017.

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	477
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1.000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	929	2.364.388	638
2017●	712.945	5.793.748	1.059	943.912	935	2.357.372	644
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
	Número	Número	Número	Número
2006	558.702	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●	948.190	255.728	199.917	19.704
Fuentes:	BEL	IMSSRSO	IMSSRSO	BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales. IMSSRSO: Instituto de Mayores y Servicios Sociales.

* No se incluyen los datos de prestaciones por orfandad y favor familiar.

● Los datos se refieren al periodo enero-mayo.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

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

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional de Salud.

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Personal y recursos				
	Médicos 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 médico de familia y 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	7,5	12,2	43,4
2016	6,6	7,5	12,7	40,9
Fuentes:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

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

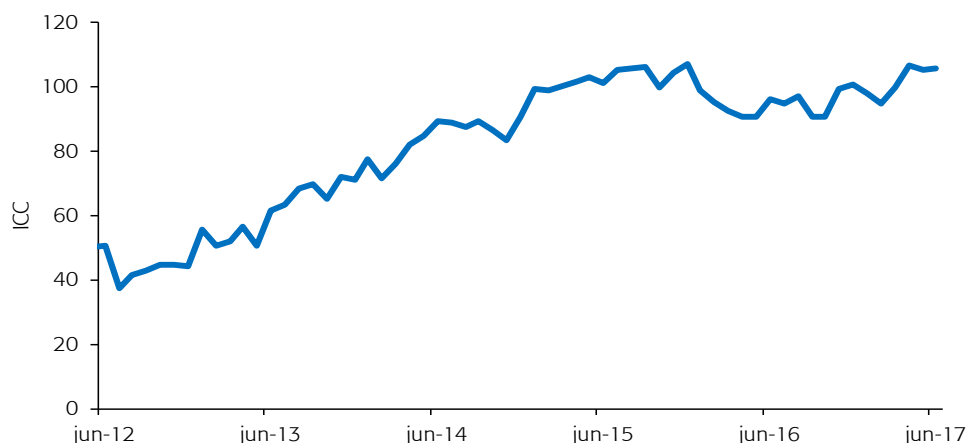
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (junio 2012-junio 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: La familia refuerza su valor como espacio de ocio

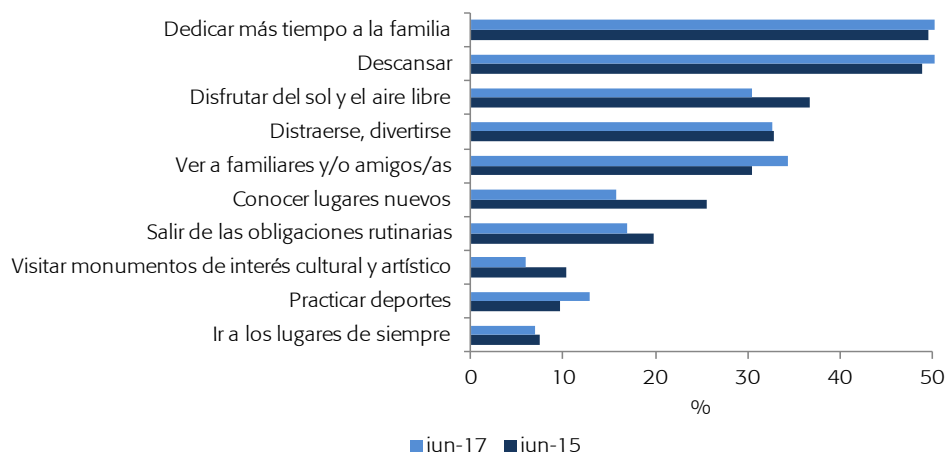
En vísperas de las vacaciones de verano, el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) ha preguntado a una muestra representativa de la población española mayor de edad (2.492 entrevistados) qué tres aspectos considera más importantes a la hora de ocupar el tiempo de descanso. Casi seis de cada diez entrevistados (57%) han contestado “dedicar más tiempo a la familia”, proporción ligeramente superior a la de quienes han afirmado simplemente “descansar” (55%). Ambos porcentajes han aumentado significativamente respecto a la última encuesta en la que se plantearon estas preguntas, realizada en junio de 2015. En cambio, “disfrutar del sol y el aire libre”, “conocer lugares nuevos” y “visitar monumentos de interés cultural y artístico” han perdido importancia como actividades con las que ocupar el tiempo de descanso (gráfico 2).

Según estos datos, la familia refuerza su valor como espacio de ocio. Además, este refuerzo se observa en todos los grupos de edad (gráfico 3a). Estos datos adquieren todavía mayor relieve cuando se comparan con los correspondientes a otra de las actividades con las que mucha gente ocupa el tiempo de ocio, por ejemplo, “conocer lugares nuevos”. En este caso, se aprecia un descenso del interés, también en todos los grupos de edad, desde 2015 (gráfico 3b).

En definitiva, a pesar de que determinados indicadores sobre la composición de los hogares y los comportamientos familiares (por ejemplo, el aumento de los hogares unipersonales, el descenso de los matrimonios, el retraso de la maternidad y la caída de la fecundidad) sugieren un debilitamiento estructural e institucional de las familias, los datos de encuesta indican que estas mantienen su fortaleza cultural.

Gráfico 2

Preferencias en la ocupación del tiempo de los días de descanso (2015 y 2017)

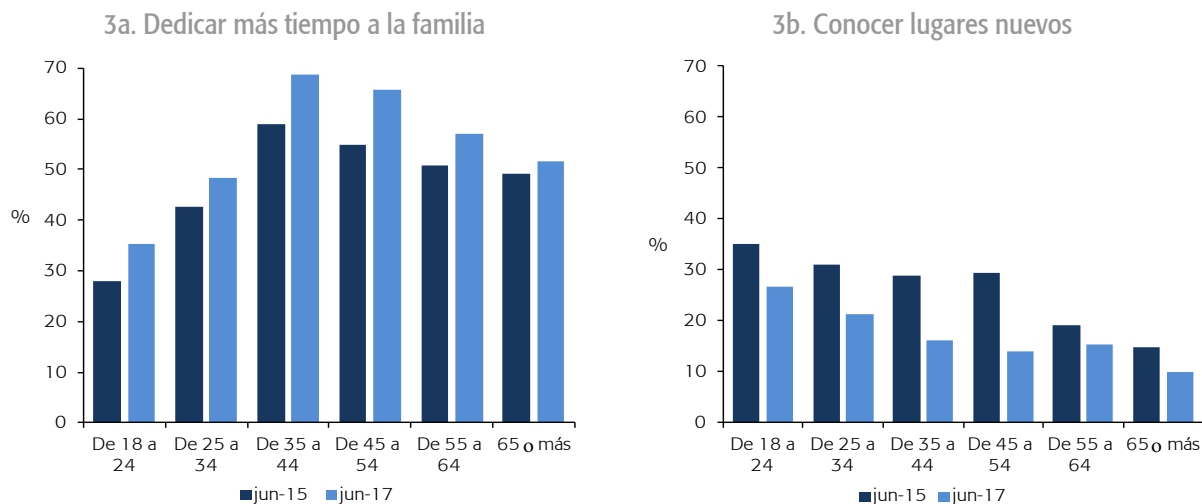


Pregunta: "En general, e independientemente de que Ud. suela salir de vacaciones o no, a la hora de ocupar el tiempo de los días de descanso, ¿qué tres aspectos de los que figuran en esta tarjeta son más importantes para Ud.?" Las respuestas que figuran en la tarjeta son las siguientes: "Dedicar más tiempo a la familia", "Descansar", "Disfrutar del sol y el aire libre", "Visitar monumentos de interés cultural y artístico", "Conocer lugares nuevos", "Practicar deportes", "Ver a familiares y/o amigos/as", "Salir de las obligaciones rutinarias", "Ir a los lugares de siempre".

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

Gráfico 3

Preferencias en la ocupación del tiempo de los días de descanso: "dedicar más tiempo a la familia" y "conocer lugares nuevos", por grupos de edad (2015 y 2017)



Pregunta: "En general, e independientemente de que Ud. suela salir de vacaciones o no, a la hora de ocupar el tiempo de los días de descanso, ¿qué tres aspectos de los que figuran en esta tarjeta son más importantes para Ud.?" Las respuestas que figuran en la tarjeta son las siguientes: "Dedicar más tiempo a la familia", "Descansar", "Disfrutar del sol y el aire libre", "Visitar monumentos de interés cultural y artístico", "Conocer lugares nuevos", "Practicar deportes", "Ver a familiares y/o amigos/as", "Salir de las obligaciones rutinarias", "Ir a los lugares de siempre".

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

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2017

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,6	Marzo 2017
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,5	Marzo 2017
Dudosos (% var. mensual medio)	-2,6	Marzo 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	767.304	Mayo 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	172.977	Mayo 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	101	Mayo 2017
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,18	Diciembre 2016
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	5.600,48	Diciembre 2016
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	39.457,04	Diciembre 2016
Ratio "oficinas/entidades"	139,84	Diciembre 2016

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 mayo	2017 junio	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,4	4,7	5,0	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,2	-0,1	-0,26	-0,329	-0,331	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,5	0,2	-0,03	-0,13	-0,16	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	1,5	1,5	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	4,3	2,1	2,3	-	-	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 prolongaron su comportamiento a la baja en junio. El euríbor a tres meses disminuyó hasta el -0,331%, frente al -0,329 de cierre de mayo. El euríbor a doce meses se redujo hasta el -0,16% desde el -0,13% de mayo. El BCE ha insistido en la conveniencia de mantener tipos de interés reducidos en un horizonte, cuando menos, de medio plazo, lo que contrasta con la nueva subida del precio del dinero de la Reserva Federal en Estados Unidos. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se mantuvo en el 1,5%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 abril	2017 mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	39,0	75,5	102,6	84,21	95,00	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	78,4	65,3	55,1	43,83	56,15	(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	1,1	1,3	0,4	0,57	1,98	(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	4,7	3,4	1,9	2,22	2,15	(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	2,0	0,0	0,0	0,05	0,08	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	642,9	1.058,2	1.104,9	1.077,95	1.100,58	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	0,3	0,5	0,2	4,2	1,9	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	4,1	-0,2	0,7	19,8	-11,1	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	1.038,3	965,1	943,6	1.078,2	1.057,2(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.750,4	10.647,2	8.790,9	10.715,8	10.444,5(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,7	15,4	23,6	23,2	16,5(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 abril	2017 mayo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	4,9	21,3	55,9	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,9	-0,2	0,1	-0,3	-1,7	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,5	0,1	0,0	0,00	0,34	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,6	1,3	-0,4	-6,6	-3,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,9	17,7	5,8	4,5	26,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de junio 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 95,00% y el 56,15%, respectivamente. El IBEX-35 ha interrumpido su senda alcista en junio, disminuyendo hasta los 10.445 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid a los 1.057 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 3,5%, mientras que se observa un incremento de las opciones realizadas sobre acciones IBEX-35 del 26,1%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016 III T.	2016 IV T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,8	1,6	2,2	2,2	2,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,5	3,4	3,6	3,1	2,6	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	288,1	320,0	302,3	302,8	296,8	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 III T.	2016 IV T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,4	72,4	67,5	65,2	64,4	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,6	2,1	1,7	1,1	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	-1,6	-0,3	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el cuarto trimestre de 2016 se produjo una ligera reducción del ahorro financiero en el conjunto de la economía, hasta el 2,1% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se redujo hasta el 2,6% del PIB desde el 3,1% del tercer trimestre. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 64,4% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 febrero	2017 marzo	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,5	-4,0	-4,1	-0,3	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	8,0	-0,1	-0,1	-0,5	0,5	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	10,0	-15,2	-11,6	0,6	-0,8	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	10,0	-5,9	-1,0	0,5	0,7	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	-2,1	-5,2	-4,5	-5,4	-5,9	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 2001-2014	2015	2016	2017 febrero	2017 marzo	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	39,8	-22,4	-13,6	-0,6	-2,6	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-2,1	-30,8	-22,2	-0,4	13,1	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	8,8	-1,8	-0,3	0,4	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": En marzo de 2017 se observó un incremento del crédito al sector privado y de los depósitos del 0,6% y del 0,5%, respectivamente. Los valores de renta fija redujeron su peso en balance un 0,8%, mientras que las acciones y participaciones lo incrementaron un 0,7%. Asimismo, se ha producido una reducción de los préstamos dudosos del 2,6% 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 septiembre	2016 diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	199	138	135	129	124	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	81	82	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	29.492	28.807	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	527.317	767.304(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	138.455	172.977(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 septiembre	2016 diciembre	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	1.408	101(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a mayo de 2017.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En mayo de 2017, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 172.977 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 marzo de 2017, el importe de estos programas en España era 257.613 millones de euros y 1,98 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 septiembre	2016 diciembre	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,25	54,18	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	5.731,21	5.600,48	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	38.662,48	39.457,04	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	227,33	139,84	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	6,75	7,05	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,01	-0,62	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,41	0,26	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	4,91	3,12	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante el cuarto trimestre de 2016 se constató una ligera caída 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 152. Redes de interacción social y espacial: aplicaciones a la economía española

PANORAMA SOCIAL

N.º 24. El nuevo escenario migratorio en España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 258. Consolidación de las exportaciones: hechos y políticas

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 6, N.º 3 (2017). The ongoing recovery in Spain's external sector

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 3. junio (2017)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 87. La voz de la sociedad ante la crisis

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

