

Los salarios en la recuperación económica

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Salarios en regresión

Salarios y gestión empresarial

Competitividad exportadora: no solo costes

Consumo de los hogares

Coyuntura inmobiliaria

Proyecciones de la digitalización financiera

Activos dudosos

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El sector bancario español en Latinoamérica

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

260

septiembre/octubre 2017

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Los salarios en la recuperación española
Daniel Fernández Kranz
- 13 Salarios, productividad y gestión empresarial
Rafael Myro y Javier Serrano
- 27 Competitividad y comportamiento de las exportaciones:
España en el contexto de la eurozona
Ramon Xifré
- 39 El consumo de los hogares: entre un empleo creciente
y un ahorro menguante
Diana Posada y Daniel Fuentes
- 47 El sector de la vivienda: coyuntura y expectativas
Paloma Taltavull
- 61 Proyecciones de la digitalización financiera en España, 2017-2020
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 77 Activos dudosos: flujos de entrada y salida
David Ruiz Castaño y Fernando Rojas Traverso

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 85 El sector financiero español en Latinoamérica: una estrategia
ganadora no exenta de riesgos
Francisco E. González

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 96 Indicadores económicos
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 119 Indicadores sociales
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 125 Indicadores financieros
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

Los salarios han sido una variable clave en la recuperación de la economía española tras la Gran Recesión. Han contribuido de forma decisiva a la mejora de la competitividad en costes en la llamada devaluación interna y, por tanto, al impulso de una de las palancas de crecimiento que está mostrando mayor dinamismo: el sector exterior. Y han facilitado los ajustes empresariales, sobre todo tras la reforma laboral de 2012, permitiendo una mejora de los márgenes de explotación, necesaria para la inversión y la creación de empleo. El reverso, claro está, ha sido la regresión de los salarios en la renta nacional y, lo que es más peliagudo, la importante caída de ingresos en amplios colectivos de trabajadores. Es este un problema que afecta de lleno a las expectativas vitales de numerosas personas, sobre todo jóvenes, pero también un posible freno al crecimiento del consumo privado, que constituye el principal componente de la demanda global, y es pieza clave para el sostenimiento de la recuperación en el medio plazo. Por todo ello, este número de *Cuadernos de Información Económica* dedica una parte importante de su contenido a examinar diversos aspectos de los salarios en el periodo de recuperación económica, ya sea de forma directa, como en los dos primeros artículos, ya en conexión con otras cuestiones económicas como las ya señaladas de las exportaciones o el consumo.

DANIEL FERNÁNDEZ KRANZ analiza los cambios en la distribución salarial y las características de los nuevos contratos de trabajo, estableciendo una comparación con los de años anteriores. Puesto que el principal peso del ajuste ha recaído sobre los trabajadores que en algún momento cambiaron de empleo entre 2008 y 2015 –los denominados *movers*–, el artículo se centra en

este colectivo. Sus conclusiones apuntan que el principal factor explicativo del descenso del salario diario de los *movers* es el componente precio –no el sectorial, ni las características del trabajador o del puesto de trabajo–, lo que indica que el mercado laboral está retribuyendo peor que antes el mismo tipo de empleo. En términos generales los nuevos contratos firmados en 2015 soportan una reducción de los ingresos de un 12% en comparación con 2008, incidiendo en aquellos que tuvieron que cambiar de empleo y enfrentarse a una retribución menor que otros asalariados en empleos similares; especialmente intensa es la pérdida que sufren los trabajadores más jóvenes. La caída de los ingresos anuales no tiene relación con la temporalidad o la baja productividad de algunos de los empleos creados, sino con las nuevas condiciones del mercado de trabajo y con el aumento de los contratos a tiempo parcial.

La vinculación de los salarios con la productividad es una recomendación bastante extendida cuando se trata de proponer crecimientos salariales que no erosionen la competitividad en costes de las empresas. Pero la productividad está también relacionada con la gestión empresarial. El artículo de RAFAEL MYRO y JAVIER SERRANO analiza primero uno de los activos intangibles menos estudiados: la calidad de la gestión. Y a continuación evalúa el efecto de la gestión empresarial sobre la productividad y los salarios. Las estimaciones realizadas les llevan a concluir que las empresas mejor gestionadas remuneran mejor a sus trabajadores y además son más productivas. Y puesto que productividad y salarios se influyen mutuamente, puede esperarse que el aumento final de los salarios, como resultado de las buenas prácticas de gestión, sea aún mayor como consecuencia del

impacto indirecto de estas. El importante margen de mejora existente en el sector empresarial español en cuanto a la adopción de buenas prácticas de gestión abre así una oportunidad de elevación de los salarios sin dañar la competitividad de las empresas.

Hay, por tanto, otros factores distintos de los salarios que determinan la competitividad final de las empresas, como lo demuestra el comportamiento del sector exportador español entre 2000 y 2015. Manejando hasta cinco deflatores diferentes para calcular el tipo de cambio efectivo real, como mejor aproximación al precio relativo de las exportaciones –competitividad en costes–, el artículo de RAMON XIFRÉ compara la trayectoria de las exportaciones de las cinco mayores economías de la eurozona. La evidencia obtenida sugiere que los factores internos, distintos de los costes y precios, dominan sobre estos al determinar la competitividad exterior de esos países. Se trata de atributos como la dimensión empresarial, la cualificación de la mano de obra o la inversión en tecnología, así como la estructura “correcta” de las exportaciones, es decir, si se exporta la clase adecuada de productos al tipo adecuado de destino. Las conclusiones del trabajo permiten avanzar la hipótesis de que las políticas de devaluación interna –basadas entre otras cosas en la reducción de los salarios– enfocadas a recuperar competitividad en países como España, tienen un límite, y por tanto el foco de las políticas debería desplazarse hacia los demás componentes distintos de los costes.

Con un enfoque macroeconómico, el artículo de DIANA POSADA y DANIEL FUENTES examina la trayectoria del consumo privado durante el periodo de recuperación de la economía española. El aumento de la renta de los hogares, apoyado en la mejora de la situación económica y en el intenso proceso de creación de empleo, ha sido fundamental para impulsar el consumo, sumándose así a la movilización de una parte de la demanda que había quedado embalsada durante los años de la crisis. Además, el incremento de la riqueza de los hogares desde 2013 ha actuado también como soporte del consumo, más allá de la renta disponible, de modo que los hogares han recurrido a sus recursos ahorrados y a la financiación externa para atender su nivel de gasto. La otra cara de la moneda es que la tasa de ahorro de las familias se sitúa en niveles mínimos desde 2006, como resultado de la moderación del creci-

miento de la renta y de la mejora de la confianza de los consumidores, que resta influencia al motivo precaución en la disposición de los hogares a ahorrar. Esta caída del ahorro representa un factor de vulnerabilidad ante posibles eventos negativos como el aumento esperado de la inflación o la normalización de la política monetaria.

Una de las cuestiones que suscita mayor inquietud en el proceso de recuperación de la economía española es la posible gestación de una nueva burbuja inmobiliaria, atendiendo a la mejoría de algunos de los principales indicadores del sector. Los efectos de la última crisis inmobiliaria aún se dejan sentir en ese y en otros sectores, habiendo dado lugar además a niveles de endeudamiento privado insostenibles a medio y largo plazo. No parece, sin embargo, que los datos actuales ni las previsiones más inmediatas permitan anticipar un escenario de burbuja. Como señala PALOMA TALTAVULL en su artículo, la demanda de vivienda se está canalizando principalmente hacia el mercado de alquiler, donde sí se están produciendo subidas de precios, pero no se ha generado aún la transmisión de estas subidas hacia el mercado de vivienda en propiedad. El artículo sostiene que la caída de los salarios en términos reales provoca una progresiva pérdida de capacidad de pago para los hogares que quieren comprar una vivienda, al tiempo que las condiciones de financiación –aún en proceso de suave recuperación– debilitan la demanda en propiedad. El ejercicio de predicción realizado muestra una evolución suave de los precios en los próximos trimestres, aunque con un elevado margen de incertidumbre reflejado en amplias bandas de confianza.

La sección de Economía y Finanzas Españolas incluye finalmente dos trabajos sobre distintos aspectos del sector financiero. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ realiza, en primer lugar, una revisión de los principales indicadores europeos de digitalización de la economía y la sociedad. En conjunto, España se sitúa en el grupo de países de resultados intermedios, si bien se han alcanzado progresos importantes en los últimos años en el uso de la tecnología digital por parte de las empresas, así como en el comercio electrónico y los servicios públicos. En segundo lugar, el artículo presenta las proyecciones del Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas en el horizonte 2020. Cabe destacar el salto desde el uso de distintos medios digitales a efectos informativos y de

consulta, hacia la realización de transacciones como el pago de facturas o la realización de transferencias. Ello representa un reto en el proceso de modernización de las entidades financieras y una nueva forma de ofrecer servicios a usuarios que cada vez más utilizarán su teléfono móvil como dispositivo para usos financieros.

El segundo artículo dedicado al sector financiero, cuyos autores son DAVID RUIZ CASTAÑO y FERNANDO ROJAS TRAVERSO, analiza la situación de morosidad de la banca española en el contexto europeo y los flujos de entradas y salidas correspondientes a la tipología de activos dudosos. Los resultados muestran una clara reducción de las entradas en mora –en correspondencia con la mejoría del ciclo económico y la reducción de la tasa de paro– a la vez que un elevado peso todavía, en las salidas, de las adjudicaciones y traspasos a fallidos. Las previsiones para los dos próximos años contemplan una disminución de las entradas en mora, aunque a menor ritmo que en ejercicios anteriores, y una caída de la morosidad, que tendrá un impacto positivo sobre la cuenta de resultados de las entidades de crédito.

La sección de Economía Internacional incluye un artículo de FRANCISCO E. GONZÁLEZ en el que se efectúa una valoración de la inversión extranjera directa de las empresas españolas en Latinoamérica con especial atención al sector financiero, y a la banca en particular. En términos generales, España ha sido, tras Estados Unidos, el principal país inversor en la región, con una notable presencia en la industria manufacturera, las telecomunicaciones y las finanzas. De hecho, las oportunidades de inversión en el sector bancario latinoamericano tienen que ver con ventajas estructurales entre las que destacan una estructura demográfica joven, una baja tasa de bancarización y un ciclo económico poco correlacionado con el de España, lo que permite diversificar riesgos a los grandes bancos españoles. Las tasas esperadas de rentabilidad son, por tanto, más altas que en otras regiones del mundo, pero también lo es el riesgo derivado de coyunturas político-económicas cambiantes, que aconsejan analizar con detalle la situación caso por caso, habida cuenta que en la región pueden encontrarse algunos de los mejores, pero también de los peores, entornos para invertir.

Los salarios en la recuperación española

Daniel Fernández Kranz*

La crisis económica iniciada en 2008 no solo produjo una intensa destrucción de empleo, sino que dio lugar también a un aumento de la desigualdad de ingresos entre los trabajadores que mantuvieron una relación estable con la misma empresa (*stayers*) y aquellos otros que cambiaron de empleo (*movers*). La posterior recuperación económica ha proporcionado un leve aumento de los ingresos reales para ambos grupos, pero manteniendo el diferencial prácticamente inalterado. De hecho, el peso del ajuste en los ingresos en todo el periodo 2008-2015 ha recaído sobre todo en los *movers*, principalmente por dos vías: el aumento del trabajo a tiempo parcial y la penalización salarial, sin que pueda achacarse tal efecto sobre los ingresos ni a la temporalidad ni al sector de actividad económica. El impacto sobre los salarios ha sido aún más intenso para los nuevos contratos y para los contratos de entrada de los jóvenes. Entre los menores de 26 años, la comparación de sus salarios entre 2008 y 2015 muestra una caída del 14% explicada principalmente por el componente precio y por el tipo de jornada.

Durante los cinco años de la Gran Recesión, 2008-2013, la economía española destruyó 3,6 millones de empleos, el 18% del total. A partir de 2014 se vuelve a crecer y a generar empleo, a un ritmo de más de 500 mil empleos netos por año. En 2014 se generaron 504 mil empleos netos, en 2015, 574 mil, y en 2016, 408 mil (véase el gráfico 1). Son sin lugar a dudas unas cifras excelentes que vienen a combatir uno de los principales problemas del mercado laboral español, su elevada tasa de paro. Sin embargo, y a pesar de este proceso de fuerte creación de empleo, en el segundo trimestre

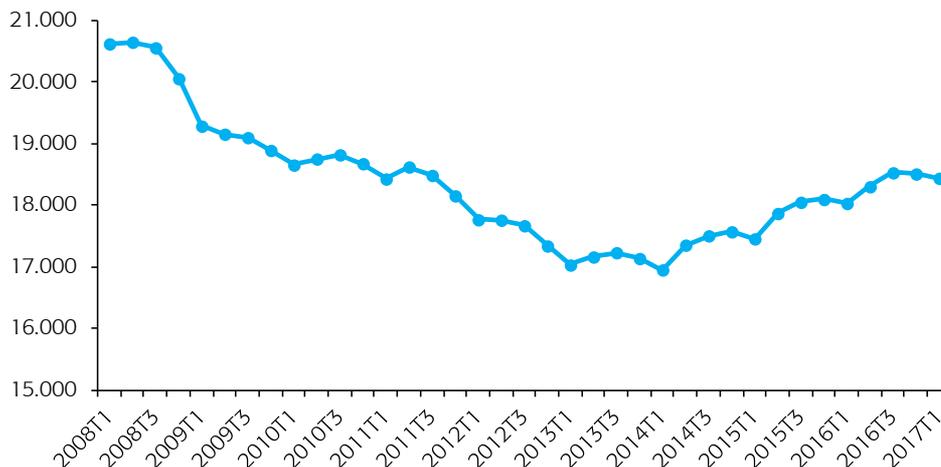
de 2017 la tasa de paro sigue alta, el 17,2% de la población activa, el número total de ocupados continúa siendo muy inferior (en 1,8 millones) al pico alcanzado en 2008 y sigue el sentimiento generalizado de crisis. Este sentimiento enlaza con uno de los aspectos que caracterizó al mercado laboral español durante los años de la Gran Recesión, y especialmente a partir de la reforma laboral de 2012: la moderación salarial. Muchos opinan que gracias a esa moderación se contuvo la reducción de empleo y se sentaron las bases para la consiguiente recuperación, pero al mismo tiempo se

* IE Business School.

Gráfico 1

Número de ocupados en la economía española, 2008-2017

(En miles)



Fuente: Encuesta de Población Activa (INE).

produjo la proliferación de nuevos contratos con salarios bajos y la extensión de una nueva pobreza relativa, la de aquellos que disponen de trabajo pero en condiciones muy precarias.

El objetivo de este artículo es describir la realidad de los nuevos contratos de trabajo creados a partir de 2014. Algunos estudios previos ya han analizado la evolución de los salarios en la economía española durante la recuperación (véase Bentolilla, 2017 y González, 2017) y en líneas generales han mostrado una creciente desigualdad en su distribución por grupos de trabajadores. A diferencia de esos trabajos anteriores, en el presente estudio utilizo datos longitudinales que provienen de la *Muestra Continua de las Vidas Laborables, 2015*¹. La principal ventaja de estos datos es que permiten obtener una descripción de las trayectorias tanto de empleo como de salarios

para un amplio grupo de trabajadores y un largo período de tiempo. Así, es posible describir los cambios en la distribución salarial para un grupo estable de trabajadores y no los ocasionados por la entrada de nuevas cohortes con posiblemente características y expectativas distintas. También, y dado que se dispone de información detallada sobre cuándo ha sido firmado un contrato, es posible identificar los contratos nuevos (los de reciente creación) así como describir sus características y compararlas con las condiciones que se daban en los contratos nuevos de años anteriores.

Para el objeto de este estudio me centraré en los trabajadores (hombres) que estaban ocupados en 2015 y con edades comprendidas entre los 18 y 55 años². En la muestra dispongo de información relativa a las condiciones de empleo (tipo de contrato, jornada), salarios³, tipo de empresa y

¹ La *MCVL-2015* es una muestra aleatoria de aproximadamente el 4% de toda la población adulta que o bien estaba ocupada en 2015 o bien estaba recibiendo ese año alguna prestación de la Seguridad Social. Para esa muestra de trabajadores se dispone de toda su vida laboral, así como de las características de las empresas y sectores en los que ha trabajado.

² El límite de los 55 años se debe a la conveniencia de eliminar del análisis a aquellos individuos que pudiesen verse afectados por procesos de jubilación anticipada. Para estos individuos, el contexto económico puede influir de forma importante en su decisión de participar o no en el mercado laboral, lo que podría llevar a sesgos de selección.

³ La información de salarios proviene de las bases de cotización, las cuales están acotadas tanto por el límite inferior como superior. Por este motivo, en la mayoría de los descriptivos mostraré la mediana y omitiré los resultados para el decil inferior y superior de la distribución.

sector económico para un total de 213.673 individuos y desde el comienzo de su vida laboral. Mi interés se centrará en describir cuál ha sido la trayectoria laboral para este grupo de trabajadores desde 2008 hasta 2015, último año disponible en la serie, así como las características de los nuevos contratos de trabajo firmados durante los años de la recuperación.

Evolución salarial según situación de partida

Como punto de partida, el gráfico 2 muestra la evolución de los ingresos anuales⁴ entre 2008 y 2015 para dos grupos distintos de trabajadores, los que mantuvieron una relación estable con la misma empresa desde 2008 (*stayers*) y los que cambiaron de empleo en algún momento entre 2008 y 2015 (*movers*). Del gráfico se desprende claramente que la recesión económica ha provocado un aumento de la desigualdad en los ingresos entre estos dos grupos. Mientras que los *stayers* ingresan anualmente un 4,5% más en 2015 que

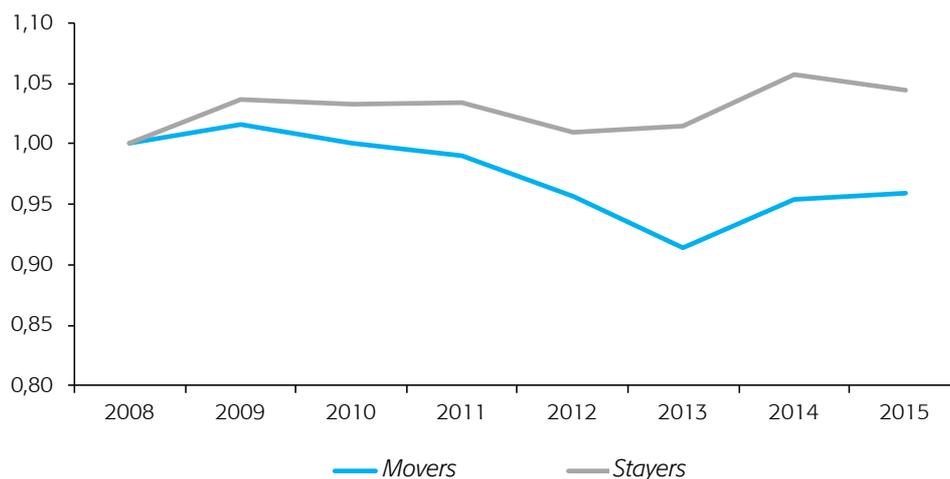
en 2008, los *movers* sufren una pérdida del 4,1%. Así, el diferencial en los ingresos anuales entre estos grupos ha aumentado 14 puntos porcentuales, pasando del 58% en 2008 hasta el 76% en 2013. Los años de la recuperación económica, 2014-2015, han proporcionado un leve aumento en los ingresos reales para ambos grupos, pero manteniéndose el diferencial prácticamente inalterado, en el 73%.

Uno de los elementos más correlacionados con la pertenencia a cada uno de los dos grupos es el tipo de contrato. Así, un 82% de los *stayers* tenía en 2008 un contrato fijo, mientras que casi la mitad de los *movers* (un 46%) tenía un contrato temporal. Así pues, podría decirse que el aumento de la desigualdad durante la recesión ha venido en parte motivado por la situación de partida de cada trabajador y principalmente el tipo de contrato que tenía al inicio de la crisis. Por tanto, la dualidad de nuestro mercado de trabajo sigue siendo una fuente de crecientes desigualdades, algo que parece haber cambiado poco con la recuperación o con la reforma laboral de febrero de 2012.

Gráfico 2

Evolución de los ingresos anuales en el empleo principal, 2008-2015

(Base 1 en 2008)



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

⁴ Los ingresos anuales se refieren al empleo principal y están deflactados por el IPC y expresados en euros de 2008.

Características de los nuevos puestos de trabajo: *movers* que trabajaban en 2008

Dado que el principal peso del ajuste en salarios ha recaído sobre aquellos que tuvieron que cambiar de empleo (*movers*) paso a detallar las características de los nuevos trabajos en los que estos individuos han sido empleados durante los años de la recuperación.

El gráfico 3 muestra la distribución de los empleos en 2008 y en 2015 por tres tipos de características (sector de ocupación, tipo de jornada y tamaño de la empresa). El gráfico muestra claramente un cambio en la composición, disminuyendo el peso del empleo en la industria, pero sobre todo en construcción, y aumentando en el sector servicios y en hostelería y restauración. Este último está muy relacionado con el turismo, sin que pueda identificarse este sector propiamente dicho en la base de datos. Referente a los servicios, aumentan sobre todo los de baja cualificación y los de alta cualificación, quedando los de cualificación media más estancados. Sorprende el descenso en el número de empleos en la industria, dado que frecuentemente se ha mencionado el auge exportador en este sector como uno de los motores principales de la recuperación económica y de la reciente creación de empleo. Cabe recordar que el descenso en el peso relativo del empleo en la industria se corresponde también con un descenso en términos absolutos, ya que el número de individuos en la muestra se mantiene constante entre 2008 y 2015. En concreto, un 8,3% de los individuos en la muestra que en 2008 trabajaban en la industria han dejado de hacerlo en 2015.

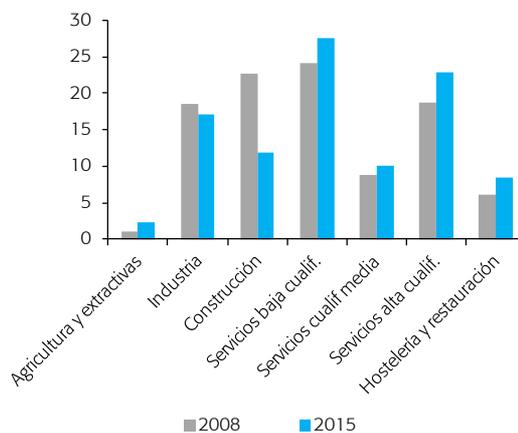
Como reflejo de la fuerte destrucción de empleo en la construcción, casi la mitad de los *movers* (un 48%) que en 2008 estaban ocupados en este sector trabajaban en otro distinto en 2015. El gráfico también muestra como un número creciente de *movers* (7,4%) han pasado de trabajar a tiempo completo a hacerlo a tiempo parcial y también en empresas con mayor número de trabajadores. Así, casi un 9% de los trabajadores que en 2008 estaban empleados en empre-

Gráfico 3

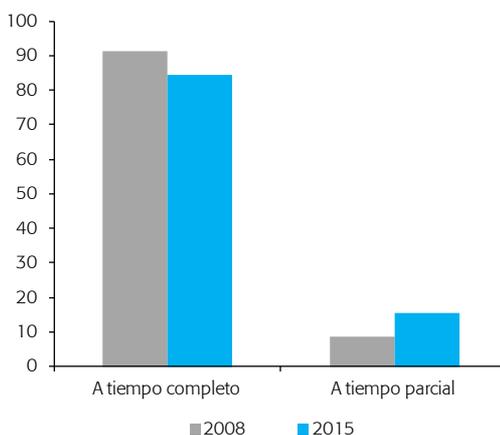
Distribución del empleo: *movers*, 2008-2015

(Porcentaje sobre el total de ocupados)

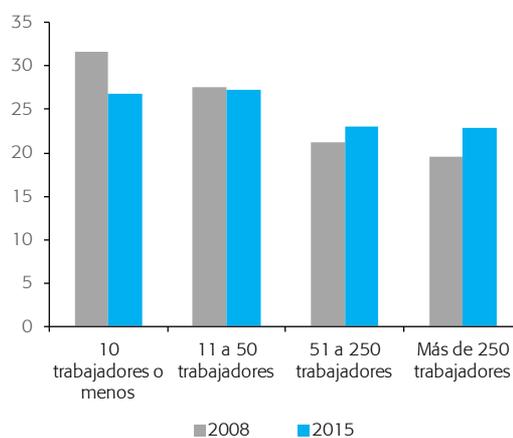
Panel a. Distribución sectorial



Panel b. Distribución por tipo de jornada



Panel c. Distribución por tamaño de la empresa



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

sas de 50 trabajadores o menos pertenecían en 2015 a empresas de más de 50 trabajadores. Este porcentaje asciende al 15% si nos centramos en el grupo de empresas más pequeñas, con 10 trabajadores o menos.

En resumen, la crisis económica y la posterior recuperación del empleo han provocado un cambio en la estructura productiva de la economía española con un menor peso relativo de la industria y construcción y mayor de los servicios, tanto de baja cualificación y los relacionados con el turismo como los de alta cualificación. Todo ello en empleos que todavía son mayormente a tiempo completo, pero con un mayor peso relativo del trabajo a tiempo parcial y en empresas de mayor tamaño.

Factores explicativos de la diferencia en salarios entre 2008 y 2015

En la sección anterior he mostrado que el peso del ajuste en los ingresos ha recaído sobre todo en el grupo de trabajadores que entre 2008 y

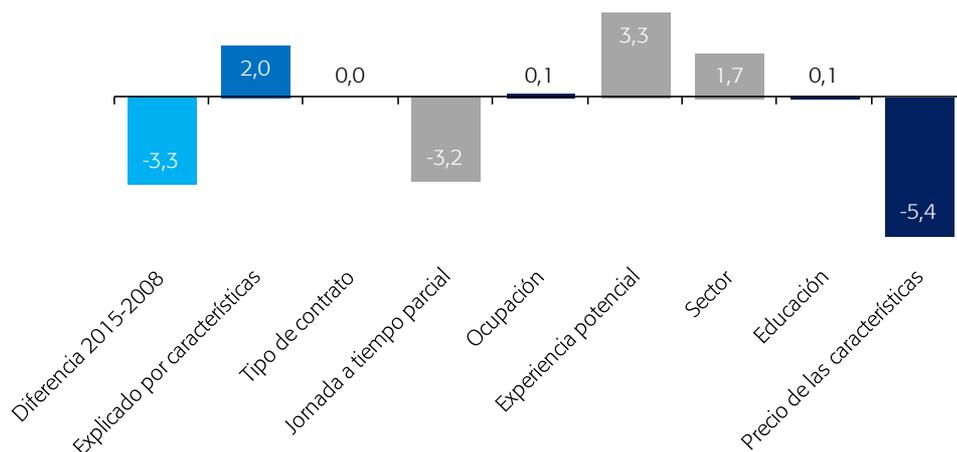
2015 tuvieron que cambiar de empleo (*movers*) y que como consecuencia de estos cambios el tipo de trabajos que estos trabajadores realizan es hoy distinto a los que tenían en 2008. En esta sección me centro en los factores explicativos de la diferencia en salarios entre 2008 y 2015 para el grupo de *movers*. La disminución salarial en términos reales que han sufrido estos trabajadores puede deberse tanto a los cambios en las características de los empleos que ahora ocupan (por ejemplo, mayor peso del trabajo a tiempo parcial) como a una retribución menor por un mismo tipo de trabajo. El análisis que sigue aplica el método de descomposición de Oaxaca-Blinder para separar aquel componente de la disminución en los ingresos que se debe a las características de los empleos, de aquel que se debe a la retribución manteniendo fijas esas características.

El gráfico 4 muestra el resultado del análisis usando como variable de interés el salario por día en el empleo principal⁵. Entre 2008 y 2015 el grupo de *movers* ha visto descender en un 3,3% el salario por día trabajado. Teniendo en cuenta las características tanto del trabajador como del

Gráfico 4

Factores explicativos de la diferencia en salarios: *movers*, 2008-2015

(Porcentaje)



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

⁵ Aunque lo ideal sería poder estudiar el salario por hora, la MCVL ofrece solamente información aproximada del número de horas trabajadas, siendo más fiable el cómputo de salario por día trabajado.

puesto de trabajo, el análisis indica que estos trabajadores deberían ingresar en 2015 un 2,0% más. Ello se debe principalmente a que estos trabajadores han acumulado años de experiencia potencial (edad) durante los siete años entre 2008 y 2015 y por tanto, y en condiciones normales, sus ingresos deberían ser mayores, exactamente en un 3,3%. Sus salarios también deberían ser mayores atendiendo a los nuevos sectores que ocupan a estos trabajadores, ya que en promedio son sectores que pagan mayores salarios que los de procedencia (por ejemplo, algunos servicios versus construcción). En concreto, y debido a este componente sectorial, los *movers* deberían cobrar en 2015 un 1,7% más que en 2008. Combinando la mayor experiencia potencial y el cambio sectorial, los *movers*, en condiciones normales, ingresarían en 2015 un 5,0% más que en 2008. Sin embargo, este grupo de trabajadores no gana más sino menos. Y ello se debe principalmente a dos factores. Uno, el hecho de que un mayor número de ellos trabaja a tiempo parcial, lo cual conlleva en promedio una penalización salarial del 3,2%. El otro factor explicativo, y el más importante, es el componente precio, con un impacto sobre los ingresos por día del -5,4%. El componente precio nos indica que una parte importante de la disminución en los ingresos del grupo de trabajadores *movers* se debe a que el mercado laboral español está retribuyendo peor que antes el mismo tipo de empleo.

El principal factor explicativo del descenso en el salario diario de los movers entre 2008 y 2015 es el componente precio, lo que indica que el mercado laboral español está retribuyendo peor que antes el mismo tipo de empleo. El efecto sobre sus ingresos empeora también por el aumento del trabajo a tiempo parcial.

El análisis del gráfico 4 desmonta algunos mitos sobre la evolución reciente de los salarios en España. Por ejemplo, la bajada en los ingresos no se debe a que se estén creando empleos en sectores que tradicionalmente pagaban poco, más bien lo contrario. Recordemos que una parte importante de la destrucción de empleo ha tenido lugar

en la construcción, un sector tradicionalmente de bajos salarios. Tampoco se debe a la temporalidad en los nuevos contratos. Si bien es verdad que la mayoría de los nuevos contratos son temporales, esto ya era cierto antes de la crisis y de hecho la distribución de los empleos por tipo de contrato es muy similar en 2008 y en 2015 (en el gráfico 4 la variable tipo de contrato apenas tiene peso explicativo). Los datos de empleo asalariado proporcionados por la *Encuesta de Población Activa (EPA)* arrojan un 25% de empleo temporal en el último trimestre de 2008, exactamente el mismo porcentaje que en el último trimestre de 2015. En realidad, el peso relativo del empleo temporal disminuyó durante los peores años de la crisis ya que estos fueron los empleos que en mayor medida se destruyeron. Ese peso relativo se ha restablecido hasta los niveles de 2008 fruto de la recuperación y la creación de nuevos puestos de trabajo en 2014 y 2015.

Los nuevos contratos firmados en 2015 conllevan una reducción de los ingresos de un 12% en comparación con 2008. El elevado peso del factor precio sugiere que aquellos que tuvieron que cambiar de empleo sufrieron una fuerte penalización, no tanto por las características del nuevo puesto de trabajo, sino por la pérdida de derechos adquiridos en su antiguo empleo y tener que enfrentarse a una menor retribución que otros asalariados en empleos similares.

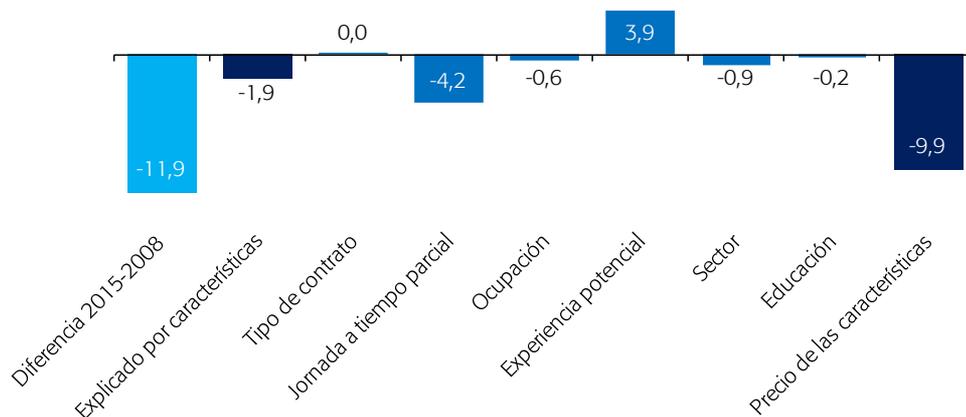
El análisis del gráfico 4 sí corrobora la importancia de uno de los principales sospechosos de la bajada de ingresos salariales: el trabajo a tiempo parcial. Además, pone de relieve la importancia del factor precio, algo difícil de medir con las estadísticas tradicionales. Ese factor precio podría modificarse en el futuro si las condiciones generales de nuestro mercado laboral mejorasen, algo que parece todavía lejano teniendo en cuenta que la tasa de desempleo se sitúa todavía en el 17,2%.

El gráfico 5 muestra el mismo análisis pero ahora desde una perspectiva algo distinta, la de los nuevos contratos. Podría darse el caso que las

Gráfico 5

Factores explicativos de la diferencia en salarios: nuevos contratos, 2008-2015

(Porcentaje)



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

condiciones económicas de los *movers* se hubiesen deteriorado no tanto por el hecho de tener que cambiar de puesto de trabajo, sino por un bajo poder de negociación en su empleo actual (reflejo de la precariedad y la alta movilidad involuntaria). De hecho, el análisis del gráfico 4 nos mostraba que las características de la nueva distribución de empleos debían llevar a una mayor retribución en el puesto de trabajo, no menor.

El gráfico 5 compara las características y la retribución a esas características de los nuevos contratos firmados en 2015 con los firmados en 2008. El análisis corrobora en grandes líneas el mensaje del gráfico 4, con la única excepción del componente sectorial. Es importante destacar la magnitud de los efectos, que en este caso es mucho mayor que en el gráfico 4. Así, los nuevos contratos conllevan una reducción en los ingresos (en relación a los nuevos contratos firmados en 2008) de casi un 12%. Esta reducción viene explicada en su mayor parte por el factor precio (-9,9%). El componente sectorial no tiene apenas peso, como tampoco el tipo de contrato, que en su gran mayoría es y era temporal. El elevado factor precio sugiere que aquellos que tuvieron que cambiar de empleo sufrieron una fuerte penalización salarial no tanto por las características del nuevo puesto de

trabajo, sino sobre todo por la pérdida de los derechos adquiridos en su antiguo empleo y el hecho de tener que enfrentarse a una menor retribución que otros asalariados en empleos similares.

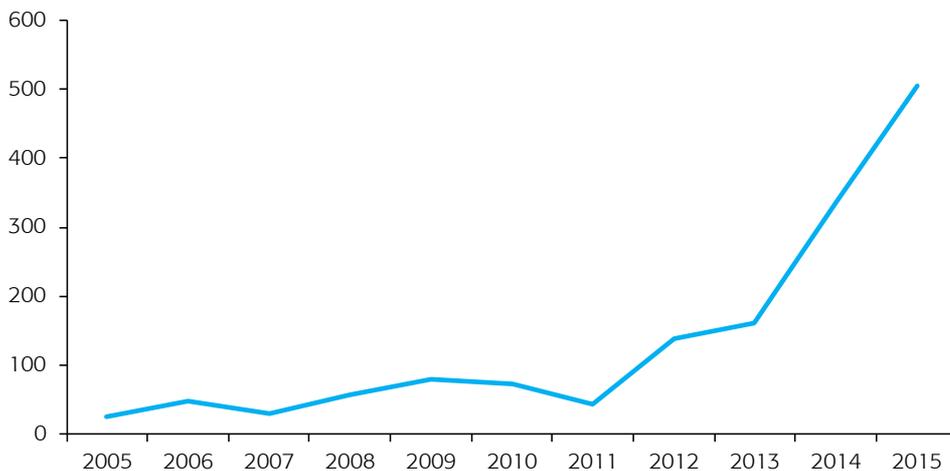
El gráfico 6 muestra que esta penalización surge a nivel de empresa y no se debe por tanto a que los nuevos contratos se firmen en empresas que pagan menos. El gráfico 6 muestra la desviación estándar de la parte no-explicada de los salarios a nivel de empresa. Esta medida de dispersión se obtiene tras estimar los salarios por día en una regresión que controla por las características del trabajador (edad, educación), del puesto de trabajo (tipo de contrato, tipo de jornada, nivel de ocupación) y de la empresa (sector). Se incluyen también efectos fijos de empresa para controlar por todos aquellos aspectos de la empresa (por ejemplo, tamaño, productividad media) que pueden tener un impacto sobre el nivel medio de los salarios. El término de error de esa regresión se interpreta como la parte no explicada de los salarios y en el gráfico 6 se muestra la dispersión de ese componente para el subgrupo de empresas con más de 1.000 observaciones en la base de datos.

El gráfico muestra claramente un aumento muy importante de la dispersión salarial que no viene explicada por las características de la empresa o

Gráfico 6

Dispersión de la parte no-explicada de los salarios dentro de una misma empresa: 2005-2015

(Desviación estándar)



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

del trabajador. Ese aumento se empieza a dar en 2012, quizás como resultado de la reforma laboral de ese año, y se acelera los dos últimos años de la muestra, que es cuando ha habido una mayor creación de empleo en el contexto de la recuperación económica.

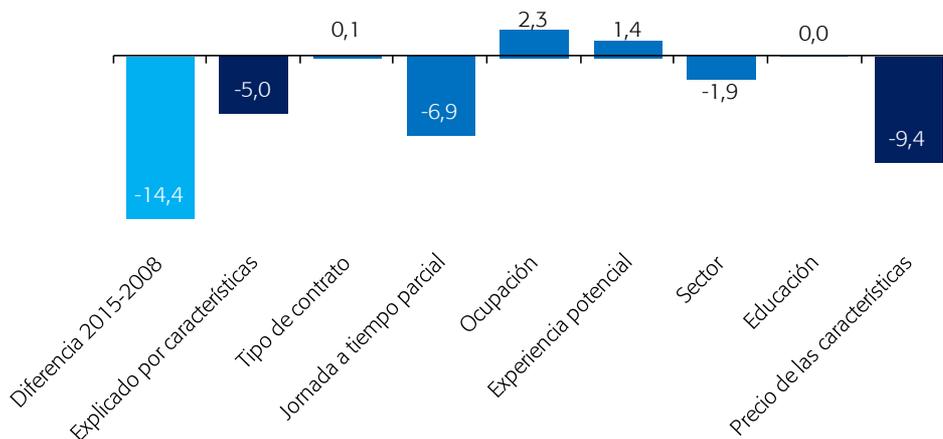
Los contratos de entrada

El gráfico 7 muestra el caso particular de los denominados contratos de entrada. En este caso se utiliza la submuestra de individuos menores de 26 años. Estos contratos son los primeros que

Gráfico 7

Factores explicativos de la diferencia en salarios: contratos de entrada. Individuos menores de 26 años de edad, 2008-2015

(Porcentaje)



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

obtiene un individuo (generalmente jóvenes) al entrar al mercado de trabajo en el inicio de su vida laboral. Dado que estos individuos no tienen experiencia previa ni capital humano específico de empresa, están más expuestos a los cambios en las condiciones generales del mercado de trabajo. La pregunta, pues, es cómo difieren estos contratos de entrada de los que se firmaban antes del estallido de la crisis en 2008. El gráfico 7 muestra una radiografía similar a la de los nuevos contratos (gráfico 5) pero con mayores efectos negativos. Así, los salarios de los contratos de entrada firmados en 2015 acarrearán una penalización de más del 14% en comparación con los que se firmaban en 2008. Nuevamente, la gran mayoría de esta penalización viene explicada por el componente precio (-9,4%) y por el tipo de jornada (-6,9%). Ni el componente sectorial, ni el tipo de contrato tienen un peso importante.

Factores explicativos de la diferencia en ingresos anuales entre 2008 y 2015

En los gráficos anteriores he expuesto la dinámica de los salarios por día y los factores que explican las diferencias entre 2008 y 2015. Ese

análisis deja de lado un aspecto potencialmente importante del mercado de trabajo español: el número de días trabajados a lo largo del año. Así,

La caída de los ingresos anuales entre los jóvenes con nuevos contratos en comparación con 2008 se sitúa en el 33%. La inestabilidad y el consiguiente menor número de días trabajados implica un descenso del 13%, el componente precio un -10,6% y el trabajo a tiempo parcial un -5%.

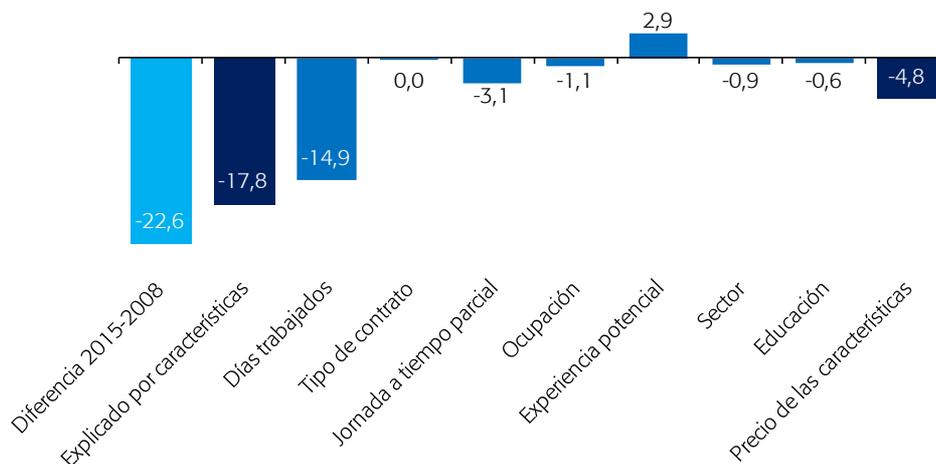
los ingresos laborales anuales pueden disminuir no solo porque el salario-día disminuya, sino también si se reduce el número de días trabajados a lo largo del año. A menudo se ha criticado que la recuperación económica ha traído consigo contratos muy inestables y de corta duración en los que un trabajador se ve abocado a episodios de desempleo de forma periódica, teniendo a veces que simultanear distintos empleos para poder reunir los suficientes ingresos anuales.

El gráfico 8 repite el análisis previo relativo a los nuevos contratos (gráfico 5), pero ahora usando como variable dependiente los ingresos anuales

Gráfico 8

Factores explicativos de la diferencia en el salario anual: nuevos contratos, 2008-2015

(Porcentaje)

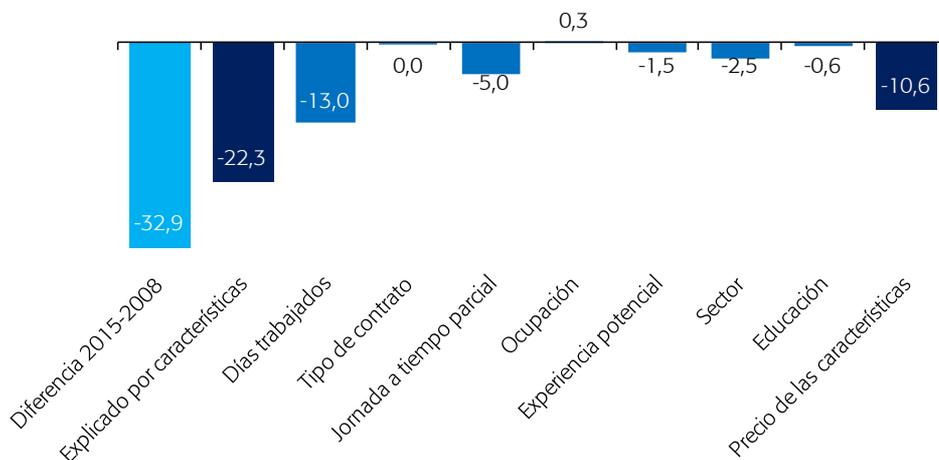


Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

Gráfico 9

Factores explicativos de la diferencia en el salario anual: contratos de entrada. Individuos menores de 26 años de edad, 2008-2015

(Porcentaje)



Fuente: Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social).

en el empleo principal. El contraste con el gráfico 5 es importante. Mientras que el salario-día de los contratos nuevos firmados en 2015 era un 11,9% inferior al de los firmados en 2008, la ganancia anual se ve reducida el doble, un 22,6%. Ello es debido sobre todo a un menor número de días trabajados a lo largo del año en ese empleo. Ese componente explica más de la mitad de la pérdida total (-14,9%). Sigue existiendo un factor precio negativo (-4,8%) así como el impacto negativo de trabajar a tiempo parcial (-3,1%). En el caso de los contratos de entrada (gráfico 9), la reducción de los ingresos anuales es del 33%. El menor número de días trabajados implica por sí solo una reducción de los ingresos anuales en el empleo principal de un 13%, mientras que el hecho de trabajar a tiempo parcial y el sector de ocupación contribuyen a una reducción del 7,5% conjuntamente. La práctica totalidad del resto del ajuste a la baja de los ingresos anuales se debe al componente precio (-10,6%).

Conclusiones

El mercado laboral español parece recuperarse poco a poco de la gran crisis sufrida entre 2008

y 2013. De los 3,6 millones de empleos que se destruyeron durante esos años se han recuperado algo menos de la mitad, pero estos trabajos nuevos, creados a partir de 2014, difieren significativamente de los que existían antes del comienzo de la crisis económica. El análisis de los datos corrobora algunas creencias establecidas en la opinión pública: la importancia del empleo a tiempo parcial y la precariedad de los nuevos contratos en cuanto conllevan un menor número de días trabajados al año. Sin embargo hay otros aspectos que contradicen algunas de esas creencias.

Los menores ingresos asociados a los nuevos contratos no tienen que ver ni con la temporalidad (también existía antes de la crisis), ni con un supuesto sesgo hacia sectores de baja productividad. La menor retribución es reflejo de las nuevas condiciones del mercado de trabajo y afecta a empleos con similares características y dentro de una misma empresa.

Los nuevos contratos no sufren de un sesgo hacia la temporalidad. Si bien la mayoría son tem-

porales, también lo eran los que se firmaban antes de la crisis. Tampoco parece que la distribución sectorial de los nuevos contratos esté sesgada de forma importante hacia sectores de baja productividad y bajos ingresos, sobre todo si estos se comparan con los sectores de procedencia de muchos de los trabajadores que han protagonizado estos nuevos contratos. Los resultados sí ponen de relieve la importancia de la menor retribución incluso por empleos con similares características y dentro de una misma empresa. Esta menor retribución es reflejo de las nuevas condiciones del

mercado de trabajo y afecta sobre todo a aquellos individuos que se ven obligados a firmar un nuevo contrato y a los jóvenes que se incorporan al mercado de trabajo por primera vez.

Referencias

- BENTOLILA, S. (2017), "Los salarios en la recuperación: ¿polarización?", *nadaesgratis.es*, 25 de mayo.
- GONZÁLEZ, L. (2017), "Apuntes sobre la distribución salarial", *nadaesgratis.es*, 15 de mayo.

Salarios, productividad y gestión empresarial

Rafael Myro y Javier Serrano*

Las empresas industriales españolas mejor gestionadas remuneran mejor a sus trabajadores, sin duda como forma de incentivar su productividad e involucrarlos en los objetivos de la empresa. España posee un notable déficit de calidad de gestión empresarial, sobre todo en el gran universo de pymes, tras el que se esconde una productividad sensiblemente inferior a sus pares de los grandes países europeos. Su reducción debe ser pues un objetivo urgente, no solo para las propias empresas, sino también para las organizaciones empresariales, y desde luego, para la política industrial. Los trabajadores y sus organizaciones sindicales también pueden contribuir a este mismo objetivo, que rendirá beneficios, no solo para ellos, sino también para el conjunto de la sociedad. Este artículo evalúa el efecto de las buenas prácticas de gestión de las empresas industriales sobre la productividad y los salarios.

Con la recuperación de la economía española, se ha resucitado la discusión sobre la dinámica salarial deseable. Se ha iniciado por el salario mínimo, que en España mantiene una mayor distancia con respecto al salario medio que en otras economías europeas, saldándose con una subida para 2017 destacada en el marco europeo, del 8%, en un tira y afloja entre el Gobierno de la nación, que proponía una subida menor, y algunos grupos de la oposición, con demandas sensiblemente superiores, tendentes a acercar el salario mínimo al de otros socios comunitarios.

En un segundo y crucial ámbito, el de la negociación colectiva, las propuestas sindicales no

parecen muy exageradas. Fijan una horquilla de ascenso de los salarios entre el 1,5% y el 2,5% para 2017. Con ella, se recogería el aumento esperado en los precios, y una parte, probablemente sustancial, de la pequeña ganancia prevista en la productividad del trabajo. El lento avance de esta última magnitud fundamental es sin duda el factor clave que limita el alza de la remuneración que reciben los trabajadores. Salarios y productividad han de evolucionar al unísono para no poner en cuestión la ventaja de costes laborales unitarios, y por ende de precios, que hoy posee la economía española, tras un intenso proceso de ajuste a la baja del empleo y de los salarios (Myro, 2015).

* Universidad Complutense de Madrid.

Afortunadamente, existe un amplio margen para la mejora en la productividad, porque el grupo dominante de empresas en España, el de las que ocupan a menos de 10 trabajadores, posee niveles de rendimiento por trabajador inferiores a los que obtienen sus pares en otros países (Costa, 2015; Serrano *et al.*, 2017). Tampoco destacan por niveles comparativos muy elevados las empresas que poseen entre 10 y 50 trabajadores.

Como es sabido, el aumento de la productividad descansa en la acumulación de activos tangibles e intangibles, siendo estos últimos de relevancia creciente en economías avanzadas (Corrado, Hulten y Sichel, 2006), y sorprendentemente, de escaso relieve aún entre las empresas españolas, sobre todo en las más pequeñas. Entre los intangibles, sobresalen por su importancia la innovación, la formación y especialización de los trabajadores de la empresa, la digitalización y la creación de marcas.

Entre los intangibles también ocupa un lugar preeminente la calidad de la gestión empresarial, un activo que puede definirse y medirse de diversas maneras y al que se está prestando una creciente atención en la literatura económica (Andrews y Westmore, 2014; Bloom *et al.*, 2017). Una pista de su importancia en España se encuentra en el hecho de que sean precisamente las empresas de menor dimensión las que exhiben mayores deficiencias de gestión (Huerta y García, 2014; Yagüe y Campo, 2016). Algunos autores apuntan más allá, atribuyendo el problema del bajo tamaño medio de la empresa española a una reducida calidad de su gestión empresarial (Huertas y Salas, 2014).

De acuerdo con estas premisas, la primera preocupación que guía estas páginas es la de medir y evaluar la influencia de la gestión empresarial sobre la productividad de la empresa. La segunda y principal preocupación va más lejos. Busca detectar una influencia positiva y directa de la calidad de gestión sobre los salarios, más allá de su efecto indirecto a través de la mejora de la productividad. La hipótesis que subyace a esta búsqueda es que las empresas mejor gestionadas

ofrecen mayores retribuciones a sus trabajadores, quizá como un mecanismo de retención del talento, o como acicate o recompensa de un mayor compromiso con los objetivos de la empresa, que no es sino una de las manifestaciones de la buena calidad de la gestión.

De acuerdo con lo expuesto, en las páginas que siguen se investiga la relación entre la calidad de la gestión empresarial de las empresas industriales y sus niveles de productividad y salarios para los cinco años centrales del período de crisis (2009 a 2013), utilizando los datos de la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)* que elabora la Fundación SEPI. Para ello, se comienza por presentar un indicador de buenas prácticas empresariales tomado de Yagüe y Campo (2016) y ofrecer con él una primera evaluación de la gestión de las empresas industriales españolas. A continuación, se estima su impacto sobre la productividad y los salarios. Si la calidad de la gestión de la empresa resulta ser un factor que influencia de forma clara los niveles de productividad y de remuneración de los trabajadores, se tendría una base firme para apoyar una estrategia sindical de escasa implantación aún en España, la de una mayor participación de los trabajadores y sus representantes más cualificados en la gestión de la empresa. A través de ella, los sindicatos podrían mejorar no solo los niveles de vida de sus afiliados, sino también la competitividad de las empresas que los emplean.

Las buenas prácticas de gestión de las empresas industriales españolas

La calidad de la gestión de una empresa abarca múltiples y diversos aspectos entrelazados, por lo que no resulta fácil de medir, y aún menos a partir de las estadísticas disponibles. Con todo, se han realizado diversos ejercicios de aproximación. Entre los referidos a las empresas españolas, destaca el elaborado por Huerta y García (2014), que se basa en algunos indicadores de la organización de la producción (liderazgo, delegación de tareas, rotación de puestos, equipos de mejora, sistemas FQM). En su trabajo, esta medida aparece asociada a la dimensión de la empresa,

el capital humano acumulado y a la presencia del capital extranjero. Una segunda es la elaborada por Huerta y Salas (2014), basada en indicadores relacionados con la delegación de tareas, la cooperación entre el trabajo y el capital, el gasto en formación de los trabajadores y el nivel de estudios de los directivos. Estas medidas, que los autores estiman para el conjunto de las empresas de cada país, guardan una estrecha relación con la dimensión media de las empresas por países, lo que permite a los autores avanzar la hipótesis a la que ya anteriormente se ha hecho referencia, que la calidad de gestión es la variable que determina el tamaño de la empresa. Finalmente, una tercera medida es la definida por Yagüe y Campo (2016), que selecciona muchos de los aspectos que se consideran relevantes para la gestión de la empresa en la literatura sobre *management* y para los que ofrece información la ESEE. Esta última medida también aparece muy relacionada con el tamaño de la empresa, su internacionalización, la forma jurídica de sociedad anónima, los gastos en formación y la participación extranjera en el capital social. Es la medida que se utiliza en este trabajo, dado que se adapta a la información que suministra la ESEE, que es la base de datos que manejamos.

La calidad de la gestión de una empresa comprende aspectos como el liderazgo y las habilidades directivas, la gestión de operaciones, la de alianzas y recursos, la gestión de las personas, la estrategia digital y tecnológica, y la medición de los resultados (Yagüe y Campo, 2016).

Las buenas prácticas de gestión que miden estas últimas autoras se agrupan en seis grandes apartados¹. El cuadro 1 detalla lo que se incluye en cada uno de ellos. En el primero, se valoran el *liderazgo y las habilidades directivas*, destacando el papel de la dirección tecnológica, las prácticas con respecto al medio ambiente o el nivel de diversi-

ficación de mercados. Algunos otros aspectos claves del liderazgo no pueden ser medidos con la encuesta utilizada (la formación del empresario y los directivos, la interacción con grupos de interés externo, la colaboración con administraciones públicas, autoridades locales o asociaciones patronales, grupos de I+D o asociaciones humanitarias; reuniones sobre objetivos estratégicos, programas de mejora de la capacidad de liderazgo, encuestas sobre clima laboral y reconocimiento de los trabajadores mediante premios; mecanismos de comunicación interna, consultas a trabajadores y departamentos sobre cambios y sobre lanzamiento de nuevos productos). En el segundo de los apartados, se mide *la gestión de operaciones*, desglosando las innovaciones de todo tipo, la introducción de sistemas de normalización y control de calidad de los productos o la incorporación de sistemas de información científica y técnica. En el tercero, *la gestión de alianzas y recursos*, se contemplan los acuerdos de cooperación y los marcos de colaboración con otras empresas, proveedores y clientes. Escapa de los límites de la encuesta la inclusión de indicadores de gestión de infraestructuras. El cuarto grupo que se considera valora *la gestión de personas*, primando el papel de las acciones formativas de la empresa, de sus gastos externos en formación, así como la contratación de especialistas en I+D. Cinco de los siete indicadores se refieren a acciones formativas. El quinto mide *la estrategia digital de la empresa*, considerando la existencia de un dominio propio de Internet y la importancia de las compras y ventas a través de esta red. Finalmente, el sexto valora *la medición de resultados*, sobre todo en el orden económico (cuota de mercado, posición competitiva de la empresa y notoriedad de sus marcas), pero también en el orden tecnológico. No se incluyen encuestas de satisfacción laboral a los trabajadores o entrevistas directas con los mandos, ni tampoco la existencia de un plan de comunicación externo o la realización de actuaciones con la comunidad, con control de su seguimiento.

¹ Todas las variables consideradas toman valores 1 ó 0, que corresponden a respuestas positivas o negativas a la pregunta dirigida a la empresa. En muy pocos casos, las variables son continuas, pero se han transformado también en binarias para homogeneizarlas con la mayoría.

Cuadro 1

Indicadores de buenas prácticas de gestión para los que ofrece información la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales*

<p><i>Vinculadas con el liderazgo y habilidades directivas (7 indicadores)</i></p>	Dirección o comité de tecnología
	Plan de actividades de innovación
	Utilización de asesores para informarse sobre tecnología
	Propietarios y ayudas familiares en dirección y gerencia
	Gastos en protección medioambiental
	Inversión en protección medioambiental
	Diversificación de mercados
<p><i>Vinculadas a la gestión de operaciones (procesos, productos y servicios) (14 indicadores)</i></p>	Estandarización de producto
	Normalización y control de la calidad
	Sistemas de información científica y técnica
	Innovaciones totales
	Innovaciones de producto
	Innovaciones de proceso
	Innovaciones de producto y proceso
	Adquisición de bienes de equipo para la mejora de los productos
	Innovaciones de métodos organizativos
	Innovaciones en la gestión de las relaciones externas
	Innovaciones en la comercialización
	Innovaciones de proceso de nuevos equipos
	Innovaciones de proceso de programas informáticos
	Innovaciones de proceso de nuevas técnicas
<p><i>Vinculadas a la gestión de alianzas y recursos (6 indicadores)</i></p>	Acuerdos de cooperación tecnológica
	Colaboración tecnológica con clientes
	Colaboración tecnológica con competidores
	Colaboración tecnológica con proveedores
	Colaboración con universidades y/o centros tecnológicos
Programa de investigación de la UE	
<p><i>Vinculadas a la gestión de las personas (7 indicadores)</i></p>	Acciones formativas (5 indicadores)
	Acciones de contratación de personal con experiencia en sistema público de I+D
	Acciones de contratación de personal con experiencia en I+D
<p><i>Vinculadas a la política y la estrategia digital y tecnológica (7 indicadores)</i></p>	Dominio propio Internet
	Página <i>web</i> en servidor de la empresa
	Compras a proveedores por Internet
	Ventas a consumidores finales por Internet
	Ventas a empresas por Internet
	Evaluación de tecnologías alternativas
<p><i>Vinculadas a la medición de los resultados (5 indicadores)</i></p>	Evaluación de las perspectivas de cambio tecnológico
	Encuestas de mercado
	Indicadores de resultados de innovación
	Indicador de incidencia en las ventas de Internet
	Identifican posición competitiva en mercado principal
Evolución positiva de la cuota de mercado	

Fuente: Yagüe y Campo (2016).

Así medida, la calidad de la gestión de las empresas industriales españolas no resulta muy bien parada, como puede observarse en el gráfico 1. El 72% de las empresas industriales españolas siguen pocas o ninguna de las buenas prácticas de gestión, no contabilizando más de 12 de las 46 contenidas en el cuadro 1 y únicamente el 3,3% anota 25 o más de las buenas prácticas, pudiendo ser consideradas con elevada calidad de gestión. Las diferencias entre comunidades autónomas en este valor no son muy elevadas, con un coeficiente de variación de 0,14, destacando por su mejor situación relativa las empresas de Aragón y Cataluña y por lo contrario las de Baleares, Andalucía y Extremadura. Por sectores existe una dispersión considerablemente mayor, destacando los de metálicas básicas, maquinaria, material de transporte y química por un mayor seguimiento de buenas prácticas frente a los de madera, muebles y productos metálicos, situados en el otro extremo (Yagüe y Campo, 2016).

Descendiendo a los diferentes grupos de buenas prácticas de gestión considerados, sorprende el elevado número de empresas que no sigue ninguna en cada uno de ellos, recogido en

el gráfico 2. La impresión que ofrece este gráfico resulta aún más negativa si se tiene en cuenta que en liderazgo, las buenas prácticas se concentran y avanzan con los años únicamente en el ítem de dirección familiar de la empresa, o que en la estrategia digital solamente hay logros significativos y crecientes en el dominio de Internet (también avanza con moderación la compra *online* a proveedores), o, en fin, que en la medición de resultados se presta poca atención a la cuota de mercado y a los resultados de la innovación.

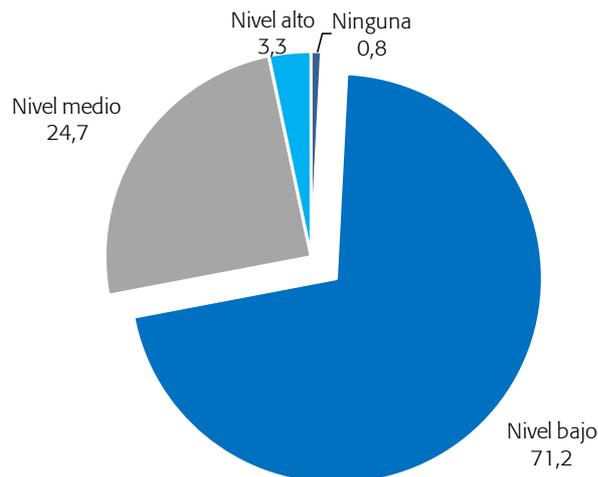
La calidad de la gestión de las empresas industriales españolas es, en conjunto, baja. El 72% sigue pocas o ninguna de las buenas prácticas de gestión y solo el 3,3% tiene un nivel alto de cumplimiento. Las mayores deficiencias se encuentran en operaciones, alianzas y personas, siendo estos dos últimos apartados de gran importancia para la productividad del trabajo.

En todo caso, las mayores deficiencias se encuentran en *operaciones*, *alianzas* y en

Gráfico 1

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

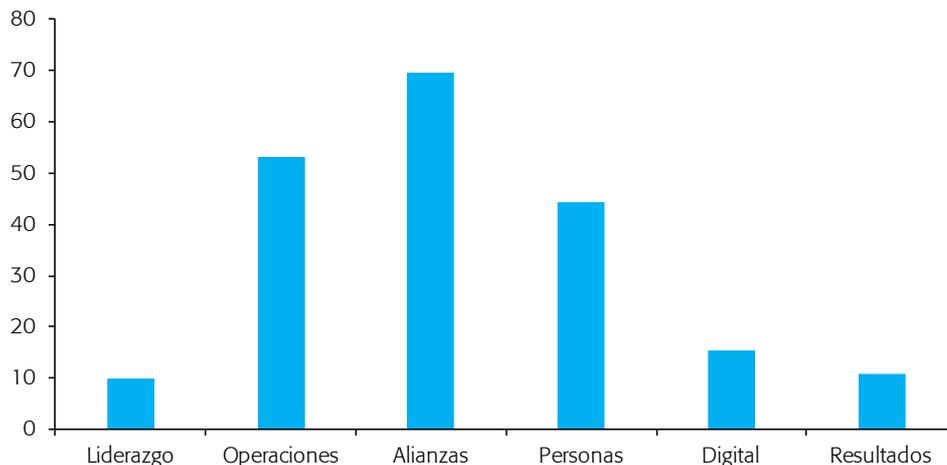
(Porcentaje)



Fuente: Yagüe y Campo (2016).

Gráfico 2

Porcentaje de empresas con ninguna buena práctica de gestión en las diversas dimensiones



Fuente: Yagüe y Campo (2016).

personas. Estos dos últimos apartados son de gran importancia para la productividad del trabajo. Las alianzas, sobre las que se configuran redes empresariales, constituyen uno de los mecanismos fundamentales mediante los cuales se crea la innovación y se difunde la tecnología. El ensanchamiento de las diferencias en productividad entre las empresas grandes y pequeñas, algo que no es específico de España y que suscita hoy una alarma general, tendría aquí una primera razón explicativa. El capital humano, y de forma particular el gasto dedicado a la formación de los empleados afecta a su productividad, su implicación en la empresa y su adaptación a las nuevas tareas y necesidades.

Finalmente, existe una clara relación entre buenas prácticas de gestión y la dimensión de la empresa. Las empresas mayores de 500 trabajadores multiplican por 5 el número medio de prácticas de buena gestión que siguen las de

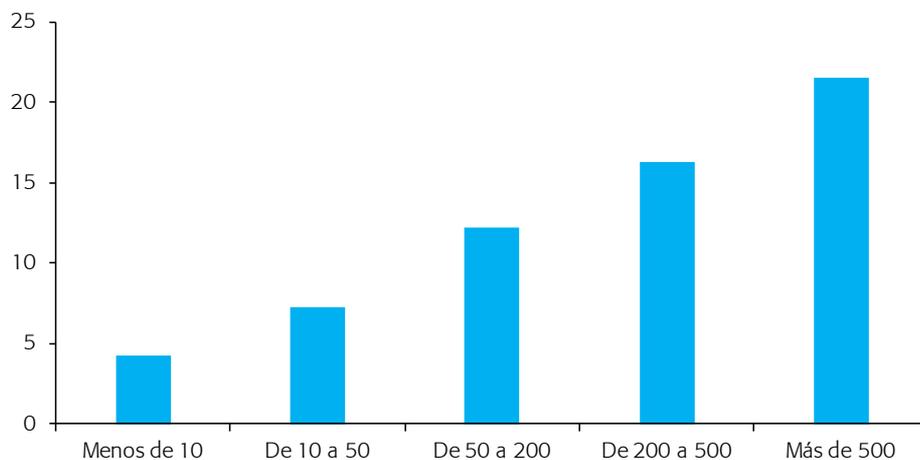
menos de 10 trabajadores, ligeramente superior a 4 (gráfico 3).

A partir de la información ofrecida, parece claro que la industria española puede mejorar sensiblemente sus prácticas de gestión. Esto es algo que también se desprende, aunque con menor contundencia, de los trabajos internacionales. En efecto, el *World Management Survey* valora la calidad de la gestión de las empresas españolas, en este caso no solo de las industriales, con una nota algo por encima del 2,5 sobre 5. La mejor valoración que ofrece esta plataforma con respecto a la que se deriva del análisis que ofrecen los datos que hemos expuesto se debe a que se basa en opiniones de directivos de grandes empresas referidas al conjunto de las empresas españolas. En cambio, el indicador elaborado por Yagüe y Campo (2016) se construye sobre la información ofrecida por cada una de las empresas incluidas en la *ESEE*.

Gráfico 3

Calidad de la gestión y dimensión de la empresa

(Número medio de buenas prácticas de gestión según dimensión media de la empresa, medida en número de empleados)



Fuente: Elaboración propia a partir de la ESEE, Fundación SEPI.

Influencia de la gestión empresarial sobre la productividad y los salarios

Buscamos ahora evaluar el efecto de las buenas prácticas de gestión de las empresas sobre la productividad y los salarios de las empresas industriales españolas.

El cuadro 2 permite una observación preliminar de las relaciones entre estas tres variables y con algunas otras que influyen o están influenciadas por ellas. La información se presenta distribuida por tramos de dimensión de la empresa², y en dos medidas, primero, los valores medianos, y a continuación, los valores medios. La comparación entre valores medios y medianos permite conocer si predominan los valores más altos de la distribu-

ción de una variable o lo contrario. En el cuadro también se especifica la unidad de medida utilizada en cada una de las variables consideradas.

Al igual que el indicador de buenas prácticas de gestión, las variables incluidas en este cuadro que miden eficiencia y activos intangibles crecen con el tamaño medio de las empresas: productividad del trabajo, salarios, capital humano, empleo indefinido, margen sobre ventas, la utilización de la capacidad productiva y el inmovilizado material neto por empleado³. Pero los costes laborales unitarios descienden con la dimensión, porque al aumentar esta, los salarios se incrementan en menor medida que la productividad del trabajo, de manera que la ratio entre salarios y productividad desciende. Eso explica que los márgenes de beneficios crezcan.

² En la distribución por tamaños de las empresas de la ESEE, las más pequeñas están sensiblemente menos representadas; en particular las de menos de 10 trabajadores, que son la mayoría entre la población. El tamaño mediano de las empresas pequeñas se sitúa en 18 trabajadores y la media en 21,5.

³ Esta estrecha relación con el tamaño de la empresa no significa que este determine los valores de variables como la productividad, el salario o la calidad de gestión. Por el contrario, un mayor tamaño podría ser consecuencia de una mayor productividad, como justifica Moral-Benito (2016), o de una mayor calidad de gestión, como muestran Huerta y Salas (2014).

Cuadro 2

Principales magnitudes de las empresas industriales españolas

(Periodo 2009-2013)

Dimensión de la empresa (Número de trabajadores)		Valores medianos			Valores medios		
		Pequeña Menos de 50	Mediana De 50 a 200	Grande Más de 200	Pequeña Menos de 50	Mediana De 50 a 200	Grande Más de 200
Variables	Medida						
Calidad de la gestión	Nº buenas prácticas	6	11	17	6,8	12,3	18,1
Salario	Miles de € corrientes	28,0	36,2	44,0	30,4	37,9	45,6
Productividad	Miles de € de 2010	32,4	46,9	59,0	38,2	56,4	72,8
Coste laboral unitario	€ por unidad producida	0,9	0,8	0,7	1,3	1,1	0,9
Margen sobre ventas	% de las ventas	5,2	6,4	6,8	3,4	5,9	7,1
Capital humano	% de titulados superiores	0,0	4,8	6,0	4,8	6,9	9,1
Empleo fijo	% de la plantilla	87,5	95,0	94,3	82,4	89,0	89,8
Utilización capacidad	% del total	70,0	75,0	80,0	69,8	73,3	76,4
Variación precios venta	% anual	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,2
Inmovilizado material neto por trabajador	Miles de euros corrientes	26,8	61,1	80,4	63,1	98,7	163,5
Empresas analizadas	Número	1.219	695	469	--	--	--
	% del total	51,1	29,2	19,7	--	--	--

Fuente: ESEE, Fundación SEPI.

Las empresas mejor gestionadas remuneran mejor a sus trabajadores, probablemente porque la buena gestión empresarial implica mayor participación de los trabajadores en la empresa, y también un mayor reconocimiento de su aportación.

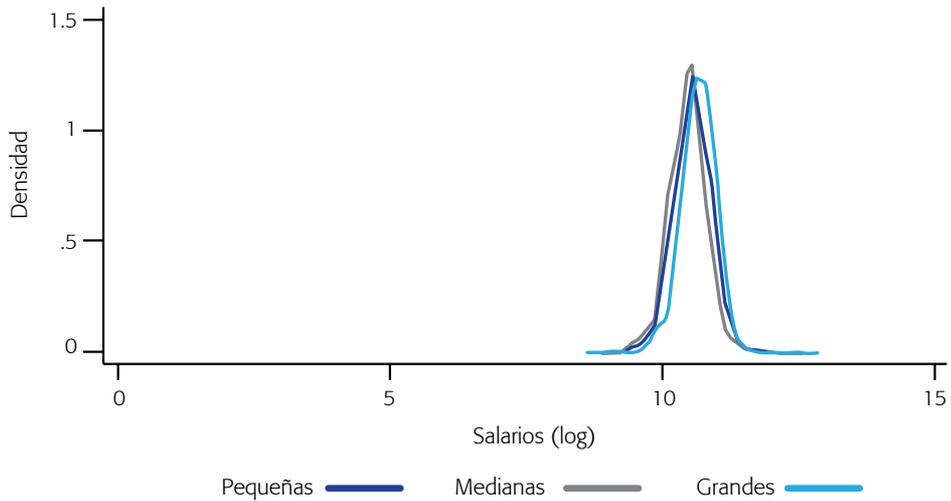
Los valores medianos de salarios y productividad son inferiores a los medios, indicando la mayor importancia de las empresas con salarios y productividades superiores a los medianos. Pero en los salarios, la diferencia entre valores medianos y medios desciende con el tamaño de las empresas, lo contrario de lo que sucede con la productividad. Este hecho indica que la distribución de los salarios no se altera tanto como la de la productividad con el tamaño de las empresas.

En efecto, como muestran los gráficos 4 y 5, la distribución del salario es menos sensible al tamaño de la empresa que la de la productividad. Dicho de otra forma, la empresa de mayor dimensión se distingue más por su elevada productividad que por su elevado salario cuando se compara con las de menor dimensión.

Al mismo tiempo, se observa cómo la distribución de los salarios está más concentrada con respecto a los valores centrales que la de la productividad. Este hecho podría deberse, de una parte, a que existen mínimos salariales, derivados de la efectividad general automática de los convenios, y de otra, a que las empresas de mayor dimensión trasladan en menor medida sus ganancias de productividad a los salarios. De ahí que sus costes laborales sean más reducidos y sus márgenes más altos. Posiblemente sus precios son algo más bajos, pero esta circunstancia no puede

Gráfico 4

Distribución del salario según la dimensión de la empresa



Fuente: ESEE, Fundación SEPI.

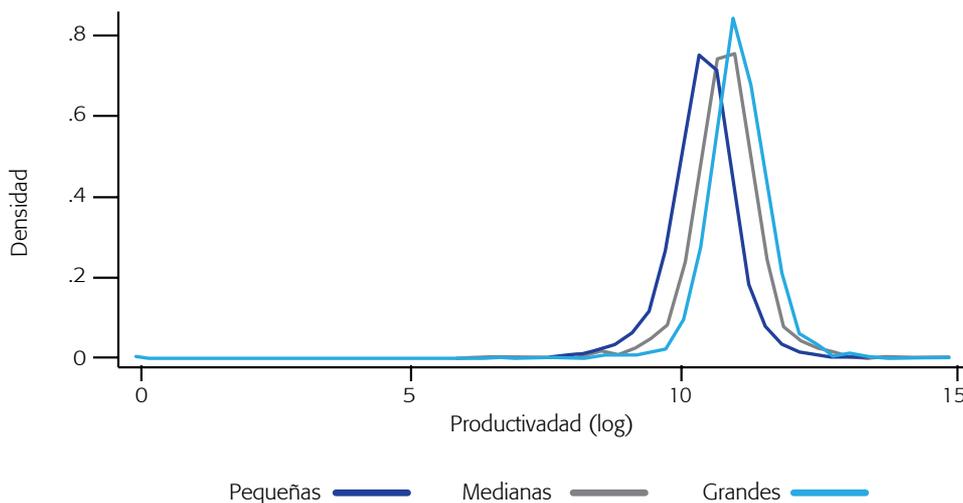
observarse. Los precios que figuran en el cuadro 2 son variaciones anuales.

Esta interpretación se reafirma si se multiplica el número de tramos de tamaño entre las

empresas y se observan los valores extremos. Las microempresas, las empresas de menos de 10 trabajadores, pagaban salarios en el período aquí considerado que no se diferenciaban de los del resto de las empresas pequeñas (de hasta 50 tra-

Gráfico 5

Distribución de la productividad del trabajo según la dimensión de la empresa



Fuente: ESEE, Fundación SEPI.

bajadores), aun cuando la productividad de sus trabajadores era sensiblemente inferior⁴. Como consecuencia, poseían costes laborales unitarios superiores a la unidad y los valores medios del margen sobre ventas estaban dominados por empresas con pérdidas. Por el contrario, entre las muy grandes, las de más de 500 trabajadores, destacaban por sus elevados márgenes sobre ventas, un 8,6% de media, una cifra nada despreciable para un período de crisis, si se tiene en cuenta que el valor que la Central de Balances del Banco de España ofrece para todas las manufacturas en los años aquí considerados es de 4,5%, únicamente ligeramente superior al que la ESEE ofrece para las empresas de entre 10 y 50 trabajadores⁵.

Una mejora de las buenas prácticas de gestión eleva la productividad y los salarios de las empresas. Además, como productividad y salarios se influyen mutuamente, puede esperarse que el aumento final del salario sea aún mayor como consecuencia del impacto indirecto de la mejora de la calidad de la gestión.

Por lo demás, la dificultad que estas empresas de mayor dimensión parecen tener para trasladar sus ganancias de productividad a los salarios podría esconder una insuficiente remuneración del trabajo más cualificado, en el que son relativamente intensivas, algo que contribuiría a explicar la reducida brecha entre las remuneraciones de los trabajadores de más alto y más bajo nivel formativo (Puente, 2011).

Corresponde ahora examinar el efecto de la calidad de la gestión empresarial sobre la productividad, sin perder de vista la relación de ambas

variables con el tamaño de la empresa. Para ello, a través del análisis de datos de panel, se han estimado diversas ecuaciones donde la productividad del trabajo se hace depender de la calidad de la gestión empresarial, del tamaño de las empresas y de otras variables determinantes. En las estimaciones se han introducido variables *dummy* para eliminar el efecto de las diferencias en los sectores industriales y en las comunidades autónomas.

Los resultados obtenidos se recogen en el cuadro 3. Como se puede ver en la primera de las estimaciones, incluida en la primera columna, las buenas prácticas de gestión tienen un efecto positivo y estadísticamente significativo sobre la productividad. Un incremento del 10% del indicador de buenas prácticas de gestión conduce a un aumento del 1,7% de la productividad del trabajo. No obstante, como muestra la segunda columna del cuadro 3, este efecto se reduce cuando además se tienen en cuenta otras variables que claramente afectan a la productividad del trabajo, como el capital humano, el porcentaje de contratos laborales indefinidos y el porcentaje de utilización de la capacidad productiva, todas ellas con contribuciones positivas. También se reduce si se incluyen las dimensiones media y superior de la empresa entre las variables explicativas (columna tercera). Aun así, el coeficiente estimado indica un efecto claro, positivo y creciente del tamaño de la empresa sobre la productividad del trabajo. Un aumento del 10% de las buenas prácticas de gestión conduce a un incremento de la productividad del trabajo del 0,92%. La cuarta columna del cuadro 3 incorpora además el salario como variable determinante de la productividad, dado que esta puede incrementarse mediante incentivos salariales, como se deduce de la hipótesis del *salario de eficiencia*. La nueva estimación obtenida ofrece una mejor explicación de la

⁴ En la base de datos utilizada las empresas que remuneran a sus trabajadores con un salario igual al mínimo actual (9.908 euros anuales) son un número muy pequeño. Solamente alcanzan un 0,3% del total de observaciones en los cinco años considerados. La mayoría de ellas emplean a menos de 50 trabajadores y aplican menos de cinco buenas prácticas de gestión, perteneciendo a los sectores tradicionales (alimentos, textil, cuero y calzado, madera y muebles). Estas mismas características poseen las empresas cuyos salarios se encuentran en el siguiente escalón de la distribución, entre 9.908 y 20.000 euros anuales, con la diferencia de que sus costes laborales unitarios medios son más bajos y mayores su márgenes de beneficios medios.

⁵ Con una ratio de rotación (ventas sobre activos netos) de 1,15, que es el que ofrece la Central de Balances del Banco de España, la rentabilidad del activo neto media es de un 10%.

Cuadro 3

Productividad y calidad de la gestión empresarial

(Estimación por GLS. Efectos aleatorios)

	Productividad (log)	Productividad (log)	Productividad (log)	Productividad (log)
Calidad de la gestión de la empresa (log)	0,179*** (0,014)	0,130*** (0,013)	0,092*** (0,014)	0,081*** (0,014)
Capital humano (log)		0,047*** (0,011)	0,042*** (0,010)	0,027*** (0,010)
Contratos indefinidos (log)		0,077* (0,046)	0,073 (0,046)	0,067 (0,042)
Utilización capacidad productiva (log)		0,431*** (0,041)	0,411*** (0,041)	0,436*** (0,040)
Inmovilizado neto por trabajador (log)		0,043*** (0,012)	0,038*** (0,012)	0,021* (0,011)
Empresa mediana (entre 50 y 200 trabajadores)			0,184*** (0,030)	0,149*** (0,029)
Empresa grande (más de 200 trabajadores)			0,277*** (0,041)	0,210*** (0,041)
Salario (log)				0,428*** (0,041)
Sector de actividad	Si	Si	Si	Si
Comunidad autónoma	Si	Si	Si	Si
Between R ²	0,253	0,310	0,324	0,384

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. *, **, y *** indican significación al 10%, 5% y 1% de confianza respectivamente.

productividad, pero el coeficiente asociado a la calidad de gestión no se diferencia estadísticamente del que figura en la tercera columna. Dado que la productividad se mide por trabajador, y no por hora trabajada, también se han introducido en las estimaciones el número de horas trabajadas, pero su influencia es nula.

Con todo, pueden ofrecerse resultados aún más claros con respecto a la relación entre la calidad de la gestión empresarial y los salarios, que es la variable central en este trabajo.

Los resultados son así mismo claros con respecto a la relación entre la calidad de la gestión empresarial y los salarios, que es la variable central en este trabajo.

El cuadro 4 recoge diversas estimaciones secuenciales que tratan de aislar los determinantes del salario, incluyendo entre ellos la productividad del trabajo. En la primera columna, el salario se hace depender exclusivamente de la calidad de la gestión empresarial, el capital humano y el porcentaje de contratos indefinidos. Tanto la calidad de la gestión empresarial como el capital humano resultan determinantes significativos de los salarios. Un ascenso del 10% en el número de buenas prácticas de gestión conlleva un aumento del salario de 0,5%. Se trata de un efecto menor que el que la gestión empresarial ejerce sobre la productividad, pero no cambia de forma significativa cuando se incluye el tamaño de la empresa (segunda columna), que también influye positivamente. Tampoco lo hace cuando se toma en

cuenta la utilización de la capacidad productiva, que posee un coeficiente negativo, quizá porque se reduce el número de horas extraordinarias (columna tercera).

No obstante, como la calidad de gestión de la empresa influye positivamente sobre la productividad, podría pensarse que su influencia sobre el salario no es sino el mero reflejo indirecto de su influencia sobre la productividad. Los resultados recogidos en las columnas cuarta y quinta muestran que solo en parte es así. La inclusión de la productividad reduce el impacto de la calidad de gestión sobre el salario, pero este sigue siendo alto y significativo, de hecho, la mitad del que tiene la productividad. De esta manera, las empresas mejor gestionadas remuneran mejor a sus

trabajadores. La mejora de la gestión empresarial tiene un impacto apreciable sobre los salarios, probablemente porque la buena gestión empresarial implica mayor participación de los trabajadores en la empresa, y también un mayor reconocimiento de su aportación.

Los resultados obtenidos indican pues que un aumento de las buenas prácticas de gestión de las empresas de un 10% eleva la productividad casi en un 1% y el salario en un 0,33%. Además, como productividad y salario se influyen mutuamente, puede esperarse que el aumento final del salario alcance un mayor relieve, como consecuencia, no solo del impacto directo, sino también indirecto de la mejora en la calidad de la gestión de la empresa.

Cuadro 4

Salarios y calidad de la gestión empresarial

(Resultados de la estimación por GLS. Efectos aleatorios)

	Salarios (log)	Salarios (log)	Salarios (log)	Salarios (log)	Salarios (log)
Calidad de la gestión de la empresa (log)	0,050*** (0,006)	0,037*** (0,007)	0,039*** (0,007)	0,031*** (0,007)	0,033*** (0,007)
Productividad (log)				0,060*** (0,011)	0,068*** (0,011)
Capital humano (log)	0,039*** (0,005)	0,038*** (0,005)	0,038*** (0,005)	0,037*** (0,005)	0,038*** (0,005)
Contratos indefinidos (log)	-0,001*** (0,029)	-0,001*** (0,029)	0,002*** (0,028)	-0,002*** (0,028)	0,001*** (0,025)
Utilización capacidad productiva (log)			-0,071*** (0,019)		-0,100*** (0,020)
Empresa mediana (entre 50 y 200 trabajadores)		0,070*** (0,017)	0,075*** (0,017)	0,062*** (0,017)	0,069*** (0,017)
Empresa grande (más de 200 trabajadores)		0,126*** (0,020)	0,136*** (0,020)	0,117*** (0,020)	0,128*** (0,020)
Sector de actividad	si	si	si	si	si
Comunidad autónoma	si	si	si	si	si
Between R ²	0,417	0,463	0,470	0,509	0,524

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre paréntesis. *, **, y *** indican significación al 10%, 5% y 1% de confianza respectivamente.

Conclusiones

La economía española se enfrenta al gran reto de aumentar de forma sostenida y significativa su productividad. Es la única vía segura para fortalecer su competitividad y lograr aumentos sostenidos en los salarios y en la renta per cápita, que estimulen la expansión de la producción y el empleo. Existe un gran espacio para el incremento de la productividad, sobre todo en el gran universo de empresas de muy reducida dimensión con el que cuenta España, que muestran niveles reducidos de eficiencia en términos comparados.

Los asalariados serán siempre los primeros beneficiados de los aumentos de productividad, por lo que sería lógico que les preocupara sobremanera el cómo lograrlos. Entre los factores que permiten aumentar la productividad se encuentran muchos intangibles, desde la innovación a la cualificación de los trabajadores. Pero la calidad de la gestión empresarial, un activo complejo, con muchas facetas, parece ocupar un lugar prominente entre esos intangibles. Los resultados de este trabajo muestran que tanto la productividad como los salarios se verán muy estimulados si las empresas mejoran la calidad de su gestión.

La gestión de las empresas industriales españolas presenta deficiencias acusadas en todos sus frentes, desde el liderazgo hasta las alianzas entre empresas o la formación de los trabajadores. La calidad de la gestión empresarial es hoy pues en España un intangible con un enorme potencial de mejora, que reclama mucha atención e importantes inversiones privadas y públicas. Las empresas privadas y sus asociaciones deben ser las primeras interesadas en atender esta exigencia. Pero las administraciones públicas deben también favorecer el incremento de este intangible con indudables externalidades positivas y de difícil adquisición por las empresas de más reducida dimensión. Deberían impulsar la creación de redes de cooperación entre empresas, asociaciones empresariales y organismos privados y públicos especializados en asesoría estratégica y de gestión y en transferencia tecnológica. Estas redes son un vehículo capital para la transmisión de las nuevas tecno-

logías y de las buenas prácticas de gestión. Las administraciones públicas también deben exigir calidad y capacidad de gestión a las empresas que contratan con ellas y a aquellas otras que aspiran a recibir apoyos públicos, en lugar de premiar, como con frecuencia sucede, a las que ofrecen menores costes basados en bajos salarios.

La calidad de la gestión empresarial es hoy en España un intangible con un enorme potencial de mejora, que reclama mucha atención e importantes inversiones privadas y públicas.

Pero también los representantes sindicales de los trabajadores tienen un interesante papel que desempeñar aquí, apenas ejercitado hasta ahora. Pueden exigir su participación en comités de dirección, de control y de mejora que ejerzan una influencia real sobre la gestión de la empresa. Con ello, no solo conseguirán un funcionamiento más eficaz de la empresa sino una mayor remuneración de su esfuerzo. En realidad, su contribución es necesaria, no solo para beneficio de los trabajadores, sino de toda la sociedad.

Referencias

- ANDREWS, D., y B. WESTMORE (2014), "Managerial Capital and Business R&D as Enablers of Productivity Convergence", *OECD Economics Department Working Papers*, N° 1137, OECD; <http://dx.doi.org/10.1787/5jxx3d441knr-en>
- BLOOM, N.; BRYNJOLFSSON, E.; FOSTER, L.; JARMIN, R.; PATNAIK, M.; SAPORTA-EKSTEN, J., y J. VAN REENEN (2017), "What drives differences in management?", *NBER working paper*, n° 23300.
- COSTA, M. T. (2015), "La empresa española", en GARCÍA DELGADO, J. L., y R. MYRO (dirs.), *Lecciones de Economía Española*, Aranzadi, Navarra: 77-89.
- CORRADO, C.; HULTEN, C., y D. SICHEL (2006), "Intangible Capital and Economic Growth", *NBER Working Paper*, n° 11948.
- HUERTA, E., y M. C. GARCÍA (2014), "La Capacidad de Dirección en las Empresas Españolas y el debate de la Productividad", en FARIÑAS, J. C., y J. FERNÁNDEZ DE

GUEVARA (eds.), *La Empresa Española ante la Crisis del Modelo Productivo. Productividad, Competitividad e Innovación*, Fundación BBVA: 129-160.

HUERTA, E., y V. SALAS (2014), "Tamaño de las empresas y productividad de la economía española. Un análisis exploratorio", *Mediterráneo Económico*, 25: 167-191.

MORAL-BENITO, E. (2016), "Growing by learning: firm-level evidence of the size-productivity nexus", *Documentos de Trabajo*, 1613, Banco de España.

MYRO, R. (2015), *España en la economía global*, RBA.

PUENTE, S. (2011), "Los rendimientos salariales y la evolución reciente del nivel educativo", *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto: 108-115.

SERRANO MARTÍNEZ, L.; PÉREZ GARCÍA, F.; MAS IVARS, M.; URIEL, E.; BENAGES, E., y J. C. ROBLEDO DOMÍNGUEZ (2017), *Acumulación y productividad del capital en España y sus comunidades autónomas en el siglo XXI*, Fundación BBVA, Madrid.

YAGÜE, M. J., y S. CAMPO MARTÍNEZ (2016), "La formación de capital humano y de capital directivo", en R. MYRO (dir.), *Una nueva política industrial para España*, Consejo Económico y Social, cap. VII: 99-114.

Competitividad y comportamiento de las exportaciones: España en el contexto de la eurozona

Ramon Xifré*

Este artículo examina la evolución de los principales indicadores de competitividad-precio y competitividad-coste (competitividad interna) en las cinco mayores economías de la eurozona –Alemania, Francia, Italia, España y Holanda, conjuntamente ZE5–, y su relación con el comportamiento del sector exportador (competitividad externa). En primer lugar, se observa que los indicadores más utilizados de competitividad han fluctuado en los cinco países, con diferente orden de magnitud. La menor oscilación corresponde a Alemania y a Holanda, y la mayor a Italia. También mostramos que si bien Italia y España siguieron trayectorias similares hasta 2008, a finales de 2015 España parece haber recuperado prácticamente toda la competitividad en costes perdida entre 2000 y 2008, mientras que en Italia lo que queda por restablecer todavía supera a lo que se ha recuperado. Analizando la relación entre las dimensiones interna y externa de la competitividad, el artículo concluye (en línea con la literatura) que el vínculo entre ambas no parece muy fuerte, lo que sugiere que existen otros factores, distintos del binomio precio/costes, más importantes para el crecimiento de las exportaciones. En la medida en que se pudiera demostrar esta hipótesis, se derivaría un cambio de prioridades en las políticas de impulso de la competitividad, reorientándolas desde la devaluación interna hacia la capitalización de aquellas economías ZE5 que afrontan los retos más importantes, como es el caso de España.

La competitividad del sector empresarial es una de las prioridades clave de las políticas económicas de un país. Tras la crisis económica y financiera de 2008, esta cuestión ha cobrado aún más relevancia, sobre todo para los países de la Unión Europea y la zona del euro. En su informe principal para reforzar la Unión Europea, las autoridades económicas de la Comisión Europea y la eurozona

identificaron como tarea más urgente el “impulso de la competitividad” (Juncker *et al.*, 2015).

Sin embargo, pese al lugar central que ocupa en el debate sobre políticas, la noción de la competitividad de una economía no se entiende de igual manera por todos los interesados; de hecho, cabe aproximarse a ella desde dos ángulos dis-

* ESCI-Universitat Pompeu Fabra y Public-Private Sector Research Center, IESE Business School.

tintos: el relativo a la competitividad interna y el que se refiere a la competitividad exterior (Draghi, 2012). Esta distinción no es meramente retórica o académica, sino que entraña repercusiones de gran calado para la formulación de políticas.

Por ejemplo, en el caso de España, la cuarta mayor economía de la eurozona, ambos conceptos de competitividad han seguido una evolución opuesta desde la introducción del euro en 1999. Atendiendo a la mayoría de los parámetros utilizados, la competitividad interna (precios y costes) se ha deteriorado, mientras que la exterior (relacionada con las exportaciones) ha mejorado. Este fenómeno, que se conoce como “paradoja española”, es probablemente la manifestación de una economía dual donde, junto a un número de empresas sumamente competitivas y con una firme orientación a los mercados internacionales, coexiste una base de la pirámide más numerosa de empresas más pequeñas, con mayores problemas para exportar y centradas en la economía nacional. Puesto que los indicadores de precios y costes tienden a sobrerrepresentar a estas últimas, dichos indicadores son menos fiables¹.

Desde una perspectiva básica, las mejoras de competitividad interna deberían generar ganancias de competitividad exterior: al reducir los costes salariales, se consiguen abaratar los productos que encuentran así una mejor salida en los mercados internacionales. Este razonamiento, por simple que pueda parecer, ha guiado una gran parte de las intervenciones de política económica en la eurozona tras la crisis.

En el presente artículo, examinamos la relación entre estas dos variables, la competitividad interna y la externa, para las cinco mayores economías de la eurozona: Alemania, Francia, Italia, España y Holanda (ZE5). En la siguiente sección se presentan diferentes tipos de deflatores para el tipo de cambio efectivo real. A continuación se aborda cómo estos han evolucionado en la ZE5 entre 2000 y 2015. Posteriormente se descompone la variación de las cuotas de mercado de exportación en la

ZE5 en dos componentes: uno relacionado con la competitividad en costes y otro con la competitividad ligada a factores distintos de los costes. En la sección final se presentan las conclusiones.

Tipo de cambio efectivo real (TCER)

La competitividad es, por definición, un concepto relativo; las empresas, los países o las regiones son más o menos competitivos según con quienes los comparemos. El principal indicador de la competitividad de una economía es el tipo de cambio efectivo real (TCER). Es una generalización del tipo de cambio nominal, que es la tasa (o el precio) a que se intercambian las monedas. El tipo de cambio efectivo real pretende capturar el precio real de la moneda de un país, es decir, su precio relativo en términos de las monedas de sus principales socios comerciales.

Formalmente, el TCER de un país se define como la media geométrica ponderada de los tipos de cambio nominales de los principales socios comerciales de dicho país utilizando un deflactor concreto. Es decir, para un determinado país, supuesta una serie $i=1, \dots, n$ de socios comerciales; siendo e_i el tipo de cambio; P_{i^*} el deflactor; ω_i el peso asociado al socio comercial i (una función de las importaciones y las exportaciones), entonces, el tipo de cambio efectivo real puede expresarse mediante la fórmula siguiente:

$$TCER = \prod_{i=1}^n \frac{P}{(P_i^* e_i)^{\omega_i}}$$

Véase Giordano y Zollino (2016) y las referencias allí incluidas, para más detalles.

Por consiguiente, el TCER es una aproximación al precio efectivo relativo de las exportaciones de un país en términos de las exportaciones de sus competidores internacionales más relevantes. Por el modo en que está construido, un aumento (también denominada una apreciación) del TCER

¹ Sobre esta cuestión, véase el *Informe Económico del Presidente del Gobierno* (2010) capítulo 4, Antràs *et al.* (2010), Crespo Rodríguez, Pérez Quirós y Segura-Cayuela (2012), Cardoso, Correa-López y R. Doménech. (2012), Comisión Europea (2013), Xifré (2014), Andrés y Doménech, (2015), y Giordano y Zollino (2016).

de un país implica una pérdida de competitividad: sus bienes o servicios se vuelven más caros en relación con sus socios comerciales.

La apreciación del tipo de cambio efectivo real de España e Italia en el periodo anterior a la crisis se manifiesta principalmente a través del indicador de costes laborales unitarios para el sector manufacturero, lo que sugiere que fue en este sector donde se concentraron los principales problemas de competitividad en comparación con las otras grandes economías de la eurozona.

Existen varias versiones del TCER, tantas como maneras hay de deflactar y comparar las monedas. Dependiendo de si deflactor relativo P_{j*} utilizado en la ecuación anterior es un precio o un coste, el TCER estará basado en precios o en costes.

La Comisión Europea facilita datos sobre cinco de los deflatores más comúnmente utilizados, y en este artículo limitaremos nuestra atención a ellos.

- Deflactor del índice armonizado de precios al consumo (IAPC o HICP, por sus siglas en inglés). Incluye bienes y servicios, pero solo abarca los bienes de consumo; por tanto, no tiene en cuenta las diferencias entre países en los precios de los bienes de capital e intermedios.
- Deflactor de precios del PIB a precios de mercado (PIB). Incluye bienes y servicios y todos los niveles de actividad. No obstante, no es plenamente comparable entre los distintos países debido a la diferente forma de medir las actividades de servicios en cada uno.
- Deflactor de precios de las exportaciones de bienes y servicios (EXPGS). Sigue la misma lógica que el anterior, y por tanto adolece de las mismas limitaciones, pero se reduce a las exportaciones de bienes y servicios.
- Deflactor de costes salariales unitarios nominales para el sector manufacturero (NULC-M).

Tiene en cuenta las diferencias entre países en el cociente entre remuneración total por empleado y productividad en el sector manufacturero. Este deflactor no considera otros costes de producción, como el coste de los bienes intermedios o los márgenes empresariales.

- Deflactor de costes salariales unitarios nominales para el total de la economía (NULC-TE). Es una adaptación del anterior, pero incluye todos los sectores de la economía.

Un TCER basado en los precios (deflactado por IAPC, PIB o EXPGS) aumenta, o se aprecia, cuando el respectivo índice de inflación nacional es mayor que la inflación media en los socios comerciales. Un TCER basado en costes (deflactado por NULC-M o NULC-TE) aumenta o se aprecia en un país, cuando sus costes laborales se incrementan, la productividad del trabajo disminuye, o ambas cosas, respecto a sus socios comerciales.

Evolución de los indicadores de competitividad de precios y costes en la zona del euro

En el caso particular de los países de la eurozona, el tipo de cambio nominal ha permanecido constante desde que se introdujo el euro en 1999. Sin embargo, los tipos de cambio efectivos reales han divergido por los motivos anteriormente mencionados: la tasa de inflación, los salarios y la productividad tienen una dinámica idiosincrásica en cada país.

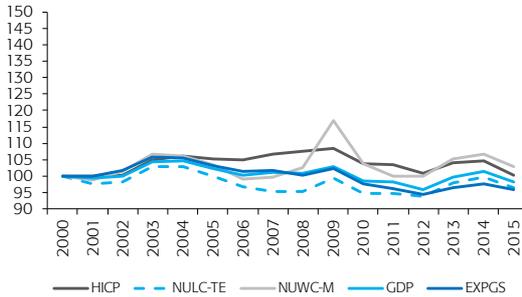
Los gráficos 1 a 5 representan el TCER basado en los cinco deflatores citados para Alemania, Francia, Italia, España y Holanda, respectivamente, durante el periodo entre 2000 y 2015. En todos los casos, los socios comerciales son un conjunto de 37 economías industrializadas y, como se ha mencionado, la ponderación de cada socio comercial depende de la importancia de los flujos comerciales con dicho país². Las series se normalizan tomando como base el año 2000.

² Para más información sobre estas series, véase http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/index_en.htm

Gráfico 1

Tipos de cambio efectivos reales (TCER) de Alemania frente a 37 economías industrializadas de acuerdo con varios deflatores de precios y costes

(Índice base 100 en 2000)

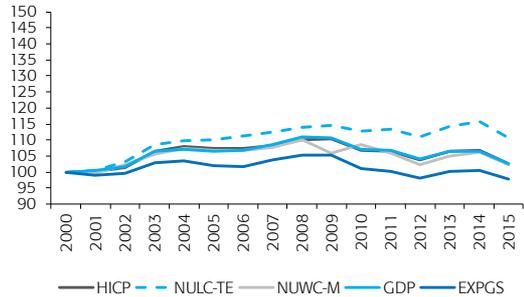


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 2

Tipos de cambio efectivos reales (TCER) de Francia frente a 37 economías industrializadas de acuerdo con varios deflatores de precios y costes

(Índice base 100 en 2000)

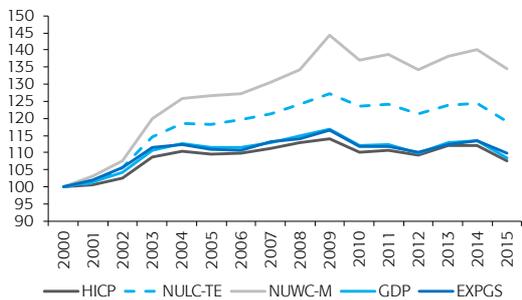


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 3

Tipos de cambio efectivos reales (TCER) de Italia frente a 37 economías industrializadas de acuerdo con varios deflatores de precios y costes

(Índice base 100 en 2000)

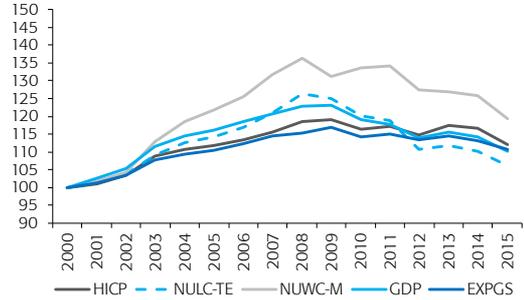


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 4

Tipos de cambio efectivos reales (TCER) de España frente a 37 economías industrializadas de acuerdo con varios deflatores de precios y costes

(Índice base 100 en 2000)

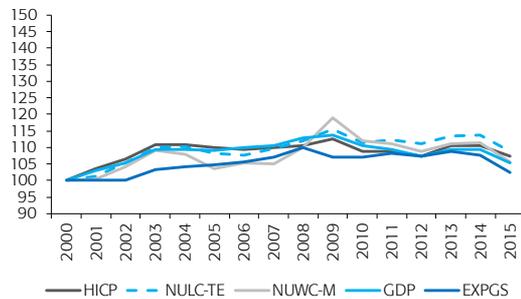


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 5

Tipos de cambio efectivos reales (TCER) de Países Bajos frente a 37 economías industrializadas de acuerdo con varios deflatores de precios y costes

(Índice base 100 en 2000)



Fuente: Comisión Europea.

La primera consideración que cabe hacer es que los cinco países han seguido tres pautas diferenciadas en lo que respecta a la dispersión de los deflatores, sobre todo durante el periodo posterior a la crisis. El gráfico 6 representa, para cada país, la desviación típica anual –un parámetro de dispersión estándar– de los cinco deflatores para el periodo 2000–2015.

En Alemania y Holanda, los cinco TCER se han mantenido relativamente estables y similares entre sí, con las máximas apreciaciones del TCER quedando restringidas por debajo del 15% durante el periodo, y ambos países alcanzan una desviación típica de 2,5 puntos porcentuales para 2015. Francia y España constituyen el siguiente grupo, con unas dispersiones más altas de los cinco TCER durante el periodo, resultando en unas desviaciones típicas próximas a 5 puntos porcentuales para 2015. Por último, Italia es un caso particular de alta volatilidad del TCER y diferencias significativas entre los indicadores, alcanzando una desviación

típica de los cinco deflatores cercana a los 12 puntos en 2015.

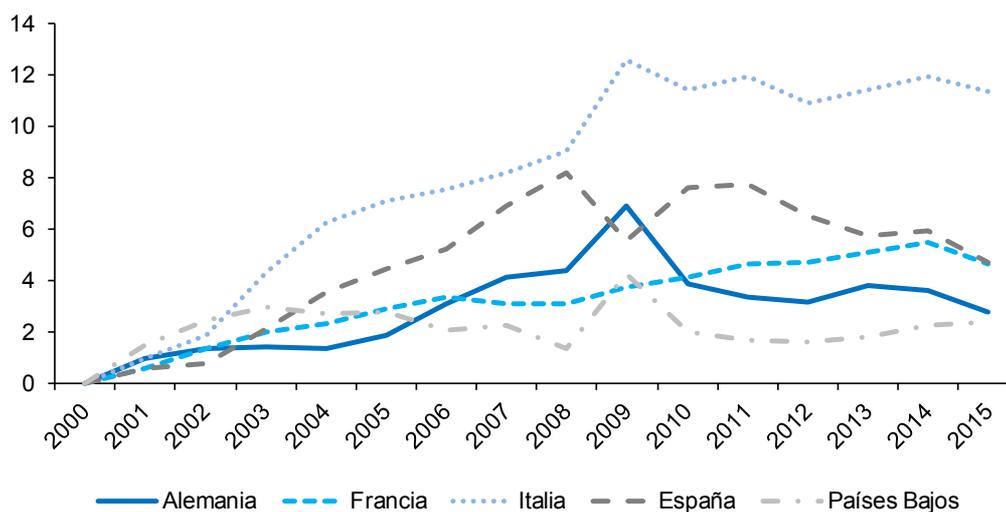
La pérdida de la cuota de exportación de España entre 2000 y 2015 ha sido baja –alrededor del 5%– en línea con Alemania y Holanda. Mientras tanto, la cuota de Francia cayó un 40% y la de Italia un 25%.

Una segunda consideración es que, más allá de las diferencias en TCER para un país determinado, Italia y España han experimentado pérdidas de competitividad en el periodo. Las mayores apreciaciones corresponden en ambos países al TCER basado en los costes laborales unitarios para el sector manufacturero (NUWC-M). Esto sugiere que en este sector se han concentrado los principales problemas de competitividad en comparación con el resto de la ZE5.

Gráfico 6

Dispersión de los indicadores de tipo de cambio efectivo real (TCER)

(Desviaciones típicas anuales)



Fuente: Comisión Europea.

En tercer lugar, existe una importante diferencia entre Italia y España en lo que atañe al comportamiento durante y después de la crisis. En España, el año 2008 supone claramente un punto de inflexión en el proceso de pérdida de competitividad y marca el comienzo de la recuperación; en cuatro de los cinco deflatores, el nivel de apreciación en 2015 se sitúa apenas en el 10% respecto a 2000. En cambio, la recuperación en Italia es menos clara: la apreciación de los costes laborales para el total de la economía en 2015 representa un 20% del nivel en 2000 y la apreciación de los costes laborales en las manufacturas sigue en el 35%.

Varios trabajos han analizado la evolución reciente de los tipos de cambio efectivos reales para los países de la eurozona y aportan mensajes consistentes con estas tendencias.

Giordano y Zollino (2016) han expuesto las limitaciones informacionales de los principales indicadores TCER que hemos comentado. Tomando como punto de partida trabajos previos de la literatura (Bayoumi, Hamsen y Turunen, 2011), hacen hincapié en dos importantes limitaciones: los indicadores de TCER aportan señales contradictorias para un país determinado (como hemos visto) y dichos indicadores no muestran una relación fuerte con las exportaciones de los países (como expon-dremos en la siguiente sección).

En cuanto a la fuente del crecimiento de las exportaciones, Storm y Naastepad (2014) subrayan, basándose en la literatura empírica disponible, que el crecimiento de las exportaciones de los países de la eurozona depende más de que las exportaciones tengan la estructura "correcta" (entendida como exportación de productos muy demandados a destinos de alto crecimiento) que de las depreciaciones del TCER.

Como resultado, tanto Giordano y Zollino (2016) como Storm y Naastepad (2014), hacen especial hincapié en el papel de los elementos "distintos de los precios" en el impulso de la evolución de las exportaciones y, más en general, de

la competitividad en la zona del euro en los últimos tiempos. A continuación incidimos en este punto para la ZE5.

Descomposición de las cuotas de mercado de exportación

Los estudios de Correa-López y Doménech (2012) y de Cardoso, Correa-López y Doménech (2012), que incluyen datos para el periodo entre 1999 y 2011, son nuestra principal referencia para el trabajo empírico. En ellos se descompone la variación de las cuotas de mercado de exportación de un país en dos componentes: por un lado, la variación correspondiente al precio relativo de las exportaciones y, por otro, la que corresponde a los determinantes distintos del precio.

En el modelo macroeconómico subyacente, las exportaciones de un país al resto del mundo dependen negativamente³ del precio de las exportaciones y positivamente de otros elementos distintos del precio. Entre dichos factores se incluyen, según los autores, tanto atributos como decisiones de las empresas, tales como el tamaño de la empresa, la inversión en capital, la formación en cualificación de la mano de obra, la inversión en I+D, la calidad de producto, la expansión a mercados de alto crecimiento, la diferenciación del producto y decisiones sobre diversificación, etcétera.

Adoptamos aquí su metodología con algunas adaptaciones. Utilizamos exclusivamente las exportaciones de bienes, en lugar de las de bienes y servicios como hacen ellos; y aproximamos el precio de las exportaciones de bienes por el TCER basado en los costes laborales unitarios para el total de la economía, en lugar de por el deflactor de precios de las exportaciones de bienes y servicios. Analizamos solo el comercio de mercancías porque tres de los países ZE5 (Francia, Italia y España) tienen industrias turísticas relativamente grandes y esto podría distorsionar la comparación entre las cinco economías.

³ Estos autores asumen la hipótesis, siguiendo la literatura, de que la elasticidad precio de las exportaciones es igual a -1,25. Utilizamos esta hipótesis en nuestros cálculos.

El gráfico 7 representa, para cada país de la ZE5, su cuota del comercio mundial de mercancías entre 2000 y 2015. Estas series se han calculado dividiendo las exportaciones de bienes de cada país por las exportaciones totales en el mundo, con datos en dólares corrientes a partir de la información de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Dichas series están normalizadas, de modo que todas son iguales a 100 en el año 2000. Francia ha perdido un 40% de su cuota de exportación en el periodo analizado, seguida de Italia (con una pérdida de 25%), mientras que Alemania, España y Holanda han experimentado tan solo pequeñas disminuciones (de alrededor del 5%) en sus respectivas cuotas de exportación mundial. Las variaciones exactas aparecen en la primera columna del panel A en el cuadro 1. Las pérdidas en la cuota de exportaciones suelen interpretarse en general como pérdidas de competitividad exterior, reflejo probablemente de que los productos de las empresas de otras naciones han sustituido a los productos del país en los mercados internacionales.

El gráfico 8 representa la contrapartida interna de las tendencias de competitividad en estos cinco países mostrando el TCER basado en los costes laborales unitarios para el total de la eco-

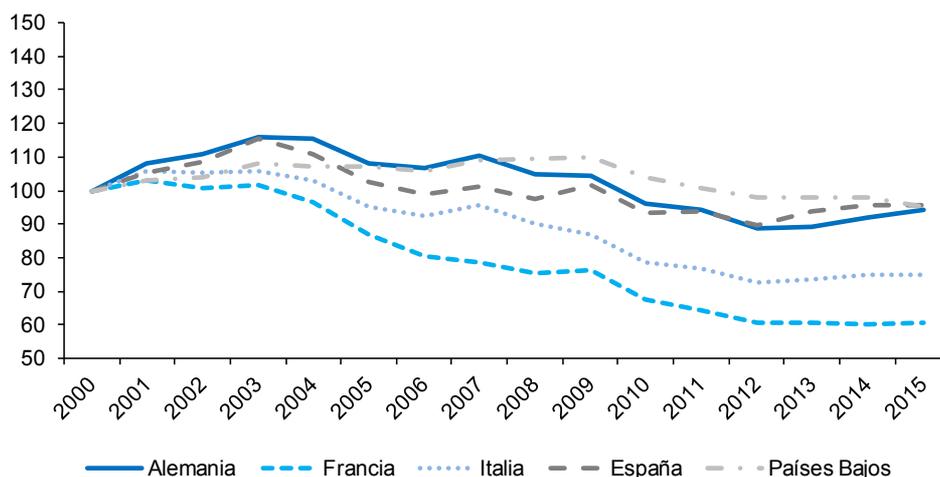
nomía. Estas series se corresponden con las variables NULC-TE de los gráficos 1 a 5. Como hemos explicado anteriormente, el TCER es una aproximación al valor real de la moneda y, en ese sentido, aumentos (apreciaciones) del TCER se consideran pérdidas de competitividad en costes y, a la inversa, disminuciones (depreciaciones) del TCER equivalen a ganancias de competitividad en costes. El deflactor utilizado en estas series, los costes laborales unitarios, aumenta cuando lo hacen los costes salariales y disminuye cuando aumenta la productividad del trabajo.

El gráfico 8 muestra que Alemania es el único país en el que se registra una mejora de competitividad basada en los NULC-TE durante el periodo 2000–2015 (ligeramente por encima del 4%). En las otras cuatro economías, la competitividad empeoró, aunque lo hizo con distinta intensidad. España, tras registrar una pérdida récord de más del 26% en 2008, recuperó gran parte del terreno perdido y cerró 2015 con una apreciación del TCER de menos del 8% en comparación con 2000. Francia y Holanda siguieron trayectorias similares de competitividad en costes, con el resultado de una apreciación en 2015 ligeramente superior al 10% respecto a 2000. Por último, Italia, que

Gráfico 7

Cuota de exportación mundial en comercio de mercancías

(Índice base 100 en 2000)

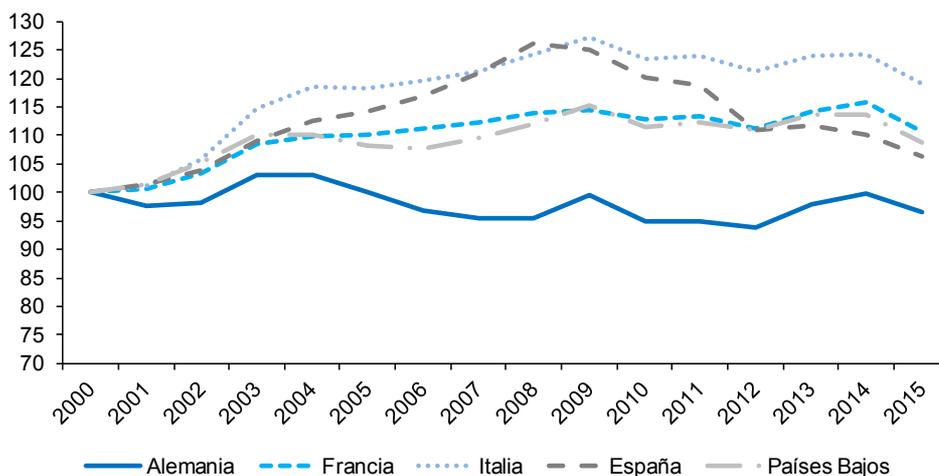


Fuente: Organización Mundial del Comercio

Gráfico 8

Tipo de cambio efectivo real basado en costes laborales unitarios para toda la economía frente a 37 economías industrializadas

(Índice base 100 en 2000)



Fuente: Comisión Europea.

empezó compartiendo con España la tendencia al deterioro hasta 2009, no se recuperó con tanta fuerza y a fecha de 2015 sufría una pérdida de competitividad cercana al 25% respecto a 2000⁴.

Los gráficos 7 y 8 también muestran que no ha existido una relación clara entre competitividad en costes y comportamiento de las exportaciones en Francia, Italia y España entre 2000 y 2015. El país que registró la caída más intensa de cuota de las exportaciones, Francia, muestra una apreciación bastante moderada del TCER. En los casos de España e Italia, aunque las pérdidas de cuota de exportaciones hasta 2008 podrían asociarse a las apreciaciones del TCER, esa lógica no se mantiene después de la crisis. Después de 2008, ambos países han observado depreciaciones del TCER (mejoras de competitividad) relativamente importantes, que sin embargo no se vieron reflejadas en ganancias de consideración en su cuota de exportaciones. Los casos de Alemania y Holanda, con perfiles más planos en ambas medidas, podrían

considerarse como evidencia débil a favor del vínculo entre ambas dimensiones de competitividad. En estos dos países, la cuota de exportaciones se ha mantenido relativamente estable y tampoco se han registrado grandes fluctuaciones de TCER.

No ha existido una correlación clara entre competitividad en costes y comportamiento de las exportaciones en Francia, Italia y España entre 2000 y 2015.

Este punto puede ampliarse mediante un sencillo análisis cuantitativo que sigue la metodología de Correa-López y Doménech (2012) y de Cardoso, Correa-López y Doménech. (2012). El cuadro 1 presenta nuestros resultados, distinguiendo el periodo completo, 2000–2015, y tres subperiodos que se corresponden con las fases de precrisis (2000–2008), crisis (2008–2011) y poscrisis (2011–2015).

⁴ En este punto, es necesario mencionar que Giordano y Zollino (2016) han mostrado que los indicadores basados en los costes laborales unitarios (CLU) "podrían aportar una imagen no fiable sobre las tendencias de competitividad" para el caso particular de Italia, debido fundamentalmente a las diferentes tendencias en los CLU en algunos de los principales socios comerciales del país.

Cuadro 1

Variación de cuotas de exportaciones de mercancías y contribución del tipo de cambio efectivo real basado en costes laborales unitarios para toda la economía

(Porcentaje)

Panel A. Variación de la cuota de exportación mundial

	2000-2015	2000-2008	2008-2011	2011-2015
Alemania	-5,6	4,7	-10,2	0,4
Francia	-39,5	-24,8	-14,7	-5,6
Italia	-25,2	-9,8	-15,0	-2,4
España	-4,2	-2,4	-4,0	2,3
P. Bajos	-4,7	9,4	-7,8	-5,4

Panel B. Contribución de los costes laborales unitarios

	2000-2015	2000-2008	2008-2011	2011-2015
Alemania	4,2	5,7	0,8	-2,4
Francia	-13,3	-17,4	0,7	2,9
Italia	-23,8	-30,1	0,1	5,1
España	-7,8	-32,8	7,5	13,1
P. Bajos	-10,9	-15,1	-0,2	4,0

Panel C. Parte residual (C=A-B)

	2000-2015	2000-2008	2008-2011	2011-2015
Alemania	-9,8	-0,9	-11,0	2,8
Francia	-26,2	-7,5	-15,4	-8,5
Italia	-1,4	20,3	-15,1	-7,5
España	3,6	30,4	-11,5	-10,9
P. Bajos	6,2	24,5	-7,6	-9,4

Fuentes: Organización Mundial del Comercio y Comisión Europea.

El panel A recoge las variaciones de la cuota de mercado de exportaciones de los distintos países; un signo positivo representa una ganancia de cuota; el panel B muestra la parte de dichas variaciones que puede atribuirse a cambios de las condiciones de competitividad en costes (variaciones de los costes laborales unitarios durante el periodo); y el panel C presenta la parte residual, calculada como la diferencia entre la casilla correspondiente del panel A menos la casilla del panel B.

De manera acorde con Correa-López y Doménech (2012), los signos de los paneles B y C deben interpretarse como sigue: los signos positivos en el

panel B representan ganancias de competitividad en costes (es decir, depreciaciones del TCER) y, por tanto, una contribución positiva a la cuota de exportaciones. Los signos positivos en el panel C representan contribuciones positivas netas procedente de factores "distintos de los precios" a la competitividad exterior, es decir, mejoras de factores relacionados con las empresas, como el tamaño, la calidad del producto o la expansión a mercados demandantes de exportaciones de alto crecimiento.

Comparando el valor absoluto de las casillas en los paneles B y C, nuestros resultados apun-

tan a que los factores distintos de los precios han dominado ampliamente a los factores de precios y costes durante los periodos de crisis y de poscrisis, mientras que lo contrario sucede durante el periodo de precrisis.

Durante los años 2000 a 2008, las condiciones de precios y costes empeoraron en Holanda, Francia y, de forma más acusada, en Italia y España. Estos acontecimientos adversos fueron muy intensos y, en particular, de mayor escala que las pérdidas de cuota de las exportaciones registradas por Italia, España y Francia durante dicho periodo. El papel jugado por los factores de competitividad residuales distintos de los precios fue positivo y considerable en Italia, España y Holanda pero insuficiente para compensar la pérdida de competitividad de precios y costes. En Alemania, y sobre todo en Francia, los factores residuales fueron negativos en el periodo de precrisis. En conjunto, en el periodo de precrisis, los factores de precios y costes ejercieron un impacto más fuerte sobre las cuotas de exportación de lo que lo hicieron los factores distintos de los precios.

Durante y después de la crisis, la pauta se invirtió y los factores distintos de los precios pasaron a dominar. Entre 2008 y 2011, la competitividad de precios y costes se mantuvo prácticamente plana en Alemania, Francia, Italia y Holanda mientras que mejoró en España (tercera columna del panel B), reflejo probablemente de la contención en los salarios y los precios durante ese periodo. Sin embargo, las cuotas de exportaciones cayeron en los cinco países. Esto implica que las condiciones de competitividad no relacionadas con los precios empeoraron significativamente, notándose especialmente este *shock* negativo en el caso de Francia e Italia (tercera columna del panel C), donde los elementos distintos de los precios se deterioraron un 15% en esos cuatro años. Probablemente esto indica que otros factores, no relacionados con los precios ni los costes de los bienes exportados, tuvieron un papel adverso en contra de estos países. Dado que los principales destinos de todas las exportaciones de la ZE5 suelen ser otros Estados miembros de la zona, parte de la explicación de este hecho estriba seguramente en que la crisis también les afectó a

ellos. Como resultado de la crisis, cada uno de los cinco países vieron reducirse sus importaciones y esto impactó negativamente en las exportaciones agregadas del resto de la ZE5.

Los factores internos distintos de precios y costes (tamaño empresarial, cualificación de la mano de obra, inversión tecnológica, etc.) dominan sobre los elementos estrictamente de precios y costes al determinar la competitividad exterior de las cinco mayores economías de la eurozona.

Durante el periodo de poscrisis, es decir, entre 2011 y 2015, los factores distintos de los precios se han vuelto a reforzar en general (cuarta columna del panel C). Para todos los países salvo Alemania, los factores de competitividad distintos de los precios siguieron teniendo un impacto negativo, reflejando así los acontecimientos adversos relativos en términos de mercados de destino, composición de productos o comportamiento general de las empresas. A excepción de España, estos efectos negativos contrarrestan las mejoras de competitividad de precios y costes, dando como resultado pérdidas de cuota de mercado en Francia, Italia y Holanda.

La singular mejora (depreciación) del tipo de cambio efectivo real registrada en España durante este periodo refleja probablemente los recortes salariales y los altísimos niveles de desempleo (Andrés y Doménech, 2015). Con todo, sigue sin haber unanimidad sobre el papel que estas depreciaciones nominales han jugado como catalizador de las exportaciones españolas. Un trabajo reciente de Crespo y Rodríguez (2016) atribuye al aumento de la demanda exterior, y no a las devaluaciones internas, la causa principal del repunte de las exportaciones en España.

Conclusiones

Este artículo encuentra evidencia que sugiere que los factores internos distintos de los precios y los costes dominan sobre los elementos estricta-

mente de precios y costes al determinar la competitividad exterior de las cinco mayores economías de la eurozona. Los factores distintos de los precios y los costes son aquellas condiciones asociadas a los atributos y comportamientos de las empresas (como su tamaño, la cualificación de la mano de obra, la intensidad de la inversión en tecnología, etc.) así como a la estructura “correcta” de las exportaciones, es decir, si se exporta la clase adecuada de productos (productos de margen elevado) al tipo adecuado de destino (mercados de gran crecimiento).

A partir de estos indicios, se puede deducir como corolario que las políticas de devaluación interna enfocadas a recuperar la competitividad en los dos mayores países periféricos de la eurozona, Italia y España, seguramente tendrán una capacidad limitada para restaurar la competitividad perdida.

En la medida en que las exportaciones están más asociadas a elementos distintos de los precios y los costes, es recomendable que el foco de las políticas se desplace hacia:

- El refuerzo de la capitalización de las economías de estos países con carencias en todos los frentes: humano, físico, tecnológico; y
- los incentivos y mecanismos de apoyo adecuados para que las empresas revisen su estrategia de exportación y pongan más énfasis en vender productos y servicios de alto valor añadido a mercados de alto crecimiento.

Referencias

- ANDRÉS, J., y R. DOMÉNECH (2015), *En busca de la prosperidad. Los retos de la sociedad española en la economía global del siglo XXI*, Ed. Deusto.
- ANTRÁS, P.; SEGURA-CAYUELA, R., y D. RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ (2010), *Firms in International Trade (with an Application to Spain)*, SERIES Invited Lecture.
- BAYOUMI, T. HARMSSEN, R. y J. TURUNEN (2011), “Euro Area Export Performance and Competitiveness”, *IMF Working Paper*/11/40.
- CARDOSO, M.; CORREA-LÓPEZ, M., y R. DOMÉNECH (2012), Export shares, price competitiveness and the ‘Spanish paradox’. *Voxeu.org*. Disponible en: ‘<http://voxeu.org/article/export-shares-price-competitiveness-and-spanish-paradox>’
- COMISIÓN EUROPEA (2013), *In-depth review for Spain in accordance with Article 5 of Regulation No 1176/26011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*.
- CORREA-LÓPEZ, M., y R. DOMÉNECH (2012), “The Internationalisation of Spanish Firms”, *BBVA Research Working Papers* 12/30.
- CRESPO, A., y A. GARCÍA RODRÍGUEZ (2016), “¿Ha mejorado la competitividad exterior gracias a la devaluación interna?”, *Papeles de Economía Española*, 150: 114-126.
- CRESPO RODRÍGUEZ, A.; PÉREZ QUIRÓS, G., y R. SEGURA-CAYUELA (2012), “Competitiveness indicators: The importance of an Efficient Allocation of Resources”, *Bank of Spain Economic Bulletin*, enero.
- DRAGHI, M. (2012), Competitiveness of the euro area and within the euro area. Speech by the President of the ECB at the colloquium *Les défis de la compétitivité*, organised by Le Monde and l’Association Française des Entreprises Privées (AFEP).
- GIORDANO, C., y F. ZOLLINO (2016), “Shedding Light on Price- and Non-price-competitiveness Determinants of Foreign Trade in the Four Largest Euro-area Countries”, *Review of International Economics*, 24(3): 604–634.
- JUNCKER, J-C.; TUSK, D.; DIJSSELBLOEM, J.; DRAGHI, M., y M. SCHULZ (2015), *Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea* (Informe de los cinco presidentes), Comisión europea.
- OFICINA ECONÓMICA DEL PRESIDENTE DEL GOBIERNO (2010), *Informe Económico del Presidente del Gobierno*.
- STORM, S., y C. W. M. NAATESTAPAD (2014), “Europe’s hunger games: Income distribution, cost competitiveness and crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, 39(3): 959–986.
- XIFRÉ, R. (2014), “Cuatro años de reformas económicas en España: un análisis de los resultados desde una perspectiva de la UE”, *Cuadernos de Información Económica*, 242: 49-57.

El consumo de los hogares: entre un empleo creciente y un ahorro menguante

*Diana Posada y Daniel Fuentes**

El incremento del consumo de los hogares desde el inicio de la recuperación en 2014 ha sido muy significativo; sin embargo, una vez recuperado el nivel de PIB previo a la crisis, el gasto de los hogares se mantiene aún por debajo de su máximo de 2008. Las perspectivas en el corto plazo son favorables y se espera que las familias continúen aumentando su consumo, debido a la persistencia de una cierta demanda embalsada tras la fuerte caída del consumo de bienes duraderos entre 2008 y 2013. Para ello, será necesario que el gasto familiar siga apoyándose en la mejora de la renta y de la confianza. El deterioro de estos determinantes fundamentales podría poner en riesgo la sostenibilidad del avance del consumo de los hogares en el medio plazo.

La evolución de la situación financiera de los hogares españoles sigue mejorando, permitiendo que continúe la recuperación del consumo privado. Esto se produce en un contexto de afianzamiento de la recuperación económica impulsado por una política monetaria laxa, por la mejora del entorno global y por la evolución del precio del petróleo.

El aumento del consumo en los últimos años se ha sustentado en la mejora de sus determinantes fundamentales. Por una parte, los ingresos de las familias se han ido recuperando en un entorno de intensa creación de empleo. Además, la confianza de los consumidores ha aumentado hasta situarse en máximos con respecto al periodo previo a la crisis. Las familias también se han beneficiado de una recuperación de los precios de

sus activos financieros y, más recientemente, han comenzado a ver una revalorización de sus activos inmobiliarios. Por último, el entorno de bajos tipos de interés ha favorecido el aumento del consumo al desincentivar el ahorro.

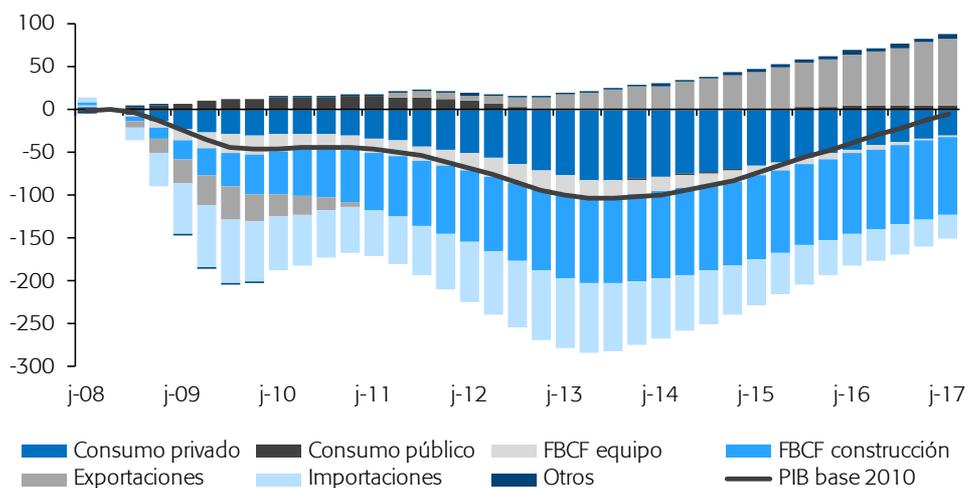
Como consecuencia de todo lo anterior, el consumo privado ha sido uno de los protagonistas indiscutibles de la recuperación económica, explicando cerca del 60% del crecimiento del PIB en los últimos tres años (gráfico 1). A pesar de ello, casi diez años después del comienzo de la crisis y una vez recuperado el nivel de PIB previo a la misma, el consumo de los hogares se sitúa aún cerca de un 5% por debajo del nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008. Esto se explica por los cambios experimentados por la demanda agregada de la economía española, en

* Afi-Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

Variación del PIB por el lado de la demanda con respecto al máximo precrisis

(Miles de millones de euros)



Fuente: INE y Afi.

cuya composición la demanda interna ha pasado a tener un menor peso relativo.

por debajo del nivel precrisis. Conviene señalar a este respecto que, siendo la remuneración de asalariados la primera fuente de ingresos de los hogares, el número de empleos equivalentes a tiempo completo todavía es unos 2,2 millones inferior al observado en el tercer trimestre de 2008.

El consumo privado ha sido uno de los protagonistas indiscutibles de la recuperación económica, explicando cerca del 60% del crecimiento del PIB en los tres últimos años. Sin embargo, prácticamente restablecido el nivel de PIB previo a la crisis, se sitúa aún unos 30.000 millones por debajo del nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008

Medido a precios constantes de 2010, el PIB alcanzó los 282.012 millones de euros en el segundo trimestre de 2008, situándose en un máximo histórico anualizado de 1.124.347 millones en el tercer trimestre de ese mismo año. Sin embargo, próximo a recuperar ese mismo nivel en el segundo trimestre de 2017, la aportación del consumo de los hogares a la demanda agregada se encuentra unos 30.000 millones de euros

La mejora de la renta de las familias se apoya en la creación de empleo

Uno de los principales determinantes del gasto familiar es la renta del hogar. En este sentido, la mejora de la renta de los hogares continuó en 2016 con un crecimiento del 2,5% frente al 1,9% del año previo¹. Lo anterior, unido a una tasa de inflación negativa en el conjunto del año del -0,2%, se tradujo en un incremento de la capacidad adquisitiva de los hogares por tercer año consecutivo. Sin embargo, en el inicio de 2017 los registros más elevados de inflación han mermado el avance de la renta bruta disponible (RBD) en términos rea-

¹ Los datos procedentes de las *Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales* (INE, 2017b), se presentan como el agregado de los últimos cuatro trimestres para evitar la estacionalidad propia de las series.

les hasta el 1,5% y es posible que esta tendencia continúe en los próximos trimestres.

El extraordinario incremento del empleo sigue siendo fundamental para la recuperación de los ingresos de los hogares. En los últimos tres años, el

Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, el crecimiento de la renta de los hogares se apoya principalmente en la intensa creación de empleo. La holgura en el mercado laboral sigue siendo alta; la tasa de infrautilización del trabajo se eleva casi hasta el 29% de la población activa.

número de ocupados de la *Encuesta de Población Activa (EPA)* ha aumentado en casi 1,7 millones, situándose en 18,8 millones al cierre del segundo trimestre de 2017 (el máximo de la serie histórica corresponde a 20,8 millones en el tercer trimestre de 2007); y en los últimos doce meses el empleo ha seguido creciendo a una tasa media superior al 2,5% interanual.

No obstante, a pesar de este notable aumento del empleo, la holgura en el mercado de trabajo sigue siendo considerable. La tasa de paro se ha reducido cerca de 9 puntos porcentuales desde el máximo hasta el 17,2% en la actualidad, aproximándose a su nivel estructural (entre el 14% y el 16% según diferentes estimaciones). Si además se tienen en cuenta otros desajustes del mercado laboral, como los desanimados, los inactivos que desean trabajar y no buscan empleo, así como los ocupados a tiempo parcial de forma involuntaria, la tasa de infrautilización del trabajo² se eleva hasta casi el 29% de la población activa.

La holgura en el mercado laboral, junto con otros factores como el pobre crecimiento de la productividad, las bajas expectativas de inflación y ciertos cambios estructurales relacionados con el poder de negociación salarial, estarían detrás de la

débil dinámica de los salarios desde el comienzo de la recuperación. En 2016, el aumento de la remuneración por asalariado en términos reales fue del 0,2%, sin embargo, el incremento de la inflación desde el inicio de 2017 llevaría el crecimiento real de los salarios a niveles negativos (-0,2% en el primer trimestre del año).

En los últimos años el incremento de la ocupación, más que de los salarios, estaría detrás del aumento de la remuneración de los asalariados, cuya aportación a la renta de las familias se mantiene como la principal fuente de ingresos en el hogar (representa cerca del 75% de la RBD). En adelante, el incremento de los salarios debería compensar una cierta desaceleración de la creación de empleo a medida que disminuya la holgura en el mercado de trabajo. Hasta entonces es previsible que la aportación de la remuneración de asalariados al crecimiento de la renta familiar sea decreciente.

Los ingresos procedentes del excedente bruto de explotación (EBE), esto es, las rentas de la actividad empresarial, se mantienen como el segundo componente en importancia, generando cerca del 25% de la RBD de los hogares. La mejora de la actividad económica comenzó a trasladarse a los hogares en 2015 y fue en aumento en 2016 con un crecimiento del 3,7% del EBE frente al 2,2% del año anterior (gráfico 2). No obstante, podría haber tocado techo y, en la medida en que el ritmo de la economía se desacelere hacia una tasa más cercana a su potencial (que se estima entre el 1,5% y 2%), también lo podría hacer la aportación de las rentas empresariales al aumento de la RBD.

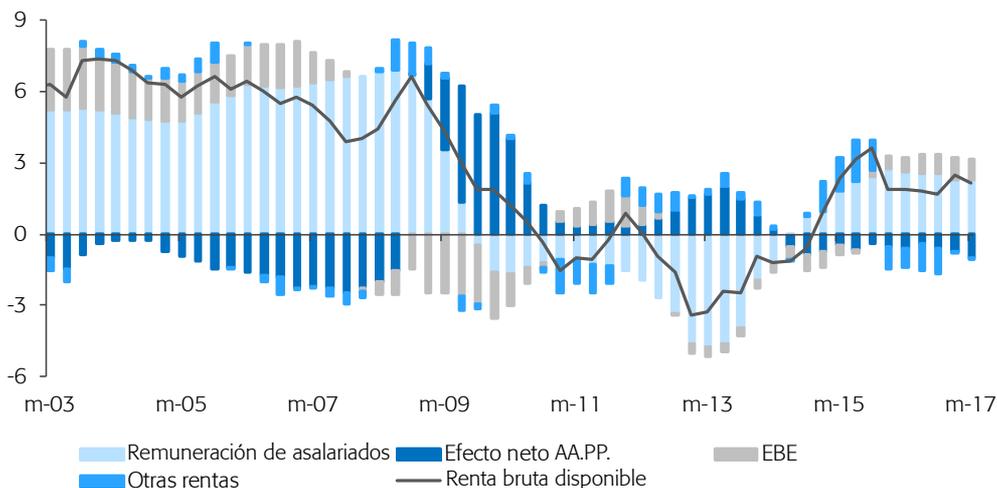
Entre el resto de componentes, el efecto neto de las administraciones públicas sigue drenando el crecimiento de la renta familiar como consecuencia de un mayor aumento de los impuestos y las cotizaciones sociales que de las transferencias recibidas. El pago de impuestos y cotizaciones en términos de la RBD ha ido en aumento en el último año y sigue estando en el 34,4%, por encima de la media histórica. En cuanto a las

² Esta metodología de clasificación del desempleo se denomina comúnmente "tasa de infrautilización del trabajo" y es empleada habitualmente por la administración estadounidense.

Gráfico 2

Renta bruta disponible de los hogares

(Variación interanual y contribuciones, en porcentaje)



Fuente: INE y Afi.

rentas de la propiedad, tanto los ingresos como los pagos por intereses continúan disminuyendo y se sitúan en mínimos históricos (los ingresos por intereses representan el 1,1% de la RBD, unos 7.600 millones de euros, y un 0,9% los pagos, cerca de 6.000 millones). La posible normaliza-

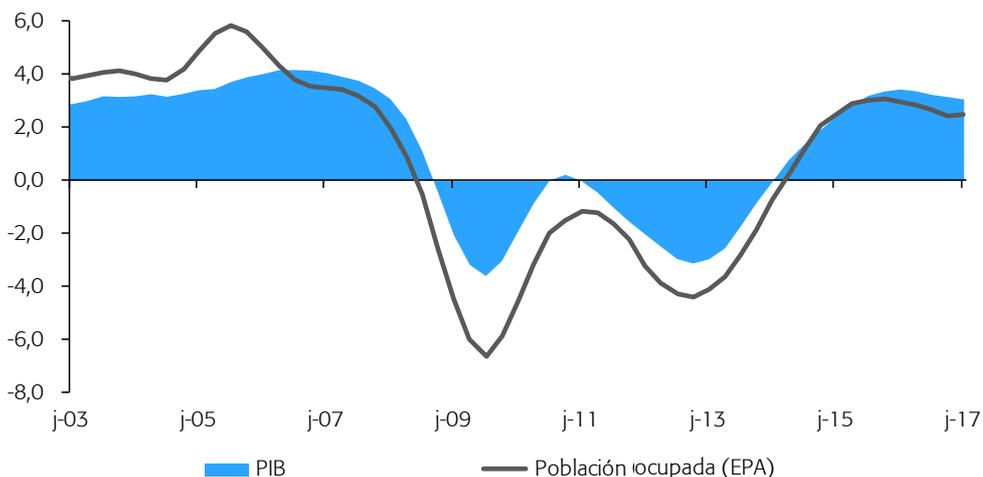
ción de la política monetaria en los próximos años revertiría esta tendencia.

En definitiva, el incremento de la renta de los hogares en los últimos años se ha sustentado, fundamentalmente, en la intensa creación de empleo

Gráfico 3

PIB y población ocupada

(Variación interanual, media móvil 12 meses)



Fuente: INE y Afi.

y en la mejora de la actividad económica (gráfico 3). Sin embargo, es posible que estos factores comiencen a perder impulso en los próximos trimestres y que, por lo tanto, el crecimiento de los ingresos familiares se modere.

El incremento de la riqueza de los hogares impulsa el consumo

La riqueza de los hogares (gráfico 4) continúa aumentado (5,8% interanual en el primer trimestre de 2017) hasta alcanzar un 540% del PIB gracias, principalmente, al crecimiento de la riqueza

Los hogares están viendo un constante aumento del valor de sus activos inmobiliarios desde 2013, lo que está impulsando su inversión inmobiliaria. Pese a todo, la inversión total de los hogares todavía se sitúa en torno al 5% de su renta bruta disponible, la mitad del promedio histórico.

inmobiliaria (+5% hasta el 421% del PIB). La recuperación de los precios de los inmuebles,

en especial de la vivienda, principal activo de inversión de las familias, estaría detrás de este avance (gráfico 5). En este sentido, el precio de la vivienda libre se incrementó un 2% en 2016, y en el primer trimestre del año continúa avanzando al mismo ritmo. La revalorización de la vivienda llega tras varios años de importantes correcciones en un sector que acusó en gran medida los efectos de la crisis.

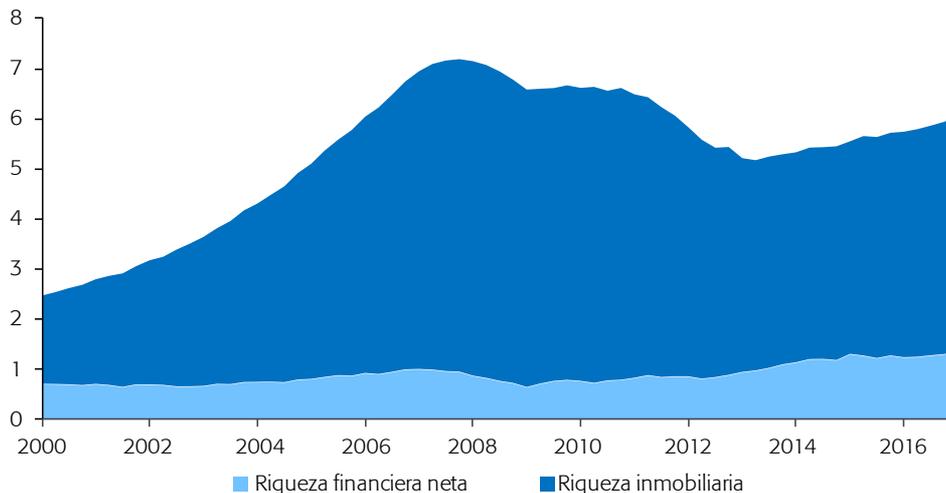
Los hogares están viendo un constante aumento del valor de sus activos inmobiliarios desde 2013 lo que, a su vez, está impulsando la inversión inmobiliaria de las familias. En el primer trimestre del año, la inversión nominal creció casi un 15% (5,5% en 2016) y, como consecuencia, su capacidad de financiación se encuentra el 1,2% del PIB, mínimo desde 2010. Recordemos, para contextualizar este incremento de la inversión, que la tasa de inversión de los hogares todavía se sitúa en torno al 5% de su RBD, aproximadamente la mitad del promedio histórico anterior a la crisis.

Además de la riqueza inmobiliaria, la riqueza financiera neta de las familias también evoluciona de forma favorable. El flujo de inversión neta alcanzó el 2,4% del PIB en el último año hasta el primer trimestre de 2017. Como resul-

Gráfico 4

Riqueza de las familias

(Billones de euros)

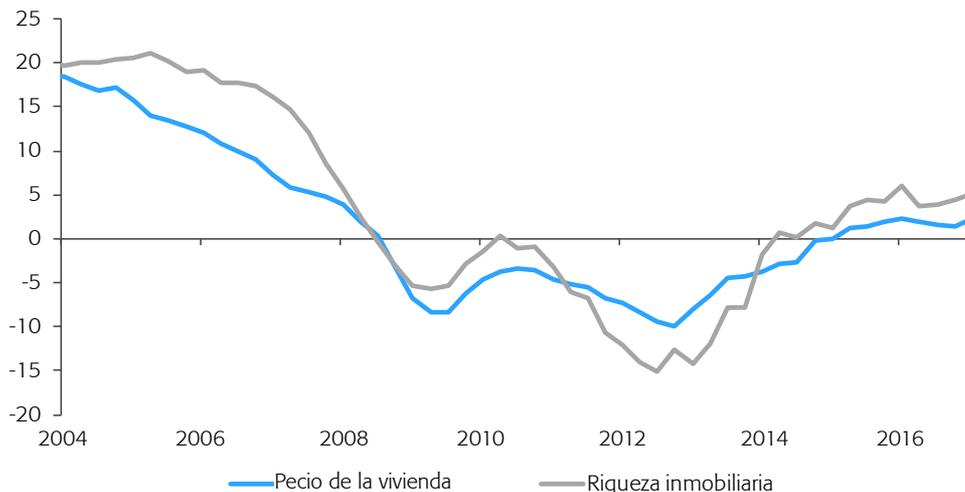


Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 5

Riqueza inmobiliaria y precio de la vivienda

(Variación anual en porcentaje)



Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento y Afi.

tado, el *stock* de activos financieros netos se sitúa en un máximo histórico de 1,3 billones de euros (119% del PIB).

Desde el inicio de la recuperación, las familias han dirigido sus flujos de inversión, principalmente hacia instrumentos de renta variable, en especial fondos de inversión, así como seguros y fondos de pensiones. Además, el entorno de bajos tipos de interés, particularmente para los depósitos bancarios, ha afectado notablemente a los hogares españoles que tradicionalmente han tenido una parte significativa de sus activos financieros en forma de depósitos. Como resultado, se ha observado un efecto sustitución entre los depósitos a plazo y vista.

El incremento del consumo lleva a mínimos la tasa de ahorro de los hogares

En los últimos años, el aumento del consumo de los hogares ha estado en línea con sus determinantes. Sin embargo, en la actualidad el incremento del consumo casi duplica al de la RBD (el

consumo crece al 2,7% interanual en el promedio de los últimos doce meses, frente al 1,5% de la RBD en términos reales), de manera que los hogares han comenzado a usar sus recursos ahorrados junto con la financiación externa para poder mantener su nivel de gasto. El mayor crecimiento del consumo que de la renta se debería a que aún existe una cierta demanda embalsada que se evidencia en el incremento del consumo de bienes duraderos desde el inicio de la recuperación, tras estar muy castigado a lo largo de la crisis.

La tasa de ahorro de los hogares se sitúa en el mínimo desde 2006, como resultado de un aumento de la confianza, a la vez que se modera el crecimiento de la renta. Esto supone una vulnerabilidad importante ante eventos como el aumento esperado de la inflación y la normalización de la política monetaria.

La tendencia a la baja que experimenta la tasa de ahorro desde 2010 se ha acentuado recientemente, poniendo en riesgo la sostenibilidad del avance del consumo de las familias a medio

plazo. A diferencia de años anteriores en los que el incremento de la renta llevaba a un aumento tanto del ahorro como del consumo, en los últimos trimestres el incremento de la renta no está siendo compatible con un repunte del ahorro. Así, la tasa de ahorro de los hogares continuó descendiendo en el primer trimestre del año hasta situarse en el 7% de su RBD (gráfico 6), sensiblemente por debajo del promedio histórico del 9,5% y por debajo del promedio del 12,3% de la eurozona. Entre los grandes países de la región, la tasa de ahorro de los hogares españoles es la más baja, lejos de la de los alemanes (17%) y de los franceses (14%), lo que sitúa a las familias españolas en una situación más vulnerable en el contexto actual de aumento *esperado* de la inflación y normalización de la política monetaria.

Diversos factores estarían detrás de la reducción de la tasa de ahorro, además de la debilidad del crecimiento de la renta de las familias. Por un lado, el incremento de la confianza de los consumidores (que alcanzó un máximo en 2015 y desde entonces ha permanecido en niveles elevados), junto con una menor incertidumbre respecto a las perspectivas actuales y futuras del ciclo económico, habrían llevado a una disminución del

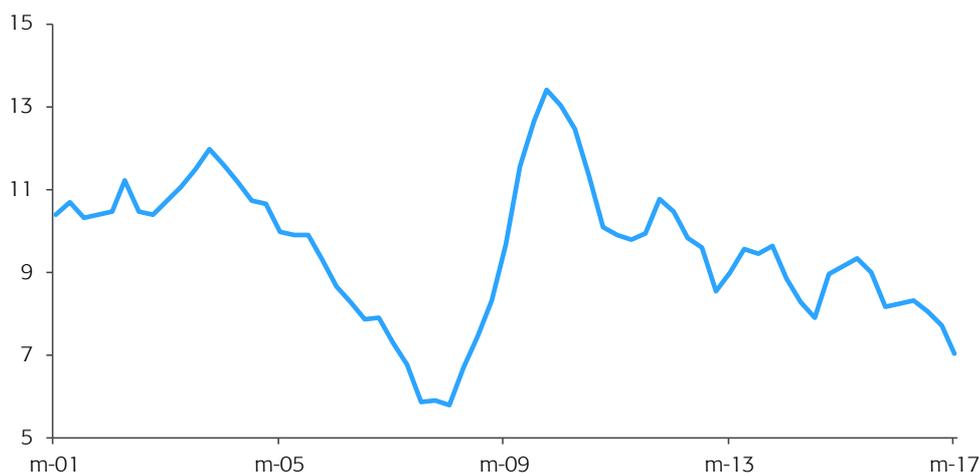
ahorro familiar por motivos de precaución. Esta fue la principal razón del aumento del ahorro de los hogares entre 2009 y 2010, que llevó la tasa de ahorro hasta un máximo del 13%.

Otro factor que estaría desincentivando el ahorro de las familias es el entorno de tipos de interés bajos, que lleva a un aumento de la propensión a consumir de las familias y que, además, ha facilitado el proceso de despalancamiento de los hogares. La deuda de las familias ha disminuido hasta los 713.000 millones de euros en la actualidad, nivel similar al de hace una década y equivalente al 64% del PIB. Este registro es el mínimo desde el segundo trimestre de 2005 y cada vez está más próximo al promedio de la eurozona (59% del PIB). Por lo tanto, las necesidades de despalancamiento de las familias son cada vez menores, como también la necesidad de ahorrar para hacer frente a los pagos de la deuda. Con el proceso de desendeudamiento ya muy avanzado, el bajo coste de endeudarse también ha servido como incentivo para financiar parte del gasto familiar. Así, las nuevas operaciones de crédito al consumo crecieron un 28% en 2016 hasta los 25.355 millones de euros, un volumen que, si bien es históricamente bajo, ha continuado aumentando en

Gráfico 6

Tasa de ahorro de los hogares

(En porcentaje de la RBD)



Fuente: INE y Afi.

la primera mitad de 2017. La relajación de las condiciones de financiación de los últimos años está permitiendo que parte del consumo se financie y al mismo tiempo prosiga el proceso de desalancamiento de los hogares.

El crecimiento del consumo supera actualmente al de la renta de los hogares. Aunque en el corto plazo puede haber desviaciones en este sentido, en el medio plazo el consumo debería volver a alinearse con los ingresos.

En resumen, dadas las perspectivas económicas favorables, los hogares están aumentando su consumo por encima del crecimiento de su renta, haciendo un mayor uso de su ahorro y recurriendo a la financiación externa. De esta manera consiguen suavizar su patrón de gasto a lo largo del tiempo. Sin embargo, esta situación podría no ser sostenible en el medio plazo y el consumo debería tender a alinearse de nuevo con la evolución de la renta familiar.

Conclusiones

La situación financiera de las familias continúa mejorando y, como resultado, el crecimiento del consumo de los hogares se mantiene en tasas elevadas cercanas al 2,7% en el último año. El aumento de la renta, apoyado en la intensa creación de empleo (casi 1,7 millones de ocupados más desde el inicio de la recuperación) y en la mejora de la actividad económica, ha resultado un factor determinante para impulsar la demanda de bienes por parte de los hogares, especialmente de bienes como automóviles o electrodomésticos cuyas compras se pospusieron a lo largo de la crisis. Pero no solo la renta ha actuado como

soporte, la riqueza de las familias ha experimentado un notable incremento desde 2013. La riqueza financiera en primer lugar se benefició de una importante revalorización, lo que unido al proceso de desalancamiento que han llevado a cabo las familias en los últimos años, ha permitido que la riqueza financiera neta haya alcanzado un máximo histórico. Más recientemente, el aumento del precio de la vivienda, principal activo de inversión de los hogares, ha impulsado de forma notable el incremento de la riqueza inmobiliaria.

Sin embargo, en la actualidad el crecimiento del consumo supera al de la renta y aunque en el corto plazo puede haber desviaciones en este sentido, en el medio plazo el consumo debería volver a alinearse con el de los ingresos de los hogares. Como consecuencia de esta divergencia, la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en el 7%, mínimo desde 2006, lo que supone una vulnerabilidad ante posibles eventos adversos.

En el medio plazo, será necesario que se mantenga la mejora de los determinantes del consumo para garantizar la sostenibilidad del crecimiento, lo que pasa, entre otros factores, por un incremento de los salarios que apoye la renta de las familias, especialmente en la medida en que la holgura en el mercado de trabajo vaya agotándose.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2017), *Síntesis de indicadores*.
- INE (2017a), *Contabilidad nacional trimestral* (CNTR).
- (2017b), *Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales* (CTNFSI).
- MINISTERIO DE FOMENTO (2017), *Estadística sobre el precio de la vivienda*.

El sector de la vivienda: coyuntura y expectativas

Paloma Taltavull*

En este artículo se realiza un análisis de la coyuntura inmobiliaria actual, con especial atención a los precios de las viviendas, explicando las razones por las que los precios de alquiler experimentan un crecimiento fuerte, pero no los de la vivienda en propiedad. El artículo sostiene que la caída de los salarios en términos reales provoca una progresiva pérdida de capacidad adquisitiva para los hogares que quieren comprar una vivienda, al tiempo que las condiciones de financiación –aún en proceso de suave recuperación– debilitan la demanda en propiedad. En consecuencia, la mayor parte del acceso a la vivienda se produce en alquiler, acelerando sus precios y alterando el equilibrio de largo plazo con relación a los precios en propiedad. El aumento de oferta de unidades en alquiler, o en propiedad, es el elemento que puede eliminar la tensión en los mercados residenciales en España.

La situación de la vivienda y los avisos sobre la posible gestación de una nueva burbuja inmobiliaria están llegando en los últimos meses a la opinión pública española, aumentando el interés por su evolución en todos los ámbitos de la vida económica y social. Son numerosos los aspectos sobre la vivienda que generan análisis muy controvertidos; baste citar, entre otros, la problemática asociada a la necesidad de vivienda, la ausencia de iniciativas públicas, la falta de acceso, o el comportamiento aparentemente contradictorio de los precios. En este artículo, se pretende dar una visión, desde la economía inmobiliaria, de cómo la evolución del mercado de la vivienda y su momento coyuntural podrían ser consistentes con

los hechos que se identifican y están causando ese renovado interés.

La vivienda es importante para una economía por distintos motivos. El primero, y más relevante, se centra en la disponibilidad de este bien, que es indivisible del proceso de creación de hogares y garantiza la evolución tranquila del desarrollo de una sociedad. La vivienda, en cuanto a su uso, es un bien básico y su disponibilidad debe estar asociada al crecimiento de sus usuarios principales, los hogares. Este concepto es el que prima en la explicación económica de la situación del mercado residencial: la demanda –básica o fundamental– busca cubrir sus necesidades y en la medida que

* Universidad de Alicante.

crece, las necesidades afloran al mercado. Este, a su vez, debe reaccionar (oferta), y lo hace de diferentes formas, bien construyendo nuevas unidades, bien movilizandolas unidades existentes o mediante una combinación de ambas. Cuando la reacción de la oferta no es rápida, o no es flexible, los precios crecen.

En segundo lugar, la vivienda es también relevante para la economía en su conjunto. La construcción y la inversión en vivienda son parte importante del producto generado en un momento determinado. Es conocida la aportación al PIB del conjunto del sector, muy baja en los últimos años con respecto a los años anteriores: algo más del 5% frente a la media del 8% en momentos de crecimiento tranquilo, o del 12% en momentos de *boom*. Dentro de esta aportación, la estadística española no especifica qué parte corresponde a la vivienda, así que algunas estimaciones asignan un peso de aproximadamente el 4% del PIB en edificación residencial en los momentos de crecimiento suave. La *Contabilidad Nacional*, por el lado de la demanda, estima una aportación de la inversión en vivienda de aproximadamente el 4% desde 2011, aunque su peso fue muy superior en los años anteriores (véase el gráfico 1). Estas cifras,

que se corresponden con la FBCF, están respaldadas por el valor declarado de las transacciones de vivienda libre sobre el PIB, indicador generalmente utilizado por los analistas como referencia de la relevancia macroeconómica de este bien. Como se observa, el importe declarado de las transacciones de viviendas alcanzó un 16% del PIB en los años de fuerte expansión, y fue reduciéndose progresivamente hasta confluir con la inversión agregada en una cantidad que oscila alrededor del 5% desde 2013.

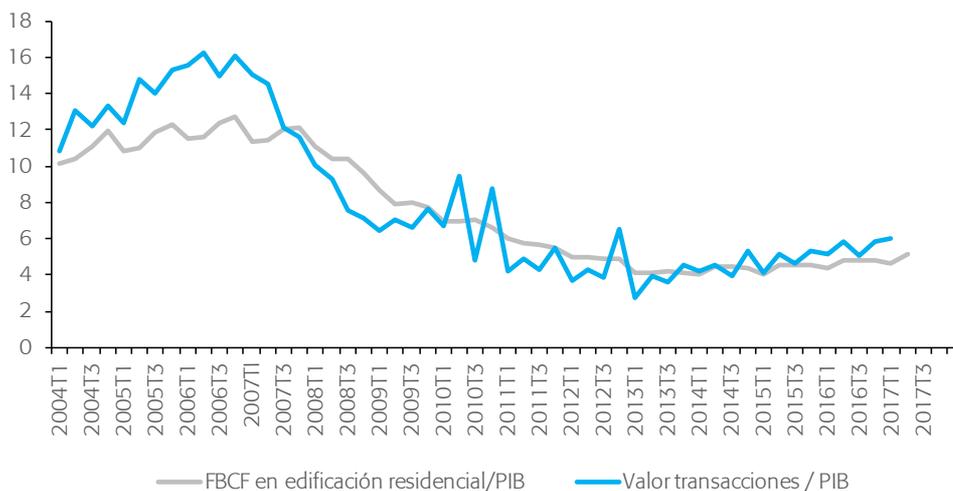
En el caso de España parece que existen distorsiones que impiden que el impulso de los precios de alquiler de viviendas se transmita a los precios de propiedad, lo que significa que aquellos no ejercen de incentivo para iniciar nuevas obras, al menos de forma proporcional.

Un tercer aspecto de interés de la actividad en vivienda desde el punto de vista macroeconómico es su efecto de arrastre, que, en la medida que representa estructuras de largo plazo, no se aborda aquí. Adicionalmente, podrían citarse otros factores, como el impacto de los precios de las

Gráfico 1

Aportación del sector de la vivienda al PIB: inversión

(En porcentaje sobre el PIB trimestral)



Fuente: Ministerio de Fomento y *Contabilidad Nacional de España* (INE).

viviendas en el canal de transmisión de las políticas monetarias, o su relevancia en el crecimiento urbano y la competitividad de las ciudades. Estas pequeñas pinceladas reflejan los efectos múltiples que un correcto desarrollo del mercado residencial puede tener sobre la salud de una economía.

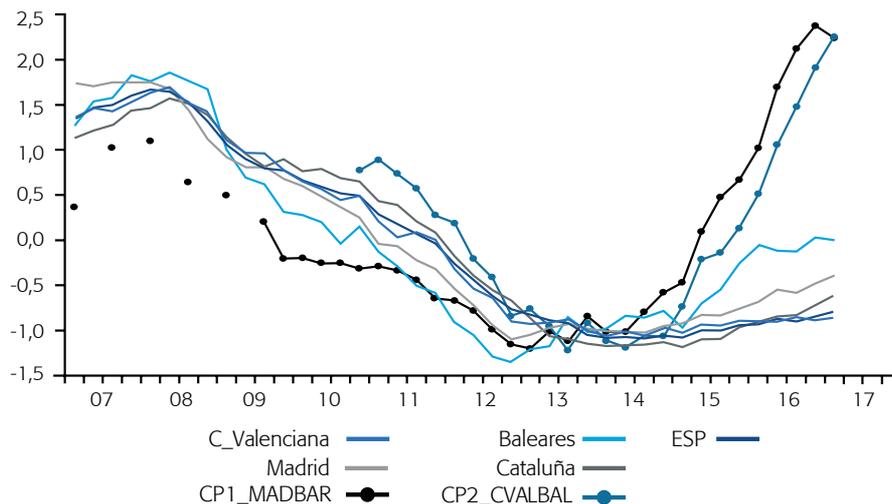
Sin embargo, la reciente atención a la vivienda –mencionada en un principio– no procede de este conjunto de datos, sino que es una muestra de preocupación en relación a la evolución de los precios y al miedo por la posible aparición de una nueva burbuja. El gráfico 2 muestra las razones de este miedo. Representa, en un eje armonizado, la evolución de los precios de las viviendas en propiedad en una selección de regiones (en las que más han crecido en los últimos años) y los precios de alquiler en las capitales de las mismas¹, donde CP1 representa a Madrid y Barcelona, y CP2 a las ciudades valencianas y de Baleares. La evolución a partir de 2014 muestra el origen del miedo a que la aceleración de los precios de alquiler pueda contaminar los precios de las viviendas en propiedad (obsérvese la diferencia en la tendencia de expansión y la velocidad de crecimiento de los alquileres).

Las razones de esta expansión están relacionadas con la evolución de los factores fundamentales. Los modelos explicativos de la economía inmobiliaria respaldan la idea de que esta reacción responde a los mecanismos del mercado, con la salvedad de que los precios residenciales están tardando en reaccionar. La explicación se comprende bien con el modelo clásico de los cuatro cuadrantes de DiPasquale y Wheaton (1996): los cambios en la demanda de viviendas procedentes de variaciones en las condiciones del mercado que la incentiven tienen un impacto directo sobre los precios de alquiler². El impulso sobre los precios de alquiler se transmite a los precios de propiedad dependiendo de la tasa de capitalización del sector (que está en relación con la rentabilidad de otras inversiones), pero cualquier aumento en la renta incide en una expectativa de aumento de precios de propiedad que afecta a las decisiones de construcción, que es el canal a través del que se incentiva el aumento consecuente del número de promociones de viviendas nuevas. El aumento de estas depende de la flexibilidad de la oferta, de manera que si las condiciones en las que el promotor desarrolla su actividad

Gráfico 2

Precios de alquiler y propiedad de viviendas en una selección de regiones de España

(Componentes principales)



Fuente: Idealista.

¹ Para obtener la evolución común, se han extraído sus componentes principales, las variables CP1 y CP2.

² Esto es así porque, en el corto plazo, la oferta es rígida (véase DiPasquale y Wheaton, 1996).

son flexibles (no hay restricciones normativas, de disponibilidad de suelo, ni de otro tipo), se generará suficiente oferta para atender a los nuevos demandantes y los precios reaccionarán de forma más lenta, o por el contrario, lo harán más rápidamente si la oferta responde de forma rígida o inflexible.

En el caso de España, parece que existe una disrupción en este mecanismo que hace que la primera influencia, de precios de alquiler a precios de propiedad, no se transmita, lo que significa que aquellos no ejercen de incentivo para iniciar nuevas obras, al menos de forma proporcional. Esto es esencialmente lo que muestra el gráfico de precios: una distorsión que ha suspendido este efecto de transmisión directa entre precios, afectando a la producción.

Esto puede ocurrir si se da un número de situaciones. 1) Cuando los promotores, a pesar de recibir el incentivo de mercado, no pueden construir porque no tienen sus *inputs* básicos, como suelo o capitales, o existe alguna restricción desde la oferta en forma de regulación; 2) porque no hay constructores dispuestos a construir; 3) cuando los constructores podrían construir pero no lo hacen porque no identifican la existencia de demandantes efectivos; o 4) porque hay factores de carácter financiero que movilizan los capitales hacia otro sector.

La entrada de nueva demanda en el mercado no se traslada, sin embargo, a la compra de vivienda. La razón está en las limitaciones de acceso de los hogares que tienen que ver con las condiciones de accesibilidad, financiación y capacidad adquisitiva.

Si hubiese compradores efectivos, los precios de propiedad crecerían mucho en condiciones de restricción de oferta, por lo que la explicación (3) no parece que por sea una hipótesis aceptable. Por otro lado, con los tipos de interés reducidos, tampoco parece que haya un fuerte desincentivo financiero a la hora de construir. Así pues, la hipótesis que seguimos aquí es

que el fallo del mecanismo de transmisión se encuentra en una combinación de las razones 1, 2 y 4: hay restricciones de *inputs* básicos (principalmente financiación), hay pocos constructores (porque han desaparecido tras la fuerte y prolongada crisis) y no hay demandantes con capacidad de compra (fundamentalmente por falta de financiación).

El corolario es que la demanda (creciente) que entra al mercado y no puede comprar, alquila. En situaciones en que el mercado de alquiler experimenta escasez (por distintas razones) y recibe una avalancha de demanda (mucho más de la que estaba acostumbrado –es decir, por encima de su tamaño de equilibrio– dado que la demanda en el pasado se orientaba a la propiedad), y los fundamentos se recuperan (empleo y rentas), los precios de alquiler se disparan.

Teniendo en mente estas hipótesis, se describe, a continuación, cómo los indicadores respaldan estas ideas y las tendencias identificadas.

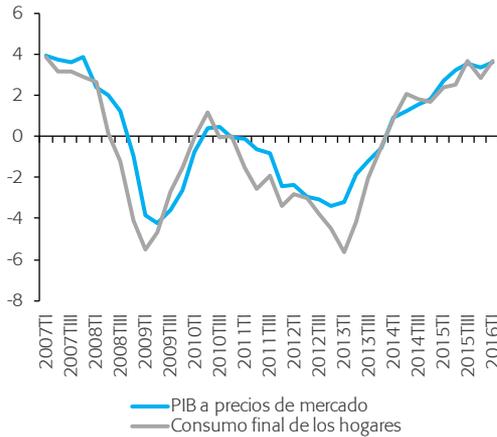
Recuperación de la demanda en el mercado

La recuperación de los componentes de demanda está vinculada a la evolución económica. La recuperación del crecimiento de manera intensa y sostenida desde 2014, con tasas alrededor del 3% (gráfico 3, panel a), y la creación del empleo, de forma intensa ya en los segmentos de población joven (y más creadores de nuevos hogares, gráfico 3, panel b), reflejan claramente los factores de aumento de la demanda residencial. La movilidad de las personas (gráfico 4), principalmente por razones de trabajo, se ha mantenido en niveles elevados a pesar de la crisis, y refleja también el proceso de relocalización de los hogares en España que genera una demanda directa de viviendas. La concentración de esta movilidad hacia las áreas de mayor creación de empleo (Madrid, Barcelona, la Comunidad Valenciana, y las Islas, entre otras) es la razón por la que existen mercados residenciales con un mayor impacto en los precios (esos mismos) frente a otros.

Gráfico 3

Panel a. Crecimiento económico en España

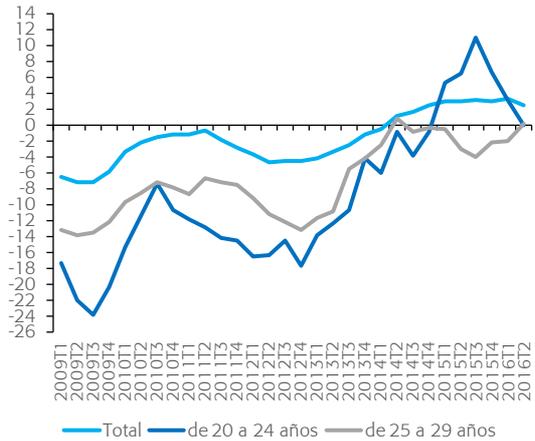
(Porcentaje anual de crecimiento del PIB real)



Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE).

Panel b. Evolución de la ocupación en España

(Porcentaje de crecimiento anual)

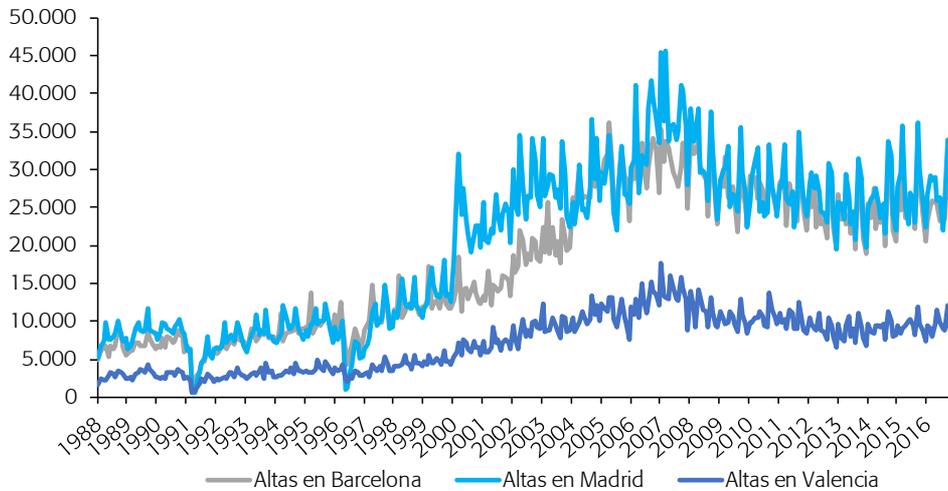


Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE).

Gráfico 4

Variaciones residenciales en España, 1988-2016

(Personas por mes)



Fuente: Estadística de variaciones residenciales (INE).

Percepción de que la demanda no comprará una vivienda

La demanda, por tanto, parece que está entrando a los mercados e incentiva el aumento de los precios de alquiler. ¿Por qué no los de propiedad como en el pasado? La respuesta se encuentra en las limitaciones al acceso de los

hogares, que se evalúan atendiendo a las condiciones de accesibilidad, financiación y capacidad adquisitiva de los hogares.

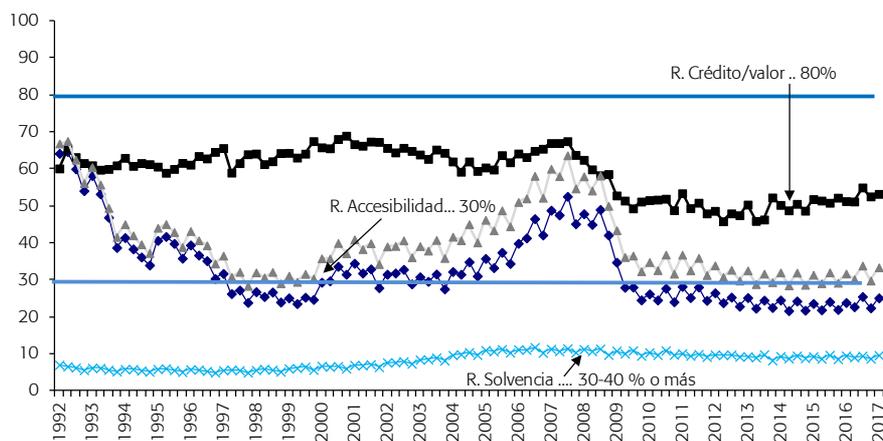
Accesibilidad

Inicialmente, los hogares españoles con ingresos medios similares a los de un empleado fijo a

Gráfico 5

Ratios indicativos de la capacidad de pago en compra de vivienda en España

(Con crecimientos a 30 años y 20 años de madurez, en porcentaje)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE, BOE y elaboración propia.

tiempo completo deberían tener suficiente accesibilidad para entrar al mercado de propiedad, como lo refrenda la ratio de acceso en el gráfico 5 (líneas gris y azul oscuro), muy cercana al 30% de la renta, que es el valor de referencia con los tipos de interés vigentes en la actualidad.

Esta situación permite teóricamente el acceso de los hogares con ingresos aunque no, como luego se ve, el de los hogares que se acumulan en el mercado. Las ratios de acceso que aparecen en el gráfico 5 muestran, además, dos hechos que son relevantes para comprender las dificultades de los hogares para convertirse en propietarios. En primer lugar, existe aún una fuerte restricción crediticia reflejada en valores de la ratio crédito/valor (línea negra) que son muy bajos. Aunque el último año ha mejorado un poco, la media de esta ratio es de 53,25% en el primer trimestre de 2017, lo que implica que los hogares deben entregar más del 45% del valor de la vivienda para realizar una potencial transacción, algo que requiere de fuerte ahorro previo. Este requisito es, *per se*, una medida de restricción del crédito.

En segundo lugar, la ratio de solvencia (línea azul claro) indica que, en media, los hogares endeudados por vivienda lo hacen a una tasa alta (la ratio tiene un valor casi de 10)³, lo que implica que tomar la decisión de compra residencial significa aceptar un endeudamiento elevado, de modo que puede contener la decisión de compra de los hogares, dada la experiencia general de las familias desde el inicio de la reciente crisis financiera global.

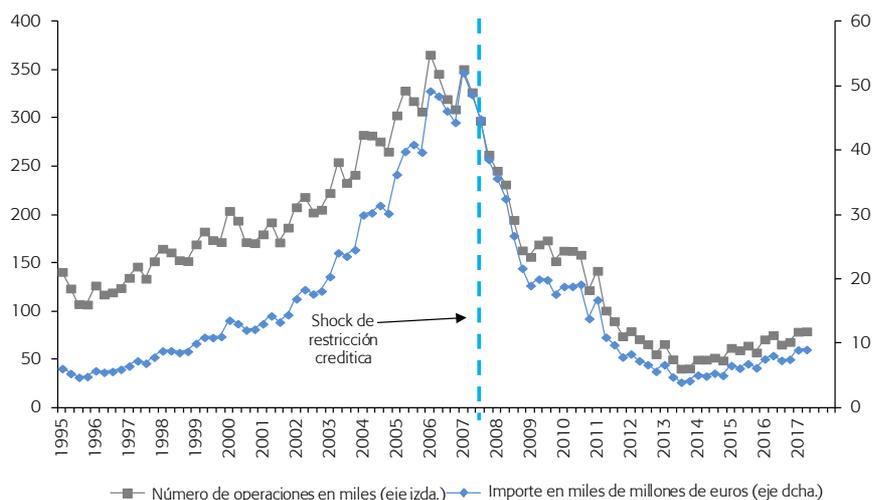
Restricción en crédito: accesibilidad pero no a la compra

La prueba de que la restricción crediticia (o de fondos de financiación de las operaciones) es un hecho queda patente en el gráfico 6, donde se representan el número de hipotecas y su importe, concedidas en cada período temporal a los hogares para la compra de viviendas. Aunque se produce una pequeña recuperación en el volumen de operaciones (que supone un incremento del 16% interanual) durante los últimos meses, el nivel de concesiones está lejos de alcanzar siquiera el de la

³ Esta ratio significa que si el hogar destinase todos sus ingresos para pagar la vivienda, tardaría diez años. Cuanto mayor valor de esta ratio, mayor endeudamiento asociado a la financiación.

Gráfico 6

Hipotecas urbanas concedidas en España: número e importe por trimestres



Fuente: INE.

mitad del período de crisis, por lo que la demanda no tiene apoyo alguno para entrar al mercado de propiedad. La suave recuperación que parece experimentar desde 2013 no se ve lo suficientemente acelerada como para respaldar una entrada “normal” de los demandantes al mercado, sino lo contrario, es consistente con la ratio crédito-valor que se ha comentado con anterioridad. Se podría decir que la falta de financiación convierte a los hogares que tienen un buen nivel de accesibilidad, calculado con los niveles de renta, en hogares con problemas de acceso final para entrar al mercado de propiedad.

La decisión de adquirir una vivienda significa aceptar un endeudamiento elevado, lo que puede contener la realización efectiva de la compra de los hogares, dada la experiencia general de las familias desde el inicio de la reciente crisis financiera.

Nótese que la restricción crediticia que afectó en mayor medida al sector desde el inicio de la crisis se produjo en ambos lados del mercado a la vez (restricción a la oferta, con la práctica eliminación

de créditos a la promoción, y a la demanda, con la reducción que se ve en el gráfico de hipotecas a los hogares). La recuperación de la financiación puede estar produciéndose hacia la oferta, con la entrada de capitales foráneos que toman posiciones ventajosas (por los bajos precios tanto de suelo como de promociones existentes) y aportan flujos de capital desde otras economías. Sin embargo, sin un crecimiento proporcional de la financiación a la demanda (últimos usuarios de las viviendas), difícilmente se recuperará el ciclo edificador.

Capacidad de compra de los ingresos

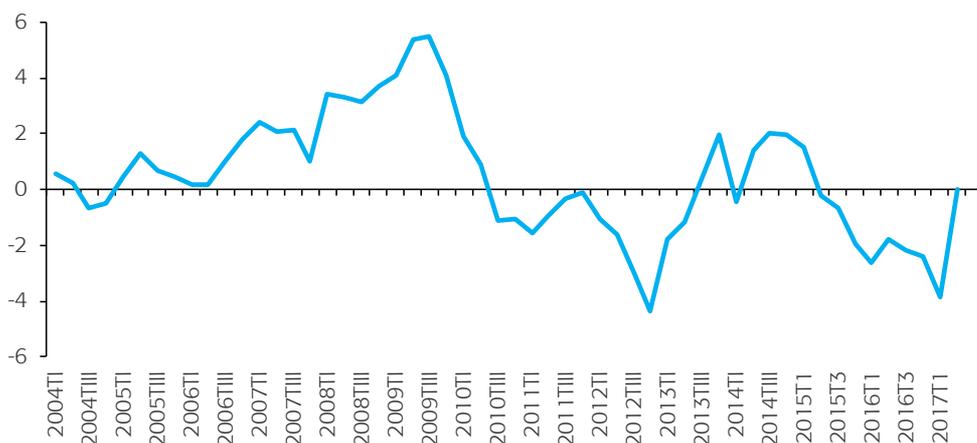
Adicionalmente, aunque el hogar pueda comprar una vivienda, sus ingresos salariales pierden capacidad de pago en la medida que su crecimiento real es negativo durante una buena parte del período reciente. El gráfico 7 confirma este extremo y muestra cómo, desde 2010, los ingresos en términos reales han decrecido salvo en momentos puntuales, lo que confirma esa pérdida progresiva de capacidad de pago para aquellos hogares que quieran comprar una vivienda.

Si los niveles de ingresos por trabajo siguen la misma tendencia en el futuro, un crédito tomado

Gráfico 7

Remuneración real del trabajo en España

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



Fuente: INE.

hoy puede resultar progresivamente insostenible, lo que supone una fuente de incertidumbre que estaría afectando a la accesibilidad.

de transacciones muestra un tamaño de mercado que es la mitad al existente en el pico del ciclo.

Situación general de la vivienda

Las cifras vistas hasta el momento indican la existencia de problemas de acceso, pero hay una proporción de hogares que sí entra al mercado. Estos hogares que consiguen superar las limitaciones mencionadas, o que no utilizan ni necesitan financiación, han estado entrando al mercado español de propiedad con un ritmo sostenido durante todo el período. La cifra es creciente en los últimos trimestres, como se observa en el gráfico 8, aunque no aumenta lo suficientemente rápido como sugerirían las cifras de población arriba comentadas. Como se observa en los datos más cercanos en el tiempo, el volumen de transacciones de vivienda usada crece siguiendo la misma tendencia que en 2013. En el último año (2017) se han alcanzado los niveles (trimestrales) de compraventa (de vivienda usada) que existían en los primeros años de la crisis, aunque la vivienda nueva no aporta prácticamente transacciones (porque no hay nuevas unidades). El volumen

Por otro lado, si se tiene en cuenta solo las transacciones de viviendas existentes, el volumen intermediado es solo menor en un 20% al que había en 2007, lo que indicaría que el mercado está intermediando a un ritmo similar al anterior a la crisis y que el componente inexistente son las transacciones de viviendas iniciadas.

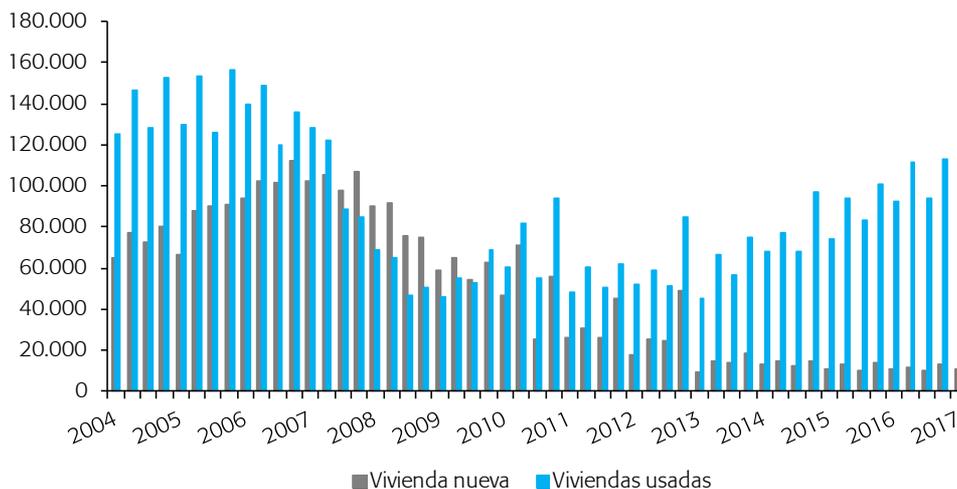
El hecho de que la demanda se oriente masivamente a las unidades existentes (viviendas de segunda mano) puede tener que ver con que 1) las viviendas nuevas que quedan son muy pocas (hay una restricción de oferta); 2) los mercados son maduros y con suficiente oferta como para abastecer a la demanda solvente; y, como resultado, 3) el incentivo a construir se diluye porque la demanda se orienta, principalmente, a las unidades ya en el mercado. Si el último efecto prima, entonces la demanda de vivienda nueva es débil y esto justificaría que el promotor no capte bien el incentivo del mercado para comenzar a construir.

No obstante, la cantidad de transacciones registradas en las estadísticas españolas no es pequeña

Gráfico 8

Transacciones totales de viviendas en España

(En número de transacciones por trimestre)



Fuente: Ministerio de Fomento.

(a pesar de ser la mitad de las que había en el máximo del ciclo) y no se correlaciona con la concesión crediticia durante el último período, por lo que es posible que las cifras reflejen compras sin requerimiento de los servicios financieros nacionales. De ser así, los promotores deberían identificar la existencia de compradores solventes en su mercado, y actuar en función de la información asociada a las transacciones que este gráfico muestra.

Reacción de la oferta: restricción en el inicio de viviendas nuevas

La insuficiente percepción de la existencia de demanda solvente derivada de las anteriores cifras explicaría por qué los promotores no identifican la demanda a pesar de las elevadas transacciones (de unidades existentes) y mantienen las bajas cifras de producción poscrisis. Hay otras explicaciones que justificarían este hecho, como la inexistencia del tejido de constructores que en el pasado dio flexibilidad a la oferta (no necesariamente grandes empresas sino pequeñas y medianas), o que se estén aplicando restricciones a la construcción (o falta de incentivos) de algún tipo.

El ciclo residencial (gráfico 9) es explícito con este comportamiento y muestra mínimos históricos en edificación. Los últimos datos reflejan cómo las nuevas viviendas todavía no han comenzado a aumentar en cifras que puedan afectar a un cambio en las condiciones del mercado residencial.

Desde 2015, las viviendas iniciadas (línea azul claro) solo han crecido unas pocas unidades por

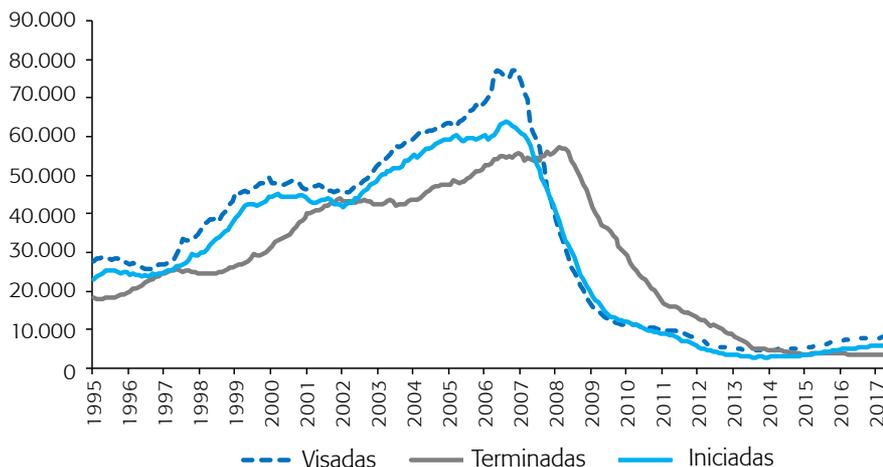
La ausencia de suficientes promotores está ralentizando los procesos de construcción de nuevas viviendas, a pesar de la recuperación de la demanda. El sector sufrió un fuerte impacto durante la crisis, destruyendo una elevada proporción de empresas, por lo que es de suponer que no tomarán decisiones de riesgo si no tienen incentivos suficientes para ello.

año (aunque las cifras llamativas del 20% de variación interanual en el último mes observado de 2017 puedan decir lo contrario), lo que no es suficiente para resolver los problemas de falta de oferta de vivienda en lugares clave donde la demanda es intensa. Tampoco lo es para justificar

Gráfico 9

Evolución del ciclo de edificación en España

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



Fuente: Ministerio de Fomento.

las elevadas cifras de aportación de la construcción al PIB que registra la *Contabilidad Nacional* (un 4,6% y un 5,3% de expansión en términos reales en los dos primeros trimestres de 2017).

La prueba de la falta de actividad en edificación queda reflejada en el consumo de *inputs* y la contratación que hace esta industria. El gráfico 10 muestra la evolución en volumen del consumo aparente de cemento (panel a) y del empleo en construcción (panel b). El primero no refleja aumento alguno, mientras que el segundo experimenta una expansión suave, de algo más del 5% en los últimos datos. Algo similar se diría del volumen crediticio hacia la construcción, que sigue reduciéndose en todos sus subsectores según los últimos datos publicados (el crédito a la construcción decrecía un -9% y a la construcción de obras singulares lo hacía también, un -12,9%; el crédito a la obra pública se redujo un -5,0%, a instalaciones y acabados de edificios un -4,0%, y a preparación de obras un -6,17%), aunque es verdad que a un ritmo menor que en trimestres anteriores, por lo que parece que los planes de restricción están tocando fondo.

Así pues, la falta de financiación para nuevas obras se puede considerar una restricción de oferta, asociada a la falta de *inputs* que desincentivan la edificación y contribuyen a trazar el perfil congelado del ciclo de viviendas.

Por último, la ausencia de suficientes promotores para comenzar viviendas puede estar haciendo que se ralenticen los procesos de mercado ante la vuelta de la demanda. El sector promotor sufrió desde el primer impacto de la crisis, destruyendo una elevada proporción de constructoras con solo un pequeño número de ellas todavía existentes tras los siete largos años de recesión⁴, por lo que es de suponer que no tomarán decisiones con riesgo (si aún existen) a no ser que tengan incentivos suficientes para ello.

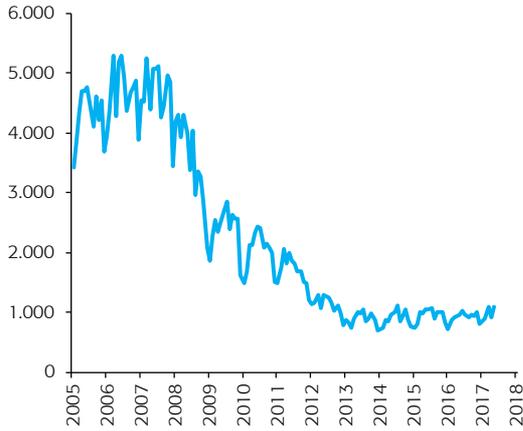
Por su parte, las propias empresas de construcción también declaran una obra de edificación pequeña o decreciente en los últimos períodos. El gráfico 11 corrobora la información que procede de los materiales y mano de obra, e indica que las empresas han visto decrecer su obra en edificación durante los años 2016 y 2017.

⁴ Las estadísticas del INE en cuanto a número de empresas constructoras agregan también las de servicios inmobiliarios, por lo que no se puede evaluar con precisión el número de las que se dedican a promoción y construcción y que han desaparecido. Según las últimas cifras, el número de ambas cayó desde 102.000 unidades a algo más de 67.000 en toda la economía.

Gráfico 10

Panel a. Consumo aparente de cemento

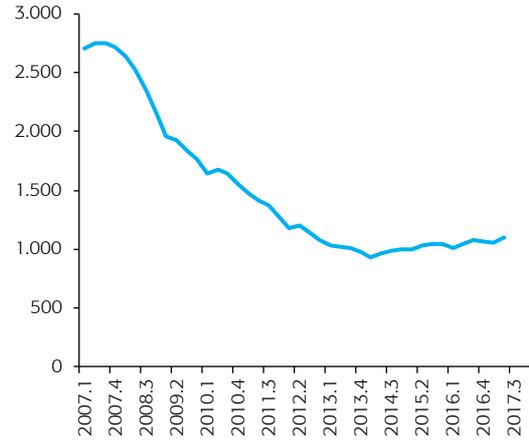
(Miles de Tm.)



Fuente: Ministerio de Fomento

Panel b. Empleo en la construcción

(Miles de personas)



Fuente: Contabilidad Nacional de España (INE).

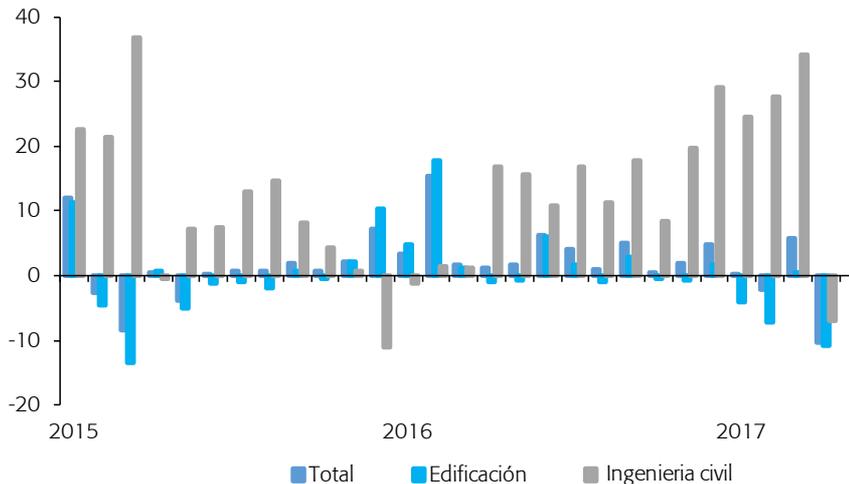
El gráfico representa un índice que mide la producción en los tres subsectores de construcción (vivienda, obra civil y otros). Desde 2015, salvo en tres trimestres puntuales, las cifras de obra reflejan tasas negativas de evolución, que se han acrecentado en 2017. Esta fuente sí muestra un aumento

de la producción en ingeniería civil durante ese período, que indica que la aportación al VAB de la construcción pueda proceder mayoritariamente de la obra pública, en lo que sería un aumento de la inversión pública en este sector a modo de política contracíclica.

Gráfico 11

Producción en construcción (encuesta coyuntural)

(En porcentaje de variación interanual)



Fuente: Ministerio de Fomento.

La reacción de los precios

El resultado final ha sido una evolución muy suave de los precios de propiedad y que difiere, como se veía al principio, de los precios de alquiler, que crecen fuertemente en algunas ciudades. Según la fuente que se utilice para aquellos (el Ministerio de Fomento o el INE), el ritmo de crecimiento varía, aunque hay que entender la mayor volatilidad de la serie construida sobre la base hedónica de los precios del INE, más dependiente de la información sobre la tipología de las transacciones y características de las unidades compradas, que pueden explicar parte de las diferencias (gráfico 12).

Al margen de ello, el crecimiento de los precios de propiedad en términos reales parece que se ha estabilizado en cifras pequeñas y los ejercicios de predicción que se han realizado no

muestran aumentos significativos en los próximos trimestres. Como se ve en el gráfico 13 (panel a, para la serie en euros por m² y panel b para la serie en tasas anuales de variación), la estimación de los crecimientos futuros de precios de las viviendas realizada con un modelo de demanda⁵, muestra una evolución suave en los próximos seis trimestres, sin saltos, alrededor del 2,5% de crecimiento nominal aunque con un elevado nivel de incertidumbre, reflejado en amplias bandas de confianza.

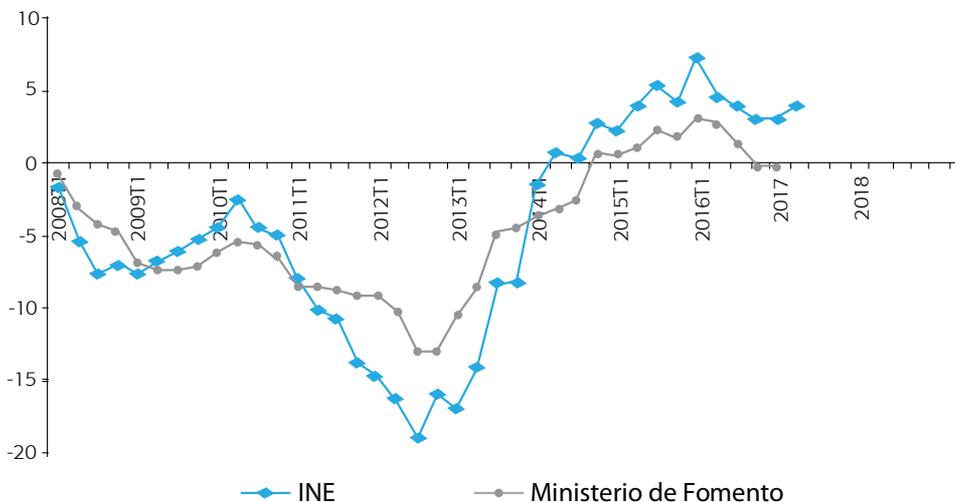
Corolario y conclusiones

La recuperación económica se está viendo acompañada de un aumento en la demanda de viviendas de los hogares que recuperan o encuentran nuevo trabajo. Como consecuencia de las condiciones en que ha quedado el mercado de la

Gráfico 12

Precios residenciales en España

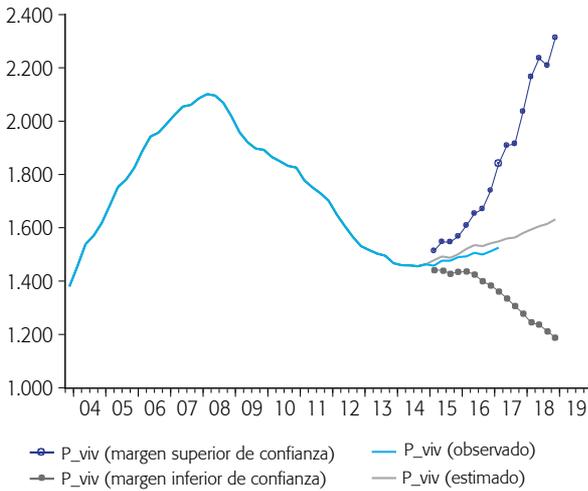
(En porcentaje de crecimiento anual real)



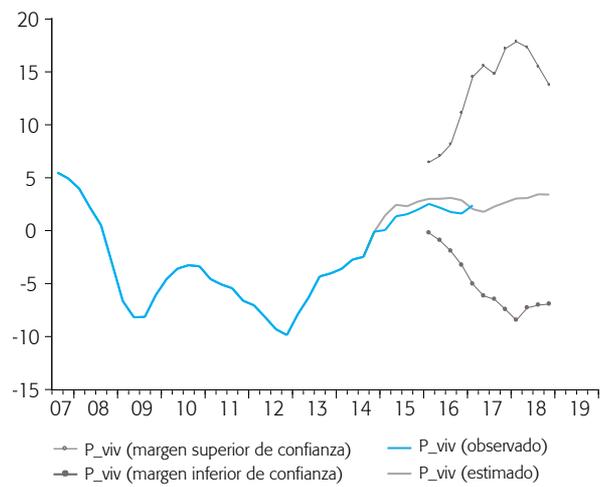
Fuentes: Ministerio de Fomento e INE.

⁵ El modelo de demanda relaciona los precios reales de las viviendas con sus determinantes fundamentales, al modo explicado por DiPasquale y Wheaton (1996). Los fundamentos incluidos son la población que cambia de residencia (gráfico 4), la renta media por ingresos salariales (datos de origen del gráfico 7), los tipos de interés hipotecarios, los flujos de financiación (gráfico 6), la inflación, los tipos de interés y un indicador de la reacción de la oferta (calculado sobre los datos del gráfico 9). Se estima por métodos de corrección de error para proyectar a futuro los crecimientos sobre una especificación *semi-log*. El modelo predice bien el período observado de 2015-2017.T2 (trimestral) aunque con una cierta revalorización en 2016 sobre el valor observado.

Gráfico 13

Estimación de los precios de las viviendasPanel a. Euros por m² (corrientes)

Panel b. Tasa anual de variación (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

vivienda (sin producción nueva apenas, sometido a una fuerte restricción crediticia y con una estructura empresarial mermada), la oferta no parece reaccionar a los incentivos del mercado y se está produciendo una dilación en los mecanismos de transmisión de ajuste, de manera que la demanda se concentra en el mercado de alquiler (por falta

La estimación del crecimiento futuro de los precios de las viviendas, realizada con un modelo de demanda, muestra una evolución suave en los próximos seis trimestres, sin saltos, alrededor del 2,5% de crecimiento interanual, aunque con un elevado nivel de incertidumbre, reflejado en amplias bandas de confianza.

de acceso a la propiedad) y tensiona sus precios. Esto ocurre en algunas áreas en España y no es todavía generalizado, aunque lo suficientemente llamativo como para que genere preocupación. La tensión de alquiler puede tener solución solo a través de un aumento de la oferta (de alquiler o de propiedad), pero no con otro tipo de medidas que tendrían un efecto mayor de distorsión.

Una forma de incentivar la oferta es proporcionar incentivos imaginativos al sector de la construcción. Tras años de penalización de las empresas constructoras, la vuelta de la actividad no se producirá si no existe algún tipo de incentivo al inicio de actividad. En el pasado, este incentivo procedió de la política de vivienda, de manera que un pequeño esfuerzo estimulando la producción (de vivienda pública en las promotoras privadas) desarrollaba la cadena de edificación y ayudaba a recuperar el ciclo. El conocimiento sobre cómo se produce esta relación entre ciclo público y privado podría ser utilizado para reiniciar el proceso y evitar que la desaceleración del ciclo (también en el sector público especialmente desde 2013) haga mucho más difícil el inicio de la actividad.

Sin nueva obra, la oferta de vivienda en alquiler está condenada, y con ella se garantizan los aumentos de los precios de alquiler. Es posible que este crecimiento es el que esté incentivando la entrada de promotoras y empresas inmobiliarias especializadas en gestión de alquiler en España, con fuertes planes (según declaran) de nueva edificación, atraídos por un beneficio extraordinario importante. Esta presencia es necesaria para modernizar nuestros mercados residenciales y especialmente el de alquiler, aunque hay que

recordar que este mercado tiene limitaciones, como son los déficits de regulación que son los que le han impedido crecer más en el pasado, o una insuficiente oferta de unidades para abastecer a todos los niveles de renta. Un mercado residencial no puede cambiar rápidamente, así que la estrechez del alquiler (aunque en las ciudades donde más crecen las rentas, son las que mayor tamaño tiene este mercado) solo se superará con tiempo y no se puede esperar que sustituya en una proporción elevada al acceso en propiedad. El aumento de la oferta siguiendo los principios del mercado es, en nuestra opinión, la única vía de solución a los fuertes crecimientos de los alquileres.

Mientras, los dos valores de referencia de los mercados residenciales (precios de propiedad y

alquiler) tienen una relación alterada que no se corresponde con el equilibrio de mercado. Este desajuste debería resolverse pronto, según los mecanismos económicos, posiblemente con la entrada de nuevos actores que aumenten la oferta. Además de la nueva oferta que parece que viene de la mano de inversores foráneos, el aumento de oferta de viviendas públicas (ambas en propiedad y alquiler) eliminaría la tensión que más afecta a los hogares con menos recursos.

Referencias

DIPASQUALE, D., y W. C. WHEATON (1996), *Urban economics and real estate markets*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Proyecciones de la digitalización financiera en España, 2017-2020

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

España aparece en el contexto europeo como un país en situación “intermedia” en cuanto a avance en la llamada agenda digital. Los indicadores europeos muestran que el progreso a lo largo de los años está siendo considerable y que esto afecta, necesariamente, a la dimensión financiera de la digitalización. El sistema europeo de indicadores de digitalización (DESI) sugiere que el porcentaje de usuarios de banca *online* en España es del 53% en 2017. Las proyecciones del Observatorio de la Digitalización Financiera (ODF) de Funcas apuntan que en 2020 el 79% de los españoles realizará consultas o movimientos bancarios *online* en el ordenador, el 54% pagará facturas por esta vía y el 65% realizará transferencias bancarias. Por otro lado, los usuarios de servicios de pago no bancarios (Paypal, Amazon y similares) llegarán, según esas estimaciones, al 53% en 2020. El porcentaje de españoles que consultará sus cuentas o realizará transferencias *online* al menos una vez a la semana se estima que llegará al 59% en ese horizonte.

Los caminos de la digitalización financiera: la digitalización como proyecto europeo

Parece sencillo ilustrar los beneficios que la digitalización puede reportar a la sociedad: ahorro en costes, velocidad de comunicación, acceso universal a la información e intercambio de datos, posibilidades ampliadas de avance en investigación en numerosos ámbitos científicos... Sin embargo, entender cómo se digitaliza una sociedad no resulta tan obvio e impone, incluso, retos de

política económica, de estrategia empresarial y de planificación personal que suponen uno de los mayores desafíos sociales para los próximos años.

Los servicios financieros minoristas no son una excepción. Es más, son una parte esencial del cambio por, al menos, tres motivos. En primer lugar, las finanzas personales representan una de las principales dimensiones del día a día de los ciudadanos, de su planificación personal y familiar y de sus expectativas. En segundo lugar, las entidades financieras y los proveedores no ban-

* Bangor Business School, CUNEF y Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas.

** Universidad de Granada y Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas.

carios son conscientes de estos cambios y promueven estrategias para transformar sus canales de distribución y, de este modo, los hábitos de sus clientes. En tercer lugar, porque el propio uso de servicios financieros y medios de pago digitales retroalimenta el proceso de digitalización más general, que comprende cuestiones como el acceso e intensidad de uso de Internet, de los *smartphones* y del amplio abanico tecnológico asociado a usos digitales.

Lo que ocurre con la digitalización financiera es que pueden existir múltiples vías por las que los ciudadanos accedan a estos servicios, y la forma de tomar estas decisiones puede variar dependiendo de un amplio número de factores que comprenden los sociodemográficos (edad, carácter urbano o rural del medio, tamaño de población), los relacionados con el nivel de ingresos y la situación laboral, o las percepciones sobre las características de los servicios digitales en relación a los tradicionales (seguridad, eficiencia, coste...).

Desde el Observatorio de la Digitalización Financiera (ODF) de Funcas se siguen con atención todos los aspectos relacionados con la digitalización financiera, con especial atención a España pero con la vista puesta también en las principales tendencias globales. Precisamente uno de los elementos esenciales del ODF es monitorizar el progreso de la digitalización financiera y evaluar cómo se está produciendo el cambio desde los servicios financieros tradicionales a los digitales. En esta línea de investigación, el ODF está desarrollando en la actualidad un estudio (de próxima aparición) sobre cómo deciden los españoles respecto a diferentes dimensiones de la digitalización financiera, incluyendo los tipos de uso de la misma (consultas, transferencias, medios de pago...) y el árbol de decisión para cada una de ellas. La presente nota, en cualquier caso, está más ligada con el objetivo de la monitorización y proyección de tendencias y muestra cómo se está progresando en la llamada "agenda digital" en España y cómo ello se refleja en la esfera de los servicios financieros minoristas.

La llamada *Agenda Digital para Europa* se creó en mayo de 2010 y, como indica la propia

Comisión Europea (2014), se hizo para "impulsar la economía europea aprovechando las ventajas económicas y sociales sostenibles del mercado único digital". En aquel entonces se señalaba que aunque 250 millones de europeos usan Internet a diario, había aún muchos millones que nunca lo han utilizado. El horizonte se ponía entonces en 2020, año para el que se espera que se hayan creado 16 millones de puestos de trabajo que requerirán competencias en tecnologías de la información y las comunicaciones. Se ofrecían, además, otros datos anecdóticos ilustrativos. Por ejemplo, que por cada dos puestos de trabajo perdidos "en el mundo real", la economía de Internet crearía cinco. O que la que la mitad del aumento de la productividad en la economía europea se debe a la inversión en tecnologías de la información y las comunicaciones.

En relación al objetivo de esta nota, hay elementos de la agenda digital y de sus indicadores que resultan esenciales para determinar el grado de avance de una de sus manifestaciones, la financiera. El 24 de febrero de 2015 la Comisión Europea publicó un nuevo indicador agregado para medir el avance las telecomunicaciones y el desarrollo de la sociedad de la información en los Estados miembros, el Índice de la Economía y la Sociedad Digitales (DESI, por sus siglas en inglés). El DESI es un indicador compuesto que evalúa cinco áreas o dimensiones: conectividad, capital humano, uso de Internet, integración de las tecnologías digitales, y servicios públicos digitales. A su vez, cada una de estas áreas dispone de varios subindicadores específicos. Es importante señalar que la mayor parte de estos indicadores son puntuaciones relativas para construir el indicador global, por lo que su principal utilidad es a efectos comparativos entre países y para medir el progreso a lo largo del tiempo. En este artículo se repasan cada una de estas cinco dimensiones de forma agregada, como elementos básicos de digitalización "general" que condicionan la financiera. Posteriormente, se analizan tres subindicadores: las compras en Internet, los usos de la digitalización en el mundo empresarial y el uso de banca *online*. Finalmente, se analizan algunas dimensiones de la digitalización financiera en España a partir de la

encuesta desarrollada por IMOP para Funcas (véase https://www.funcas.es/_obsdigi_/) entre 3.005 residentes y se reportan las estimaciones para los mismos en el horizonte 2017-2020.

Comparativa europea: el progreso de los últimos tres años

Los cinco ámbitos que cubre el indicador DESI general se definen del siguiente modo:

- Conectividad: banda ancha fija, banda ancha móvil, velocidades y precios de la banda ancha.
- Capital humano: uso de Internet, competencias digitales básicas y avanzadas.
- Uso de Internet: uso por parte de los ciudadanos de los contenidos, las comunicaciones y las transacciones en línea.
- Integración de la tecnología digital: digitalización de las empresas y comercio electrónico.
- Servicios públicos digitales: administración electrónica.

El resultado DESI global se obtiene como suma de las puntuaciones en cada uno de los cinco apartados. Según indica el DESI en su edición 2017 (véase Comisión Europea, 2017), España se sitúa en la decimocuarta posición entre los 28 Estados miembros con una puntuación global de 0,54. El análisis de DESI para nuestro país sugiere que, en su evolución temporal “España ha obtenido mejores resultados en todas las dimensiones medidas, excepto en lo relativo al capital humano, ámbito en el que obtuvo un resultado peor al registrado el año pasado a pesar de haber experimentado un crecimiento firme en el número de graduados en ciencia, tecnología, ingeniería y matemáticas (CTIM). Cabe destacar especialmente los resultados obtenidos por España en el ámbito de los servicios públicos digitales, si bien la dimensión en la que más ha progresado es la integración de la tecnología digital. A pesar de que, por lo general, los sectores público y privado de España están

progresando con rapidez hacia la integración de las tecnologías digitales, parece que algunos de los indicadores reflejan un bajo nivel de demanda por parte de los usuarios, con un menor nivel de crecimiento en las competencias digitales que obstaculiza el desarrollo en la dimensión correspondiente al capital humano”.

Tal y como sugiere la Comisión Europea (2017), “España pertenece al grupo de países de resultados intermedios”. La progresión entre 2014 y 2017 para los principales indicadores se muestra en el gráfico 1. En lo que se refiere a conectividad, aparece con una puntuación de 13,8 puntos en 2017, lo que supone un avance considerable desde los 11,1 puntos de 2014. Aun así, se sitúa por debajo del promedio de la UE-28 (15,7 puntos). La mayor puntuación se observa en Países Bajos con 20,4 puntos.

Con arreglo al Índice de la Economía y la Sociedad Digitales (DESI), España se sitúa en la decimocuarta posición entre los veintiocho Estados miembros de la Unión Europea, en el denominado “grupo de países de resultados intermedios”. La propia UE destaca los progresos alcanzados en el ámbito de los servicios públicos digitales, si bien la dimensión que más ha progresado es la integración de la tecnología digital.

En capital humano ligado a las tecnologías digitales, España se sitúa en 2017 en 14,7 puntos (desde los 10,5 puntos de 2014), por encima del 13,6 de la media de la UE. El mayor índice en este apartado corresponde a Suecia (19,1 puntos).

En uso de Internet, el progreso en España ha sido algo más modesto (6 puntos en 2017 frente a los 5,9 en 2014), por debajo de la media europea (7,1 puntos) y del mayor registro, que es el de Dinamarca (10,8 puntos).

En lo que se refiere a integración de tecnología digital (uso en empresas y comercio electrónico), la progresión ha sido notable (5,6 puntos en 2014

Gráfico 1

Principales dimensiones del indicador de digitalización europeo (DESI), 2014 y 2017

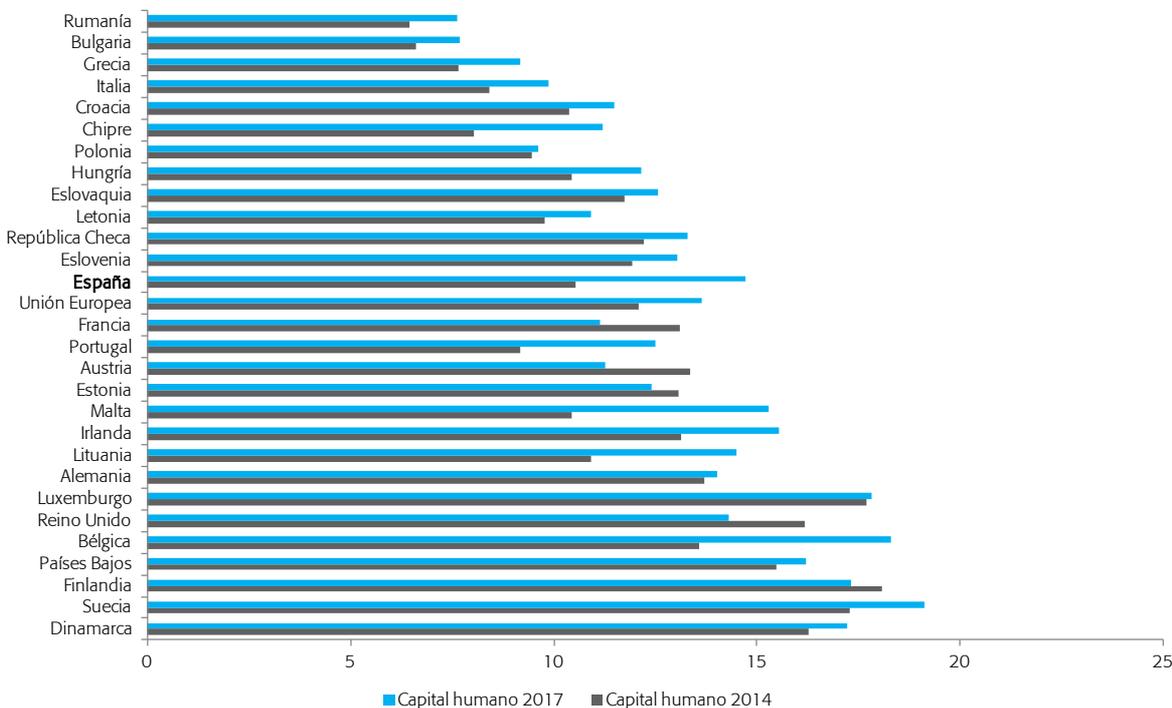
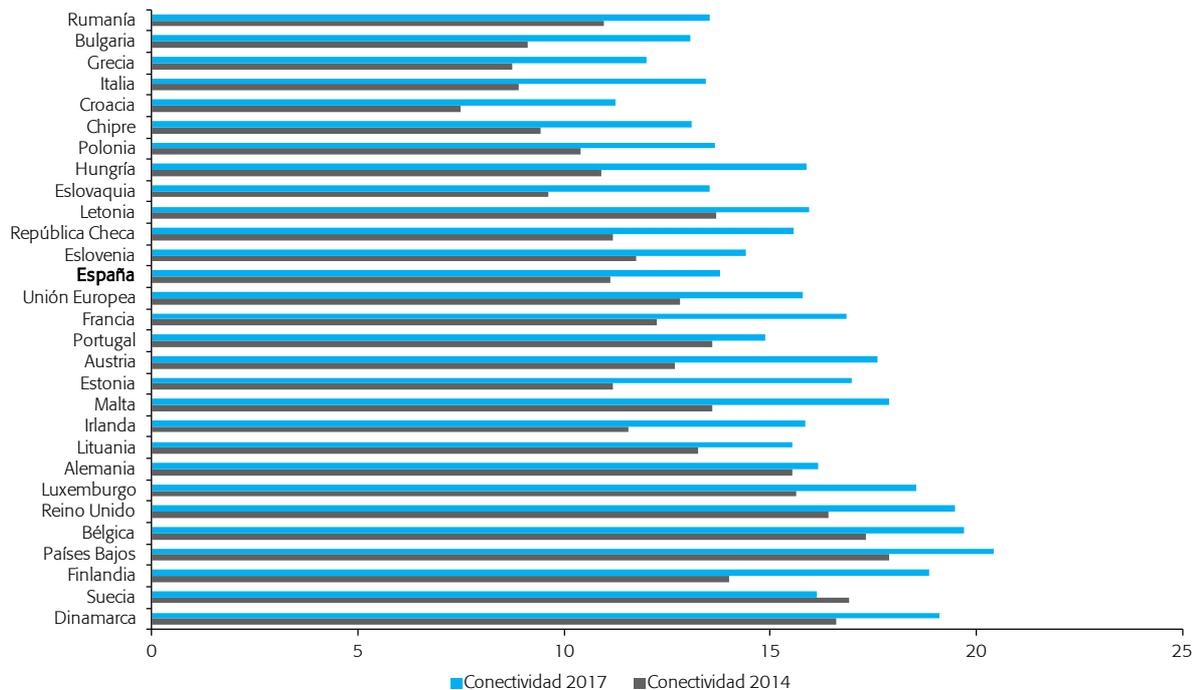


Gráfico 1 (continuación)

Principales dimensiones del indicador de digitalización europeo (DESI), 2014 y 2017

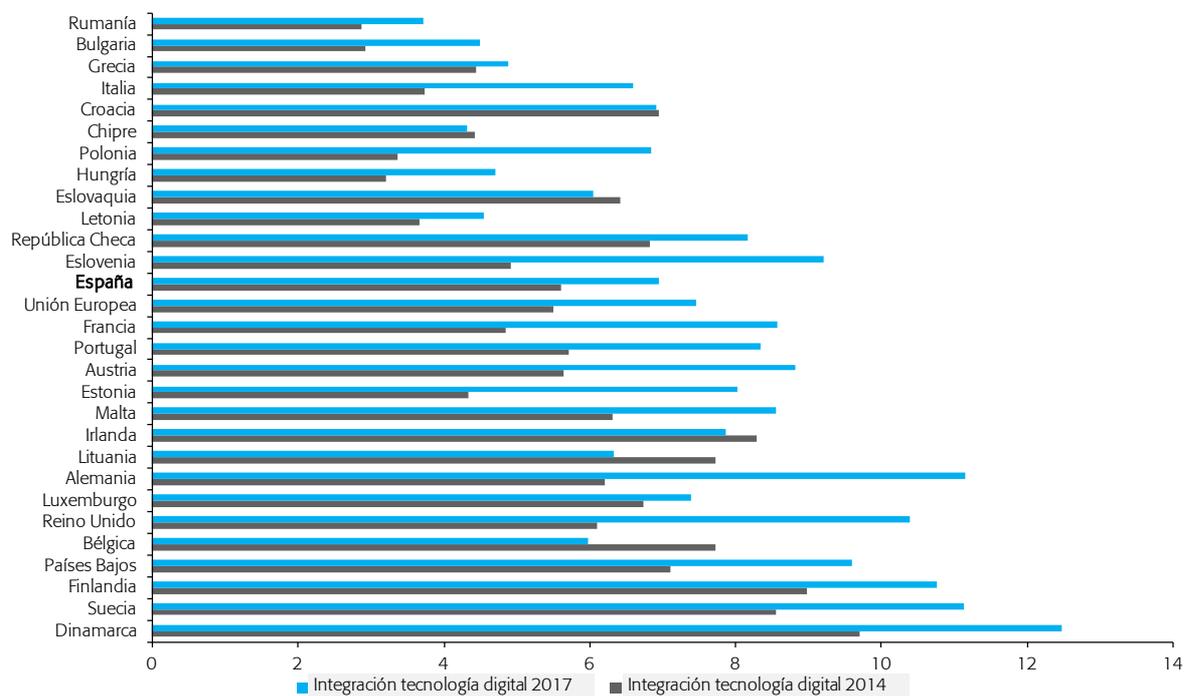
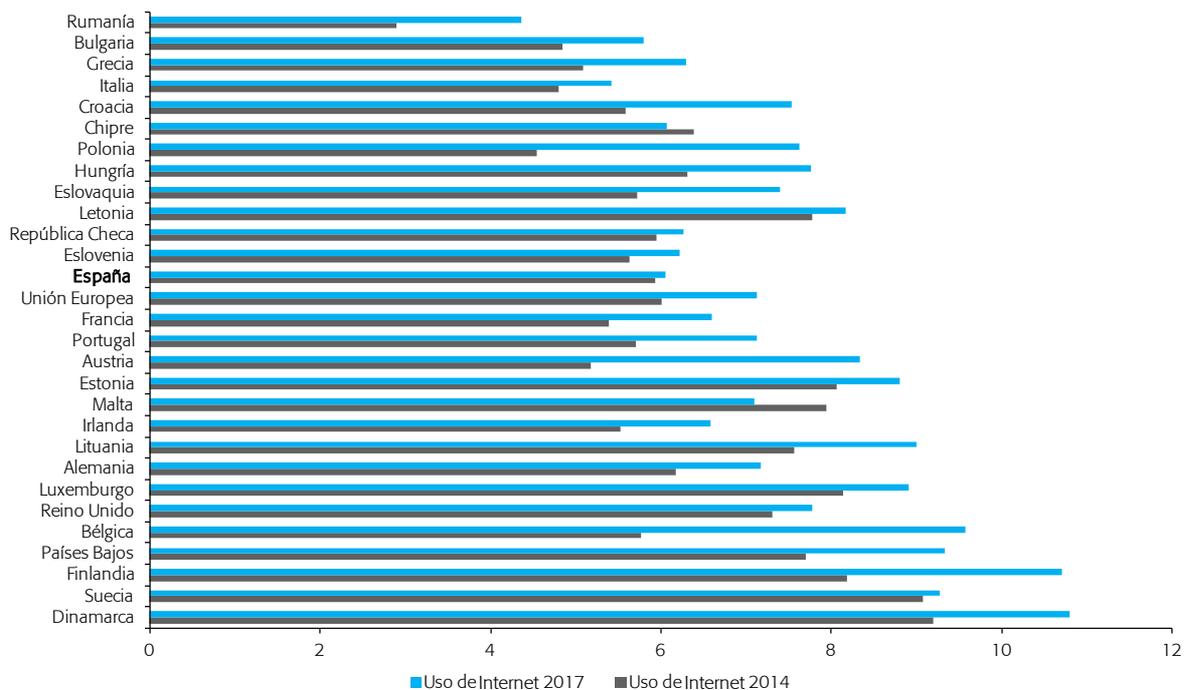
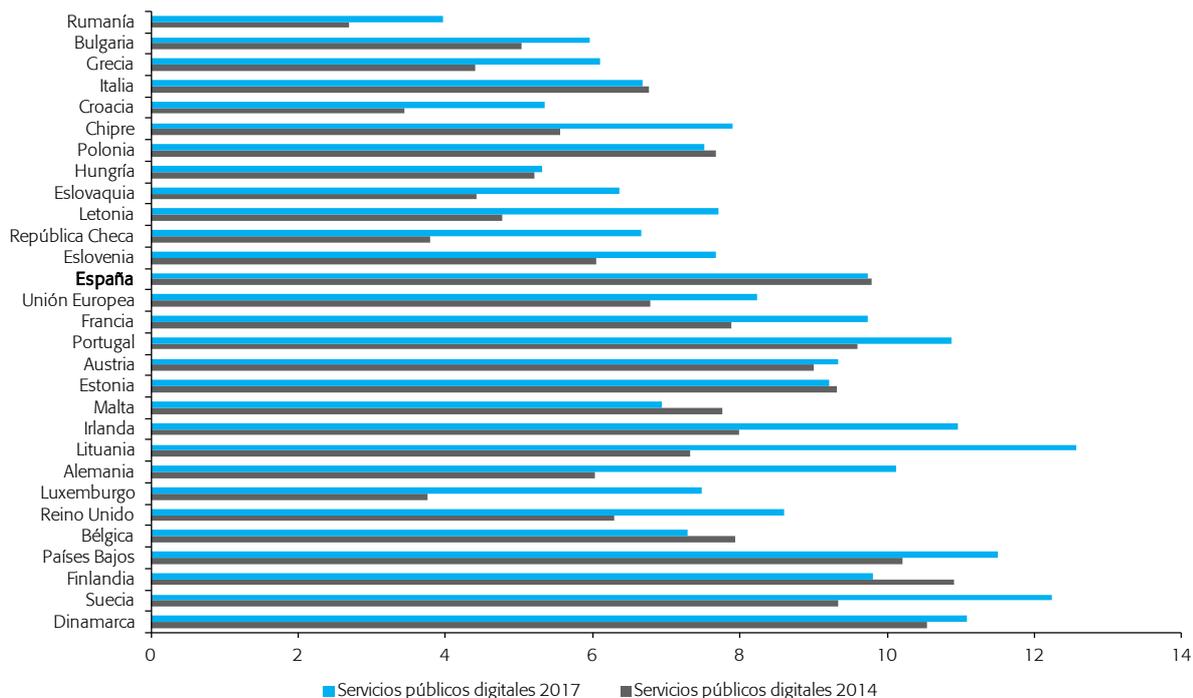


Gráfico 1 (continuación)

Principales dimensiones del indicador de digitalización europeo (DESI), 2014 y 2017



Fuente: Mercado Único Digital, Indicadores DESI (Comisión Europea).

a 6,9 puntos. en 2017) aunque España se mantiene aún por debajo de la media (7,4 puntos) y alejada de países como Dinamarca (12,5 puntos).

Finalmente, la administración electrónica en los servicios públicos marca un registro destacado de España (9,7 puntos) respecto al promedio de la UE (8,2 puntos), si bien prácticamente no ha habido avances desde 2014. Este apartado ha pasado a estar liderado por Lituania (12,6 puntos.). En general, resulta apreciable el progreso realizado por algunos países del este europeo en todos los apartados.

Entre los subíndices del DESI relacionados con la perspectiva financiera de la digitalización se encuentra el de uso de Internet para compras *online* (gráfico 2). Resulta significativo en la medida en que determina, fundamentalmente, medios de pago electrónicos y, por lo tanto, transferencias electrónicas digitales o, al menos, una iniciación de transacción digital (aunque luego el pago no sea electrónico en algún caso). Este

indicador se mide en porcentaje. Se ha avanzado desde el 41,5% de 2014 al 55% de 2017. En todo caso, aún se está por debajo de la media de la UE, situada en el 66%.

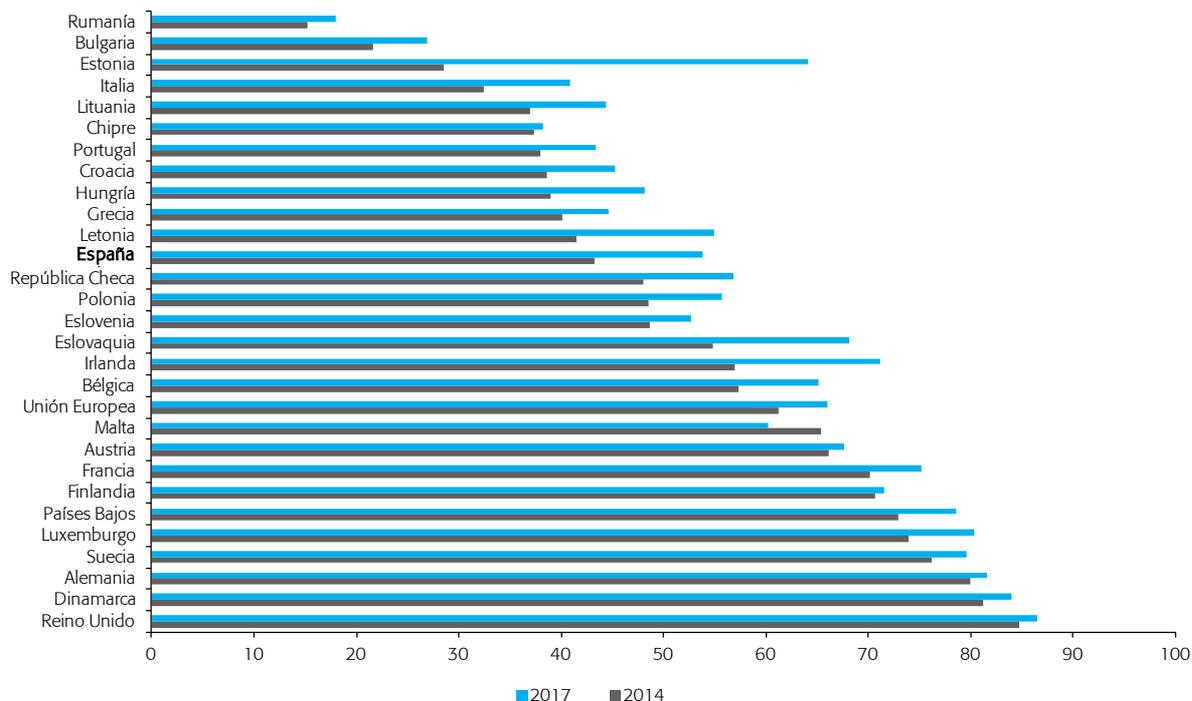
Un aspecto muy ilustrativo de los subíndices DESI para el ámbito económico y financiero se refiere al uso empresarial de servicios relacionados con la digitalización en cinco aspectos medidos por la puntuación relativa DESI que incorporan: compartir información electrónicamente, sistemas de identificación por radiofrecuencia (RDFI, tales como escáner de códigos QR, etc.), redes sociales, facturación electrónica y servicios en la nube (almacenamiento y seguridad remota). En el gráfico 3 se observa la posición relativa de España en estos aspectos en la UE-28.

En materia de información compartida por medios electrónicos, España puntúa con 11,7 puntos en 2017 desde los 10,4 de 2014, en el entorno del promedio europeo (11,9 puntos). En cuanto a los sistemas de identificación por radio-

Gráfico 2

Uso de Internet para compras, 2014 y 2017

(En porcentaje)



Fuente: Mercado Único Digital, Indicadores DESI (Comisión Europea).

frecuencia (RDFI) la posición española es de liderazgo, con 8,7 puntos en 2017 (5,7 en 2014), frente al 5,1 puntos de la UE. También destaca España en el uso de redes sociales por parte de las empresas, con 9,7 puntos (7,3 en 2014) frente a 8,1 puntos de la UE-28, un aspecto donde sobresale Reino Unido con 16 puntos. En facturación electrónica, España ha dado un salto cuantitativo llamativo, desde los 2,7 puntos de 2014 a los 10 de 2017, siendo la media de la UE 7,1 puntos. y el país más destacado en este aspecto Finlandia con 22,7 puntos. El último aspecto del uso empresarial de servicios digitales se refiere a la utilización de "la nube", donde España aparece algo rezagada (3,4 puntos en 2014 a 5,2 en 2017) siendo la media europea 5,4 puntos y el país más destacado Finlandia (16,1 puntos).

Como se señaló anteriormente, el DESI ofrece un subindicador especialmente relevante en mate-

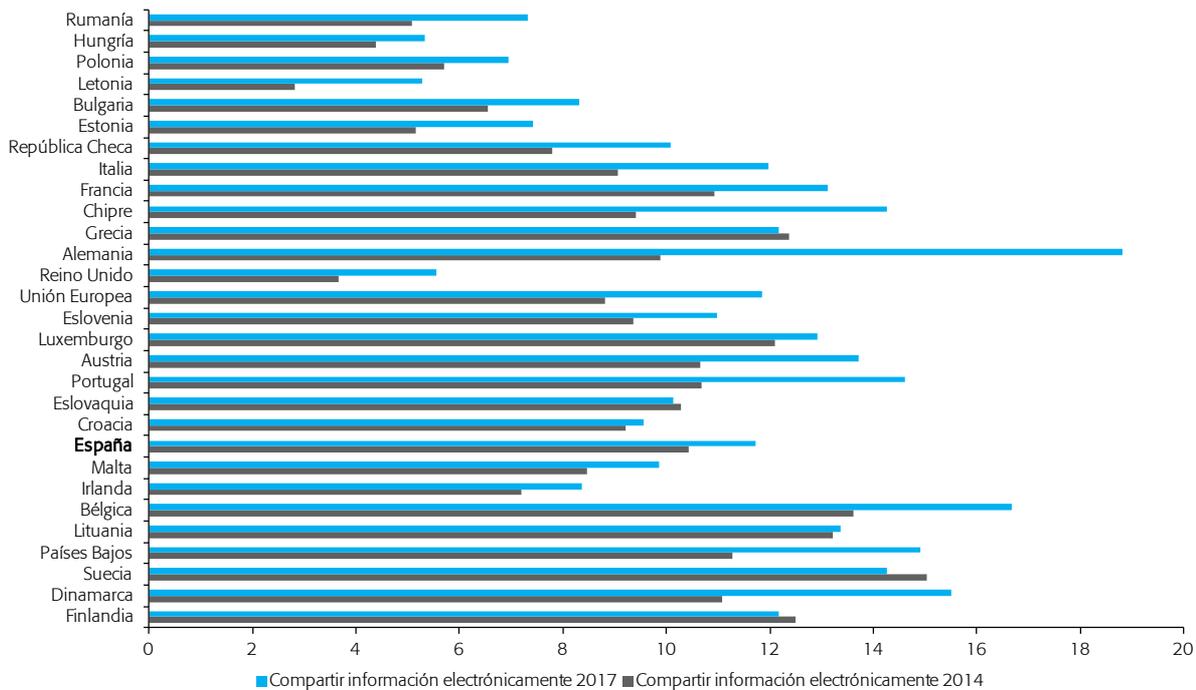
ria de digitalización financiera y se refiere al porcentaje de población que usa servicios bancarios *online* (gráfico 4). En España ha pasado de 45,9% en 2014 a 53,6% en 2017. Aun así, el promedio

En materia de digitalización financiera, el porcentaje de población que usa servicios bancarios online en España es del 53% en 2017, algo por debajo del promedio europeo, que se sitúa en un 59%, y en el que destacan países como Finlandia, Estonia, Holanda y Dinamarca, todos con más del 90% de población usuaria de banca online.

europeo es algo más elevado (59,2%). En este aspecto destacan de forma muy marcada países como Finlandia, Estonia, Países Bajos y Dinamarca, todos ellos con más del 90% de población usuaria de banca *online*.

Gráfico 3

Uso empresarial de la digitalización (puntuación DESI)



ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 260 | SEPTIEMBRE/OCTUBRE

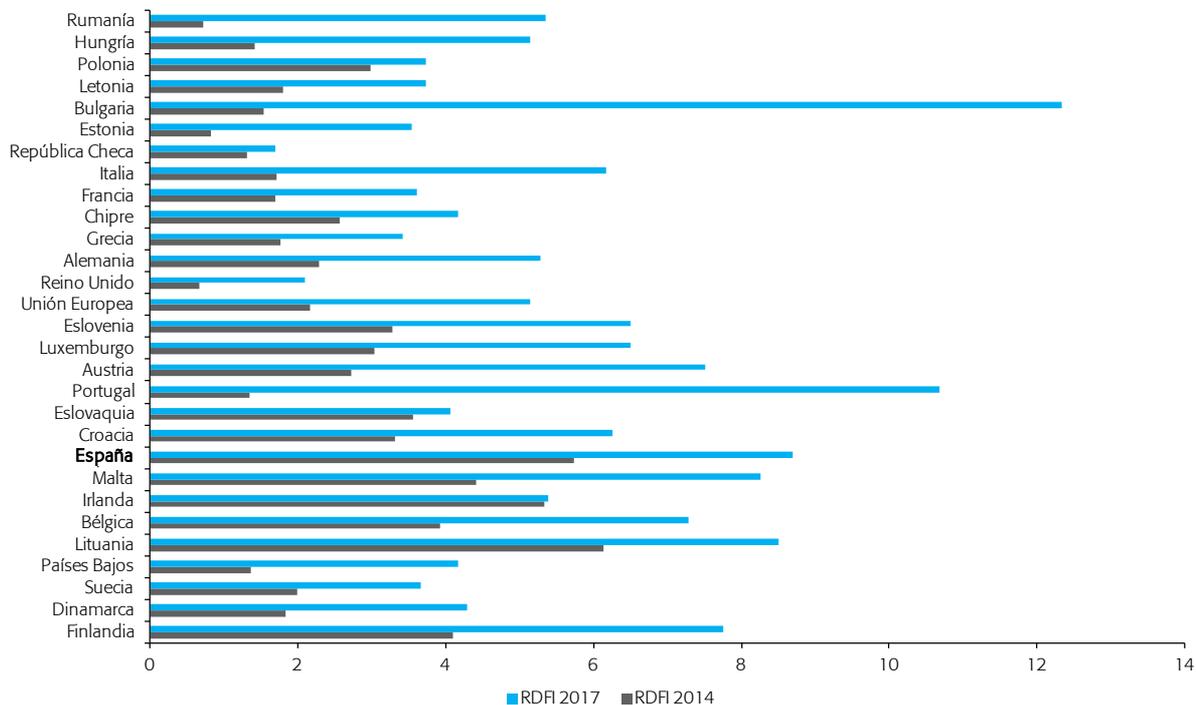


Gráfico 3 (continuación)

Uso empresarial de la digitalización (puntuación DESI)

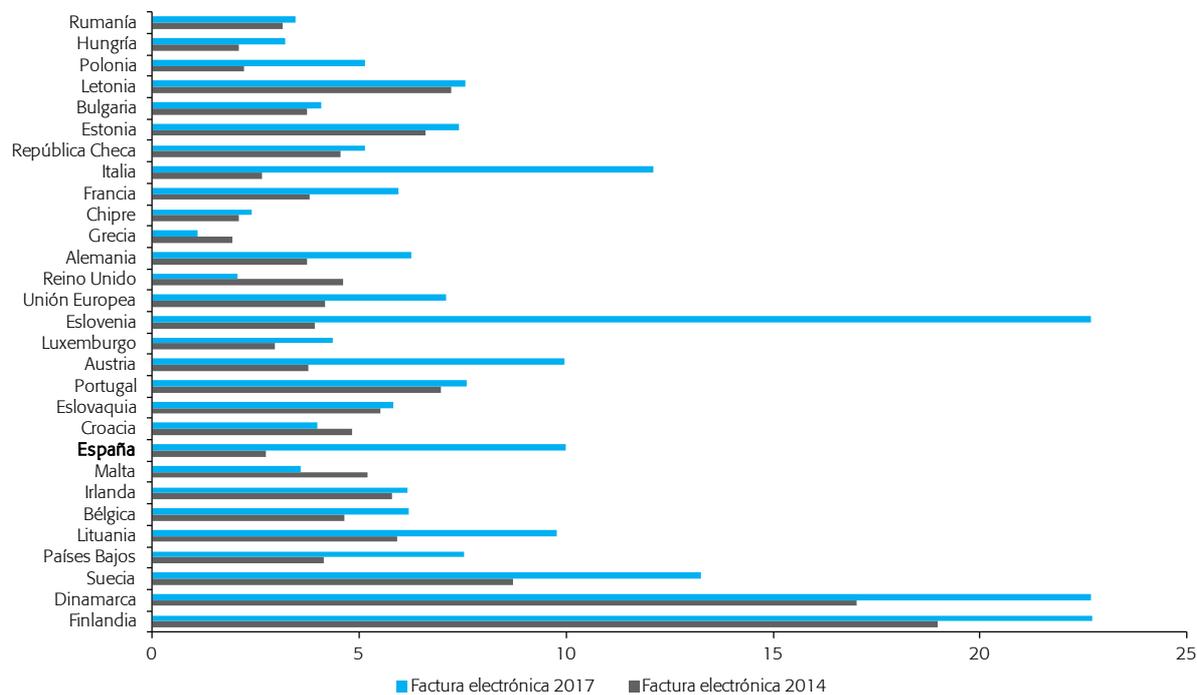
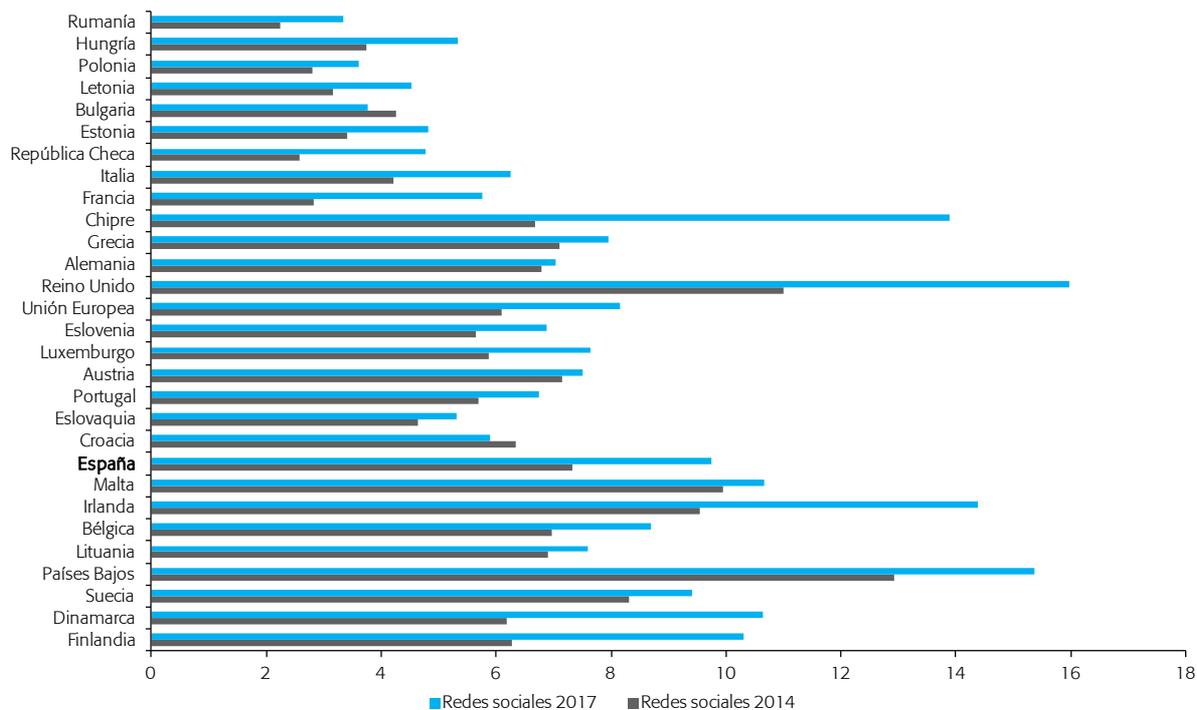
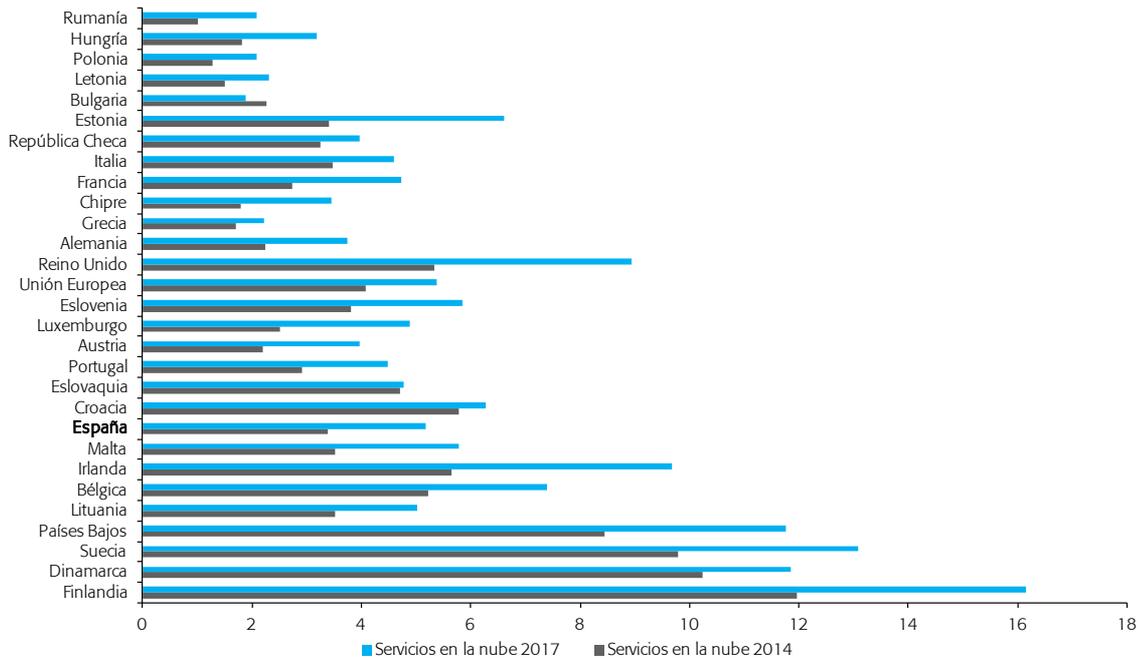


Gráfico 3 (continuación)

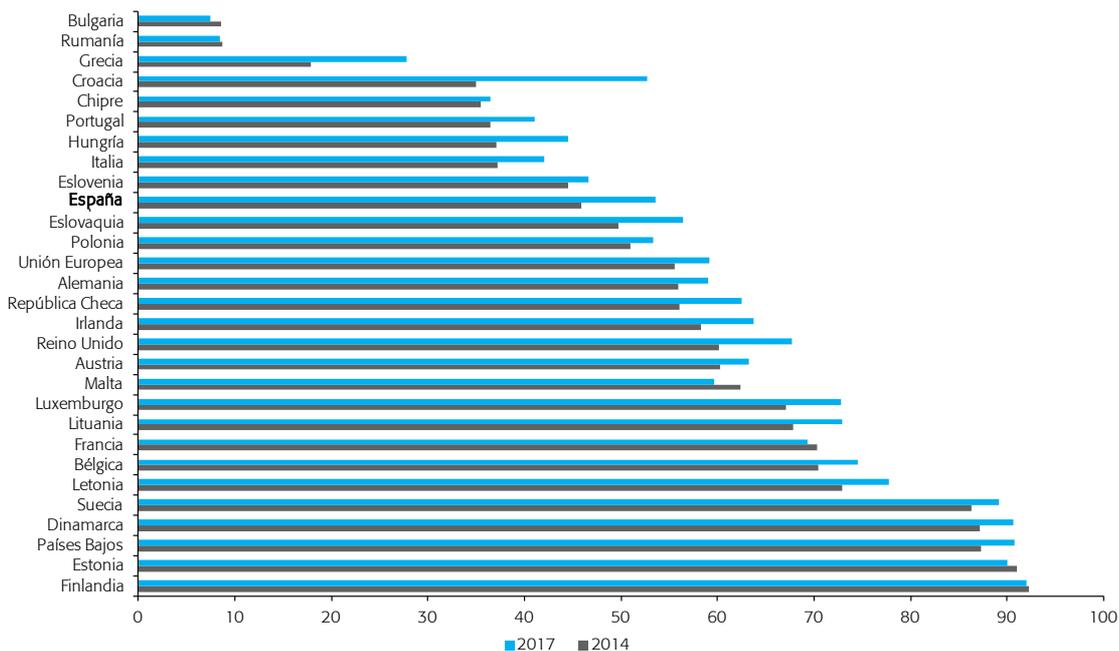
Uso empresarial de la digitalización (puntuación DESI)



Fuente: Mercado Único Digital, Indicadores DESI (Comisión Europea).

Gráfico 4

Porcentaje de población que usa servicios bancarios online, 2014 y 2017



Fuente: Mercado Único Digital, Indicadores DESI (Comisión Europea).

Proyecciones de la digitalización financiera en España, 2017-2020

En el apartado anterior se han puesto de manifiesto dos aspectos de la posición relativa de España en la UE-28 en materia de digitalización y, en particular, en su manifestación empresarial y financiera. Por un lado, España se sitúa en una posición intermedia en estos aspectos en Europa. Por otro, sin embargo, el avance es de los más señalados, lo que parece augurar que España pasará progresivamente a ocupar un lugar más destacado.

En este apartado se trata de proyectar en qué medida esa evolución puede manifestarse en lo que se refiere a digitalización financiera. Para ello, se parte de algunos indicadores de la encuesta de IMOP para Funcas a la que se ha hecho referencia anteriormente y que resultan especialmente relevantes para este propósito. A partir de estos indicadores, las proyecciones se construyen por relaciones identificadas entre los microdatos de la encuesta, la frecuencia de uso de Internet y algunas variables de corte sociodemográfico.

El punto de partida son los resultados para estos indicadores de 2016 obtenidos de la encuesta y que se muestran en el gráfico 5.

En lo que se refiere al uso del ordenador para banca *online*, destacan los porcentajes que se refieren a aspectos informativos (comunicación con la entidad bancaria con el 51,4% o consulta de saldos y movimientos con el 68,2%). El 50,9% declara realizar transferencias de una cuenta a otra y el 40,4% el pago de facturas. En banca móvil los porcentajes son significativamente menores para transferencias (27,6%) o pago de recibos y facturas (19,9%), siendo más elevado el uso a efectos de comunicación y consulta. Un 62% de la población no usa servicio de pago no bancario alguno, lo que deja a un 38% como usuarios de Paypal, Amazon, monederos electrónicos y otros servicios de pago *online* de este tipo. Es importante señalar que no solamente es relevante el uso sino su intensidad. El último indicador en el gráfico 5 trata de aproximarla midiendo el porcentaje de usu-

rios que realiza consultas o transferencias *online* semanalmente, mensualmente, anualmente o “nunca o casi nunca”. En este sentido un 44,2% de los usuarios realiza estas operaciones al menos una vez a la semana y un 20,3% mensualmente, lo que parece compatible con el 53,6% que la metodología DESI estima como usuarios de banca *online* en España.

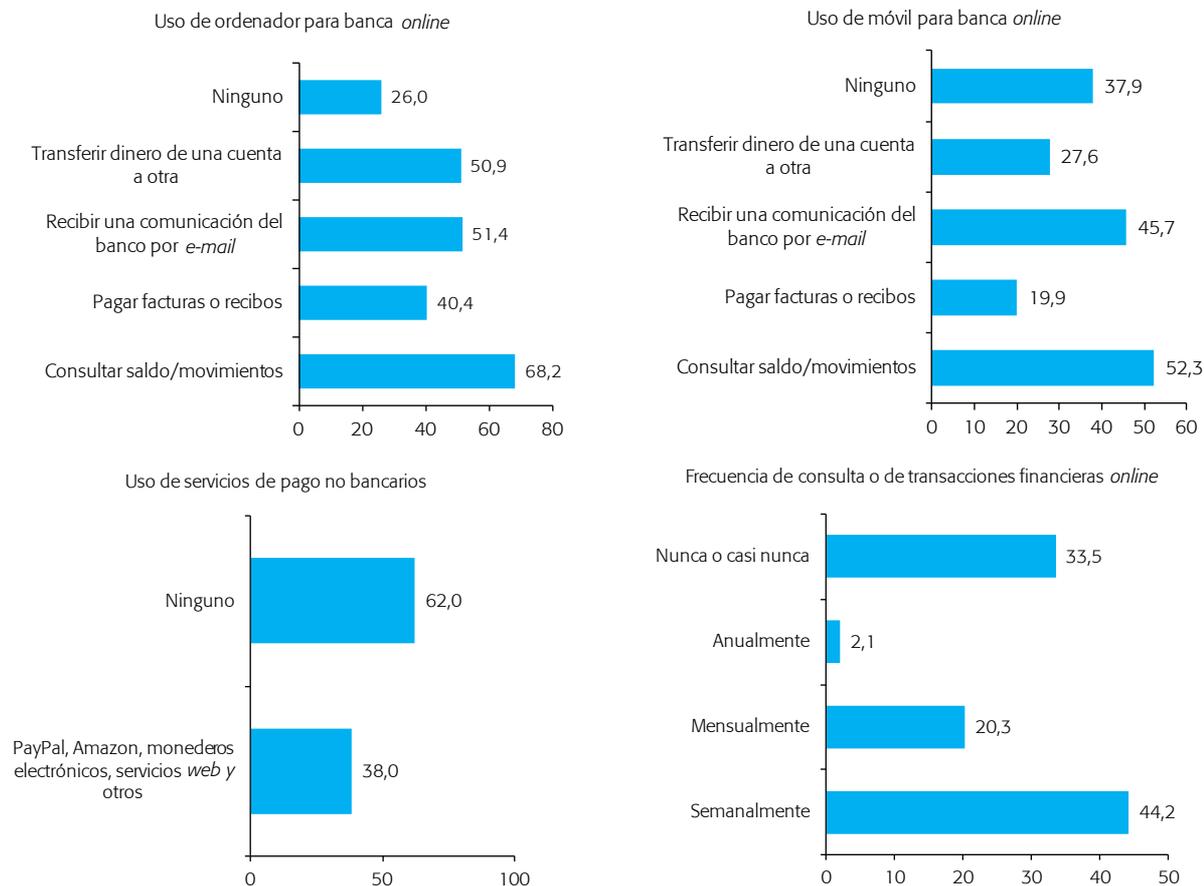
La metodología de estimación para las proyecciones cuenta con cuatro etapas:

- Primera etapa: el Instituto Nacional de Estadística (INE) ofrece un indicador sobre frecuencia de uso de Internet desde 2003 a 2016. Sus datos proceden de la *Encuesta sobre Equipamiento y Uso de Tecnologías de Información y Comunicación en los Hogares*. Esta encuesta permite distinguir por tramos de edad. Para nuestros propósitos, en la primera fase, se ajusta una tendencia no lineal a la serie desde 2003 a 2016 para estimar su evolución de 2017 a 2020.
- Segunda etapa: utilizando los microdatos de la encuesta de Funcas, se analiza la relación entre el uso de Internet (frecuencia de uso) y tres variables socioeconómicas: edad, tamaño de población e ingresos mensuales en el hogar. Se estima mediante un modelo *logit*. Esto permite contar con ponderaciones para cada individuo sobre cómo su realidad socioeconómica afecta al uso de Internet. Estos pesos se aplican a la proyección de frecuencia de uso de Internet del INE de la primera etapa para obtener una proyección ponderada para cada individuo en la muestra sobre su uso de Internet entre 2017 y 2020.
- Tercera etapa: utilizando los microdatos de la encuesta se estima la relación entre los cuatro indicadores de digitalización financiera que se quieren proyectar (uso del ordenador para banca *online*, uso de móvil para banca *online*, uso de servicios de pago no bancarios y frecuencia o consulta de transacciones financieras *online*) y el uso de Internet (frecuencia de uso de cada individuo). Estas

Gráfico 5

Indicadores de digitalización financiera en España, 2016

(En porcentaje)



Nota: "Uso de ordenador para banca *online*" y "Uso de móvil para banca *online*" muestran el porcentaje de población que declara cada uso, pudiendo por lo tanto solaparse, por lo que el total no suma el 100%. "Uso de servicios de pago no bancarios" ofrece la distribución entre usuarios y no usuarios, sumando ambos el 100%. "Frecuencia de consulta o de transacciones *online*" muestra el porcentaje para cada frecuencia temporal, sumando, por lo tanto, todos los usos el 100%.

Fuente: Observatorio de la Digitalización Financiera (ODF).

relaciones se estiman también mediante un modelo *logit*.

- Cuarta etapa: utilizando la estimación individual sobre uso de Internet de la etapa dos y las relaciones entre ese uso y las variables socioeconómicas de la etapa tres, se estima la evolución de los cuatro indicadores de digitalización financiera en el horizonte 2017-2020.

Las proyecciones se muestran en el cuadro 1.

Los resultados permiten obtener algunas conclusiones de interés:

En primer lugar, según nuestra estimaciones, en 2020 el 79,4% de los españoles realizará consultas o movimientos bancarios *online* en el ordenador, el 54% pagará facturas por esta vía y el 64,8% realizará transferencias bancarias. Esta estimación presenta, al menos, dos implicaciones de interés para la industria bancaria y para comprender cómo se está configurando la oferta de esta industria. Por un lado, parece que existe un

Cuadro 1

Proyecciones de indicadores de digitalización financiera en España, 2017-2020

	2017	2018	2019	2020
Uso de ordenador para...				
Consultar saldo/movimientos	71,1	73,9	76,6	79,4
Pagar facturas o recibos	43,4	46,1	49,2	53,9
Recibir una comunicación del banco por <i>e-mail</i>	53,2	55,2	59,6	64,2
Transferir dinero de una cuenta a otra	54,4	58,4	62,6	64,8
Ninguna	24,0	22,0	18,0	15,0
Uso de móvil para...				
Consultar saldo/movimientos	54,4	58,7	63,2	67,5
Pagar facturas o recibos	21,6	23,9	26,8	29,6
Recibir una comunicación del banco por <i>e-mail</i>	48,6	53,9	58,7	66,2
Transferir dinero de una cuenta a otra	28,8	30,3	35,9	39,7
Ninguna	35,0	32,0	28,0	24,0
Uso de servicios de pago no bancarios (% de usuarios)				
PayPal, Amazon, monederos electrónicos, servicios web y otros	40,2	43,7	47,9	53,2
Ninguno	59,8	56,3	52,1	46,8
Frecuencia de consulta o de transacciones financieras <i>online</i> (% del total en cada frecuencia)				
Semanalmente	47,2	52,6	55,3	59
Mensualmente	19,7	18,2	17,7	16,3
Anualmente	1,9	1,7	1,6	1,5
Nunca o casi nunca	31,2	27,5	25,4	23,2

Fuente: Observatorio de la Digitalización Financiera (ODF).

cierto trasvase de inquietudes entre los usuarios de servicios financieros *online*. La motivación inicial fundamental parece ser la consulta de saldos, algo que concuerda con los estudios que tradicionalmente se han realizado desde Funcas sobre cómo pagan los españoles y que indican que el control del gasto (en este caso, de los saldos) es fundamental. El salto se produce cuando se pasa de usos informativos o de consulta a usos más operativos que impliquen pagos o transferencias *online*. En todos los casos, estamos hablando de un avance en cuatro años que incorpora un 10% adicional de población a estos usos. La otra implicación de estas estimaciones es el proceso de transformación de la oferta –más digital y con menos oficinas–, para encontrar cierto sentido como respuesta a los cambios en la demanda. En todo caso, esta conclusión debe matizarse en la medida en que nuestra encuesta no recoge cómo afecta la digitalización a transacciones más relacionales y complejas (y con un componente humano

y de negociación más marcado) como, por ejemplo, las de préstamo.

Según nuestras estimaciones, en 2020 el 79% de los españoles realizará consultas o movimientos bancarios online en el ordenador, el 54% pagará facturas por esta vía y el 65% realizará transferencias bancarias. La motivación inicial parece ser la consulta de saldos, que da lugar con posterioridad a usos más operativos que implican pagos o transferencias online.

En segundo lugar, las estimaciones apuntan a que se espera que el móvil supere al ordenador a efectos de consulta de saldos y otra información bancaria. De nuevo, este cambio sugiere que los bancos están orientando gran parte de su oferta hacia aplicaciones en *smartphones* porque esa es la principal vía por la que se comunica y se

informa gran parte de la población. En todo caso, parece que el ordenador se entiende aún como un medio más seguro que el móvil (y, seguramente, que permite una consulta más pausada) para operaciones que no son meramente informativas e incorporan algún tipo de transacción financiera. En particular, en términos de transferencias o pago de facturas (39,7% y 29,6%, respectivamente) el uso del móvil habrá mejorado, pero será aún reducido en comparación al del ordenador.

Se espera que el móvil supere al ordenador a efectos de consulta de saldos y otra información bancaria. Sin embargo, parece que el ordenador se entiende aún como un medio más seguro que el móvil para operaciones que no son meramente informativas e incorporan algún tipo de transacción financiera.

En tercer lugar, la irrupción de operadores no bancarios en el ámbito de los pagos minoristas es notable. Según nuestras previsiones, los usuarios de servicios de pago no bancarios (Paypal, Amazon y similares) llegarán al 53,2% en 2020. Esto implica un reto competitivo para los bancos aunque, en cierta medida, también supone una oportunidad cooperativa que, en definitiva, aumenta las transacciones tanto en el lado bancario como en el no bancario, con independencia de quien las canalice. El desarrollo de la Segunda Directiva de Pagos europea (PSD2) es, sin duda, una avenida para la proliferación del uso de cuentas bancarias por parte de terceros.

Los usuarios de servicios de pago no bancarios (Paypal, Amazon y similares) llegarán al 53% en 2020. Esto implica un reto competitivo para los bancos aunque, en cierta medida, también supone una oportunidad cooperativa de aumento de las transacciones con independencia de quien las canalice.

Finalmente, en lo que se refiere a la intensidad de uso, el porcentaje de españoles que consul-

tará sus cuentas o realizará transferencias *online* al menos una vez a la semana llegará, según nuestras previsiones, al 59% en 2020. Este indicador puede sugerir, en apariencia, que España seguiría estando por debajo del promedio europeo en uso de banca *online*, según los indicadores de la llamada "agenda digital". Sin embargo, esos indicadores europeos se refieren a uso, con independencia de su frecuencia, mientras que el indicador que proyectamos desde el Observatorio de la Digitalización Financiera se refiere a usuarios frecuentes, que hagan consultas u operaciones *online* al menos una vez a la semana.

Conclusiones e implicaciones

En esta nota se analizan los principales avances en materia de digitalización –y, en particular, su vertiente financiera– en España dentro del contexto europeo. Asimismo, se ofrecen proyecciones sobre el avance previsto de varios indicadores de digitalización financiera en España.

España aparece en el contexto europeo como un país en situación "intermedia" en cuanto a avance en la llamada agenda digital (no exclusivamente financiera), según la evaluación que realiza la propia Comisión Europea. No obstante, los indicadores europeos muestran que el progreso a lo largo de los últimos años está siendo considerable y que esto está afectando necesariamente a la creciente dimensión financiera de la digitalización. En particular, el sistema europeo de indicadores de digitalización (DESI) sugiere que el porcentaje de usuarios de banca *online* en España es del 53,6% en 2017.

Las proyecciones del Observatorio de la Digitalización Financiera que se ofrecen en esta nota sugieren que España seguirá avanzando en materia de digitalización financiera en los próximos años y que, como en otras ocasiones en el contexto histórico, el cambio irá impulsado no solo por la lógica transformación en la demanda que impone una sociedad y un ámbito laboral cada vez más digitales, sino por el esfuerzo de la oferta por transformar los servicios y productos a esas necesidades.

Tales previsiones parecen sugerir, al menos de manera tentativa, que una primera forma de adopción de usos financieros digitales se refiere a cuestiones informativas y/o de consulta; específicamente, a control de gasto y verificación de operaciones y saldos. Ese cambio va acompañado, con algo menos de incidencia pero también de forma creciente, por actividad *online* que implica un servicio transaccional, tal como el pago de facturas o la realización de transferencias. De forma ilustrativa, según las estimaciones del Observatorio, el 79,4% de los españoles realizará consultas *online* en el ordenador en 2020, mientras que el 54% pagará facturas por esta vía y el 64,8% realizará transferencias bancarias. Este aparente salto desde el uso *online* para consultas hacia la realización de las transacciones *online* de la suficiente magnitud como para que las entidades financieras estimulen aún más esa transición. Este cambio no se refiere únicamente a la reducción de oficinas, sino a un creciente protagonismo de los *smartphones* como dispositivos para usos financieros.

Las estimaciones parecen indicar, en todo caso, que existe una cierta percepción de mayor seguridad en el uso del ordenador frente al móvil para realizar transacciones, mientras que los *smartphones* van a ir reemplazando a los ordenadores como dispositivos para consulta de información financiera. Las previsiones del Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas señalan que las transferencias o pago de facturas por móvil aumentarán hasta 39,7% y 29,6%, respectivamente, en 2020. Aunque esa progresión estimada es considerable (alrededor de 10 puntos porcentuales de avance en cuatro años), quedará aún un margen

de crecimiento importante para la penetración de los servicios financieros a través del móvil en España a partir de ese horizonte.

Cabe señalar también que la penetración de operadores no bancarios es notable y, según las estimaciones, llegará al 53,2% en 2020. En todo caso, ese uso se limita, de forma principal, al ámbito de los pagos. El margen de las entidades financieras para ofrecer servicios financieros más amplios más allá de los pagos (aun siendo estos de gran relevancia) es amplio. Así, se estima que el porcentaje de españoles que consultará sus cuentas o realizará transferencias *online* al menos una vez a la semana llegará al 59% en 2020. El análisis de esta nota parece sugerir que existe margen para acelerar las tasas de adopción de banca y, en general, de actividad financiera *online*, en la medida en que se pueda trasladar una percepción de reducido riesgo en los usos de la digitalización frente a las formas tradicionales de interacción (principalmente, oficinas) en servicios financieros minoristas.

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2014), *Comprender las políticas de la Unión Europea: Agenda Digital para Europa*, Luxemburgo, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea.
- (2017), “Informe sobre el progreso digital en Europa (EDPR) 2017: Perfil de España”, *Digital Single Market*. Disponible en (<https://ec.europa.eu/digital-single-market/scoreboard/spain>).

Activos dudosos: flujos de entrada y salida

David Ruiz Castaño y Fernando Rojas Traverso*

El todavía elevado volumen de activos dudosos presentes en el conjunto del sistema bancario europeo es una de las principales preocupaciones de las instituciones europeas, siendo la reducción de los mismos uno de los objetivos más relevantes de los próximos ejercicios, debido al importante lastre que suponen para la generación de rentabilidad. En España, la morosidad alcanzó niveles muy elevados, principalmente por la crisis inmobiliaria; pero desde 2014 se observa una importante mejora de la calidad crediticia que, unida a los procesos de recuperación y al importante peso de las adjudicaciones de inmuebles, ha derivado en la caída de la morosidad.

Los activos improductivos (NPL, por sus siglas en inglés) continúan siendo uno de los principales lastres para la generación de rentabilidad en el sector bancario dentro de la Unión Europea, ya que ascienden a un montante de 900.000 millones de euros a diciembre de 2016. Distintos organismos europeos se han hecho recientemente eco de esta situación, planteando diversas soluciones para adelgazar los balances bancarios de activos dudosos. Por otro lado, el FMI (2017a) en las conclusiones preliminares de su informe sobre España señalaba que aunque se ha realizado un importante esfuerzo en el sistema bancario español para la limpieza de esta tipología de activos, aún continúa habiendo entidades con un porcentaje elevado de activos dudosos, acorde a lo definido por otros organismos en los últimos trimestres.

En este artículo, se analiza la evolución de estos activos en el sector bancario español, atendiendo

a los flujos de entradas y salidas para desgranar lo máximo posible qué factores tienen más peso en la mejora de la calidad de los activos observada en los últimos años y qué se puede esperar en los próximos ejercicios.

Las principales conclusiones obtenidas del análisis son las siguientes:

- Clara reducción de las entradas en mora (-15% interanual en 2016), consistente con la mejora del ciclo económico y el descenso de la tasa de paro, tendencia que esperamos que se mantenga en los próximos ejercicios a nivel agregado.
- Elevado peso que todavía tienen las adjudicaciones y los traspasos a fallidos en las salidas de dudosos (65% de las mismas en 2016).

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Atendiendo a nuestras previsiones, para los años 2017 y 2018 esperamos que:

- Las entradas en mora continuarán disminuyendo de la mano de la evolución positiva del ciclo económico, aunque a menor ritmo del observado en los últimos ejercicios, toda vez que la actividad crediticia va experimentando una clara mejora, y la nueva concesión puede llevar a incrementos de morosidad en según qué segmentos.
- Los traspasos a adjudicados y fallidos también se irán reduciendo de forma paulatina.
- En términos agregados, la caída de la morosidad va a seguir siendo la mejor noticia para las cuentas de resultados de las entidades.

Preocupación a nivel institucional

Los activos improductivos han recibido en los últimos meses la atención de diversas instituciones de la Unión Europea así como de organismos internacionales. Entre ellos, destaca en primer lugar el Consejo de la UE (2017), que el pasado día 11 de julio adoptó un plan de acción para la reducción de los activos improductivos. En segundo lugar, debe también señalarse que, dos días después, el Parlamento Europeo (2017) emitió una breve nota informativa (*briefing*) sobre el estado de la cuestión.

En este sentido, la ratio que presenta España (véase el cuadro 1) no está en la peor posición en relación con los demás países de la Unión Europea, aunque sí está situada por encima de la media de la Unión Europea (5,7% frente al 5,1%). Esta ratio se deriva de las cuentas consolidadas de las entidades españolas; si se tuvieran en cuenta los datos a nivel individual, sería más elevada, alcanzando el 8,8% a mayo de 2017 y si, además se añadiesen dentro del análisis los activos adjudicados, la tasa llegaría al 14,8%, como resultado de la singularidad española derivada de la crisis inmobiliaria.

En definitiva, se trata de un problema relevante en el conjunto del sistema bancario europeo, al

que se debe dar una solución adecuada, no solo pensando en el pasado, sino también en el futuro ya que un gran volumen de activos improductivos impacta en la generación de rentabilidad de las entidades.

Los altos niveles de activos improductivos imperantes en los países de la Unión Europea han provocado que diferentes instituciones centren su atención en este problema, considerado como uno de los principales obstáculos para la generación de rentabilidad en el sector bancario.

Entre otras, las medidas que se han propuesto van desde una mejora de la supervisión generalizada, hasta la creación de un mercado secundario eficiente, incluyendo el traspaso de estos activos a sociedades de gestión como la Sareb en España.

Cuadro 1

Tasa de mora por países, junio de 2016

Países	Crédito (Miles de millones de euros)	Activos dudosos (Miles de millones de euros)	Ratio de morosidad (%)
Bélgica	429	16	3,62
Alemania	2.718	66	2,44
Irlanda	213	38	17,75
Grecia	242	114	47,05
España	2.324	134	5,74
Francia	3.821	150	3,92
Italia	1.664	270	16,24
Chipre	52	21	40,27
Lituania	17	1	4,06
Luxemburgo	74	1	1,53
Malta	12	1	4,67
Holanda	1.785	44	2,44
Austria	341	21	6,09
Portugal	183	36	19,82
Eslovenia	15	3	16,82
Finlandia	269	4	1,49

Fuente: Banco Central Europeo, Afi.

Las principales iniciativas adoptadas por otros órganos de la Unión Europea van en la dirección del plan de acción aprobado por el Consejo de la Unión Europea, y se resumen en los siguientes puntos:

- Consulta pública de la Comisión Europea sobre mercados secundarios de préstamos dudosos.
- Revisión de los regímenes de préstamos dudosos en los países de la eurozona y guía sobre la gestión de los mismos propuesta por el Mecanismo Único de Supervisión (MUS).
- Informe desarrollado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico sobre posibles soluciones, con cinco principios de alto nivel.

Además de los organismos europeos mencionados, la preocupación trasciende a nivel internacional, por las características que presenta el sistema bancario europeo. En este sentido, organismos como el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2017) ha emitido recientemente unas orientaciones sobre unas definiciones comunes de riesgos dudosos, así como el Fondo Monetario

Internacional ha publicado diversos informes sobre la situación en los países de la Unión Europea (sobre Italia, véase por ejemplo, FMI, 2017b).

Activos improductivos en el sistema bancario español

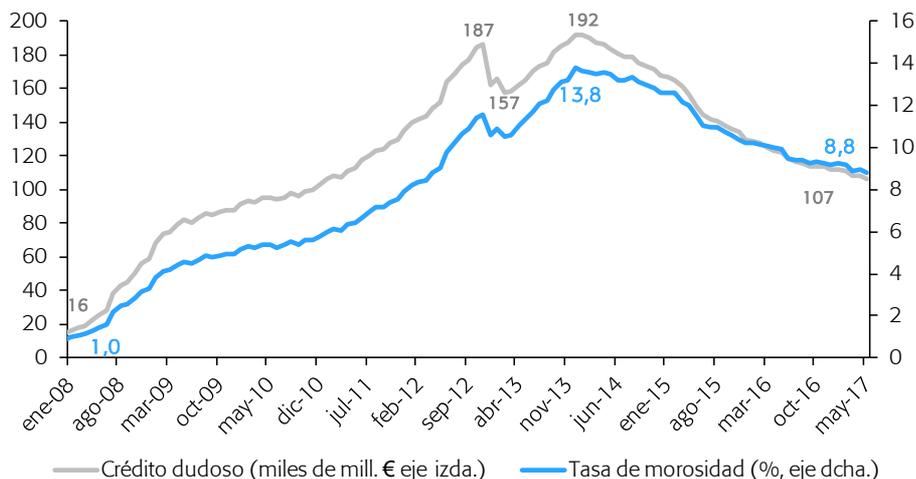
El sistema bancario español presenta una peculiaridad en relación a los activos improductivos: estos se dividen en activos dudosos –al igual que en Europa– y en activos adjudicados, en razón de la importancia que ha tenido el mercado inmobiliario en España.

La evolución del saldo dudoso ha estado marcada, en un primer momento, por el fuerte incremento de las nuevas entradas en mora, ligado al elevado desempleo, y ha ido corrigiéndose de la mano de la mejora macroeconómica y del mercado laboral.

Un activo se clasifica como dudoso por razones de morosidad cuando presenta noventa días de impago de alguna de las cuotas adeudadas de principal o intereses. En España, el saldo dudoso

Gráfico 1

Indicadores de calidad de activos, sector bancario español



Fuente: Banco de España, Afi.

para el conjunto del sector bancario se ha reducido muy significativamente en los últimos años, frente al incremento tan elevado que presentó en los años de crisis financiera.

El saldo de crédito dudoso aumenta por las entradas en mora, es decir, los nuevos préstamos que se encuentran en noventa días de incumplimiento durante el período a analizar, y disminuye por las salidas de dudosos, de tal forma que:

$$\text{Saldo inicial} = \text{Entradas brutas} - \text{Salidas brutas} = \text{Saldo final}$$

Las salidas de dudosos se pueden producir de cuatro formas: (i) por recuperaciones, la forma más positiva de reducción del saldo dudoso, que consiste en recuperar préstamos que se encuentran impagados y que vuelven a la situación normal; (ii) por traspaso a adjudicados, esto es, para los préstamos con garantía hipotecaria, la entidad se adjudica el bien inmueble que ejercía de garantía sobre el préstamo impagado; (iii) por ventas de activos dudosos, carteras que las entidades deciden vender a un tercero (normalmente, con importantes descuentos sobre su valor contable), y de esta forma eliminan estos activos de su balance; y (iv) por traspaso a fallidos, cuando la entidad considera que el préstamo impagado es irrecuperable y lo da de baja de su balance, asumiendo el 100% de la pérdida.

A lo largo de los peores años de crisis, el saldo dudoso aumentaba principalmente por el elevado volumen de nuevas entradas en mora, debido a la mala situación económica y al incremento de la tasa de desempleo, muy ligada a la tasa de morosidad. El mayor volumen de salidas que se producía era por adjudicaciones y por traspasos a fallidos, factor indicativo de que los impagos no se reducían, y de que la mejora era únicamente derivada de préstamos que se daban de baja una vez que estaban totalmente provisionados (y por tanto, la pérdida es asumida al 100% por el banco) o por las adjudicaciones de inmuebles y suelos en los préstamos hipotecarios y de construcción, respectivamente.

Sin embargo, desde 2014 la tasa de mora (cociente entre el saldo total de préstamos dudo-

so y el saldo total de crédito bruto) se ha ido reduciendo significativamente (gráfico 1). Esta reducción no ha venido por el lado del denominador, dado que el saldo agregado todavía no presenta crecimiento, sino por un descenso del numerador, esto es, del saldo de crédito dudoso. De manera coherente con la mejora del ciclo y con la reducción del desempleo, las entradas en mora han ido descendiendo de forma paulatina en los últimos trimestres, de acuerdo con los datos presentados por las entidades, mientras que la composición de las salidas ha estado muy influenciada por los traspasos a adjudicados, fallidos, y puntuales ventas de carteras, con menor peso de las recuperaciones, aunque ha ido creciendo en 2016 de la mano de la recuperación económica.

Flujos de entradas y salidas

Derivado de lo anterior, se expone a continuación el análisis sectorial realizado de los flujos de entradas y salidas de esta tipología de activos de los últimos ejercicios, a partir de información individualizada, ya que no se dispone de estadísticas agregadas.

En el análisis de los flujos dudosos se han considerado los siguientes aspectos:

- Se ha realizado un análisis granular de los segmentos de concesión crediticia para el sistema bancario español.
- Para dicho análisis, se ha recopilado la información del estado de "Distribución del Riesgo de Crédito" proporcionada por las catorce entidades más significativas del sistema.
- Se ha estimado el crédito dudoso por segmentos de las entidades a partir de la tasa de mora del sector, teniendo en cuenta el efecto estructura.
- A partir de las memorias y de los informes trimestrales de las entidades más significativas, hemos obtenido:
 - Las entradas de dudosos: obtención de la PD (Probabilidad de incumplimiento-

entrada en dudoso) a partir de los “Informes con Relevancia Prudencia” (IRP) de las entidades.

- Las salidas de dudosos: traspasos a adjudicados, fallidos y recuperaciones de dudosos. Además se han tenido en cuenta los siguientes supuestos:
 - Los activos adjudicados provienen de la parte garantizada de los segmentos de vivienda y construcción y promoción inmobiliaria.
 - Los pases a fallidos se relacionan con los segmentos no garantizados y con la parte remanente de los préstamos hipotecarios que excede al valor de la tasación.

El resultado de la aplicación de los supuestos explicados con anterioridad se expone en los gráficos 2 y 3, donde se puede apreciar el juego de entradas y salidas para el conjunto del sector, y las tasas de morosidad resultantes, tanto agregada como para los diferentes segmentos de crédito.

Como explicábamos anteriormente, las entradas se han ido reduciendo en los últimos ejercicios debido a la mejora de las condiciones macroeco-

nómicas, en tanto que las salidas han contribuido a la reducción del saldo de los activos improductivos. Sin embargo, se observa una ligera desaceleración del ritmo de salidas que muy probablemente

A partir de información publicada por las catorce entidades más significativas del sector, hemos analizado la evolución de los flujos de entrada y salida y las tasas de morosidad por segmentos resultantes, poniendo en evidencia el menor ritmo de entrada de nuevos dudosos, así como menores salidas derivadas de adjudicaciones y traspasos a fallidos.

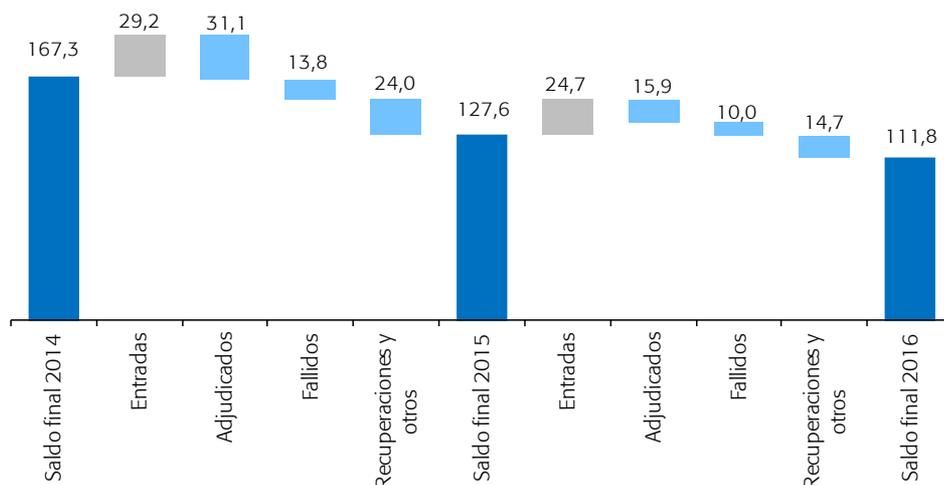
se prolongue en los próximos ejercicios, derivada de que la cantidad de activos improductivos cada vez es menor, hay menor ritmo de adjudicación de inmuebles y las recuperaciones orgánicas son más lentas porque los activos improductivos restantes son de peor calidad y, por tanto, más difícilmente recuperables.

En este sentido, tras analizar la evolución de los activos dudosos, se evidencia que la tasa de mora se ha reducido de manera generalizada en

Gráfico 2

Saldo dudoso del sector bancario: entradas y salidas

(Miles de millones de euros)

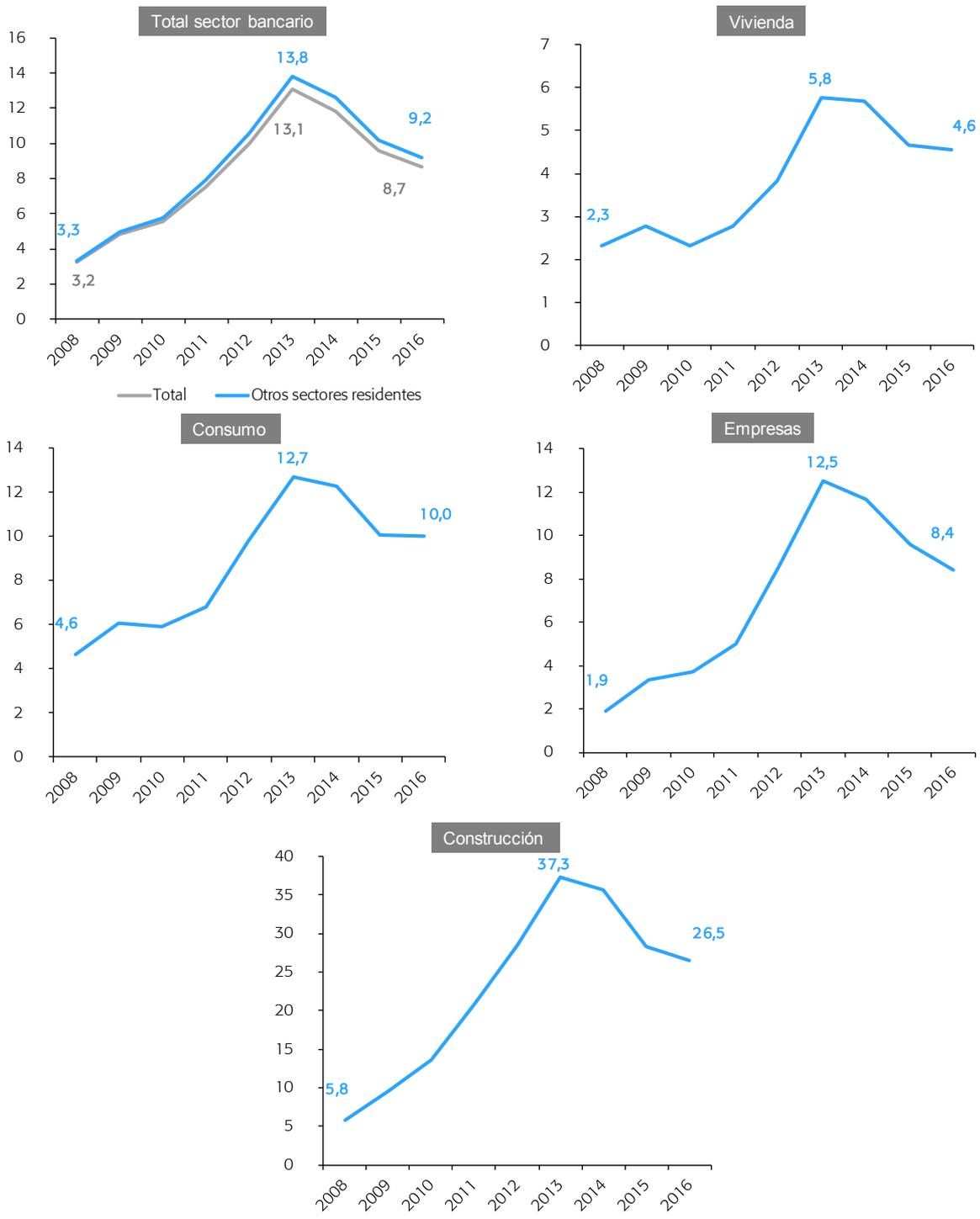


Fuentes: Banco de España, entidades y Afi.

Gráfico 3

Tasa de morosidad por segmentos del sistema bancario español

(Porcentaje)



Fuentes: Banco de España, entidades y Afi.

todos los segmentos, destacando especialmente la caída en empresas tanto las que pertenecen a la construcción y promoción como las relacionadas con otros sectores.

Cabe reseñar que para que se haya producido esta reducción resulta fundamental la evolución del ciclo y el efecto de las principales variables macroeconómicas, que han hecho posible que muy especialmente las pymes y el sector de la construcción recuperen parte de la calidad perdida durante la crisis financiera.

Conclusiones

En el entorno actual de difícil generación de rentabilidad, influenciado por los bajos tipos de interés, la reducción del elevado volumen de activos improductivos supone una tarea fundamental para las entidades financieras, preocupación compartida por las autoridades europeas.

España ha sido uno de los países donde la morosidad ha alcanzado niveles más elevados, debido principalmente a la crisis del sector inmobiliario, característica idiosincrática del sector español en los últimos años. Sin embargo, desde 2014 se ha observado una importante mejora en la calidad crediticia, debido principalmente a la positiva evolución de las variables macroeconómicas y del mercado laboral, que ha permitido que las nuevas entradas en mora se reduzcan con fuerza, y que ello, unido a la mejora de los procesos de recuperación y al todavía importante peso que juegan las adjudicaciones de inmuebles, derive en una caída de la morosidad.

Todavía quedan importantes esfuerzos por realizar, tanto en España como en el conjunto de la UE, para que cerca del billón de activos dudosos presentes en los balances bancarios se pueda reducir hasta niveles aceptables que permitan una mayor generación de rentabilidad. En ello se centrarán gran parte de los esfuerzos supervisores en los próximos ejercicios.

Referencias

- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2017), *Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposure and forbearance*. Disponible en <http://www.bis.org/bcbs/publ/d403.pdf>
- CONSEJO DE LA UE (2017), *Conclusiones del Consejo. Plan de acción para hacer frente a los préstamos dudosos en Europa*. Disponible en <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2017/07/conclusionesCE.pdf>
- FMI (2017a), *España: Declaración Final de la Misión De la Consulta del Artículo IV de 2017*. Disponible en <http://www.imf.org/es/News/Articles/2017/07/17/ms071817-spain-imf-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>
- (2017b), *Bank consolidation, efficiency, and profitability in Italy*. Disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/07/27/Bank-Consolidation-Efficiency-and-Profitability-in-Italy-45063>
- PARLAMENTO EUROPEO (2017), *Non-performing loans in the Banking Union: state of play*. Disponible en [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602072/IPOL_BRI\(2017\)602072_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602072/IPOL_BRI(2017)602072_EN.pdf)

El sector financiero español en Latinoamérica: una estrategia ganadora no exenta de riesgos

Francisco E. González*

El crecimiento de la inversión española en Latinoamérica entre los años noventa y la segunda década de este siglo solo ha sido superado por el de Estados Unidos, de modo que ambos países se sitúan muy por delante de cualquier otro en el *stock* de inversión realizada. Durante los años de la crisis, las empresas españolas obtuvieron allí importantes dividendos que les permitieron compensar parte de la caída del mercado doméstico. El sector financiero/bancario ha sido uno de los protagonistas en este proceso de internacionalización y, a diferencia de los bancos estadounidenses o británicos, los dos bancos globales españoles han mantenido sus inversiones en Latinoamérica. Factores como la joven estructura demográfica, la todavía baja tasa de bancarización o la escasa correlación de los ciclos económicos de la región con los de España favorecen la continuidad de las inversiones y sus expectativas de rentabilidad futuras. Sin embargo, la coyuntura político-económica configura un perfil de inversiones de relativamente alto riesgo/alta rentabilidad, de modo que la toma de decisiones de inversión debe considerar cuidadosamente las diversas y cambiantes condiciones de cada uno de los países.

Inversión extranjera directa de España en Latinoamérica desde la década de los noventa

La evolución general de la inversión extranjera directa (IED) en Latinoamérica desde la década de los noventa es la historia de una recuperación tras el desplome durante los años ochenta, la “década perdida” desde el punto de vista del crecimiento y desarrollo en la región. La crisis de la

deuda exterior que afectó a los países de la zona, dejando tras de sí graves consecuencias económicas y sociales, solo concluyó una vez que el Gobierno de Estados Unidos aprobó el Plan Brady de 1989, que preveía un mecanismo de canje con el fin de inyectar liquidez y reestructurar la deuda latinoamericana (tanto del sector público como de entidades del sector privado) en poder de los bancos estadounidenses y de los acreedores oficiales internacionales.

* Catedrático de Política Latinoamericana. The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS), Washington, D.C.

Desde la aplicación de dichas medidas, la entrada de IED en Latinoamérica creció exponencialmente en la década de los noventa, registró un aumento significativo, tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB, durante el ciclo 2000-2009 (con dos contracciones, inducidas por factores externos, en 2000-2002 y 2008-2009), y se ha mantenido relativamente estable en torno al 3,5% del PIB total regional en la etapa posterior a 2010 (CEPAL, 2017a: 36).

De un modo parecido a otras economías avanzadas, España comenzó a orientar sus inversiones de capital hacia Latinoamérica durante la década de los noventa. Dichos flujos tuvieron su apogeo a finales de los noventa-principios del nuevo siglo, y desde entonces se han mantenido por encima de los 5.000 millones de euros anuales.

Los datos que se muestran en el gráfico 1 respaldan esta narrativa: las oportunidades de inversión baratas y atractivas en la región eran numerosas, y las grandes empresas españolas las aprovecharon, sobre todo durante el periodo 1997-2002. A estos años se les ha dado en lla-

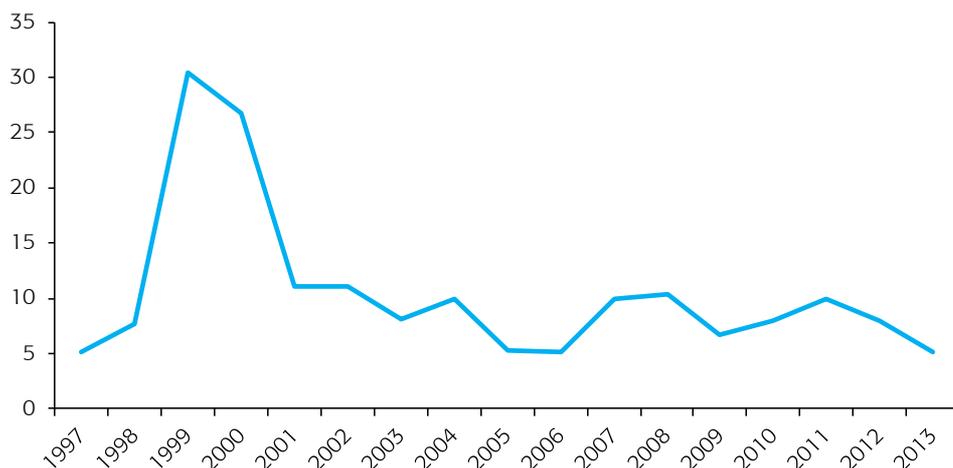
mar en Latinoamérica “el lustro perdido” por el entorno de bajo crecimiento, elevado desempleo y crisis financieras recurrentes que caracterizó a algunas de las mayores economías de la región, como Brasil y Argentina. Las principales grandes empresas españolas que apostaron por invertir en Latinoamérica fueron Endesa, Repsol, Iberia y Telefónica, mientras que, entre los bancos, destacaron Santander y BBVA. Más tarde, otros gigantes empresariales como Iberdrola, Unión Fenosa, Gas Natural y Aguas de Barcelona también buscaron hacerse un hueco en estos mercados (Casilda, 2007: 299-300). Dichas empresas son representativas de una diversa gama de sectores productivos de la economía española.

Pese a la desaceleración estructural registrada por la inversión extranjera de España en Latinoamérica a partir de 2002, y de los vaivenes al alza y a la baja desde entonces, la tendencia de la IED se ha mantenido relativamente estable en torno a una banda de 5.000-10.000 millones de euros de inversión total anual. En cualquier caso, la apuesta de las empresas españolas por los mercados latinoamericanos fue estratégica. Por ejemplo, para Endesa, sus inversiones en Latinoamérica

Gráfico 1

Inversión extranjera directa española en América Latina, 1997-2013

(Miles de millones de euros)



Fuente: Observatorio de Multinationales en América Latina, “América Latina”, <http://omal.info/spip.php?mot12> (consultado el 3 de agosto de 2017).

en la década de 2000-2009 representaron el 40% de sus activos totales. De forma similar, para Telefónica, o para Santander y BBVA, supusieron en torno al 30% de los activos totales (Casilda, 2007: 300).

El año 1999 marcó el máximo en cuanto a la IED total dirigida a Latinoamérica (no solo procedente de España, sino a escala mundial) como porcentaje del PIB de la región (4,7%). Durante el denominado “superciclo de las materias primas”, de 2004-2008, dicho porcentaje osciló en torno al 3%. El colapso financiero global de 2008-2009 provocó que los flujos de IED hacia Latinoamérica descendieran hasta cerca del 2,5%. Gracias a los estímulos fiscales y monetarios adoptados de forma coordinada en todo el mundo, la actividad económica repuntó con relativa rapidez y la IED en Latinoamérica se ha mantenido, con algunas fluctuaciones, alrededor del 3,5% de su PIB entre 2010 y 2017 (CEPAL, 2017a: 36).

El enfriamiento del superciclo de las materias primas desde 2012-2013 castigó con dureza a la región, creándose desde entonces una brecha cada vez más nítida entre las economías que mantuvieron una trayectoria buena o estable (Perú, Colombia) y las que salieron mal paradas o perdedoras (Venezuela, Brasil). Los flujos netos hacia la región han descendido interanualmente desde 2014, y solo en 2016 sufrieron una contracción cercana al 8% respecto a 2015 (situándose en casi 167.000 millones de dólares, frente a los 183.000 millones del año anterior) (CEPAL, 2017a: 36).

Desde 2002, y a pesar de los vaivenes al alza y a la baja, la tendencia de la inversión extranjera directa de España en Latinoamérica se ha mantenido relativamente estable en torno a una banda de 5.000-10.000 millones de euros de inversión total anual.

No obstante, pese a la continua incertidumbre y a las restrictivas condiciones crediticias dominan-

tes en la mayoría de los países de la región, los mercados de deuda ofrecen un buen barómetro aproximado de la mejora registrada en las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo en Latinoamérica. Así, tanto los soberanos como las empresas en Latinoamérica emitieron un gran volumen de bonos durante el primer semestre de 2017 –cerca de 75.000 millones de dólares, “la tercera mayor cantidad emitida en un semestre en la región” (CEPAL, 2017b:5)– y, pese a que las condiciones seguían siendo débiles –“dieciséis revisiones de la calificación soberana a la baja entre enero y julio, y seis al alza” (CEPAL, 2017b: 5)– el apetito por dicha deuda en los mercados de capitales internacionales ha sido alto.

El FMI prevé que el ciclo económico en Latinoamérica entrará por fin en una senda al alza en 2017-2018 y que ello irá acompañado de la salida de la recesión de algunas de las mayores economías, como Brasil y Argentina, mientras que otras, como México, Colombia, Chile y Perú, conservarán unos sólidos fundamentales macroeconómicos.

Dicho interés se explica por la continua búsqueda de rentabilidades elevadas por los inversores internacionales en un contexto de tipos de interés ultrabajos en EE.UU., Europa y Japón. Asimismo, las instituciones financieras internacionales que siguen de cerca las condiciones económicas de la región, como el FMI (2017), prevén que el ciclo económico entrará por fin en una senda al alza en 2017-2018, y que ello irá acompañado de la salida de la recesión de algunas de las mayores economías, como Brasil y Argentina, mientras otras, como México, Colombia, Chile y Perú, conservarán unos sólidos fundamentales macroeconómicos.

En la siguiente sección se plantea una breve revisión de las inversiones españolas en Latinoamérica comparadas con las de otras economías avanzadas.

Inversión española en Latinoamérica desde una perspectiva mundial

Latinoamérica ha sido el punto de entrada natural para la inversión extranjera española en los “mercados emergentes” desde los años noventa, en buena parte por los lazos lingüísticos y culturales que unen a España con la región. Si bien otros países europeos han tenido una presencia más prolongada y relevante en términos financiero-económicos en la historia reciente de Latinoamérica (aun sin contar con esas mismas afinidades)¹, el crecimiento de la inversión de España en Latinoamérica entre los años noventa y la segunda década de este siglo ha sido el más rápido de todos, solo por detrás del de Estados Unidos (UNCTAD, 2017: 57). De hecho, España

y Estados Unidos forman una categoría aparte por *stock* de inversiones en Latinoamérica (superior a los 100.000 millones de dólares).

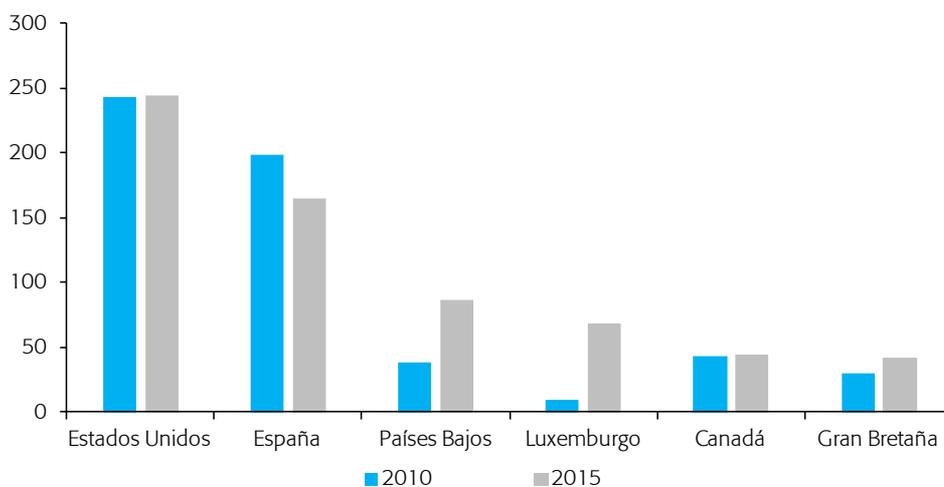
Además del enorme contraste en cuanto a tamaño de la inversión en Latinoamérica entre, por un lado, Estados Unidos y España, y por otro, el resto de países, el gráfico 2 también muestra que, durante el periodo, Estados Unidos mantuvo sus volúmenes de inversión media constantes, mientras que algunas economías, como Países Bajos y Luxemburgo, incrementaron los suyos, e inversores más pequeños como Canadá y Gran Bretaña también los mantuvieron constantes.

La excepción a esa tónica la puso España. Los datos concuerdan con el relato de la crisis, según el cual los países anglosajones y algunos países

Gráfico 2

Principales inversores de IED en Latinoamérica

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Datos elaborados por la UNCTAD (2017:57).

¹ Gran Bretaña, Francia y Alemania fueron las potencias dominadoras en los sectores financiero, industrial y minero en Latinoamérica en el siglo XIX. La banca británica, en particular, ostentó una posición líder en los mercados latinoamericanos tras la independencia de estos países de España (lo que ocurrió como muy tarde en 1824 en todas las colonias de habla hispana del continente) y de Portugal (el caso de Brasil, en 1822). Gran Bretaña y Francia fueron las potencias hegemónicas hasta las décadas de 1870-1880, fecha en la que Alemania, y en menor medida, Estados Unidos, empezaron a competir con las viejas potencias europeas. Está aceptado generalmente que Londres solo perdió su estatus como “capital financiera del mundo” a raíz de la Primera Guerra Mundial (1914-1918), y que, a partir de ese momento, Nueva York, y por extensión, Estados Unidos, se convirtieron en el punto de referencia para las finanzas del mundo en general, y de Latinoamérica en particular.

del norte de la eurozona han mostrado un comportamiento medio superior a los países del sur desde el inicio de la Gran Recesión (2008-2009). Como consecuencia, los países que han resistido mejor a la crisis han mantenido, o incluso aumentado, su exposición a las inversiones de alta rentabilidad/alto riesgo, en los mercados emergentes de Latinoamérica. En cambio, la necesidad de desalancamiento de los países más afectados por la crisis económica de la eurozona desde 2010 llevó a estos (y a sus empresas) a vender activos para reducir su deuda a fin de lograr contener, o al menos, estabilizar sus ratios de deuda sobre ingresos. Este es el caso de España, cuyo en otro tiempo vigoroso sector privado ha reducido su actividad e inversiones, tanto dentro del país como en el exterior.

Durante los años de la crisis, Latinoamérica ha proporcionado importantes dividendos a grandes empresas españolas que en el mercado doméstico se enfrentaban a una severa recesión.

Pese a todo, es indiscutible que la expansión de las empresas españolas en el mercado latinoamericano en las décadas de los noventa y primera de este siglo resultó beneficiosa para ellas. En particular, nadie esperaba los fuertes *shocks* negativos derivados de la Gran Recesión y las crisis de la eurozona. Como consecuencia de dichas perturbaciones, España cayó en una espiral de sobreendeudamiento-crisis de deuda-austeridad-retroceso económico y social. Mientras tanto, Latinoamérica, en promedio, se vio menos afectada por los efectos de la Gran Recesión, y su historial de crecimiento desde entonces es mejor que el de España, de tal forma que mientras las empresas españolas registraban pérdidas en Europa, Norteamérica y Asia, obtenían ganancias en Latinoamérica.

En el punto álgido de la crisis económica en España (2012-2013), la CEPAL (2013) consideró que "Latinoamérica había sido la tabla de salvación de las empresas españolas para enfrentar la crisis". Durante estos años, dos terceras partes de los activos exteriores de las empresas españolas

se encontraban en Latinoamérica. Y les rentaban jugosos dividendos. En 2011-2012, Latinoamérica representó más de la mitad de los beneficios netos para empresas como Telefónica, Iberdrola, Ferrovial, Santander y BBVA (Figueruelo, 2013).

La banca y otros sectores españoles con inversiones en Latinoamérica

Una primera observación sobre la posición relativa del sector bancario/financiero español en términos de su participación accionarial en Latinoamérica es que, pese a su considerable presencia e importancia, las participaciones accionariales del sector en dicha región son más pequeñas que las que mantienen las empresas españolas en otros sectores de actividad.

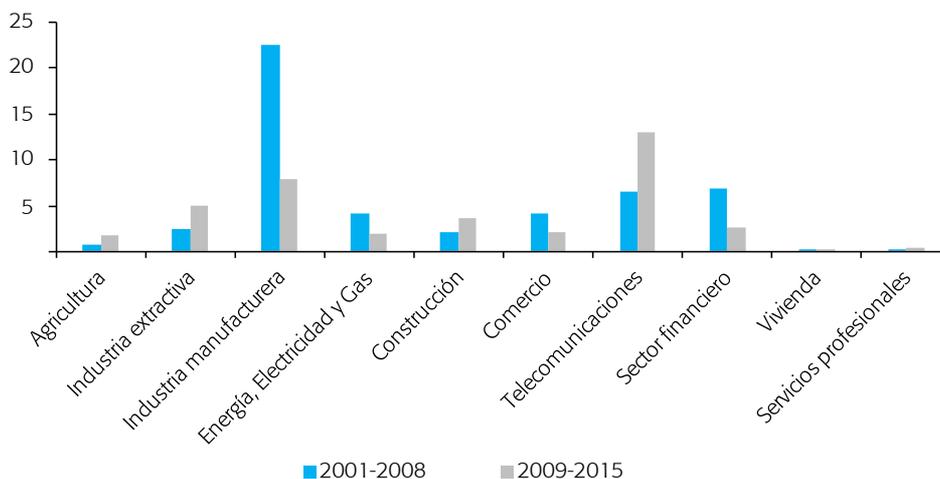
Desde que los desequilibrios financieros de la eurozona se propagaron a España a través de la crisis económica (con el contagio de las economías del sur de Europa tras declararse oficialmente la crisis de deuda en Grecia en 2010), el sector bancario/financiero español ha pasado a ocupar la tercera o cuarta posición en términos de su exposición y participación en el accionariado en Latinoamérica.

Como muestra el gráfico 3, hasta la Gran Recesión las inversiones del sector bancario/financiero español en Latinoamérica fueron prácticamente comparables en dimensión a las del sector de telecomunicaciones, compartiendo el segundo lugar como fuente de IED detrás del sector de industria manufacturera, este último con una cuantía más de tres veces superior a la de cualquiera de los otros dos. Tras la Gran Recesión y el estallido de la crisis en la eurozona, todos los sectores experimentaron retrocesos muy significativos de IED, salvo el de telecomunicaciones, que se anotó un aumento medio anual de casi el 40% en 2009-2015, en comparación con el ciclo previo a la crisis (2001-2008), y los de agricultura, construcción y servicios profesionales, que también crecieron en el segundo periodo, aunque solo de forma marginal. En el periodo posterior a la Gran Recesión, el sector de industria manufacturera experimentó la mayor caída, mientras que el de

Gráfico 3

Distribución sectorial de la IED española en Latinoamérica, antes y después de la Gran Recesión

(Miles de millones de euros)



Fuente: Arahetes y Gómez Bengoechea (2016).

industrias extractivas (minería) sufrió descensos medios anuales cercanos a los 6.000 millones de euros, y los de energía/electricidad y de actividades comerciales perdieron la mitad de su valor. El sector bancario/financiero no quedó al margen del debilitamiento de la IED durante los años posteriores a la Gran Recesión. De hecho, el valor neto del sector en términos de entradas de flujos/salidas de flujos se redujo en más de la mitad (Arahetes y Gómez Bengoechea, 2016).

Con independencia del sector, la suerte de la economía española en el mundo sufrió un fuerte revés como consecuencia de la crisis de la eurozona. Hasta el inicio de la crisis en 2008, España ocupaba la sexta posición mundial de los países que realizaban IED. Desde entonces, el país ha perdido posiciones, hasta situarse en el decimo-cuarto lugar en 2016 (Arahetes y Gómez Bengoechea, 2016).

Una segunda observación importante es que, para comprender correctamente la profunda caída registrada por los activos bancarios españoles en Latinoamérica antes del comienzo y con posterioridad a la Gran Recesión, hay que hacer

ciertas matizaciones. El primer periodo trajo dos adquisiciones de gran relieve: la de Bancomer, el principal banco de México, por BBVA en 2000, y la del grupo holandés ABN AMRO en 2007 por Santander, que de ese modo pasó a controlar el Banco Real do Brasil y entró de lleno en el mercado brasileño.

Una vez implantados firmemente en Latinoamérica, los dos bancos continuaron aumentando su inversión, aunque a ritmos menores, durante los años posteriores a la Gran Recesión. Los bancos españoles encontraron nuevas oportunidades durante los años de crisis gracias a la desinversión de los bancos estadounidenses (Citi) y británicos (HSBC) de algunas de sus actividades en Latinoamérica (Mendizábal, 2016). La razón de mantener el rumbo y seguir intentando descubrir oportunidades de crecimiento en Latinoamérica por parte de los dos bancos globales españoles es que, de media, las inversiones latinoamericanas resultan más rentables que cualquiera de las alternativas (es decir, la economía nacional, Europa continental, Estados Unidos o Asia). Gigantes con un papel significativo en el crecimiento económico de España, como Telefónica, Santander y BBVA,

obtienen más del 50% de sus ingresos totales de sus actividades en Latinoamérica (Zanon, 2017).

Ventajas estructurales para la inversión del sector bancario español en Latinoamérica

Todos los sectores que exportaban capital desde España sufrieron significativamente desde la crisis financiera (que alcanzó su cénit en 2012) y posterior recuperación (2014-2016). Como ya se ha mencionado, a diferencia de los bancos estadounidenses o británicos, los dos bancos globales españoles han mantenido sus inversiones en Latinoamérica. Esta estrategia tenía lógica, dada la sólida posición que ambos disfrutaban en dichos mercados, entre un 40% y un 70% de la cuota total de mercado en las dos mayores economías latinoamericanas: Brasil y México (Expansión, 2014). Invertir más en Latinoamérica, pese a los cuatro años de crecimiento mediocre en la región, continúa teniendo sentido dadas las siguientes condiciones estructurales:

- Comparada con la edad mediana de la población en España (43 años), la estructura demográfica de Latinoamérica (26 años) es más prometedora para el crecimiento en el futuro.
- La población de Latinoamérica también presenta una baja tasa de bancarización (porcentaje de personas con una cuenta corriente o una libreta de ahorro respecto de la población total) en comparación con las economías más maduras de EE.UU., Europa o el Este de Asia.
- Latinoamérica se ha caracterizado por unas tasas de intermediación relativamente elevadas mundialmente desde la década de los noventa.
- Los ciclos económicos de España y de Latinoamérica están poco correlacionados entre sí, por lo que los grandes bancos y otras empresas españolas con actividad multina-

cional pueden diversificar sus riesgos a través de Latinoamérica (Casilda, 2007: 303).

Estas condiciones siguen vigentes en el tramo final de la década actual. Además, la actividad bancaria española y sus resultados hasta el segundo semestre de 2017 siguen apoyando la estrategia de incrementar las carteras de inversiones en Latinoamérica (no indiscriminadamente, pero sí de manera gradual) a la vista de lo expuesto anteriormente. En términos del horizonte a largo plazo, los dos bancos globales españoles han seguido incrementando su exposición por el lado de la inversión, al tiempo que cubrían una parte significativa de los costes fijos con actividades generadoras de ingresos por comisiones (Abril, 2017).

La razón de seguir buscando oportunidades de crecimiento en Latinoamérica por parte de los bancos globales españoles es que, de media, las inversiones latinoamericanas resultan más rentables que cualquiera de las alternativas en otras regiones del mundo.

Estas ventajas estructurales se aplican de media a todos los sectores económicos españoles que realizan inversiones financieras en el extranjero. El problema es que el concepto de "Latinoamérica" es una etiqueta bajo la que subyace una realidad heterogénea de países con condiciones económicas/políticas/sociales increíblemente dispares. En el último apartado se presenta una evaluación de esta diversidad, poniendo de relieve las divergentes trayectorias que ha conocido la inversión extranjera española en los diferentes países de Latinoamérica.

Latinoamérica: gran diversidad de perfiles rentabilidad/riesgo para las inversiones extranjeras

Las inversiones de cualquier empresa o gobierno extranjero en Latinoamérica tienen atractivo por-

que los mercados emergentes tienden a ofrecer unas tasas de rentabilidad superiores a las disponibles en las economías maduras. La contrapartida de esto es, naturalmente, el mayor riesgo de la inversión. El historial obtenido por el sector bancario/financiero arroja resultados mixtos, aunque dominan las condiciones estructurales favorecedoras de las oportunidades de crecimiento alto con horizontes a medio y largo plazo.

Las importantes divergencias observadas desde 2013-2014 se deben, por un lado, al enfriamiento de los precios de las materias primas a nivel global, agravado por una ineficaz gestión macroeconómica, que se tradujo en que varios países de Sudamérica, como Venezuela, Argentina y Brasil, entrasen en recesión o depresión. Como consecuencia, en la mayoría de los casos las inversiones de empresas españolas en estos países se han visto también afectadas. Por otro lado, un crecimiento mediocre aunque estable —vinculado al de Estados Unidos— en México, los países centroamericanos, Colombia y Perú ha permitido a la inversión española en estos países mostrar un mejor resultado, de media, que en los del primer grupo citado.

Las condiciones, al menos, se han estabilizado y tienen un margen potencial de mejora significativo en Brasil y Argentina, aunque dichos mercados siguen sujetos al riesgo de bajos rendimientos debido a unos conflictivos ciclos político-económicos. Por su parte, los países más vinculados a Estados Unidos continuarán siendo un reflejo del crecimiento y las condiciones de este país. En términos relativos, el crecimiento económico estadounidense se ha recuperado con mayor intensidad desde la Gran Recesión que las economías de la eurozona, Gran Bretaña o Japón. Si EE.UU. prosigue con su crecimiento a tasas anuales del 2%-3%, las entidades bancarias/financieras españolas que han invertido y quieren seguir creciendo en el área de la banca para la población latina en EE.UU., saldrán beneficiadas (es el caso de BBVA, presente con su inversión en Texas en el sector de envío de remesas, utilizado por los trabajadores de habla hispana residentes en EE.UU. para transferir mensualmente dinero a sus fami-

lias). Esta afirmación se aplica también a cualquier otro sector (como telecomunicaciones o medios de comunicación) que conecte a personas de habla hispana en Estados Unidos con sus países de origen o con España.

Las condiciones estructurales siguen favoreciendo la inversión en Latinoamérica, aunque la coyuntura político-económica sigue convirtiéndola en una propuesta de relativamente alto riesgo/alta rentabilidad (o pérdidas) para los inversores. La región incluye algunos de los mejores, y también de los peores, entornos para invertir en banca y finanzas.

En conjunto, el sector de banca/finanzas de España parece haber apostado de forma decidida por la internacionalización, incrementando su presencia en Latinoamérica en las últimas dos décadas. Los efectos de la crisis económica se han visto en cierta medida amortiguados por las inversiones extranjeras realizadas por las grandes empresas españolas, entre ellas los dos bancos globales, en dicha región. Las condiciones estructurales siguen favoreciendo la inversión en Latinoamérica, aunque la coyuntura político-económica sigue convirtiéndola en una propuesta de relativamente alto riesgo/alta rentabilidad (o pérdidas) para los inversores. Es preciso, por tanto, un análisis contextualizado de las cambiantes condiciones político-económicas en las principales economías latinoamericanas a la hora de tomar decisiones de invertir en el sector de banca/financiero por parte de los inversores, ya sean españoles o de otros países. La región incluye algunos de los mejores, y también peores, entornos para invertir en banca/finanzas. Ello seguirá siendo así, por lo que corresponde a las empresas realizar su propio análisis y estrategia para separar el grano de la paja.

Referencias

ABRIL, I. (2017), "Santander y BBVA disparan sus beneficios en banca de inversión", *Expansión*, <http://www.>

- expansion.com/empresas/banca/2017/08/31/59a701dc468aeb40468b4679.html, consultado el 31 de agosto de 2017.
- ARAHUETES, A., y G. GÓMEZ BENGOCHEA (2016), "Las inversiones directas españolas en América Latina, 2009-16", *Estudios de Política Exterior*, 78, otoño, <http://www.politicaexterior.com/articulos/economia-exterior/las-inversiones-directas-espanolas-en-america-latina-en-el-periodo-2009-16/>, consultado el 4 de agosto de 2017.
- CASILDA, R. (2007), "Internacionalización de la banca española: el caso de BBVA", *Ekonomiaz*, 66, file:///C:/Users/fgonzal8/Downloads/12%20(2).pdf, consultado el 4 de agosto de 2017
- CEPAL (2013), *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2013*, http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/36805/S1420131_es.pdf;jsessionid=0AC2FA68E2B5F30520AB7854AC368ABB?sequence=1
- (2017a), *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2017*, http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42023/4/S1700431_es.pdf, consultado el 30 de agosto de 2017.
- (2017b), *Capital Flows to Latin America and the Caribbean: Recent Trends*, agosto de 2017, http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42059/1/S1700767_en.pdf (consultado el 31 de agosto de 2017).
- EXPANSIÓN, FRANQUICIA INTERNACIONAL (2014), *Latinoamérica: oportunidad para hacer negocios*, <http://www.expansion.com/especiales/latam/un-puntal-para-el-beneficio-de-la-banca.html>, 2014, consultado el 3 de agosto de 2017.
- FIGUERUELO, M. (2013), "América Latina, la 'salvación' de las empresas españolas", *elEconomista.es*, <http://www.eleconomista.es/empresas-eAm/noticias/4872423/05/13/America-Latina-la-salvacion-de-las-empresas-espanolas.html>, 31 de mayo de 2013 (consultado el 4 de agosto de 2017).
- FMI (2017), *World Economic Outlook Update*, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/07/07/world-economic-outlook-update-july-2017> (consultado el 31 de agosto de 2017).
- MENDIZÁBAL, A. R. (2016), "Santander y BBVA: modelo en Latinoamérica frente a bancos de Reino Unido y EEUU", *Capital Madrid*, <https://www.capitalmadrid.com/2016/6/4/42491/santander-y-bbva-modelo-en-latinoamerica-frente-a-bancos-de-reino-unido-y-eeuu.html>, 4 de junio de 2016 (consultado el 4 de agosto de 2017).
- UNCTAD (2017), *World Investment Report 2017: Investment and the Digital Economy*, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf (consultado el 4 de agosto de 2017).
- ZANON, A. (2017), "Spain's 'Reconquista' of Latin America Comes with a Risk", *Corporate Foreign Policy*, <https://corporateforeignpolicy.com/spains-reconquista-of-latin-america-comes-with-risk-f9942fa9adeb>, 13 de junio de 2017 (consultado el 31 de agosto de 2017).

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)¹

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2010	0,0	0,3	1,5	-4,9	-10,1	-11,6	-8,5	5,4	9,4	6,9	-0,5	0,5
2011	-1,0	-2,4	-0,3	-6,9	-11,7	-13,3	-10,2	0,9	7,4	-0,8	-3,1	2,1
2012	-2,9	-3,5	-4,7	-8,6	-12,3	-10,3	-13,9	-3,5	1,1	-6,4	-5,1	2,2
2013	-1,7	-3,1	-2,1	-3,4	-8,6	-10,2	-7,3	2,8	4,3	-0,5	-3,2	1,5
2014	1,4	1,5	-0,3	4,7	4,2	11,3	-1,1	5,2	4,3	6,6	1,9	-0,5
2015	3,4	3,0	2,1	6,5	3,8	-1,0	7,9	9,4	4,2	5,9	3,9	-0,4
2016	3,3	3,0	0,8	3,3	2,4	4,4	0,9	4,2	4,8	2,7	2,5	0,7
2017	3,1	2,5	1,3	4,7	4,0	7,9	0,5	5,5	5,6	4,7	2,7	0,4
2018	2,7	2,4	0,8	5,4	5,3	8,3	2,3	5,5	5,4	5,1	2,4	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	0,5	3,9	2,9	5,5	0,6	4,9	7,3	5,7	2,3	0,7
II	3,1	2,4	1,3	3,4	3,0	7,2	-0,7	3,7	4,5	2,8	2,4	0,7
III	3,2	2,6	1,3	5,1	4,7	9,0	0,9	5,5	6,0	5,7	2,9	0,3
IV	3,2	2,6	1,9	6,5	5,4	9,8	1,3	7,6	4,6	4,9	3,2	0,0
2018 I	3,1	2,7	1,2	5,7	5,7	10,0	1,6	5,7	3,6	3,3	2,9	0,2
II	2,7	2,6	0,9	6,1	5,9	9,0	3,0	6,3	4,9	5,0	2,6	0,1
III	2,5	2,3	0,7	5,3	5,0	7,8	2,2	5,6	6,4	5,8	2,2	0,4
IV	2,4	2,0	0,6	4,5	4,5	6,6	2,4	4,6	6,8	6,2	2,0	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	3,2	1,5	3,1	8,5	4,3	11,4	-2,1	12,9	12,5	13,1	3,0	0,2
II	3,5	2,7	1,0	3,3	4,5	10,0	-0,4	2,0	2,9	-0,7	2,3	1,2
III	3,4	3,0	2,0	6,7	7,5	9,0	6,0	6,0	0,6	3,4	4,3	-0,8
IV	2,8	3,2	1,5	7,7	5,4	9,0	2,0	10,0	2,7	4,4	3,3	-0,4
2018 I	2,4	2,0	0,5	5,1	5,4	12,0	-1,0	4,9	8,2	6,4	1,6	0,8
II	2,3	2,2	-0,5	5,0	5,5	6,0	5,0	4,5	8,1	6,0	1,4	0,9
III	2,6	1,8	1,2	3,3	3,7	4,5	2,8	3,0	6,5	6,3	2,3	0,3
IV	2,3	1,8	1,2	4,7	3,5	4,2	2,8	6,0	4,4	6,0	2,7	-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	1.037,8	58,6	19,5	19,3	9,9	4,5	5,4	9,4	32,7	25,2	97,6	2,4
2015	1.080,0	58,0	19,3	19,8	10,0	4,4	5,5	9,9	32,9	25,2	97,7	2,3
2016	1.118,5	57,6	18,9	20,0	10,0	4,6	5,3	10,0	32,9	24,3	97,0	3,0
2017	1.162,8	57,8	18,5	20,3	10,2	5,1	5,1	10,1	34,1	31,2	97,1	2,9
2018	1.208,7	57,7	18,1	20,9	10,6	5,5	5,1	10,3	34,9	32,0	97,1	2,9

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

¹ Recientemente, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado una revisión de las Cuentas Nacionales, pero no se han revisado los datos trimestrales. Por lo que las cifras trimestrales de este cuadro no son consistentes con las revisadas anuales.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

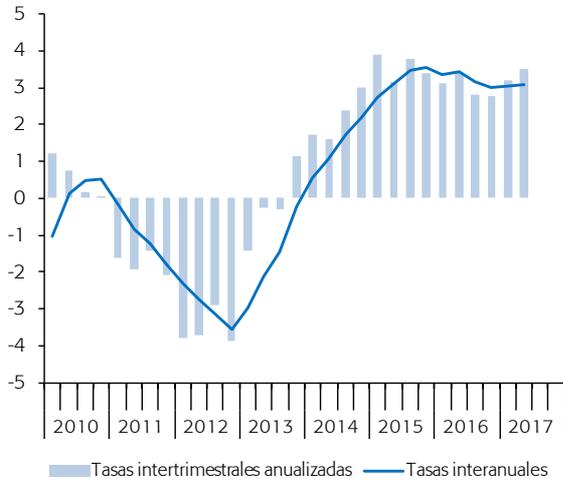


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

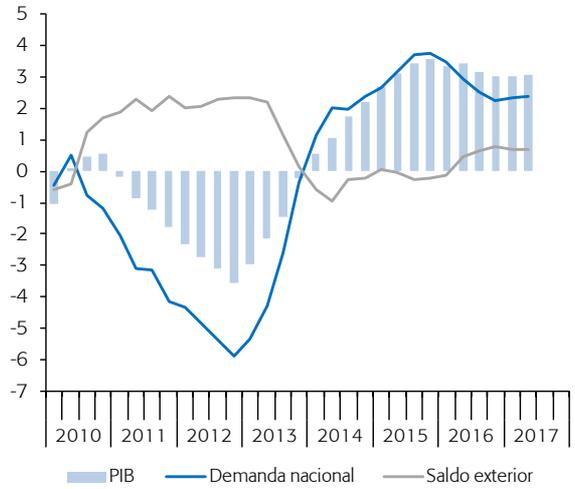


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

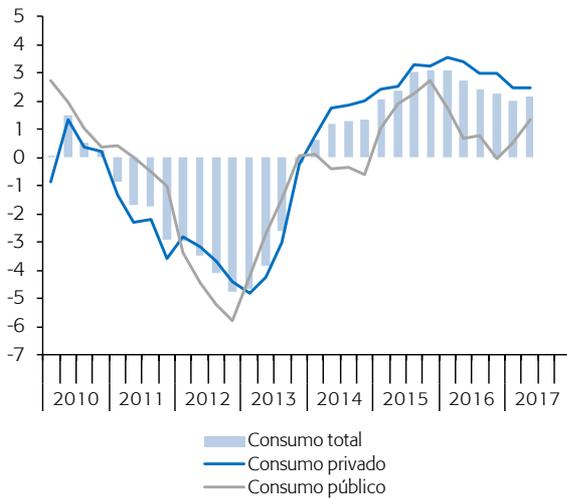
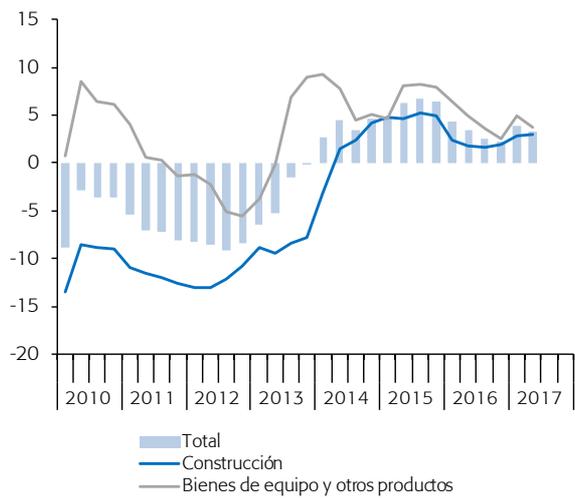


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: Valor Añadido Bruto por sector económico* (SEC 2010, Base 2010)¹

	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										
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	1,1	-1,2	2,0	3,0	-2,0	1,3	-0,8	2,0	4,0	
2015	2,9	-2,4	5,4	7,8	2,4	2,6	2,2	2,7	8,6	
2016	3,2	6,9	3,6	3,5	1,9	3,0	2,0	3,4	4,4	
2015 III	3,1	-4,3	6,1	7,9	0,1	2,9	2,3	3,1	6,9	
2015 IV	3,2	3,9	4,9	7,0	1,1	2,9	2,6	3,0	7,0	
2016 I	3,2	5,0	2,7	4,4	2,1	3,4	2,5	3,6	4,8	
2016 II	3,3	2,7	2,8	3,8	2,0	3,6	2,8	3,8	4,3	
2016 III	3,1	3,1	1,7	2,4	2,9	3,4	2,5	3,7	4,2	
2016 IV	3,0	2,9	2,2	2,0	3,0	3,1	2,1	3,5	3,6	
2017 I	2,9	4,4	2,8	2,7	4,4	2,8	1,7	3,2	3,9	
2017 II	2,9	4,1	2,6	2,6	4,8	2,8	1,8	3,1	4,5	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas										
2015 III	3,6	0,2	4,9	7,1	-2,1	3,8	3,7	3,8	5,8	
2015 IV	3,3	16,9	3,2	4,5	-0,1	3,1	2,6	3,3	4,7	
2016 I	3,4	4,3	-0,8	-0,3	6,3	4,1	2,5	4,7	0,8	
2016 II	3,1	-9,1	3,9	4,1	4,4	3,3	2,5	3,5	6,0	
2016 III	2,5	1,9	0,7	1,3	1,4	3,1	2,6	3,2	5,4	
2016 IV	2,8	16,2	5,1	2,8	0,2	2,1	0,7	2,5	2,1	
2017 I	3,3	10,3	1,7	2,8	12,0	2,8	1,0	3,4	2,0	
2017 II	3,0	-10,0	3,1	3,4	6,1	3,2	2,9	3,3	8,7	
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes								
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	944,5	2,7	17,6	13,7	5,6	74,1	18,8	55,4	9,9	
2015	979,9	2,8	18,0	14,2	5,6	73,6	18,8	54,8	10,2	
2016	1.014,9	2,8	17,9	14,2	5,6	73,8	18,7	55,0	10,2	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

¹ Recientemente, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado una revisión de las Cuentas Nacionales, pero no se han revisado los datos trimestrales. Por lo que las cifras trimestrales de este cuadro no son consistentes con las revisadas anuales.

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

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

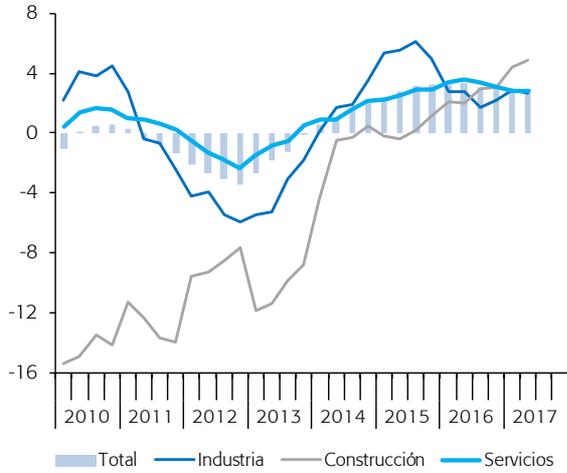


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

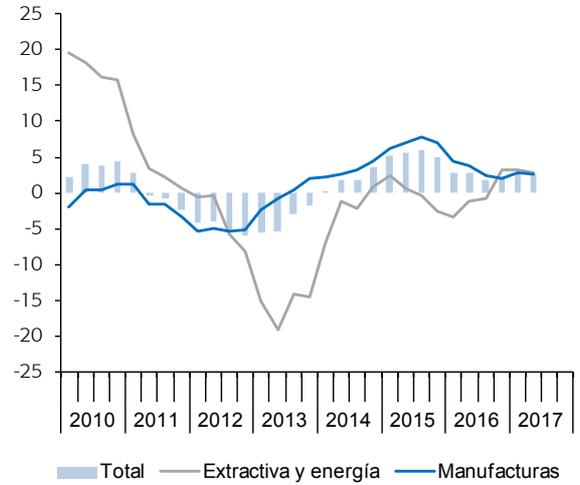


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

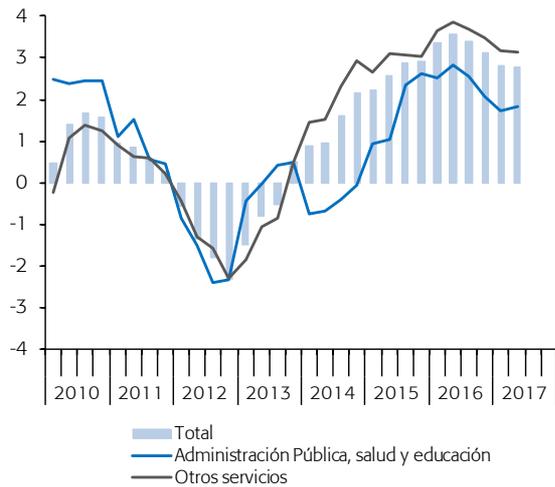
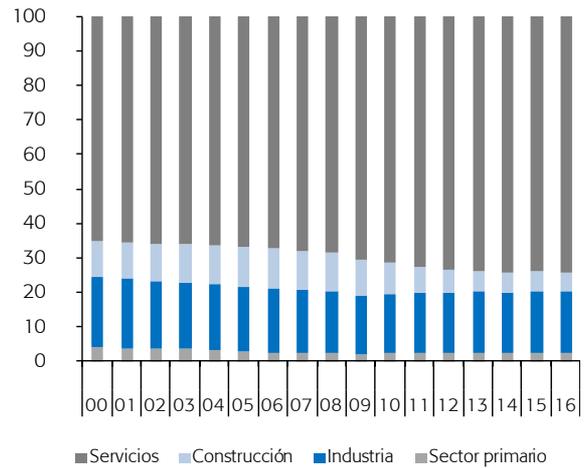


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales (SEC 2010, Base 2010)¹

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	115,9	148,4	128,1	95,1	96,2	66,1	145,5	165,1	113,5	87,7
2015	123,4	106,2	116,2	150,8	129,8	95,8	103,7	68,0	152,5	167,3	109,7	83,2
2016	127,4	109,4	116,5	150,3	129,0	95,0	107,4	70,2	152,9	167,6	109,6	83,1
2017	131,4	112,5	116,8	151,5	129,7	93,0	110,1	--	--	--	--	--
2018	134,9	115,1	117,2	153,0	130,6	92,4	112,4	--	--	--	--	--
2015 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	129,4	110,7	116,9	149,4	127,8	93,8	108,1	70,2	153,9	165,9	107,8	83,1
II	130,6	111,8	116,8	148,7	127,3	93,5	109,0	70,6	154,4	165,2	107,0	82,3
Tasas de crecimiento interanuales												
2010	0,0	-2,7	2,7	1,1	-1,6	-1,8	0,0	-4,0	4,2	1,9	-2,1	-1,3
2011	-1,0	-2,8	1,8	0,9	-0,9	-1,0	-1,3	-3,8	2,6	2,2	-0,4	-2,4
2012	-2,9	-4,8	2,0	-0,6	-2,5	-2,6	-5,2	-7,4	2,3	1,7	-0,6	-1,0
2013	-1,7	-3,4	1,8	1,4	-0,4	-0,7	-0,2	-4,8	4,8	1,6	-3,1	-3,0
2014	1,4	1,0	0,3	0,1	-0,2	0,0	3,0	-1,3	4,3	0,6	-3,5	-4,2
2015	3,4	3,2	0,3	1,6	1,4	0,7	7,8	2,8	4,8	1,3	-3,4	-5,1
2016	3,3	3,0	0,3	-0,3	-0,6	-0,9	3,5	3,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1
2017	3,1	2,9	0,3	0,8	0,5	-2,1	2,6	--	--	--	--	--
2018	2,7	2,3	0,4	1,0	0,6	-0,6	2,1	--	--	--	--	--
2015 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	0,0	-0,9	2,7	2,6	0,1	0,7	0,6	-0,5
II	3,1	2,8	0,3	-0,1	-0,4	-0,7	2,6	2,9	-0,3	0,4	0,7	-0,6

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

¹ Recientemente, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado una revisión de las Cuentas Nacionales, pero no se han revisado los datos trimestrales. Por lo que las cifras trimestrales de este cuadro no son consistentes con las revisadas anuales.

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

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

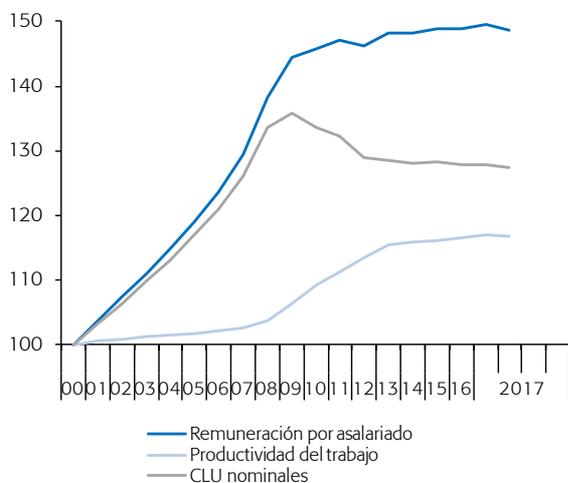
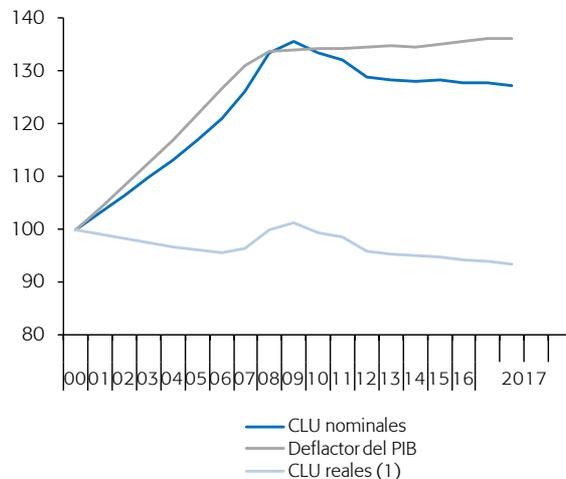


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

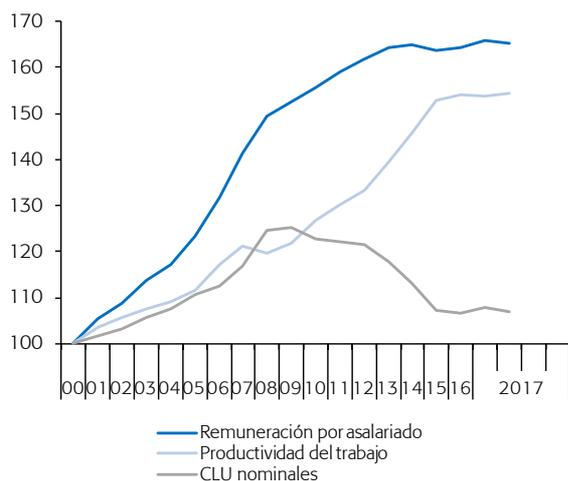
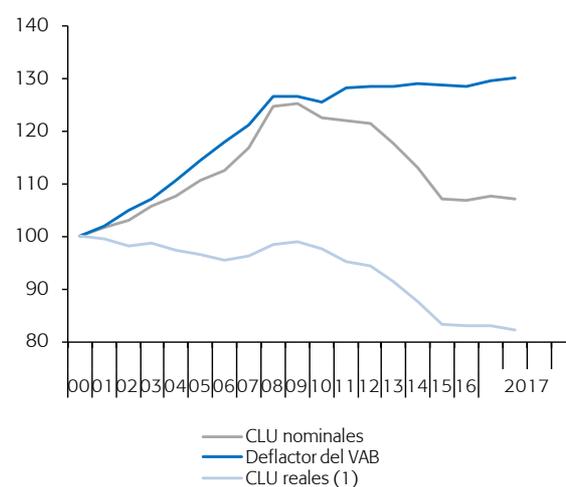


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

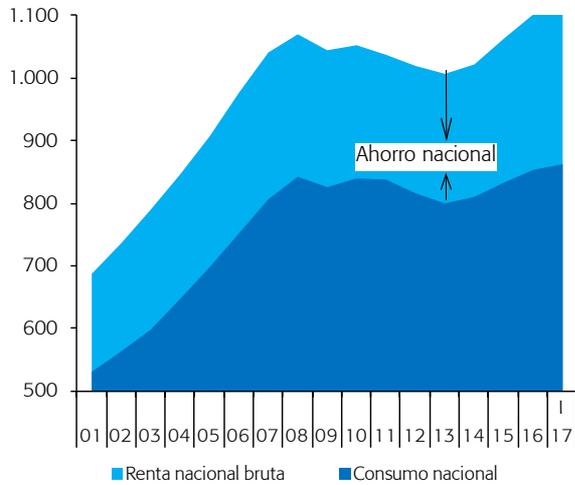


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

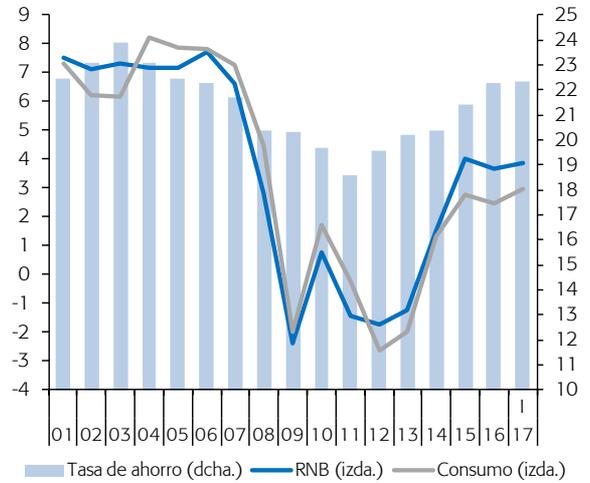


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

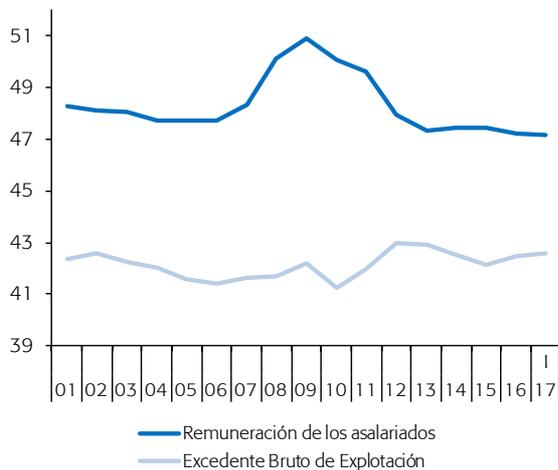
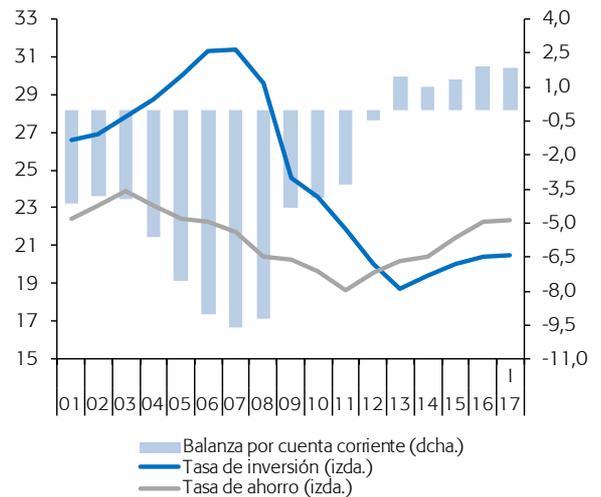


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras (SEC 2010, Base 2010)

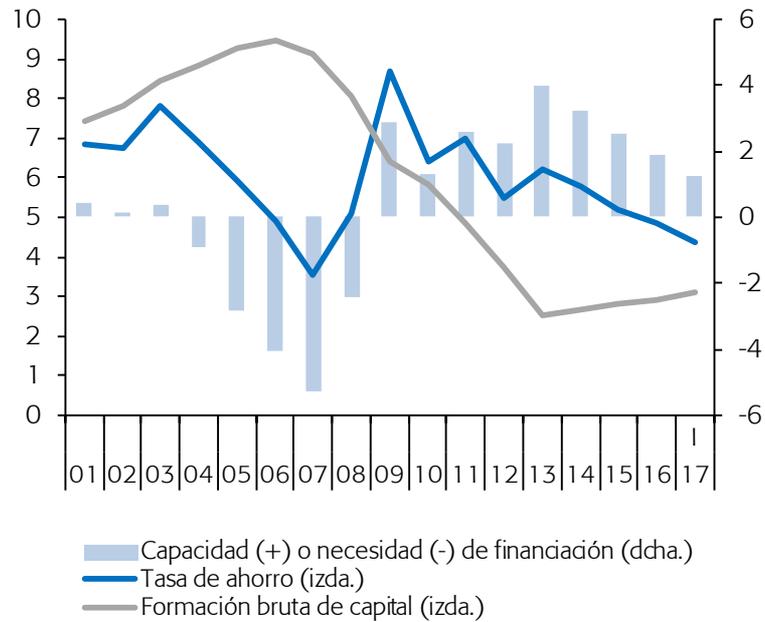
Previsiones en azul

	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		

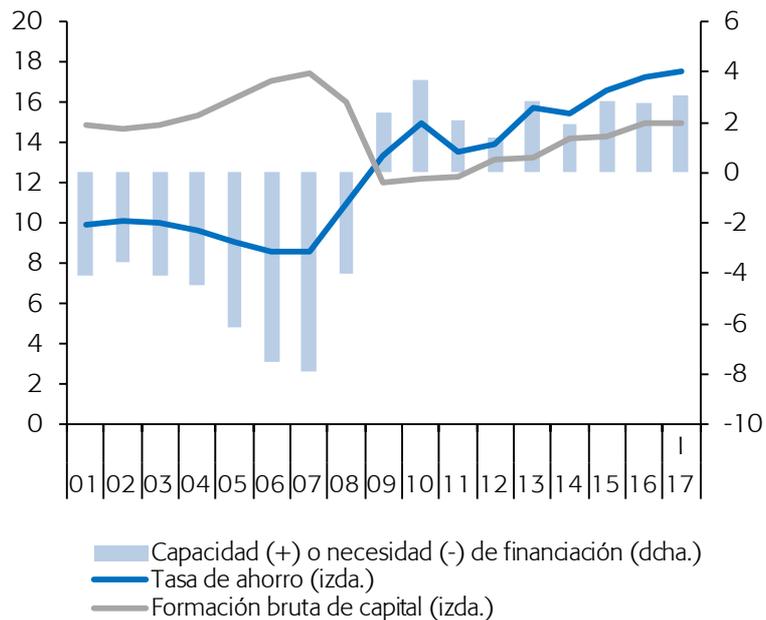
Fuentes: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

**Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

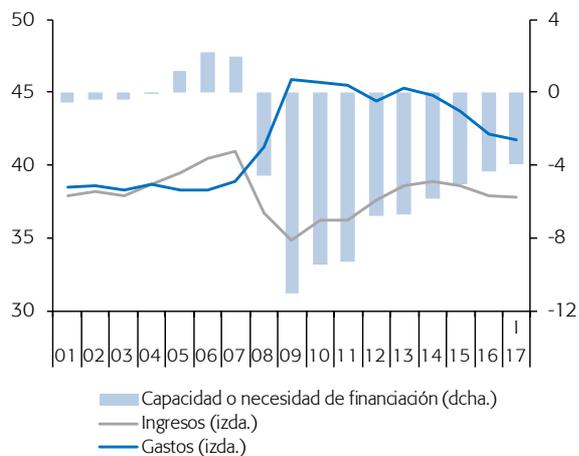
Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
2010	152,0	110,1	100,6	138,6	124,9	10,8	162,7	21,4	181,5	221,7	-40,2	61,3	-101,4	-102,2
2011	150,3	106,2	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,6	170,7	219,7	-49,0	53,9	-102,9	-99,4
2012	142,2	108,2	106,3	131,9	113,9	20,3	168,5	18,7	167,1	205,2	-38,1	70,7	-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	152,1	137,1	117,0	140,9	124,1	22,7	177,8	21,6	200,9	215,0	-14,0	24,7	-38,8	-38,8
2018	154,6	144,1	122,4	146,8	126,6	21,0	182,4	22,3	215,5	219,2	-3,7	25,2	-28,8	-28,8
2015 I	144,4	120,9	106,3	130,2	116,2	26,0	170,9	22,0	166,7	203,3	-36,6	25,9	-62,5	-61,0
II	145,2	123,4	107,9	131,0	117,1	25,7	171,0	21,3	172,5	205,1	-32,7	24,9	-57,6	-56,1
III	145,6	125,6	109,0	131,4	117,5	25,2	170,8	21,4	176,6	206,2	-29,5	26,8	-56,4	-55,6
IV	147,2	127,1	109,1	132,3	119,1	24,5	170,4	21,7	179,9	208,5	-28,6	26,6	-55,1	-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	13,1	11,8	10,1	12,1	10,7	2,0	15,3	1,9	17,3	18,5	-1,2	2,1	-3,3	-3,3
2018	12,8	11,9	10,1	12,1	10,5	1,7	15,1	1,8	17,8	18,1	-0,3	2,1	-2,4	-2,4
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 6.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

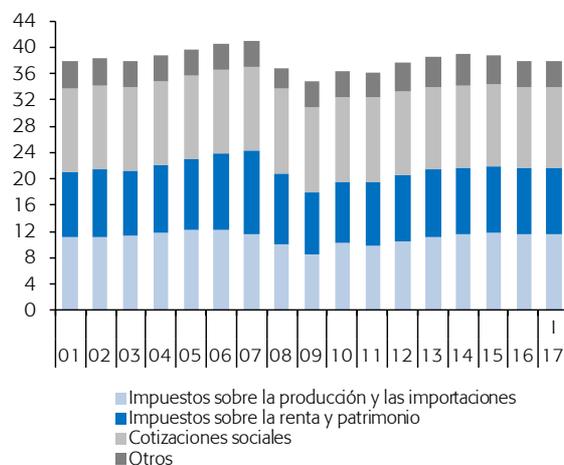


Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

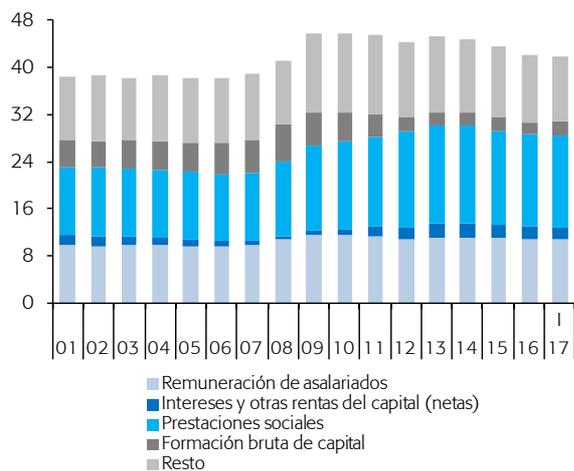
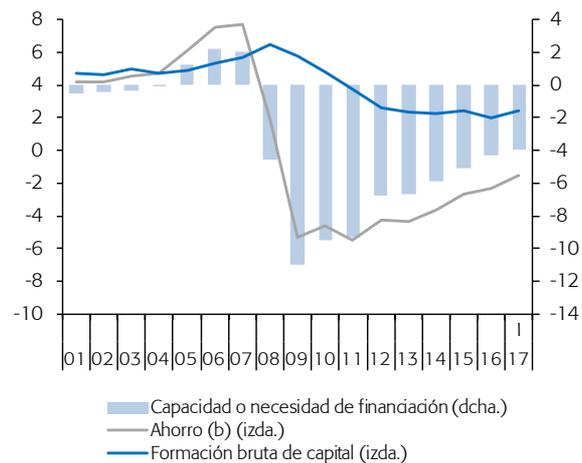


Gráfico 6.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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

Cuadro 7

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

Previsiones en azul

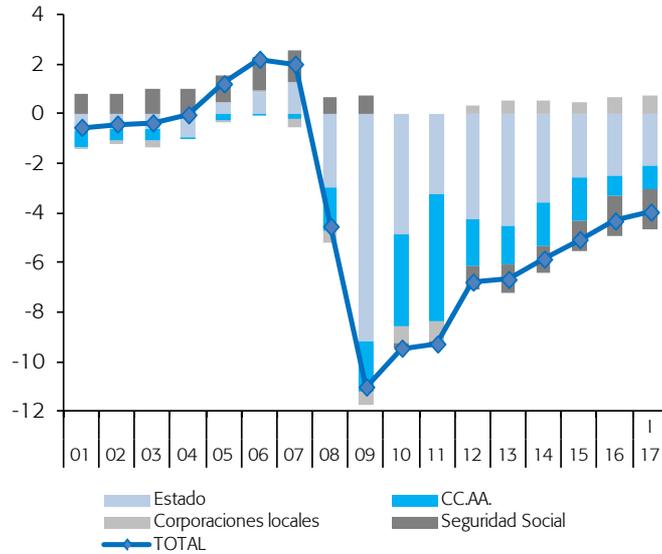
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
2010	-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	-15,1	-7,0	2,9	-19,5	-38,8	--	--	--	--	1.144,7	
2018	-9,5	-3,6	2,4	-18,1	-28,8	--	--	--	--	1.172,5	
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	-1,3	-0,6	0,3	-1,7	-3,3	--	--	--	--	98,4	
2018	-0,8	-0,3	0,2	-1,5	-2,4	--	--	--	--	97,0	
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	87,9	24,9	2,8	1,5	100,5

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

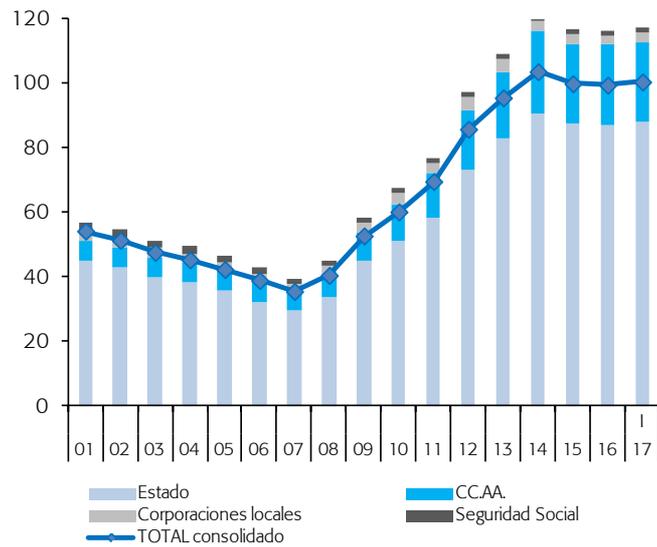
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

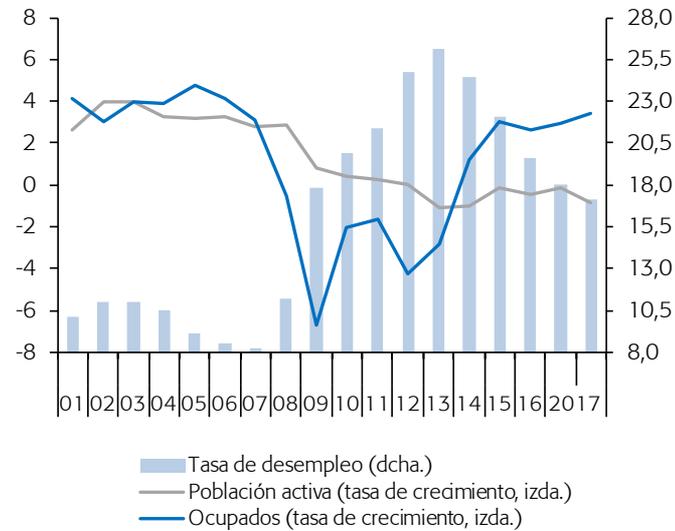
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								Porcentaje						
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	22,7	--	18,9	--	3,9	--	75,2	62,3	17,1	--	--	--	
2018	29,9	22,7	--	19,3	--	3,4	--	75,3	63,9	15,0	--	--	--	
2015	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	29,6
	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	28,4
2016	I	30,1	22,8	22,9	18,0	18,2	4,8	4,6	75,4	59,4	20,3	45,5	19,2	28,4
	II	30,1	22,9	22,8	18,3	18,3	4,6	4,6	75,4	60,3	19,9	45,7	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	25,5
	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	24,7
2017	I	30,0	22,7	22,7	18,4	18,6	4,3	4,1	75,1	60,8	18,1	40,6	17,2	24,2
	II	30,0	22,7	22,7	18,8	18,8	3,9	3,9	74,9	62,0	17,2	38,8	16,3	23,8
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	-0,3	--	2,9	--	-13,4	--	-0,2	1,8	-2,6	--	--	--	
2018	-0,3	-0,1	--	2,4	--	-12,1	--	0,2	1,7	-2,1	--	--	--	
2015	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	-12,4	-0,2	1,9	-2,8	-5,6	-2,5	-4,8
2016	I	-0,5	-0,3	-0,1	3,3	3,1	-12,0	-11,3	0,1	2,1	-2,8	-4,8	-2,6	-3,9
	II	-0,4	-0,6	-0,5	2,4	1,3	-11,2	-7,3	-0,2	1,6	-2,4	-2,9	-2,2	-3,6
	III	-0,3	-0,2	-0,1	2,7	3,0	-10,9	-11,7	0,0	1,8	-2,3	-4,5	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,4	2,3	1,9	-11,3	-14,4	-0,2	1,5	-2,2	-3,4	-2,0	-3,7
2017	I	-0,2	-0,6	-0,2	2,3	2,9	-11,2	-12,8	-0,3	1,4	-2,3	-4,9	-2,0	-4,2
	II	-0,1	-0,6	-0,9	2,8	3,4	-14,4	-18,8	-0,5	1,7	-2,8	-6,9	-2,7	-3,7

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

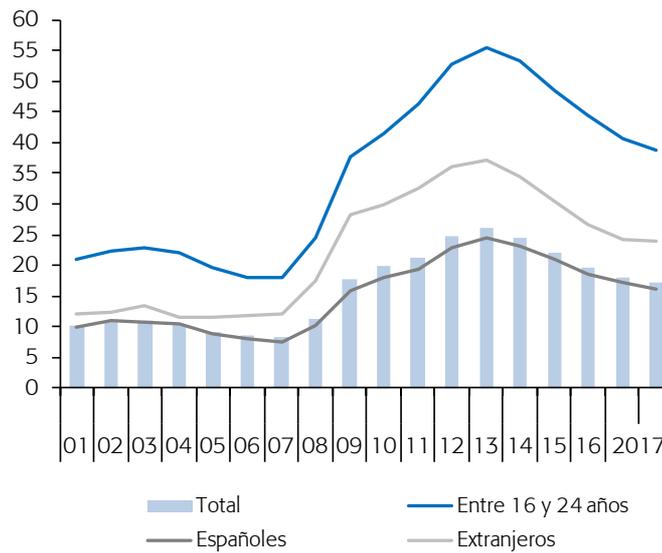
Fuentes: INE (EPA) y Funcas.

Gráfico 8.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE

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

**Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE**

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

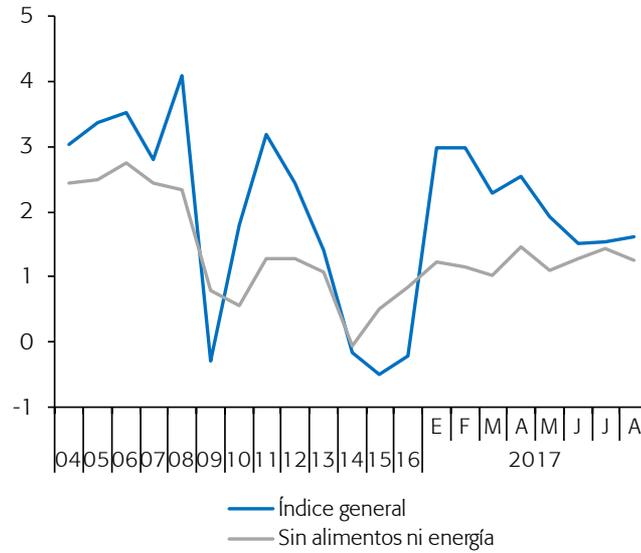
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
Porcentaje del 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	101,1	100,2	101,6	100,8	101,8	107,2	101,1	
2018	103,1	102,5	102,6	100,9	103,4	102,7	102,7	106,7	102,7	
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	1,1	0,2	1,6	0,8	1,9	7,2	1,1	
2018	1,2	1,3	1,4	0,6	1,8	1,9	0,8	-0,4	1,5	
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	1,5	1,4	1,4	0,3	1,9	1,0	-1,0	4,1	0,3
	Ago	1,6	1,2	1,2	0,0	1,7	1,1	-1,6	6,3	0,3
	Sep	1,7	1,2	1,2	0,1	1,7	1,3	1,2	5,2	1,2
	Oct	1,2	1,1	1,2	-0,1	1,7	1,5	0,9	1,9	1,3
	Nov	1,2	1,0	1,1	-0,2	1,7	1,6	1,5	2,0	1,6
	Dic	0,8	0,8	1,0	-0,2	1,4	1,7	0,9	-1,1	1,4
2018	Ene	0,2	1,1	1,2	0,0	1,7	1,8	-0,3	-6,0	1,1
	Feb	0,5	1,2	1,4	0,2	1,8	2,1	-2,3	-3,7	0,7
	Mar	1,0	1,4	1,6	0,3	2,1	2,1	-1,3	-1,2	1,0
	Abr	0,7	0,9	1,1	0,4	1,2	2,2	-0,6	-1,8	1,2
	May	1,0	1,3	1,4	0,5	1,8	2,0	-0,5	-0,7	1,2
	Jun	1,3	1,3	1,4	0,5	1,7	1,9	0,6	1,3	1,4
	Jul	1,5	1,4	1,4	0,8	1,7	1,8	1,3	2,1	1,7
	Ago	1,6	1,5	1,5	0,9	1,8	1,8	2,8	1,1	2,1
	Sep	1,6	1,5	1,5	0,9	1,8	1,7	2,8	1,0	2,1
	Oct	1,6	1,5	1,5	1,0	1,8	1,7	2,8	1,0	2,0
	Nov	1,6	1,5	1,6	1,0	1,8	1,7	2,5	1,0	1,9
	Dic	1,6	1,6	1,6	1,1	1,8	1,6	2,6	1,1	2,0

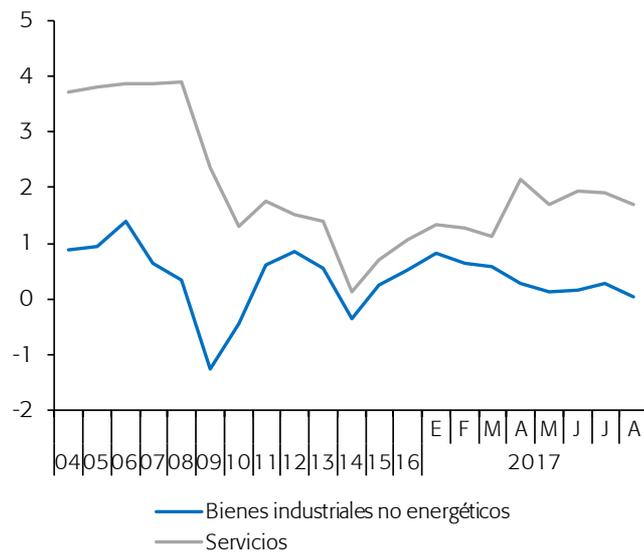
Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

**Gráfico 9.2.- Tasa de inflación (II)**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

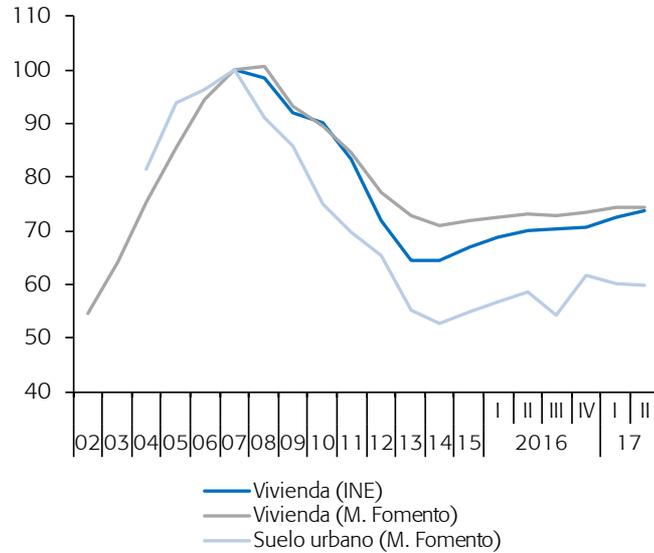
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2010=100		2007=100			2000=100				
2010	100,0	100,0	100,0	90,1	89,6	74,8	142,8	140,4	150,2	151,4	--
2011	100,0	106,9	104,2	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	100,1	111,0	105,9	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,5	111,7	106,7	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	100,2	110,2	105,9	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,4	--
2015	100,7	107,9	106,2	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,4	--
2016	101,0	104,5	105,8	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017 (b)	101,4	108,8	108,0	73,1	74,3	59,9	143,2	141,2	149,1	150,8	--
2015 IV	100,8	106,1	105,7	67,7	72,5	54,5	151,0	151,7	148,6	164,4	--
2016 I	100,5	102,3	105,2	68,7	72,6	56,6	140,4	137,3	150,0	147,4	--
II	101,1	103,4	105,6	69,9	73,3	58,7	146,2	145,5	148,4	154,5	--
III	100,9	105,0	106,0	70,5	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV	101,5	107,4	106,3	70,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,4	163,6	--
2017 I	101,4	109,4	107,7	72,4	74,2	60,1	140,2	137,0	150,1	147,1	--
II	101,4	108,4	108,2	73,8	74,4	59,7	146,1	145,5	148,2	154,4	--
III (b)	--	108,4	108,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 May	--	108,4	108,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	108,4	108,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	108,4	108,2	--	--	--	--	--	--	--	--
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	0,4	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)	0,6	5,5	2,4	5,4	1,9	3,9	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	1,3
2015 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	0,9	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	1,3
II	0,3	4,8	2,5	5,6	2,0	1,8	0,0	0,0	-0,2	-0,1	1,3
III (e)	--	3,3	2,1	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 May	--	5,3	2,6	--	--	--	--	--	--	--	1,3
Jun	--	3,2	2,2	--	--	--	--	--	--	--	1,3
Jul	--	3,2	2,0	--	--	--	--	--	--	--	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 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano

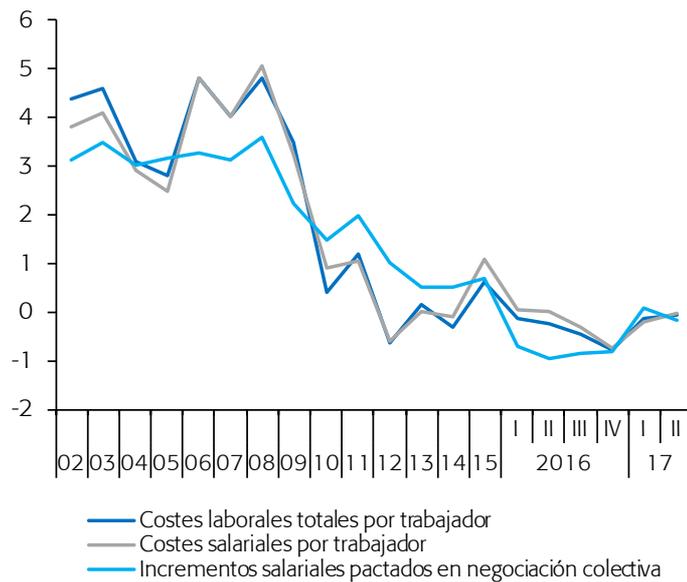
Índice (2007=100)



— Vivienda (INE)
 — Vivienda (M. Fomento)
 — Suelo urbano (M. Fomento)

Gráfico 10.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



— Costes laborales totales por trabajador
 — Costes salariales por trabajador
 — Incrementos salariales pactados en negociación colectiva

Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

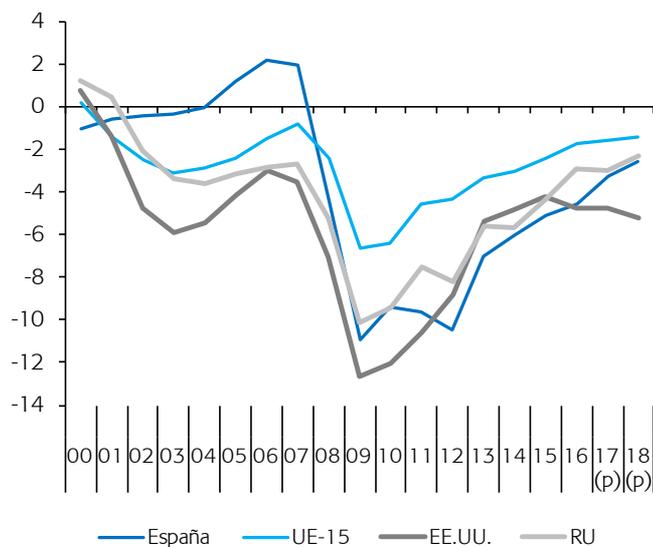
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.				Deuda pública bruta consolidada				Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido	España	UEM	EE.UU.	Reino Unido
Miles de millones de moneda nacional												
2005	11,2	-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	1.041,6	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	1.073,9	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	1.107,0	12.010,2	19.936,8	1.731,4	20,9	303,0	-	-84,5
2017	-37,4	-221,8	-912,9	-59,5	1.147,2	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	1.183,1	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 11.1.- Saldo de las AA.PP.

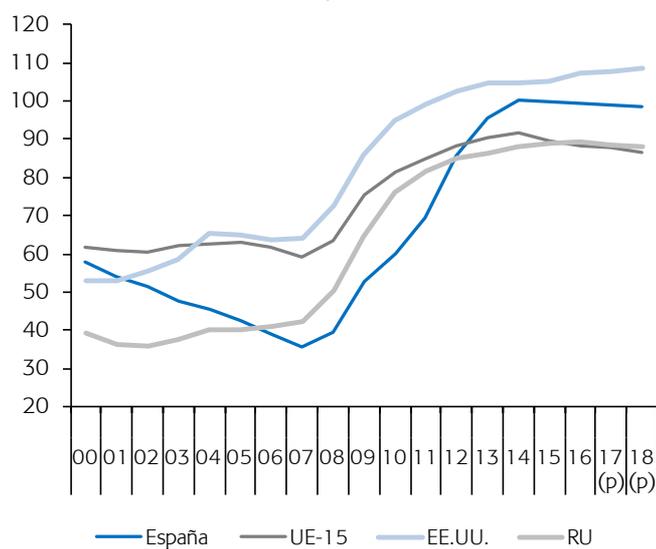
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1
Población

	Población									Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	
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	80,4	85,9	52,9	28,4	13,2	534.574	33,41
2017♦	46.528.966	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	2,76	11,6	10,3
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014*	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017♦	18.503	2,51		

Fuentes: EPA EPA EPA EPF EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Separaciones y divorcios (por 1.000 habitantes)	Edad media al primer matrimonio (hombres)	Edad media al primer matrimonio (mujeres)	Matrimonios del mismo sexo (%)
2006	9,3	9,5	2,86	34,1	30,0	2,08
2008	8,5	8,4	2,39	34,6	31,5	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	35,7	32,5	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	36,3	33,3	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	36,9	33,9	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	37,2	34,3	2,26
2016	7,4	6,5				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 periodo enero-junio.

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♦	21,6	6,5	28,2	40,6
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	50.421	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	672.213	555.580	1.445.392	104.844	53.099.329	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	113.805	46.476.414	4,46
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,31
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.648.800●	4,34●
2016	1.778.620●	687.692●	651.722●	130.7461●	184.745●		
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

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

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

● Datos provisionales.

♦ Los datos se refieren al periodo enero-junio.

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 [¶]	715.813	5.806.390	1.061	945.698	936	2.358.779	645
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	921.638 [¶]	255.849 [◆]	199.678 [◆]	19.481 [◆]
Fuentes:	BEL	IMERSO	IMERSO	BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales. IMERSO: 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-agosto.

◆ Los datos se refieren al periodo enero-julio.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (€ por habitante)	Público (€ por habitante)
2006	7,76	5,62	2.391	1.732
2008	8,29	6,10	2.774	2.042
2010	9,01	6,74	2.886	2.157
2012	9,09	6,55	2.902	2.095
2014	9,08	6,36	3.057	2.140
2015	9,16	6,51	3.180	2.258
2016	8,98	6,34	3.248	2.293
Fuentes:	OCDE	OCDE	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".

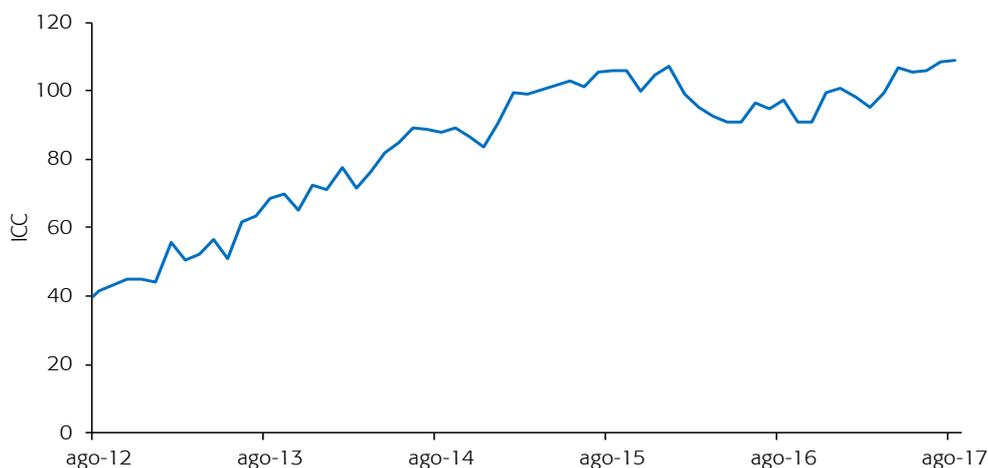
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (agosto 2012-agosto 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 (accesibles, por tanto, solo a través de teléfono móvil).

Fuente: CIS (www.cis.es).

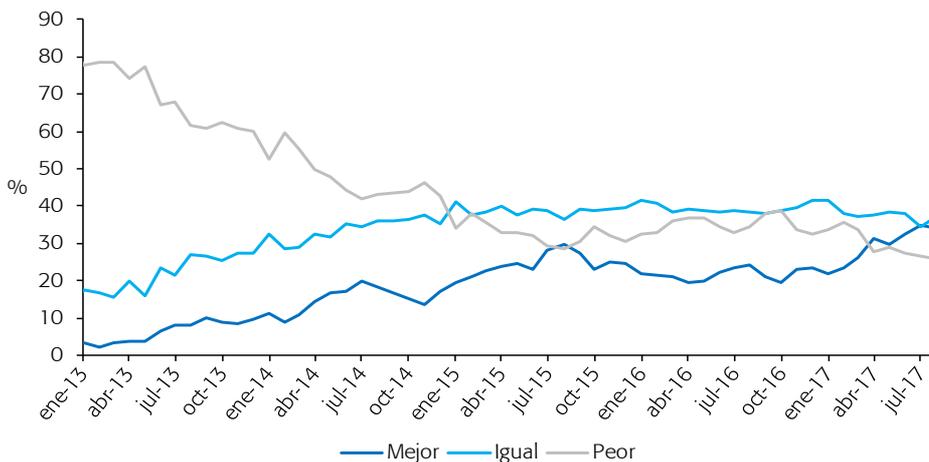
3. FLASH SOCIAL: La percepción sobre las perspectivas de encontrar o mejorar el empleo depende críticamente del nivel educativo

Poco a poco va aumentando el grupo de la población española que percibe una mejoría en la situación del empleo. Planteada mensualmente por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), la pregunta sobre si la situación en España para encontrar/mejorar un puesto de trabajo es mejor o peor que hace seis meses ha permitido observar cómo los datos sobre el progresivo descenso del desempleo se introducen solo lentamente en la conciencia social. En efecto, aun cuando la tasa de paro ha caído casi diez puntos entre el primer trimestre de 2013 y el segundo trimestre de 2017, la proporción de personas que consideran la situación para encontrar empleo o mejorarlo mejor que hace seis meses (“optimistas”) no ha superado a la de quienes piensan lo contrario (“pesimistas”) hasta abril de 2017 (gráfico 2).

Según la encuesta más reciente (julio de 2017), los “optimistas” superan a los “pesimistas” en ocho puntos porcentuales, si bien estos últimos todavía representan en torno a una cuarta parte de la población (26%). Ahora bien, estas actitudes se hallan más extendidas entre los menos formados. Mientras más de un tercio de quienes cuentan como máximo con estudios de secundaria inferior opinan que la situación para encontrar empleo es peor que hace seis meses, entre los universitarios esta proporción no llega a un quinto (gráfico 3).

Gráfico 2

Percepción de la situación para encontrar/mejorar un puesto de trabajo (enero 2013-agosto 2017)

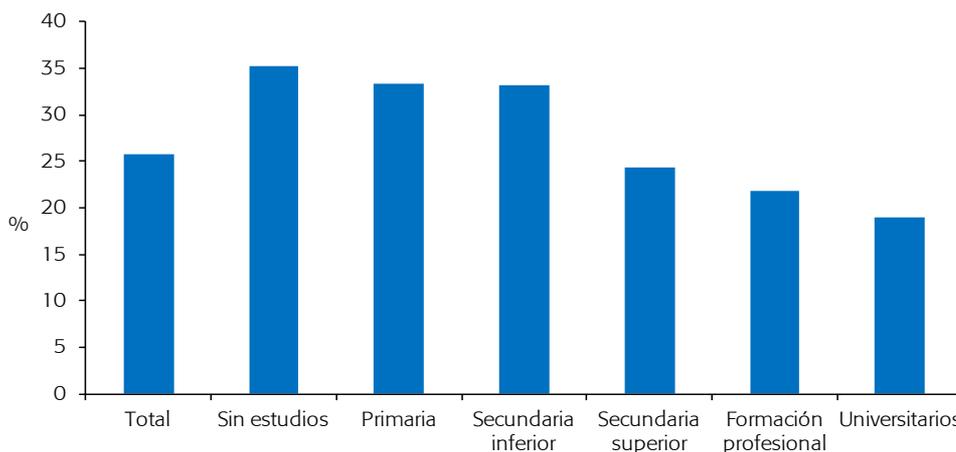


Pregunta: "¿Considera Ud. que la situación en España para encontrar/mejorar un puesto de trabajo es mejor o peor que hace seis meses?".

Fuente: Estudios ICC (Indicador de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 3

Percepción de la situación para encontrar/mejorar un puesto de trabajo: peor que hace seis meses (agosto 2017)



Pregunta: "¿Considera Ud. que la situación en España para encontrar/mejorar un puesto de trabajo es mejor o peor que hace seis meses?".

Fuente: Estudio 3186 ICC (Indicador de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de septiembre de 2017

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,1	Julio 2017
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	1,8	Julio 2017
Dudosos (% var. mensual medio)	-3,6	Julio 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	767.646	Julio 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	171.832	Julio 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	54	Julio 2017
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,41	Marzo 2017
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.471,37	Marzo 2017
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	43.124,24	Marzo 2017
Ratio "oficinas/entidades"	137,88	Marzo 2017

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 agosto	2017 15 septiembre	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	-0,330	-0,329	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,5	0,2	-0,03	-0,161	-0,169	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	1,6	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	1,9	-	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": Evolución dispar de los tipos de interés interbancarios en la primera quincena de septiembre. El Euríbor a 3 meses aumentó ligeramente hasta el -0,329% desde el -0,330% de agosto. El Euríbor a 12 meses, sin embargo, disminuyó hasta el -0,169% desde el -0,161% de agosto. El BCE ha dado tímidas pistas de una posible aceleración de la retirada de estímulos, aunque aún está lejos del cambio de política monetaria de la Fed y de subidas de tipos. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha elevado al 1,6%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 junio	2017 julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	39,0	75,5	102,6	105,78	85,24	(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	54,94	53,29	(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	1,69	0,77	(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	2,29	1,27	(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	0,07	0,01	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	1058,2	1104,9	1.112,37	1.101,08	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	-3,9	1,4	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	17,7	-28,7	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	1.062,3	1.044,1 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.750,4	10.647,2	8.790,9	10.536,1	10.361,1 (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	17,1	15,8 (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 junio	2017 julio	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	-1,3	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	-0,13	0,09	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,6	1,3	-0,4	6,3	-10,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,9	17,7	5,8	17,2	-44,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido una reducción de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro y de las obligaciones del Estado, hasta el 85,24% y el 53,29%, respectivamente. El IBEX-35 ha remontado ligeramente en la primera quincena de septiembre desde los niveles de finales de agosto, hasta los 10.299 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid hasta los 1.044 puntos. Por otro lado, se observa una reducción de las operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 del 10,4% y de las opciones realizadas sobre acciones IBEX-35 del 44,1%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016 IV T.	2017 I T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,8	1,6	2,2	2,1	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	2,6	2,4	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	288,1	320,0	302,3	297,0	295,2	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 IV T.	2017 I 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	64,4	63,4	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	0,6	1,8	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	1,1	1,9	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el primer trimestre de 2017 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se mantuvo estable en el 2,1% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero se redujo hasta el 2,4% del PIB desde el 2,6% del cuarto trimestre de 2016. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 63,4% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 mayo	2017 junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,5	-4,0	-4,1	-0,2	-0,1	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	1,1	1,8	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	-0,2	0,0	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	-2,2	6,8	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	-3,9	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 mayo	2017 junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	39,8	-22,4	-13,6	-1,8	-3,6	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	7,7	2,4	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	0,3	-1,9	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En junio de 2017 se observó una reducción del crédito al sector privado del 0,1% y un aumento de los depósitos del 1,8%. Los valores de renta fija no variaron su peso en balance y las acciones y participaciones lo incrementaron un 6,8%. Asimismo, se ha producido una reducción de los préstamos dudosos del 3,6% 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 diciembre	2017 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	199	138	135	124	123	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	73	86	82	82	83	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	194.283	Número total de empleados del sector bancario
39. Número de oficinas	BE	40.703	31.817	30.921	28.807	208.404	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	767.646(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	171.832(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 diciembre	2017 marzo	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	54(a)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Último dato a julio de 2017.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En julio de 2017, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 171.832 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 julio de 2017, el importe de estos programas en España era 270.695 millones de euros y 2,09 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 diciembre	2017 marzo	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,18	54,41	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	5.600,48	6.471,37	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	39.457,04	43.124,24	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	139,84	137,88	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,67	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,78	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,26	0,29	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	3,12	3,42	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante el primer trimestre de 2017 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 25. Las desigualdades digitales. Los límites de la Sociedad Red

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 259. Expectativas al alza, endeudamiento con riesgos

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 6, N.º 4 (2017). The fiscal outlook in Spain: Gradual consolidation

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

