

Economía y finanzas autonómicas

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Educación financiera e
iniciativa empresarial

Previsiones económicas
regionales

El coste de la deuda
autonómica

Consolidación fiscal:
situación y perspectivas

Reformas estructurales:
retos pendientes

La banca ante 2018

Gestión del riesgo de
tipo de cambio

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Eurobonos: un largo
camino hacia la
integración

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

261

noviembre/diciembre 2017

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Educación financiera e iniciativa empresarial: evidencia internacional
Marco Trombetta
- 15 Previsiones económicas para las comunidades autónomas 2017-2018 y principales desafíos
María Jesús Fernández y Raymond Torres
- 23 La reducción del coste de la deuda de las comunidades autónomas
Salvador Jiménez y Carmen López
- 31 Consolidación fiscal: una buena coyuntura económica amenazada por la incertidumbre política
Santiago Lago Peñas
- 41 Retos pendientes en las reformas estructurales: estabilidad presupuestaria y mercado laboral
Ramon Xifré
- 57 Perspectivas para la estabilidad financiera y el negocio en la banca europea
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 65 La gestión del riesgo de tipo de cambio de la empresa española
Pablo Guijarro e Isabel Gaya

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 73 Los eurobonos: historia de un largo camino hacia la integración
Erik Jones

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 84 Indicadores económicos
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 107 Indicadores sociales
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 115 Indicadores financieros
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

Este número de *Cuadernos de Información Económica* se abre con un trabajo de MARCO TROMBETTA sobre educación financiera e iniciativa empresarial. La educación financiera es un área prioritaria en el programa de actividades de Funcas, desde hace ya varios años. Nuestra contribución incluye, entre otras iniciativas, el estímulo de la investigación sobre dicha materia y la publicación de los resultados obtenidos, con objeto de promover un conocimiento preciso de las carencias existentes en España y de cómo debería afrontarse su solución. El artículo mencionado realiza un examen del nivel de educación financiera de los emprendedores de tres países europeos –España, Italia y el Reino Unido–, distinguiendo entre la educación básica y la avanzada, y analizando sus efectos sobre el éxito empresarial. Los resultados muestran, por ejemplo, que un nivel bajo de educación financiera avanzada da lugar a un enfoque más conservador en la gestión de los negocios, como se deduce de la mayor aversión al endeudamiento de la empresa y de una gestión orientada por el principio de caja. Y este enfoque más seguro se asocia, posteriormente, a una probabilidad más alta de supervivencia de la empresa. Es lo que sucede en España e Italia, donde hay una proporción relativamente elevada de trabajadores por cuenta propia con un buen nivel de educación financiera básica, pero no de educación avanzada, lo que induce a comportamientos más conservadores en la gestión de los asuntos financieros de sus negocios. En el Reino Unido, en cambio, los emprendedores presentan un perfil más propenso al riesgo y los datos muestran una menor proporción de negocios antiguos, caracterizados además por un menor tamaño, tanto en términos de ventas como de empleados. La solución posiblemente esté en mejorar los conocimientos finan-

cieros, básicos y avanzados, revisando los efectos de su aplicación al mundo real y promoviendo a su vez una cultura emprendedora con capacidad para evaluar correctamente los riesgos de gestión. Precisamente, uno de los artículos de esta edición de *Cuadernos* explica cómo pueden afrontarse los riesgos de tipo de cambio en las cada vez más internacionalizadas empresas españolas.

El análisis de algunos de los problemas más relevantes de la economía española actual se inicia con un trabajo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ y RAYMOND TORRES que es una síntesis de las previsiones económicas de las comunidades autónomas para 2017 y 2018 realizadas por Funcas. A la luz de los indicadores más recientes, se anticipa un debilitamiento de los factores que han impulsado la demanda nacional, así como un impacto negativo de la incertidumbre asociada a la crisis política en Cataluña. Se espera en 2018, por tanto, una desaceleración de la tasa media de crecimiento hasta el 2,6%, que afectará a casi todas las comunidades autónomas. En particular, Asturias, Cataluña y Extremadura son las regiones que menos crecerán, con tasas inferiores al 2%, mientras que Madrid, Galicia y Comunidad Valenciana, aun cayendo también algunas décimas respecto al año 2017, encabezarán el *ranking* autonómico de crecimiento con tasas superiores –la primera– o iguales –las otras dos– al 3%. En lo que al problema del desempleo se refiere, siete comunidades estarán en 2018 en tasas de paro iguales o inferiores al 10%, siendo las del valle del Ebro –Navarra, La Rioja y Aragón– junto con País Vasco, Madrid y Cantabria, las mejor situadas. En cambio, pese a progresar ligeramente, Extremadura, Andalucía y Canarias continuarán

con un desempleo por encima del 20% de la población activa.

Uno de los principales condicionantes de la política económica de las regiones españolas ha sido su elevado endeudamiento. Sobre este punto, la expansiva política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) ha facilitado a los países de la eurozona una reducción del coste medio de su deuda pública, debido a la intensa caída de los tipos aplicados por el propio BCE y también al descenso de la prima de riesgo. En lo que se refiere a España, el artículo de SALVADOR JIMÉNEZ y CARMEN LÓPEZ analiza cómo se ha trasladado esta reducción a las comunidades autónomas. Estas se han visto beneficiadas por los mecanismos estatales de financiación —en la actualidad el denominado Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas— y por el elevado peso de los préstamos en sus carteras de deuda, que les ha permitido su refinanciación a tipos mucho menores que los que tenían. El resultado es que el coste medio de la deuda autonómica es ahora la mitad que el del Estado. La paradoja es que, salvo excepciones, las regiones con peores fundamentos fiscales han visto reducido en mayor medida el coste medio de su deuda, gracias a las excepcionales condiciones de los fondos estatales. No obstante, las comunidades con mejor calificación han captado deuda a plazos largos y tipos fijos bajos, garantizándose costes muy favorables durante un largo periodo de tiempo.

Por otra parte, el proceso de consolidación fiscal está muy cerca de situar el déficit público en el umbral del 3% del PIB. La contribución positiva de las corporaciones locales y la mejora del saldo de las comunidades autónomas compensan una parte del déficit de la Seguridad Social y de la Administración Central. Sin embargo, los resultados alcanzados en conjunto tienen mucho que ver con la coyuntura económica y su efecto sobre los estabilizadores automáticos, y no tanto con el control del déficit estructural. SANTIAGO LAGO PEÑAS señala en su artículo que el ajuste se concentra, tanto en el pasado como en la tendencia que se apunta para el futuro, en la contención del gasto, dejando de lado actuaciones por el lado de los ingresos públicos. Dicha estrategia se considera insuficiente para eliminar el déficit estructural, siendo necesario abordar una reforma en profundidad del sistema tributario que le permita ganar en suficiencia, equidad y eficiencia.

Las reformas estructurales forman parte de las recomendaciones habituales de los organismos internacionales como parte de un programa de mejora de la productividad y eficiencia de la economía española para alcanzar una senda de crecimiento sostenido en el tiempo. Entre dichas reformas, el artículo de RAMÓN XIFRÉ analiza la situación actual de la estabilidad presupuestaria y de la reforma laboral. En relación con la primera, y a pesar de la corrección del déficit público, se advierte del elevado peso de la deuda pública sobre el PIB y de la necesidad de adoptar marcos presupuestarios que primen la credibilidad sobre la ambición en el ajuste, ante la práctica imposibilidad de cumplir el objetivo del 60% del PIB en 2020. Y se avisa también sobre las posibles dinámicas de endeudamiento de algunas administraciones fuera del perímetro de las operaciones computadas por el Protocolo de Déficit Excesivo de la Unión Europea. La crítica al funcionamiento del mercado de trabajo se centra en la incapacidad de la última reforma laboral para reducir el paro de larga duración, que aún padecen uno de cada tres parados españoles, y en la asistencialización de las prestaciones por desempleo, que afecta precisamente a ese tipo de parados con más de dos años de búsqueda de empleo.

La tercera de las reformas estructurales de la economía española que ha tenido un mayor calado ha sido la que se refiere al sector financiero. Sus perspectivas de cara al próximo año se revisan en el artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. El entorno del sector viene marcado por el cambio paulatino de orientación de la política monetaria del BCE y por la presión regulatoria derivada, entre otros factores, del esquema de reducción de riesgos a través de la unión bancaria. En este contexto, los resultados de la banca española durante el tercer trimestre del año muestran un aumento de la rentabilidad atribuible principalmente a la mejora de la eficiencia, alcanzada gracias al esfuerzo de contención de los costes de explotación. Tanto en rentabilidad como en eficiencia, el sector bancario español muestra mejores registros que sus equivalentes de los principales países de la eurozona.

La creciente internacionalización de las empresas españolas, y su mayor presencia en mercados con monedas muy volátiles, tienen una influencia significativa en sus cuentas de resultados y en sus balances por efecto de la variación de los tipos de cambio. En

este contexto es importante diseñar una estrategia de gestión del riesgo que todo ello provoca, ya sea por la conversión de los estados financieros de las filiales, por el impacto sobre la actividad comercial en moneda extranjera o por el valor de los proyectos de inversión en el exterior. El artículo de PABLO GUIJARRO e ISABEL GAYA delimita esta tipología de riesgos, analiza cómo se están gestionando y propone una serie de pautas de actuación estructurales para afrontar dichos riesgos.

Finalmente, la sección de Economía Internacional incluye un artículo de ERIK JONES sobre las ventajas e inconvenientes del instrumento sobre el que más se ha debatido como herramienta de mutualización de la deuda soberana en la eurozona: los eurobonos. Su principal virtualidad es que reforzarían la solvencia del endeudamiento soberano con una garantía del conjunto

de los Estados miembros. Entre sus ventajas, y además del menor coste de capital para los países que se endeudasen dentro de los límites establecidos, el autor se refiere a la claridad jurídica que aportarían en caso de reestructuración de la deuda y a la creación de un activo seguro, que podría utilizarse como garantía en el acceso a las líneas de liquidez facilitadas por los bancos centrales y como activo refugio ante turbulencias en los mercados financieros. Entre los inconvenientes, destacan los relativos al control político y a la responsabilidad financiera, que terminan configurando un problema de riesgo moral. En todo caso, los eurobonos son necesarios porque los mercados de capitales siguen siendo ineficientes a la hora de evaluar el riesgo soberano y evitar el riesgo moral, y porque las salidas transfronterizas de capitales tienen consecuencias devastadoras para las economías afectadas.

Educación financiera e iniciativa empresarial: evidencia internacional

Marco Trombetta*

El objetivo de este estudio es investigar si existen diferencias significativas en el nivel de educación financiera de los emprendedores de tres países europeos: España, Italia y el Reino Unido. Asimismo, el trabajo pretende analizar si la educación financiera es un factor contribuyente o limitativo del éxito al emprender. Los resultados muestran que los emprendedores del Reino Unido presentan un nivel de educación financiera básica significativamente más bajo, y la explicación de ese hallazgo se vincula a la existencia de oportunidades laborales. Cuanto mayor es la educación financiera básica del emprendedor, mayores probabilidades tiene la empresa de sobrevivir; en cambio, la probabilidad de supervivencia de la empresa se reduce conforme aumenta la educación financiera avanzada. Se concluye que aplicar un enfoque “conservador” a la gestión financiera (basado en los principios del criterio contable de caja, la aversión a la deuda y la diversificación) es la vía que ofrece mayor probabilidad para garantizar la supervivencia de la empresa, si bien podría no ser siempre la que maximice el valor.

El análisis comparado del emprendimiento internacional ha sido un campo relativamente poco estudiado hasta la fecha. De acuerdo con Oviatt y McDougall (2005), dentro de esta área de estudio podemos distinguir dos subcampos: “uno en el que la comparativa entre países se enfoca en el distinto comportamiento de los agentes emprendedores, y un segundo más centrado en las diferencias entre los emprendedores, su comportamiento y las circunstancias en las que se encuentran insertos (Oviatt y McDougall, 2005: 540)”. El presente trabajo adopta la segunda perspectiva, es decir, pone el foco en los emprendedores y sus características en los tres países europeos

analizados: Italia, Reino Unido y España. El objetivo del estudio es investigar si existen diferencias significativas en el nivel de educación financiera entre los trabajadores por cuenta propia de estos tres países. Por otro lado, se pretende analizar si la educación financiera contribuye al éxito del emprendedor o, al contrario, lo limita. Para ello, en primer lugar se aborda el nivel de análisis individual, para luego combinarlo con el nivel de análisis por empresas (Terjesen, Hessens y Li, 2016).

Trabajos anteriores han estudiado el efecto de la educación en la decisión de los individuos a la hora de optar entre un trabajo remunerado

* IE Business School – IE University.

en una empresa ya existente o bien emprender por cuenta propia. Dicha literatura ha arrojado resultados dispares. Mientras que Carr (1996) encuentra un efecto positivo, Rees y Shah (1986), Blanchflower, Oswald y Stutzer (2001) y Thomas (2009) concluyen que la educación tiene un efecto negativo en la probabilidad de autoemplearse: las personas con niveles de educación más altos muestran tendencia a optar por el trabajo asalariado. Por su parte, Bates (1990) constata que la educación tiene un efecto positivo en la probabilidad de una empresa de sobrevivir. Nuestro estudio difiere de los anteriormente citados en dos aspectos. Primero, nuestra atención se ciñe a los trabajadores por cuenta propia, y no los comparamos con los empleados por cuenta ajena. Por tanto, no investigamos la decisión de autoemplearse y nos centramos en las diferencias internacionales entre aquellos individuos que ya son trabajadores por cuenta propia. Segundo, nos enfocamos en la educación financiera, es decir, un tipo particular de conocimientos más cercano a la gerencia empresarial.

Muestra analizada

Entre 2015 y 2016, una empresa dedicada a la investigación de mercado llevó a cabo una encuesta sobre muestras representativas de la distribución geográfica de personas en régimen de autoempleo en cada uno de los tres países (Italia, España y Reino Unido). A tal efecto, el tamaño de la muestra quedó establecido en 400 personas en cada país, dando un total de 1.200 encuestas. La selección de la muestra y el desarrollo de la encuesta se llevaron a cabo por la misma empresa internacional de recogida de datos en los tres países. Esto garantizó la coherencia intermuestra.

Los tres países fueron seleccionados por dos razones. La primera es que representan una combinación interesante por sus características propias dentro de Europa. El Reino Unido es un país de derecho común o consuetudinario (*common law*), cuenta con un sistema político bastante estable y alberga el principal centro financiero de Europa, la *city* de Londres. Italia es un país de

derecho codificado, y cuenta con un sistema político bastante inestable, mientras que España comparte con Italia un derecho de tradición romana pero, en comparación con ella, cuenta con un sistema político más estable. Atendiendo a las características de sus economías en 2014, España presenta el mayor nivel de desempleo, con una tasa del 24,5%, mientras que el Reino Unido presenta la más baja, el 6,1%, e Italia, con un 12,7%, se encuentra a medio camino entre ambos. En cuanto a las personas ocupadas, en el Reino Unido el 82,7% pertenecen al sector servicios, mientras que en Italia y España dicho porcentaje es inferior, del 72,5% y del 78,2% respectivamente. Por otro lado, en España y el Reino Unido, solo un 13,9% y un 14% de su población respectiva trabaja por cuenta propia, un porcentaje que en Italia sube hasta el 25,6%. Atendiendo a los indicadores de desarrollo del sector financiero se aprecia que, en el Reino Unido, un 98,9% de las personas de más de 15 años poseían una cuenta en una entidad financiera en 2014, mientras que en España ese porcentaje es del 97,6% y en Italia, del 87,3%. Por tanto, el grado de variación desde un punto de vista económico e institucional entre los tres países es suficiente para garantizar que la comparación transfronteriza de los datos pueda proporcionar resultados que no serían accesibles con una muestra basada en un único país.

La segunda razón es que la encuesta fue diseñada por el autor de este artículo a partir de las encuestas sobre educación financiera utilizadas por la literatura anterior¹. El hecho de hablar con fluidez los tres idiomas, haber pasado largas estancias en los tres países y trabajado como docente universitario en todos ellos, le permite controlar directamente la redacción de la encuesta en los tres idiomas. Además, en caso necesario, podría interactuar con los responsables del trabajo de campo en cualquiera de los tres países. Gracias a todo ello, el potencial de interferencias o sesgos asociados a los problemas lingüísticos se reduce al mínimo.

La encuesta

La encuesta se describe con detalle en un estudio anterior (Trombetta, 2016), y aquí nos limitare-

¹ Para una revisión sobre la literatura reciente sobre educación financiera, véase Lusardi y Mitchell (2014).

mos a presentar sus características resumidas. La sección de la encuesta dedicada a la educación financiera está dividida en dos partes.

En la primera, presentamos las tres preguntas “clásicas” utilizadas en la literatura para medir el nivel de educación financiera de una persona, y que hacen referencia a los conceptos de interés compuesto, rentabilidad nominal frente rentabilidad real y diversificación del riesgo².

En la segunda parte, incluimos las cinco preguntas originales dirigidas a medir el nivel de educación avanzada sobre finanzas y contabilidad. Mediante ellas se abordan temas como: el uso de la deuda como medio óptimo de financiación; el crecimiento como indicador del éxito de la empresa; los dos posibles métodos para contabilizar el resultado financiero (el criterio de caja o el del devengo); la consideración de la amortización al contabilizar las inversiones; y la relación que existe entre el ROE (rentabilidad sobre fondos propios), el ROA (rentabilidad sobre activos) y el nivel óptimo de deuda como medio de financiación.

Para simplificar la exposición de los resultados, durante el resto del trabajo nos referimos a las tres preguntas de la primera parte como las preguntas “tradicionales” sobre educación financiera, y a las otras cinco incluidas en la segunda parte como las preguntas “avanzadas”.

Descripción general de la muestra

En el cuadro 1 se presentan las principales características demográficas y sobre educación de la muestra.

Por sexos, la muestra general contiene mayoría de encuestados varones (56,8%). Ese porcentaje está próximo a la situación en Italia (54,8%), mientras que en España los varones predominan entre los encuestados en una proporción mucho mayor (68,8%), situación opuesta a la del Reino Unido, donde los hombres son minoría (46,8%). En cuanto a la composición por edades, la mues-

Cuadro 1

Características demográficas y de educación de la muestra

(Porcentaje)

	País			
	Italia	España	R. Unido	Total
Sexo				
Hombre	54,8	68,8	46,8	56,8
Mujer	45,3	31,3	53,3	43,3
Edad (años)				
18_24	2,5	0,0	3,8	2,1
25_34	21,0	18,5	15,3	18,3
35_44	33,8	40,0	20,0	31,3
45_54	28,2	31,3	32,0	30,5
55_64	14,5	10,3	29,0	17,9
Educación				
Primaria	0,0	2,8	0,3	1,0
Secundaria	4,3	4,8	14,2	7,8
Formación profesional	4,3	18,8	17,8	13,6
Bachillerato	23,0	17,8	21,0	20,6
Alguna asignatura universitaria	26,3	13,5	0,0	13,3
Diplomatura	7,5	28,0	35,8	23,8
Licenciatura	34,5	14,5	10,0	19,7
Otros	0,3	0,0	1,0	0,4
Nivel de educación financiera (autorreconocido, en una escala de 1=bajo a 7=alto)				
1	7,2	5,3	2,0	4,8
2	12,0	12,0	6,5	10,2
3	19,3	20,0	10,8	16,7
4	24,3	22,0	30,0	25,4
5	22,3	27,8	28,5	26,2
6	11,8	10,8	17,5	13,3
7	3,3	2,3	4,8	3,4

Fuente: Elaboración propia.

² La versión utilizada aquí de esas tres preguntas es la de Lusardi y Mitchell (2008). Véase también Lusardi y Mitchell (2011).

tra está formada por una mayoría de personas de entre 35 y 54 años (61,8%), aunque en el caso del Reino Unido hay un grupo de personas relativamente mayores (un 29% de más de 55 años), mientras que en España la muestra comprende personas relativamente más jóvenes (un 58,5% menores de 35 años).

Las características de los trabajadores por cuenta propia encuestados son bastante diferentes según el país considerado. En el Reino Unido, la muestra presenta un mayor peso de personas de sexo femenino, de mayor edad y con un nivel de educación financiera aparentemente más alto. En Italia y España hay un predominio de varones en la muestra, y en España, los participantes son más jóvenes y declaran un menor nivel de educación financiera.

Por lo que respecta a la educación, un 43,5% de los encuestados había completado estudios universitarios (ya sea una licenciatura o nivel inferior al grado) y otro 13,3% había cursado algunas asignaturas universitarias. En cuanto al nivel autoevaluado de educación financiera, casi la mitad (42,9%) de la muestra se auto-otorga una puntuación de 5 o más en una escala de 1 (más bajo) a 7 (más alto). En el Reino Unido, este porcentaje llega al 50,8%, mientras que en Italia es del 37,4%.

Por tanto, concluimos que las características demográficas y de educación de los trabajadores por cuenta propia son bastante diferentes según el país considerado. En el Reino Unido, la muestra presenta una composición con mayor peso de personas de sexo femenino, de mayor edad y con un nivel de educación financiera aparentemente más alto. En cuanto a Italia y España, hay un predominio de varones en la muestra. En España, los participantes son más jóvenes y declaran un menor nivel de educación financiera, mientras que la composición de la muestra en Italia es la que más se aproxima a los valores medios en la mayoría de las variables incluidas.

Cuadro 2

Características de las empresas

(Porcentaje)

	País			
	Italia	España	R. Unido	Total
Historial de la empresa (años)				
Menos de 1	8,8	11,0	11,8	10,5
Entre 1 y 3	19,0	22,8	25,8	22,5
Entre 3 y 5	15,8	11,3	12,8	13,3
Más de 5	56,5	55,0	49,8	53,8
Ventas				
Micro	92,4	95,3	95,5	94,3
Pequeña	5,6	3,5	1,9	3,7
Mediana/Grande	2,0	1,2	2,6	2,0
Empleados				
0-9	95,9	95,2	98,6	96,6
10-49	2,7	3,7	1,1	2,5
50-249	1,1	0,8	0,3	0,7
Más de 250	0,3	0,3	0,0	0,2
Sector				
Primario	4,7	2,0	1,4	2,7
Secundario	17,0	16,0	9,6	14,2
Terciario	78,4	82,0	89,0	83,1
Emprendedor en serie				
No	79,3	62,0	70,3	70,5
Sí	20,8	38,0	29,8	29,5
Éxito en empresa anterior				
No	22,9	19,1	13,4	18,1
Sí	77,1	80,9	86,6	81,9

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 2 se observan algunas características de las empresas creadas por los individuos analizados.

La mayoría de estas empresas (53,8%) tienen más de cinco años de vida, si bien hay una parte considerable (33%) que se encuentran todavía

en la fase de arranque, es decir, llevan en funcionamiento menos de un año (10,5%), o están en las fases iniciales de su desarrollo (22,5%), es decir, tienen una antigüedad inferior a tres años. Por número de años de vida, las empresas constituidas por los individuos de la muestra presentan a nivel general una estructura similar en los tres países. Sin embargo, la muestra italiana se caracteriza por un peso ligeramente mayor de empresas “maduras” (56,5%) y ligeramente menor de empresas “jóvenes” (27,8%), mientras que en el Reino Unido el porcentaje de empresas con más de cinco años de vida es sustancialmente menor (49,8%). La inmensa mayoría de estos negocios son microempresas, tanto por volumen de ventas (94,3%) como por número de empleados (96,6%)³, y operan fundamentalmente en el sector terciario (83,1%).

Para la mayoría de los individuos (70,5%), se trata de su primera experiencia como emprendedores. No obstante, aquellos que son emprendedores en serie (29,5%) tienen más probabilidades de haber logrado cierto éxito en sus empresas anteriores (81,9%).

En resumen, las muestras analizadas en los tres países no presentan grandes diferencias entre sí, están dominadas por empresarios debutantes que se hacen cargo de su propia empresa por primera vez, y las empresas son o bien maduras o bien muy jóvenes.

Educación financiera: diferencias entre países

En el cuadro 3 se muestra el porcentaje de encuestados que acertaron la respuesta en cada una de las ocho preguntas formuladas, tanto sobre el total de individuos de la muestra como para cada país. También se incluye el porcentaje de personas con aciertos en todas las preguntas.

Centrándonos en las preguntas tradicionales (las tres primeras), se observa que la referida a

³ Se consideran “microempresas” a aquellas que tienen una cifra de ventas inferior a 2.000.000 de euros o tienen menos de diez empleados.

Cuadro 3

Porcentaje de individuos que respondieron correctamente

	País			
	Italia	España	R. Unido	Total
Preguntas básicas				
Q1_Interés compuesto	81,0	84,3	82,8	82,7
Q2_Nominal vs. Real	68,3	71,0	69,8	69,7
Q3_Diversificación	64,0	57,3	45,8	55,7
Todas las preguntas básicas correctas	46,8	46,0	38,5	43,8
Preguntas avanzadas				
Q4_Deuda	25,3	27,8	25,8	26,3
Q5_Ventas	48,8	49,5	55,8	51,3
Q6_Deengo	50,2	43,3	55,5	49,7
Q7_Amortización	53,8	53,3	39,8	48,9
Q8_ROE vs. ROA	11,3	8,0	8,3	9,2
Todas las preguntas avanzadas correctas	2,5	1,3	1,0	1,6
Todas las preguntas avanzadas correctas excepto Q8	10,8		1,1	2,5

Fuente: Elaboración propia.

la diversificación del riesgo entraña la mayor dificultad, tanto para la muestra completa como para las submuestras nacionales. El porcentaje de personas con tres aciertos en las preguntas básicas es inferior al 50% en cada uno de los tres países, constatándose que en el caso del Reino Unido dicho porcentaje es sustancialmente más bajo (38,5%) que los registrados en Italia (46,8%) y España (46,0%).

Si consideramos ahora las preguntas dedicadas a la educación financiera avanzada, vemos que la

pregunta más difícil con diferencia es la relativa a la comparación entre ROA y ROE y su relación con el nivel de deuda. Muy pocos acertaron la respuesta correcta. A fin de evitar que esta pregunta influya en los resultados, calculamos el porcentaje de personas con aciertos en todas las preguntas avanzadas a excepción de esta pregunta considerada muy difícil. En general, las diferencias entre países en estas preguntas avanzadas son menos pronunciadas que en el caso de las preguntas tradicionales.

Para contrastar si las diferencias entre países son estadísticamente significativas, ejecutamos un análisis MANOVA para las tres variables siguientes:

El nivel de educación financiera “tradicional” entre los trabajadores por cuenta propia del Reino Unido es significativamente más bajo que el de los trabajadores por cuenta propia de Italia y España. En cambio en el nivel global de educación contable y financiera “avanzada” no se observan diferencias claras entre los tres países.

- a) porcentaje de personas con tres aciertos en las preguntas tradicionales (*tradallright*); b) porcentaje de personas con cinco aciertos en las preguntas avanzadas (*advallright*); y c) porcentaje de personas con cuatro aciertos en las pre-

guntas avanzadas, es decir, todas salvo la pregunta sobre ROA vs. ROE (*simple_advallright*). Como grupos, utilizamos los tres países.

Los resultados se presentan en el cuadro 4. Los cuatro estadísticos utilizados indican que las diferencias entre países son significativas al nivel del 5%.

Para tratar de comprender más a fondo cuáles de las tres variables explican mejor las diferencias entre los tres países, en el cuadro 5 mostramos la estimación de los coeficientes de regresiones multivariantes tomando sucesivamente como variable dependiente cada una de las tres variables, y como variables independientes, variables ficticias (o *dummies*) por cada país.

Solo la regresión que explica el porcentaje de personas con tres aciertos en las preguntas tradicionales resulta ser en conjunto estadísticamente significativa. Dentro de esta regresión, el coeficiente para el Reino Unido es significativamente negativo al nivel del 5%, lo que confirma que el nivel de educación financiera tradicional entre los trabajadores por cuenta propia del Reino Unido es significativamente más bajo que el de los trabajadores por cuenta propia de Italia y España. Este resultado es confirmado por análisis ANOVA por pares (no tabulados).

Cuadro 4

Análisis MANOVA para el porcentaje de individuos con todas las preguntas básicas correctas, todas las preguntas avanzadas correctas y todas las preguntas avanzadas correctas excepto la relativa a ROA vs. ROE

Número de observaciones = 1.200

W = Lambda de Wilks L = Traza de Lawley-Hotelling

P = Traza de Pillai R = Raíz máxima de Roy

Fuente	Estadísticos	df	F(df1, df2)	=	F	Prob>F
País	W 0.9920	2	4.0	2392.0	2.40	0.0408e
	P 0.0080		4.0	2394.0	2.40	0.0407a
	L 0.0080		4.0	2390.0	2.40	0.0410a
	R 0.0068		2.0	1197.0	4.07	0.0369u
Residual		1197				
Total		1,199				

Cuadro 5

Modelos de regresión multivariante para el porcentaje de individuos con todas las preguntas básicas correctas, todas las preguntas avanzadas correctas y todas las preguntas avanzadas correctas excepto la relativa a ROA vs. ROE

<i>tradallright</i>					
		Coef.	Error estándar	t	P > t
	RU	-.0825	.0350	-2.36	0.019
	ESP	-.0075	.0350	-0.21	0.830
	_cons	.4675	.0248	18.88	0.000
Obs	R2	F		P	
1200	0.0056	3.3935		0.0339	
<i>advallright</i>					
		Coef.	Error estándar	t	P > t
	RU	-.015	.0089	-1.70	0.089
	ESP	-.0125	.0088	-1.42	0.157
	_cons	.025	.0062	4.01	0.000
Obs	R2	F		P	
1200	0.0028	1.6583		0.1909	
<i>simple_advallright</i>					
		Coef.	Error estándar	t	P > t
	RU	-.005	.0226	-0.22	0.825
	ESP	.0275	.0226	1.22	0.223
	_cons	.1075	.01596	6.74	0.000
Obs	R2	F		P	
1200	0.0020	1.2030		0.3006	

En cuanto al nivel global de educación contable y financiera avanzada, no se observan diferencias claras entre los tres países.

Es interesante comparar estos resultados con los datos de la primera edición del *Global Report on Financial Literacy* llevado a cabo por el Global Financial Literacy Excellence Center en colaboración con Gallup, el Banco Mundial y Standard & Poor's rating services en 2015 (véase Klapper, Lusardi y Van Oudheusden, 2015). Este informe utilizó muestras representativas de la población general de 140 países para medir el nivel de educación financiera a escala mundial. La encuesta global formuló cuatro preguntas de las que tres eran muy similares a las tres preguntas tradiciona-

les utilizadas en el presente estudio. La cuarta se refería al cálculo de los intereses. El *Global Report* muestra que el porcentaje de individuos con tres o más aciertos en las cuatro preguntas en los tres países analizados en este estudio fueron:

Italia	37%
Reino Unido	67%
España	49%

De ello se desprende que el *ranking* de educación financiera para los tres países es opuesto si se mira a la población general (*Global Report*) o si solo se consideran los trabajadores por cuenta propia (como en el presente estudio). Tomando

la población general, el país con más educación financiera es el Reino Unido, seguido por España e Italia. Sin embargo, entre los trabajadores por cuenta propia, el país con mayor nivel de educación financiera es Italia, seguido de España y Reino Unido. Una posible interpretación de esta diferencia podría ser la existencia de mejores oportunidades laborales para las personas con mayor

Un nivel bajo de educación financiera avanzada revela dos actitudes hacia los asuntos financieros: aversión a la deuda y una gestión orientada a la caja. Estas dos formas de gestión denotan una preferencia por un enfoque “más seguro” (o conservador) a la hora de gestionar un negocio.

cultura financiera. Como se ha mencionado en la introducción, la literatura existente sobre educación general e iniciativa empresarial encuentra una correlación negativa entre el nivel máximo de educación formal alcanzado y la probabilidad de ser trabajador por cuenta propia (Rees y Shah, 1986; Thomas, 2009). Si ampliamos este argumento al área específica de la educación y cultura financiera, podemos postular la tesis de que en el Reino Unido existen mejores oportunidades laborales para las personas con elevada cultura financiera que en España e Italia, con lo que esos individuos pueden autoexcluirse de la categoría de trabajadores por cuenta propia. Esto explicaría por qué encontramos un nivel de educación financiera más bajo entre el colectivo de trabajadores por cuenta propia del Reino Unido que en España e Italia.

Asimismo, también es interesante comparar el nivel de educación financiera real con el nivel de educación financiera autoevaluado. Como se ha descrito más arriba, si atendemos al nivel de educación financiera que los individuos autorreconocen, el Reino Unido ocupa el primer lugar, España es segundo e Italia tercero. Pero en términos de educación financiera real, las posiciones se invierten. Esta es una diferencia importante entre el Reino Unido y los otros dos países. Los trabajadores por cuenta propia en el Reino Unido declaran tener una educación financiera suficiente

para gestionar sus propias empresas, aun cuando ello no sea necesariamente cierto. Otro estudio realizado sobre una muestra de propietarios de empresas pequeñas en el Reino Unido respalda este argumento. Brown, Saunders y Beresford (2006) encuentran que los propietarios de empresas pequeñas reconocen tener ciertas carencias en su educación financiera, pero no lo consideran un problema crucial para poder gestionar eficazmente sus negocios. De hecho, la mayoría de ellos se ocupó personalmente de la vertiente financiera del negocio, lo que confirma la idea de que su conocimiento de las cuestiones financieras es considerado como suficiente. En cambio, en Italia y España, el nivel de educación financiera autoevaluado y el real guardan más consonancia.

En el cuadro 6 se observan los resultados de un análisis MANOVA realizado teniendo en cuenta cada pregunta como variable separada. Se confirma que las diferencias entre países son significativas al nivel del 1%.

La combinación de un nivel de educación financiera básica alto y conocimientos financieros avanzados bajos puede inscribirse dentro de un enfoque que tiene más probabilidades de garantizar la supervivencia de un negocio. España e Italia, dos países con una proporción relativamente elevada de trabajadores por cuenta propia “conservadores” en su actitud hacia los asuntos financieros, también tienen más proporción de empresas de mayor antigüedad.

En el cuadro 7a, se reflejan los estadísticos estándar de diagnóstico para todas las regresiones multivariantes respecto de cada una de las preguntas. Los resultados indican que solo las regresiones relativas a las preguntas sobre la diversificación del riesgo (Q3), la contabilidad según el método del devengo frente al basado en la caja (Q6) y la amortización (Q7) son en conjunto significativas al nivel del 5%. Por tanto, en el cuadro 7b solo se presentan los coeficientes estimados para estas tres ecuaciones.

Cuadro 6

Análisis MANOVA para el porcentaje de individuos que acertó cada una de las preguntas formuladas

Número de observaciones = 1.200

W = Lambda de Wilk L = Traza de Lawley-Hotelling

P = Traza de Pillai R = Raíz máxima de Roy

Fuente	Estadísticos	df	F(df1, df2)	=	F	Prob>F	
País	W	0.9260	2	18.0	2378.0	5.18	0.0000e
	P	0.0749		18.0	2380.0	5.14	0.0000a
	L	0.0790		18.0	2376.0	5.21	0.0000a
	R	0.0645		9.0	1190.0	8.53	0.0000u
Residual		1197					
Total		1,199					

Los encuestados en el Reino Unido y España muestran considerablemente menos conocimientos sobre la diversificación básica del riesgo. En concreto, la pregunta 3 (Q3) parece ser la que determina los resultados globales del relativamente bajo nivel de cultura financiera entre los trabajadores por cuenta propia británicos con respecto a los otros dos países, pues el coeficiente para el Reino Unido es negativo y significativo al nivel del 1%.

En cuanto a la diferencia entre la contabilización por el método del devengo o el de caja (Q6), observamos que el porcentaje de individuos que responde correctamente es significativamente más bajo en España, mientras que, en lo que a

la amortización se refiere (Q7), los trabajadores por cuenta propia del Reino Unido muestran significativamente mayor probabilidad de responder incorrectamente. Estas diferencias son importantes porque están directamente relacionadas con la gestión del capital circulante, un campo que en estudios previos se reconoce como un área crucial de la gestión (Romero y Gray, 2002). Responder incorrectamente a estas preguntas denota, tanto en el caso de España como en el del Reino Unido, una clara inclinación por un enfoque basado en la caja a la hora de gestionar las empresas.

Importancia de la educación financiera para el éxito del emprendedor

Centremos ahora nuestra atención en el papel potencial que la cultura financiera puede desempeñar como determinante del éxito de un proyecto empresarial. A fin de estudiar este efecto, utilizaremos el siguiente modelo de regresión:

$$SUC = \alpha_1 n_{Iradright} + \alpha_2 n_{advright} + \alpha_3 Gender + \alpha_4 Empl + \alpha_5 SerialEnt + \alpha_6 Italy + \alpha_7 UK \quad [1]$$

donde

SUC = volumen de ventas o años de vida de la empresa

Cuadro 7a

Diagnóstico para cada una de las regresiones multivariante

Ecuación	Obs	R2	F	P
Q1r	1200	0.0012	.7376627	0.4784
Q2r	1200	0.0006	.3581688	0.6990
Q3r	1200	0.0230	14.09018	0.0000
Q4r	1200	0.0006	.3608955	0.6971
Q5r	1200	0.0039	2.368438	0.0941
Q6r	1200	0.0101	6.089834	0.0023
Q7r	1200	0.0168	10.24526	0.0000
Q8r	1200	0.0026	1.571497	0.2082

$n_{tradright}$ = número de aciertos en las preguntas tradicionales

$n_{advright}$ = número de aciertos en las preguntas avanzadas

Gender = sexo del encuestado. 1=Mujer

Empl = número de empleados en nómina

SerialEnt = variable ficticia que toma el valor 1 si el encuestado ha creado otras empresas en el pasado, y 0 en caso contrario

Italy = variable ficticia que toma el valor 1 si la observación corresponde a Italia

UK = variable ficticia que toma el valor 1 si la observación corresponde a Reino Unido

Nuestras dos variables dependientes son variables no continuas. En el caso del volumen de ventas, distinguimos tres niveles: microempresa (menos de 2.000.000 de euros), pequeña

empresa (entre 2.000.000 y 5.700.000 euros) y mediana/gran empresa (más de 5.700.000 euros). Para la antigüedad o años de vida de la empresa diferenciamos cuatro horquillas: menos de 1 año, entre 1 y 3 años, entre 3 y 5 años, y más de 5 años.

Las principales variables de interés son $n_{tradright}$ y $n_{advright}$, pero también incluimos ciertas variables de control que la literatura previa ha declarado significativas como determinantes del éxito de una empresa, tales como sexo del emprendedor, tamaño (medido por número de empleados), si el emprendedor es primerizo o si ya tiene experiencia creando empresas. También se incluye una variable *dummy* por país para resaltar las potenciales diferencias relacionadas con el país donde la empresa lleva a cabo sus actividades.

Puesto que tenemos variables dependientes ordinales, no podemos utilizar técnicas estándar

Cuadro 7b

Regresiones multivariantes seleccionadas para aquellas preguntas donde la diferencia es significativa

Q3r		Coef.	Error estándar	t	P > t
	RU	-.1825	.0348	-5.25	0.000
	ESP	-.0675	.0348	-1.94	0.052
	_cons	.64	.0246	26.03	0.000
Obs	R2	F	P		
1200	0.0230	14.0902	0.0000		
Q6r		Coef.	Error estándar	t	P > t
	RU	.0525	.0352	1.49	0.136
	ESP	-.07	.0352	-1.99	0.047
	_cons	.5025	.0249	20.18	0.000
Obs	R2	F	P		
1200	0.0101	6.0898	0.0023		
Q7r		Coef.	Error estándar	t	P > t
	RU	-.14	.0351	-3.99	0.000
	ESP	-.005	.0351	-0.14	0.887
	_cons	.5375	.0248	21.66	0.000
Obs	R2	F	P		
1200	0.0168	10.2453	0.0000		

Cuadro 8

Regresión *logit* ordenada multivariante: ventas

	Coef.	Error estándar	Z	P > z
n_tradright	-0.209	0.170	-1.23	0.220
n_advright	-0.331	0.134	-2.48	0.013
Gender	-0.144	0.329	-0.44	0.662
Empl	1.666	0.313	5.32	0.000
SerialEnt	-0.203	0.374	-0.54	0.587
Italy	0.491	0.395	1.24	0.214
UK	0.146	0.430	0.34	0.734
N =	867			
Log likel. =	-197.5336			
LR chi2	44.95	Prob > chi2=	0.000	
Pseudo R2	0.1021			

OLS para estimar el modelo [1] y lo estimamos como un modelo *logit* multivariante ordenado.

En el cuadro 8 se observan los resultados de la estimación del modelo para la variable "Ventas". Los resultados muestran que solo dos variables son estadísticamente significativas: *n_advright* tiene un efecto negativo y es significativa al nivel del 5%, mientras que *Empl* tiene un efecto positivo y es significativa al nivel del 1%.

El cuadro 9 recoge los resultados de estimar el mismo modelo utilizando como variable dependiente los años de vida de la empresa. En este caso, hay más variables con significatividad estadística. En lo que a la educación financiera se refiere, observamos un efecto positivo estadísticamente significativo de *n_tradright*, mientras que observamos de nuevo un efecto negativo estadísticamente significativo de *n_advright*. Ambos efectos son significativos al nivel del 1%. *Gender* tiene un efecto negativo, que resulta significativo al nivel del 5%. Por último, *SerialEnt* tiene un efecto positivo, pero con un nivel de significatividad estadística débil al 10%.

Una posible interpretación de estos resultados tendría que ver con la actitud frente al riesgo de los trabajadores por cuenta propia. Como se ha mencionado, un nivel bajo de educación financiera avanzada revela dos actitudes hacia los asuntos financieros: aversión a la deuda y una gestión orientada a la caja. Estas dos formas de gestión denotan una preferencia por un enfoque "más seguro" (o conservador) a la hora de gestionar un negocio. En consecuencia, no es extraño que un nivel bajo de cultura financiera avanzada esté asociado a una probabilidad más alta de supervivencia de la empresa. En otras palabras, un nivel bajo de conocimientos financieros avanzados parece estar correlacionado con la aversión al riesgo.

Cuadro 9

Regresión *logit* ordenada multivariante: años de vida

Fuente	Coef.	Error estándar	z	P > z
n_tradright	0.349	0.069	5.02	0.000
n_advright	-0.148	0.050	-2.98	0.003
Gender	-0.264	0.129	-2.05	0.041
Empl	0.168	0.258	0.65	0.513
SerialEnt	0.249	0.140	1.78	0.075
Italy	0.187	0.155	1.21	0.227
UK	-0.092	0.154	-0.60	0.549
Número de observaciones=	1074			
LR chi2 =	44.81	Prob > chi2	0.000	
Pseudo R2 =	0.0223			

Nuevamente, es interesante detenerse en el Reino Unido. Ya hemos subrayado anteriormente que en este país encontramos un porcentaje significativamente inferior de empresas “maduras”, es decir, con más de cinco años en funcionamiento. Ello resulta congruente con el hecho de que también sea el país en el que los trabajadores por cuenta propia tienen una menor conciencia del principio de la diversificación y una mayor conciencia de la diferencia entre la contabilización por el método del devengo y el de caja. Ambas características son típicas de un enfoque de gestión “más propenso al riesgo”.

Esta interpretación de los resultados es también acorde con la literatura que ha cuestionado la asociación tradicional entre asunción de riesgos y éxito de las iniciativas empresariales (Murman y Sandana, 2012; Miller, 2007).

Conclusiones

El presente estudio examina el nivel de educación financiera a partir de una muestra internacional de trabajadores en régimen por cuenta propia pertenecientes a tres países de la UE: Italia, España y el Reino Unido.

Se les realizó una encuesta en la que se formularon dos tandas de preguntas relacionadas con conceptos de la contabilidad y las finanzas. Por un lado, se les hicieron tres preguntas básicas para medir su nivel de cultura financiera “básica”, mientras que otras cinco preguntas fueron dirigidas a medir los conocimientos contables y financieros “avanzados”.

Se identificaron algunas diferencias significativas en el nivel de educación financiera entre los tres países. Los trabajadores por cuenta propia británicos analizados presentan menores conocimientos financieros básicos y, en particular, muestran una peor comprensión del principio de diversificación del riesgo. No se detectan diferencias significativas a nivel global entre los tres países en términos de conocimientos contables y financieros avanzados.

Sin embargo, los encuestados del Reino Unido comprenden mejor la diferencia entre la contabilidad por el método del devengo y el de caja, mientras que los encuestados de España son los que obtienen peores resultados en esta área.

También investigamos la relación entre educación financiera y éxito al emprender. La educación financiera básica tiene un efecto positivo sobre el éxito empresarial; en cambio, la educación financiera avanzada tiene un efecto negativo. Este hecho puede interpretarse en clave de comportamiento respecto a la asunción de riesgos: un nivel más alto de educación financiera básica implica una mejor comprensión del principio de diversificación del riesgo, mientras que un nivel más bajo de conocimientos financieros avanzados implica un enfoque orientado a la caja y un estilo de gestión financiera con aversión a la deuda. De ahí que la combinación de un nivel de educación financiera básica alto y conocimientos financieros avanzados bajos pueda inscribirse dentro de la categoría de enfoque de gestión “conservador”, un enfoque que tiene más probabilidades de garantizar la supervivencia de un negocio. Esto es precisamente lo que sugieren nuestros resultados. España e Italia, dos países caracterizados por una proporción relativamente elevada de trabajadores por cuenta propia “conservadores” en términos de su actitud hacia los asuntos financieros, también tienen una mayor proporción de empresas de mayor antigüedad. Por el contrario, en el Reino Unido, un país caracterizado por una clase de emprendedores por cuenta propia “más propensos al riesgo”, las cifras muestran una menor proporción de negocios antiguos. Además, las empresas de los encuestados británicos son relativamente más pequeñas en términos de volumen de ventas y de número de empleados.

Las diferencias encontradas en este estudio son coherentes con las diferencias entre las tres economías. De los tres países analizados, el Reino Unido es la economía con el mayor grado de desarrollo financiero, y la que cuenta también con la mayor proporción de personas empleadas en el sector servicios. Esta característica puede explicar el menor nivel de educación financiera de los trabajadores por cuenta propia británicos: en el

Reino Unido, los individuos con una mayor cultura financiera tienen más oportunidades para acceder a trabajos bien remunerados en el sector servicios. Italia presenta el menor porcentaje de personas empleadas en el sector servicios y el mayor porcentaje de individuos que trabajan por cuenta propia. De ahí que, en este país, una proporción relativamente más alta de personas con cultura financiera tengan más probabilidades de acabar creando su propia empresa ante la falta de oportunidades más atractivas. Esto se ve reflejado en el mayor nivel de educación financiera básica que muestran los trabajadores por cuenta propia en ese país. España tiene el nivel más alto de cultura financiera avanzada (si excluimos la pregunta del ROA vs. ROE), así como la proporción más alta de emprendedores en serie. De acuerdo con nuestros resultados, el efecto general de esta combinación en el éxito al emprender no está claro: por un lado, una cultura financiera avanzada tiene un efecto negativo, mientras que el hecho de ser emprendedor en serie tiene un efecto positivo. Esta ambigüedad posiblemente es congruente con el hecho de que la economía española se encuentra en plena transición desde el modelo “tradicional” representado por la economía italiana, donde el sector primario aún tiene un papel importante en la economía, y el modelo “orientado por las finanzas” de la economía británica.

Referencias

- BATES, T. (1990), “Entrepreneur human capital inputs and small business longevity”, *The Review of Economics and Statistics*, 72(4): 551–559.
- BLANCHFLOWER, D. G.; OSWALD, A. J., y A. STUTZER (2001), “Latent entrepreneurship across nations”, *European Economic Review*, 45(4/6): 680–691.
- BROWN, R.; SAUNDERS, M., y R. BERESFORD (2006), “You owe it to yourself: The financially literate manager”, *Accounting Forum*, 30(2): 179–191.
- CARR, D. (1996), “Two paths to self-employment? Women’s and men’s self-employment in the United States, 1980”, *Work and Occupations*, 23(1): 26–53.
- KLAPPER, L.; LUSARDI, A., y P. VAN OUDHEUSDEN (2015), Financial Literacy Around the World. Freely disponible en: http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf
- LUSARDI, A., y O. S. MITCHELL (2008), “Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?”, *American Economic Review*, 98 (2): 413–417.
- (2011), “The Outlook for Financial Literacy”, en *Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace*, edited by O. S. MITCHELL y A. LUSARDI, 1–15, Oxford and New York: Oxford University Press.
- (2014), “The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence”, *Journal of Economic Literature*, 52(1): 5–44.
- MILLER, K. D. (2007), “Risk and Rationality in Entrepreneurial Processes”, *Strategic Entrepreneurship Journal*, 1(1/2): 57–74.
- MURMAN, J. P., y D. SARDANA (2012), “Successful entrepreneurs minimize risk”, *Australian Journal of Management*, 38(1): 191–215.
- OVIATT, B. M., y P. P. McDOUGALL (2005), “Defining international entrepreneurship and modeling the speed of internationalization”, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 29: 537–553.
- REES, H., y A. SHAH (1986), “An empirical analysis of self-employment in the UK”, *Journal of Applied Econometrics*, 11: 95–108.
- ROMERO, E., y S. GRAY (2002), “Management skills and training needs of small business managers”, *Journal of Business and Entrepreneurship*, 14(1): 91–102.
- TERJESEN, S.; HESSENS, J., y D. LI (2016), “Comparative International Entrepreneurship: A Review and Research Agenda”, *Journal of Management*, 42(1): 299–344.
- THOMAS, M. K. (2009), “The impact of education histories on the decision to become self-employed: A study of young, aspiring, minority business owners”, *Small Business Economics*, 33: 455–466.
- TROMBETTA, M. (2016), “Educación financiera e iniciativa empresarial en España: un estudio exploratorio”, *Cuadernos de Información Económica*, 252: 1–20.

Previsiones económicas para las comunidades autónomas 2017-2018 y principales desafíos♦

María Jesús Fernández y Raymond Torres*

La economía española terminará el año 2017 con una tasa de crecimiento del 3,1%, esperándose una desaceleración de cinco décimas, hasta el 2,6%, en el próximo ejercicio, como consecuencia del debilitamiento de los factores que han impulsado la demanda nacional y de la incertidumbre política derivada de los acontecimientos en Cataluña. La ralentización del crecimiento se manifestará en casi todas las comunidades autónomas, si bien Madrid estará por encima del 3% y Galicia y la Comunidad Valenciana alcanzarán ese registro. Por el contrario, las comunidades que menos crecerán serán Asturias, Cataluña y Extremadura, las tres claramente por debajo del 2%.

El producto interior bruto nacional presentó un perfil de aceleración en los dos primeros trimestres del año 2017, desacelerándose posteriormente en el tercero. La construcción fue el sector de mayor crecimiento, seguido de los servicios, aunque fue la pérdida de impulso en este último sector el principal factor que explica la desaceleración del tercer trimestre. Las comunidades autónomas donde la actividad creció con más intensidad en el conjunto de los tres primeros trimestres, en comparación con el mismo periodo del año pasado, fueron Madrid, Canarias, Baleares, Cataluña y Galicia. Los principales impulsores del crecimiento en las tres primeras fueron la construcción y el turismo, mientras que en Galicia y Cataluña tuvieron más importancia la industria y las exportacio-

nes. Por el contrario, las regiones menos dinámicas en el mismo periodo fueron Extremadura, Asturias, Castilla y León y Murcia, por la débil evolución, en algunos casos, del sector industrial, y en otros, de la construcción.

Las exportaciones del conjunto de España registraron hasta agosto un crecimiento intenso, impulsadas por los derivados del petróleo, los bienes de equipo y los productos químicos. Las regiones en las que el primero de estos sectores tiene un fuerte peso en su estructura exportadora (Canarias, Baleares, Murcia y Andalucía) se han beneficiado de este patrón, siendo las que han registrado un mayor crecimiento de las ventas al exterior en dicho periodo. Sin embargo, en el caso de

♦ Esta nota se corresponde con el panorama general de las previsiones económicas para las comunidades autónomas 2017-2018. En la página web de Funcas se puede encontrar el informe completo, con datos y estadísticas detalladas para cada comunidad autónoma: http://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores_img.aspx?Id=4&file=0

* Departamento de Coyuntura y Economía Internacional, Funcas.

los bienes de equipo, no todas las comunidades especializadas en el mismo son las que más favorecidas han resultado de su dinamismo (destaca en este sentido la negativa evolución de las exportaciones de este sector en Navarra y Cantabria). Por otra parte, las exportaciones de automóviles hasta agosto habían registrado un ligero descenso, debido, en parte, a la caída de las dirigidas a Reino Unido (destino que supone en torno al 12% de las exportaciones de este producto), y también en parte a la paralización de algunas líneas de producción por la introducción de nuevos modelos. Pese a ello, tres de las comunidades en las que más importancia tiene este sector, Aragón, Cataluña y País Vasco, presentaban tasas de crecimiento de sus ventas positivas. En suma, no todas las comunidades exportadoras se han beneficiado por igual de la buena marcha de las ventas al exterior, ni siquiera en el caso de las especializadas en los sectores cuyas exportaciones más han crecido. Tampoco en el caso del turismo se han visto favorecidas por igual todas las regiones turísticas.

En cuanto al empleo, las comunidades donde más creció el número de afiliados a la Seguridad Social hasta octubre fueron Baleares, Canarias, Andalucía y Comunidad Valenciana, destacando en todas ellas el aumento registrado en el sector de la construcción. Las regiones de menor crecimiento de la afiliación fueron Castilla y León, Asturias y País Vasco. Conforme a la *Encuesta de Población Activa*, sin embargo, los resultados son algo diferentes: las comunidades más creadoras de empleo en el conjunto de los tres primeros trimestres fueron Navarra, Castilla-La Mancha, Andalucía y Asturias, y las menos dinámicas en cuanto a ocupación fueron Extremadura, País Vasco y Baleares.

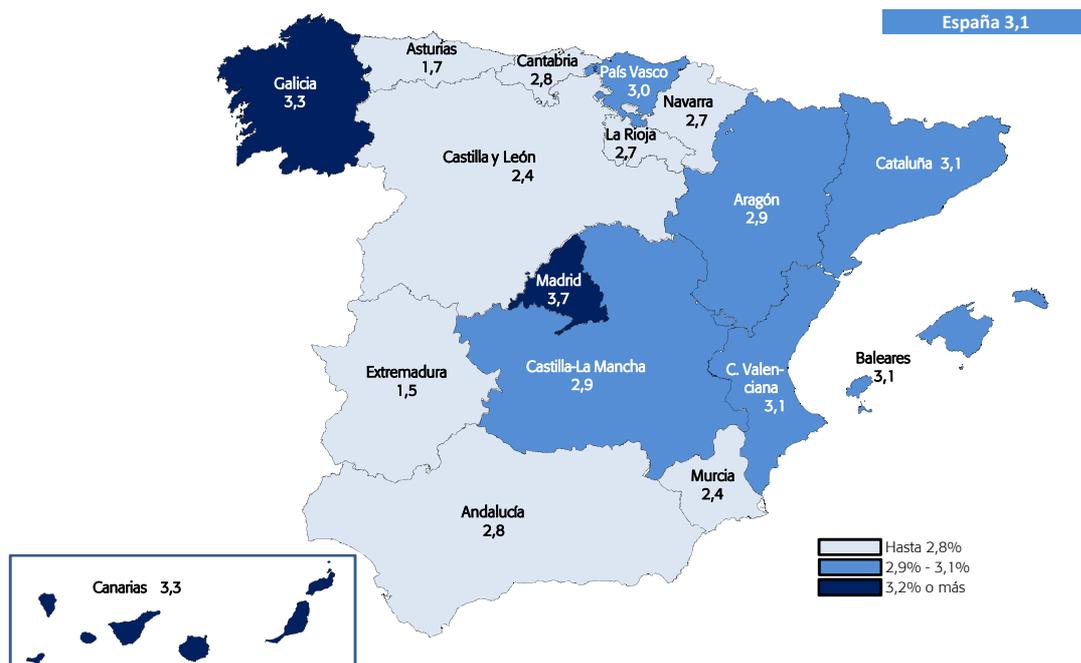
Previsiones 2017-2018

La previsión de crecimiento para el conjunto de España es de un 3,1% en 2017 y un 2,6% en 2018, aunque esta última cifra está sujeta a una elevada incertidumbre como consecuencia de la

Mapa 1a

Previsiones de crecimiento del PIB en 2017

(Porcentaje de variación anual a precios constantes)

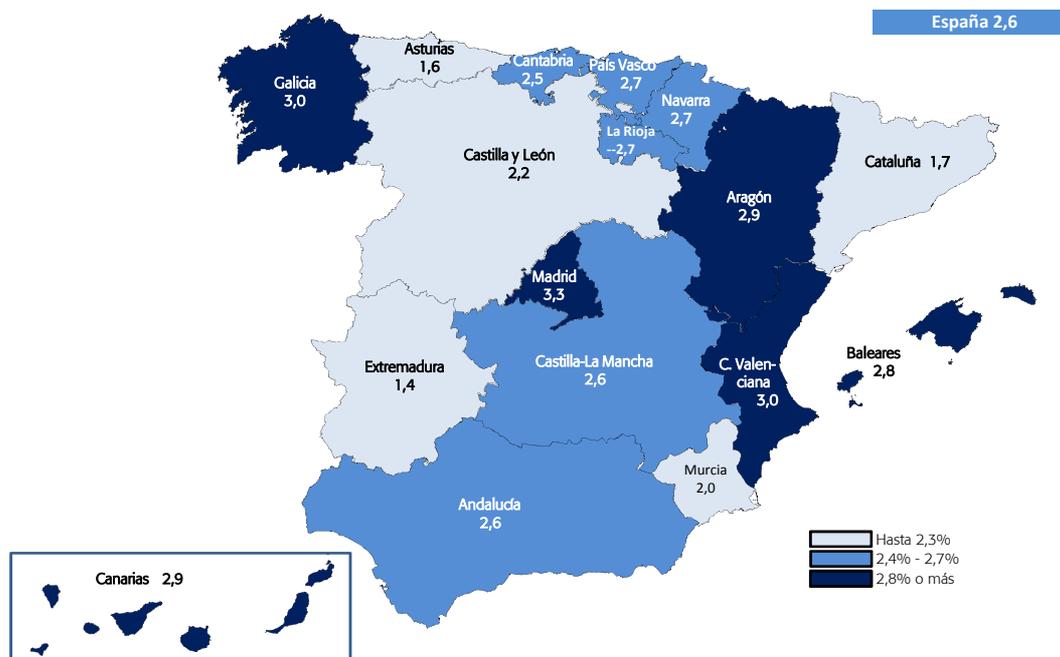


Fuente: Funcas.

Mapa 1b

Previsiones de crecimiento del PIB en 2018

(Porcentaje de variación anual a precios constantes)



Fuente: Funcas.

dificultad para cuantificar el impacto de la situación de la tensión política derivada de los acontecimientos en Cataluña. La inseguridad que genera dicha situación afecta negativamente a la economía –fundamentalmente a la catalana– a través de la paralización, ya sea temporal o definitiva, de planes de consumo, de inversión y de contratación de nuevos empleados. También puede afectar a la actividad económica a través de la ralentización del crédito, dada la percepción de mayor riesgo.

Estas previsiones corresponden a un escenario en el que la situación se normaliza a partir del segundo trimestre del año próximo. Bajo este supuesto, la economía catalana reduciría su crecimiento de manera acusada, pero limitada en el tiempo y con escasos efectos sobre el resto de comunidades. Su ascenso durante el cuarto trimestre de 2017 y el primero de 2018 podría ser la mitad del inicialmente previsto, recuperándose

a partir de entonces. Como consecuencia de ello, la tasa anual de crecimiento de dicha región se

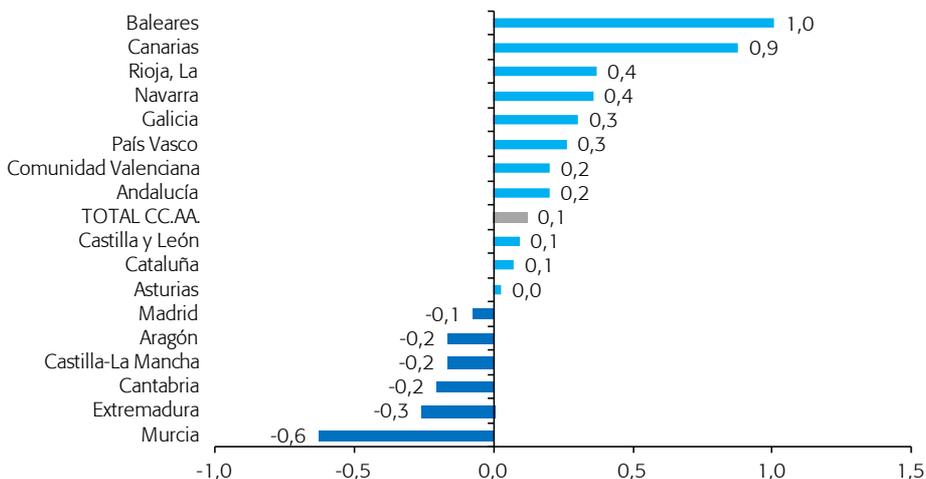
Bajo el supuesto de normalización de la situación política en Cataluña, la economía de dicha comunidad reduciría su crecimiento de manera acusada, pero limitada en el tiempo, y con escasos efectos sobre el resto de comunidades. En todo caso, la tasa de crecimiento de la economía catalana descendería desde un 3,1% en 2017 hasta un 1,7% en 2018, lo que restaría tres décimas porcentuales de crecimiento a la media española.

reduciría desde un 3,1% en 2017 a un 1,7% en 2018, lo que restaría tres décimas porcentuales de crecimiento a la tasa nacional.

Gráfico 1

Déficit público (-) hasta agosto de 2017

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

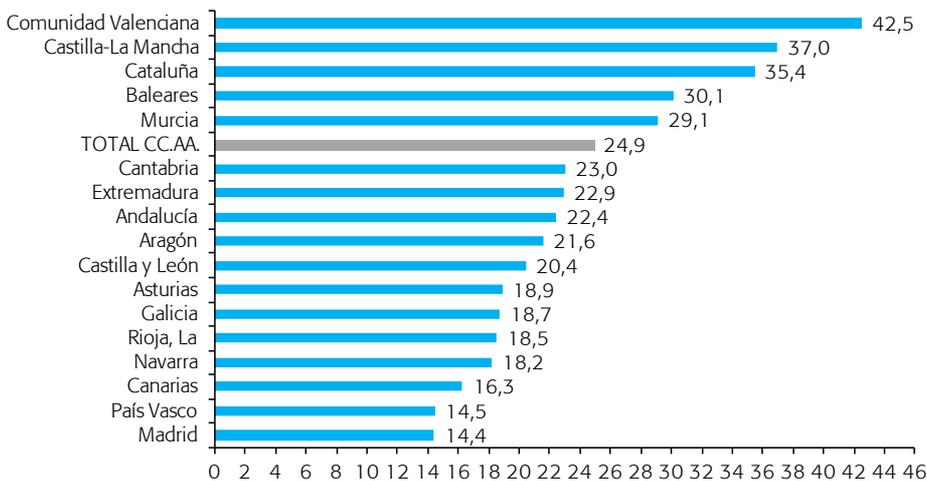
Junto a la tensión política, la pérdida de dinamismo de la demanda nacional supondrá una ralentización adicional de dos décimas porcentuales, debido al agotamiento de los factores que impulsaron su crecimiento en los años anteriores.

Las comunidades autónomas que más crecerán en 2017 serán Madrid, Canarias y Galicia. Las de menor crecimiento serán Asturias, Murcia y Castilla y León. En un contexto de desaceleración para el conjunto de la economía española, cabe

Gráfico 2

Deuda pública en 2016

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

destacar la importante aceleración del crecimiento que experimentará La Rioja, seguida de Cantabria, aunque no hay que olvidar que ambas parten de unos registros muy modestos en 2016. Por el contrario, Castilla y León es la región que sufrirá la ralentización más acusada (mapa 1a).

En cuanto a 2018, la desaceleración prevista para el conjunto de España se manifestará en casi todas las comunidades autónomas. Las que más crecerán serán Madrid, seguida de Galicia y Comunidad Valenciana; en el caso de Madrid por los servicios, y en el de las otras dos, por el impulso de su actividad industrial, tanto por el tirón de la demanda nacional como de las exportaciones. Las comunidades que menos crecerán serán Asturias, Cataluña y Extremadura. Salvo Cataluña, las debilidades estructurales de estas regiones seguirán lastrando su capacidad de crecimiento. El turismo desempeñará un papel menos relevante que este año como motor económico (mapa 1b).

Los factores que explican las diferencias territoriales de crecimiento son: i) la capacidad para aprovechar el tirón del comercio internacional y de la recuperación europea, y así compensar la desaceleración de la demanda nacional (algo que favorece las comunidades del valle del Ebro, Galicia y Madrid); ii) la situación de las cuentas públicas, que sigue perjudicando algunas comunidades como Murcia (gráficos 1 y 2); y iii) un efecto desviación de inversiones por la crisis catalana, que aprovecharían las comunidades más próximas, sobre todo Aragón y Comunidad Valenciana, así como (en menor medida) Madrid.

Principales desafíos

La persistencia de fuertes diferenciales en materia de paro representa uno de los principales desafíos a la cohesión territorial del país. Cuatro comunidades reducirían su tasa de paro por debajo del 10% en 2018 (Baleares, Navarra, País Vasco y La Rioja). En un horizonte no muy lejano,

Mapa 2

Previsiones de la tasa de paro en 2018

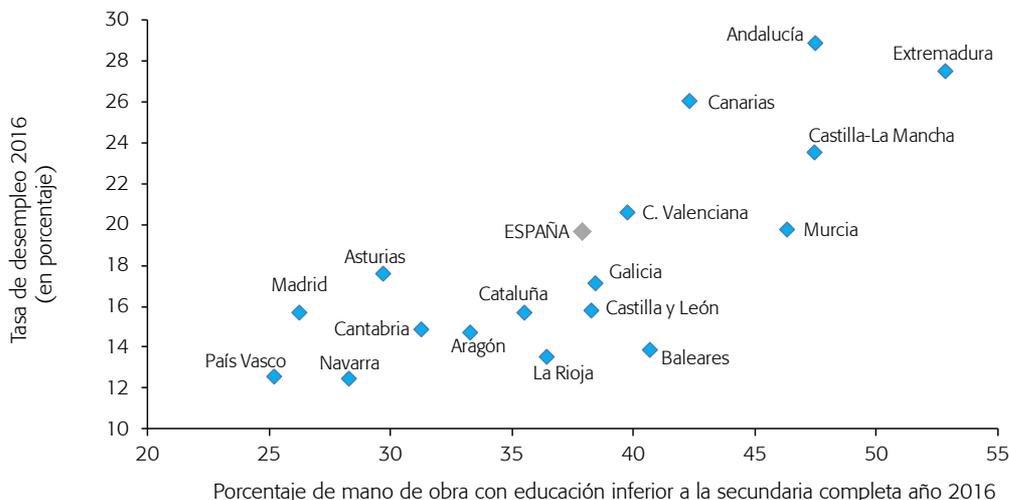
(Porcentaje de la población activa)



Fuente: Funcas.

Gráfico 3

Nivel educativo y tasa de desempleo



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

estos territorios podrían experimentar situaciones de escasez de mano de obra en algunos sectores (mapa 2).

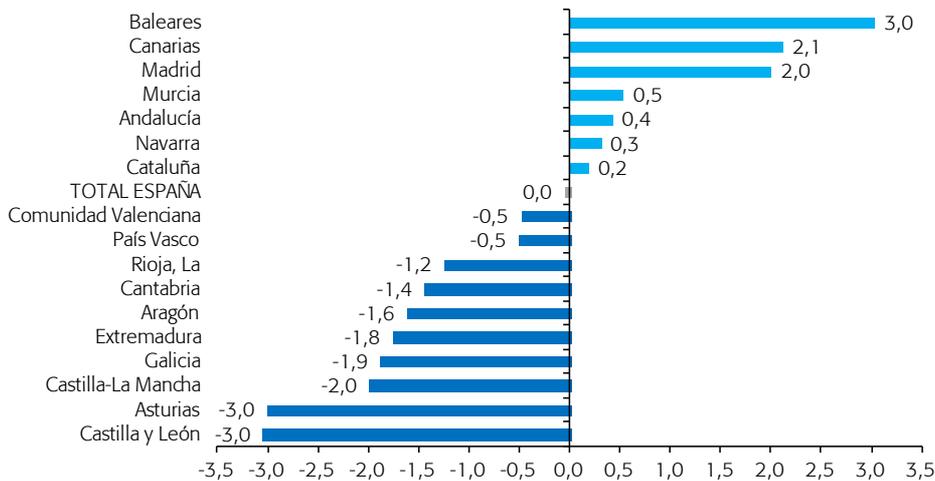
Sin embargo, la tasa de paro todavía superaría el 20% en tres comunidades (Andalucía, Canarias

y Extremadura). La corrección de estos graves desequilibrios pasa por atraer nuevas inversiones que generen empleo y también por la corrección de déficits en materia educativa (gráfico 3). Iniciativas de revitalización del tejido productivo, como en Málaga (una de las provincias donde más se ha

Gráfico 4

Crecimiento de la población total 2014-2018

(Tasa de crecimiento acumulada, en porcentaje)



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

reducido el paro en el último año), confirman la validez de esta estrategia.

Por otra parte, algunos territorios se enfrentan a una evolución demográfica adversa, que, de no invertirse, se reflejará en las perspectivas económicas a medio plazo. Amplias zonas del interior de la península, así como Asturias y Cantabria pierden población. Entre tanto, el arco mediterráneo, así como Madrid, gozan de un aumento del número de habitantes (gráfico 4).

Sin duda, la potenciación de polos de desarrollo en el entorno rural ayudaría a detener la crisis

demográfica. También se ha conseguido retener población en zonas interiores de Cataluña, las dos Castillas y Galicia, gracias a la potenciación de conexiones con aglomeraciones dinámicas como Barcelona, Madrid y la costa gallega.

Finalmente, de no disiparse, el desafío soberanista podría producir un cambio notable en la geografía económica del país, como lo demuestra la experiencia del Québec en Canadá. La repetición de consultas secesionistas en esa provincia ha provocado un desvío paulatino de las inversiones hacia otros territorios canadienses. El resultado es una evolución adversa de la renta per cápita y del empleo en el Québec.

La reducción del coste de la deuda de las comunidades autónomas

Salvador Jiménez y Carmen López*

La constante reducción de los tipos de interés, apoyada por la política monetaria ultraexpansiva del Banco Central Europeo, ha supuesto que el coste medio de la deuda de todas las administraciones públicas españolas se haya reducido sustancialmente. En las comunidades autónomas esta caída ha sido mucho más pronunciada que en la Administración Central debido a la distinta composición de los instrumentos que forman su cartera de deuda –con un peso muy elevado de los préstamos en el caso de las primeras– y a la creación de los mecanismos de financiación estatales para las comunidades autónomas. Aquellas con peores fundamentos fiscales se han beneficiado especialmente de dichos mecanismos y el coste medio de su deuda es menor que el de las que gozan de mejor calificación crediticia. Estas, en cambio, han podido captar deuda a plazos muy largos y a tipos fijos bajos garantizándose costes de financiación muy favorables durante un largo periodo de tiempo.

Política monetaria y tipos de interés libres de riesgo en la eurozona

El objetivo del Banco Central Europeo (BCE) es salvaguardar el valor del euro y mantener la estabilidad de precios. Tradicionalmente, para implementar una política monetaria expansiva, el BCE utilizaba únicamente medidas convencionales a través de la rebaja de tipos de interés (*Main refinancing operations*, MRO), reduciendo el coeficiente de caja o a través de modificaciones de las facilidades permanentes. Sin embargo, desde el año 2008, con el fin de evitar el riesgo de deflación e impulsar el crecimiento del PIB, el BCE

comenzó a utilizar también una política monetaria no convencional a través de la inyección de liquidez sin límites a las entidades financieras (*full allotment*) y mediante programas de compra de deuda, tanto pública en el marco del *Securities Market Programme* (SMP), como privada bajo el *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP). En ambos casos las compras se realizaban en el mercado secundario, si bien, los importes del SMP eran esterilizados por parte del BCE mediante una subasta de drenaje de liquidez.

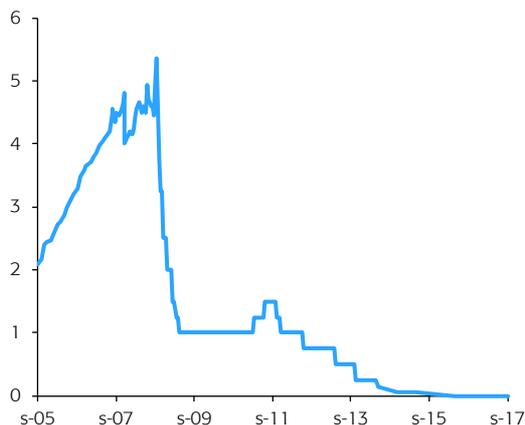
No obstante, fue la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de enero de 2015 la que mayo-

* Consultores *senior* de Finanzas Públicas en Afi - Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

Evolución del tipo repo

(Porcentaje)

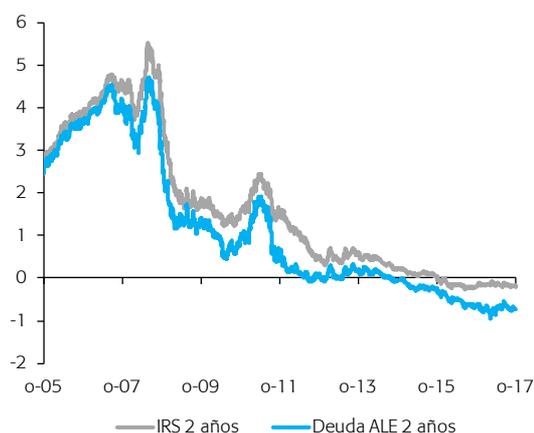


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

Tipo IRS y deuda alemana a dos años

(Porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

res efectos tuvo sobre el mercado de bonos, cuando se anunciaba el comienzo de un periodo de compras de deuda pública a través del PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) dado que, pese a las medidas previas, se continuaba observando un claro deterioro de las expectativas de inflación. Estas compras, que ya no se esterilizaban –provocando un aumento del balance del BCE–, a octubre de 2017 han alcanzado un volumen superior a los 1,7 billones de euros. En consecuencia, el impacto de estas medidas en los tipos de interés libres de riesgo de la eurozona ha sido evidente (gráfico 1). El tipo *interest rate swap* (IRS) a dos años se encuentra en terreno negativo desde octubre de 2015 y la deuda alemana al mismo plazo ha llegado a situarse próxima al -1% (gráfico 2).

La compresión de los diferenciales crediticios de los países de la eurozona

Las medidas implementadas por el BCE no solo han supuesto la reducción de los tipos libres de riesgo, sino también de los diferenciales crediticios, lo que ha llevado a que el coste de finan-

ciación de los países periféricos se haya reducido sustancialmente. Países como España o Italia, que en los momentos de mayor incertidumbre a mediados de 2012, su deuda a diez años cotizaba a tipos de interés superiores al 7%, en los últimos veinticuatro meses el tipo medio al que ha cotizado la deuda a este plazo ha sido del 1,50% y 1,75%, respectivamente (gráfico 3). La reducción ha sido igualmente significativa en el caso portugués, situándose ya su diferencial crediticio frente a la deuda alemana por debajo de los 200 puntos básicos (pb). Esta reducción del coste de financiación de los países periféricos ha sido fundamental para que se disipasen las dudas acerca de la sostenibilidad de su deuda pública, más si cabe, tras

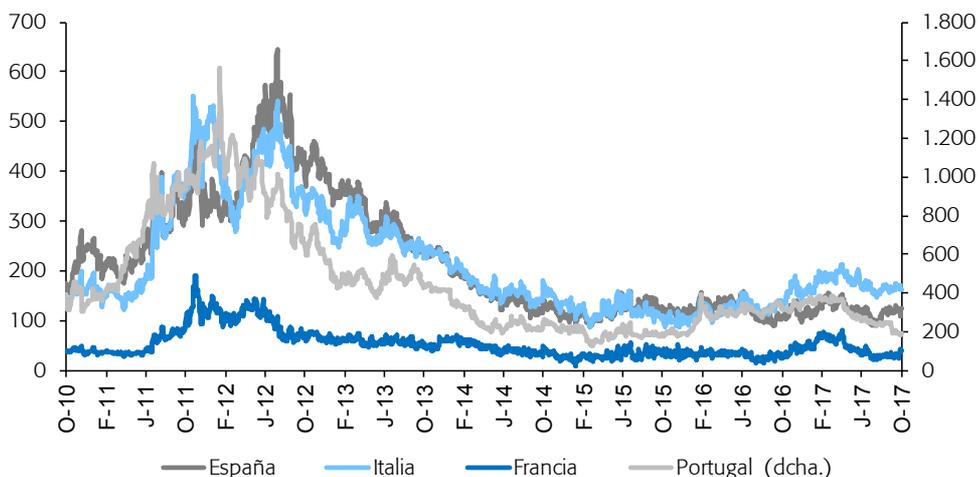
La política monetaria ultraexpansiva del BCE ha facilitado a todos los Tesoros de la eurozona una importante reducción del coste medio de su endeudamiento. Esta reducción ha sido fundamental para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública en los países periféricos.

el crecimiento exponencial que registró la deuda sobre PIB en todos ellos.

Gráfico 3

Diferencial de la TIR a diez años frente a la deuda alemana

(Puntos básicos)

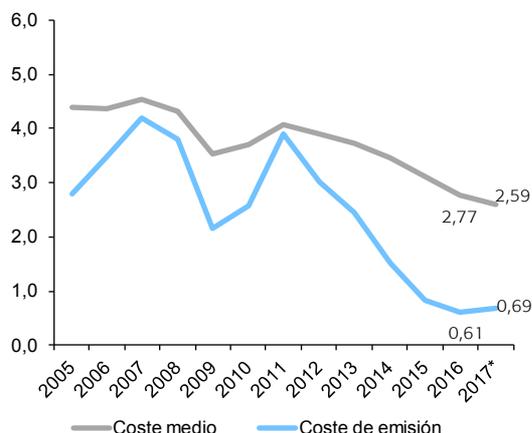


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4

Coste medio y coste de emisión de la deuda del Tesoro

(Porcentaje)



Fuente: Tesoro Público.

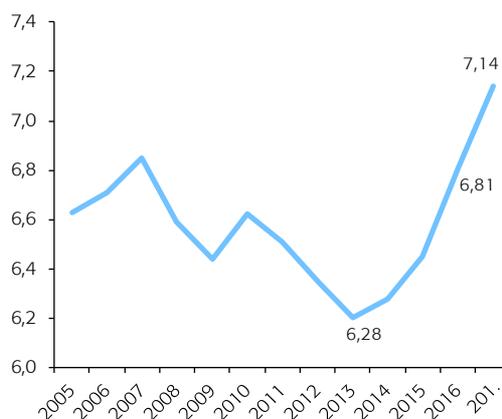
Reducción del coste de financiación del Tesoro y alargamiento de la vida media

El coste medio de la deuda del Tesoro español se ha visto reducido desde el 4,07%, que

Gráfico 5

Vida media de la deuda del Tesoro

(Años)



Fuente: Tesoro Público.

registraba a cierre del 2011, hasta el 2,59% en la actualidad, debido a esa caída de la prima de riesgo y a la intensa reducción del propio tipo libre de riesgo. Esta mejora del coste medio ha sido producto de pasar de un coste de emisión del 3,90% en 2011 a un coste inferior al 1% desde 2015 hasta la actualidad (gráfico 4). Además,

en los próximos años el coste medio continuará reduciéndose en la medida que, salvo que ocurra un *shock* no previsto en los tipos de interés, siga obteniendo nueva financiación a un coste inferior a su coste medio.

El coste medio de la deuda del Tesoro español ha pasado del 4,07% a cierre de 2011 hasta el 2,59% actual, debido a la caída de la prima de riesgo y a la intensa reducción del propio tipo libre de riesgo.

Adicionalmente, esta reducción del coste medio ha venido acompañada de un sustancial incremento de la vida media de la cartera, que ha pasado desde los 6,3 años de cierre de 2013 hasta los más de 7 años que registra actualmente (gráfico 5). Este aumento ha sido una característica común de todos los Tesoros europeos, que han aprovechado el actual contexto de tipos en mínimos para cerrar costes de financiación muy favorables a plazos muy largos.

La intensa reducción del coste medio de la deuda de los gobiernos subcentrales

El coste de financiación de los gobiernos subcentrales también se ha reducido sustancialmente, lo cual es lógico en la medida que está vinculado al coste de financiación del Tesoro. El coste medio de la deuda de las comunidades autónomas¹ ha pasado de ser del 3,64% en 2012 al 1,40% a cierre de 2016. Mientras, el de las corporaciones locales ha bajado del 3,83% en 2014 hasta el 2,41% en 2016. Si bien no sorprende el movi-

miento registrado por el coste medio de estos dos subsectores, sí resulta llamativa la intensa reducción que ha experimentado en las comunidades autónomas: su coste medio es prácticamente la mitad respecto al del Tesoro (gráfico 6).

Los factores que han contribuido a explicar esta drástica reducción, y que a continuación explicaremos detalladamente, son la adhesión de la mayoría de comunidades autónomas a los mecanismos de financiación estatales –que han ofrecido unos tipos de interés subvencionados–, el elevado peso de los préstamos en las carteras de deuda autónoma y, en menor medida, el hecho de que en conjunto las comunidades no han aprovechado el contexto actual de tipos en mínimos históricos para alargar la vida media de sus carteras.

El subsector de comunidades autónomas ha sido el que ha experimentado una mayor reducción del coste medio de su deuda, explicado principalmente por las favorables condiciones de costes de los mecanismos de financiación estatales y el elevado peso de los préstamos en sus carteras de deuda.

En sí misma, la adhesión a los mecanismos de financiación estatales no implica una reducción del coste medio de la deuda de las comunidades autónomas en comparación con la experimentada por el Tesoro. De hecho, si se hubiese mantenido la política inicial de fijar un tipo adicional respecto al coste de financiación del Tesoro² no se hubiese producido esta situación. Sin embargo, hubo un claro cambio de rumbo por parte del Estado desde el Consejo de Política Fiscal y Financiera de julio

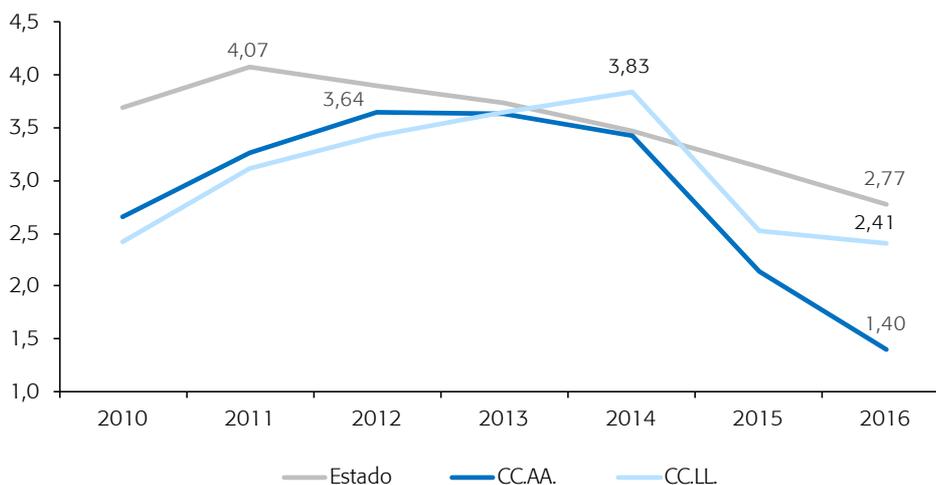
¹ El coste medio tanto de las comunidades autónomas como de las corporaciones locales se ha calculado de forma aproximada con los datos de la ejecución presupuestaria que proporciona el Ministerio de Hacienda y Función Pública. El coste de interés medio anual ha sido calculado como el cociente entre los gastos financieros de las obligaciones reconocidas del presupuesto de gasto y el promedio del volumen de deuda del año.

² Por un lado, el coste para las comunidades autónomas del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), desde su puesta en marcha en 2012 hasta febrero de 2014, era equivalente a Tesoro+30 pb, y desde marzo de 2014 hasta septiembre de 2014 a Tesoro+10 pb. Por otro lado, el coste de financiación para la primera fase del Fondo de Financiación para Pago a Proveedores (FFPP) fue fijado en euribor a 3 meses+525 pb, que equivalía al coste de financiación del Tesoro+142 pb.

Gráfico 6

Evolución del coste medio de la deuda de los diferentes subsectores

(Porcentaje)



Fuentes: Tesoro Público, Ministerio de Hacienda y Función Pública.

de 2014, en el que se anunciaba una rebaja del tipo de interés del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) al 1% –un tipo sustancialmente por debajo del coste de financiación del Tesoro–, aplicable desde octubre de 2014 hasta finales de 2015.

Esta decisión, que en principio podría suponerse transitoria con el objetivo de ayudar a las comunidades a que cumplieren sus objetivos fiscales, dadas las dificultades que estaban teniendo para reducir sus déficits presupuestarios, más si cabía cuando no se llevaba a cabo una reforma del sistema de financiación autonómica³ –que tres años después sigue sin llevarse a cabo–, terminó por convertirse en permanente y vigente hasta la actualidad. Es más, en 2015 se decidió que toda la deuda que tuviesen las comunidades autónomas frente al Estado, devengaría en el año un tipo de interés del 0%. Y se estableció que, en adelante, en toda la deuda que tuvieran en ese

momento con los mecanismos de financiación estatales se novaría el tipo de interés. Este nuevo tipo se situó en el 0,834%, sustancialmente por debajo de los previamente establecidos. Esta última medida, dado que el volumen de deuda con los mecanismos estatales ya era muy elevado, supuso una reducción de la carga de intereses muy relevante, cuyos efectos, continúan teniendo impacto en la actualidad.

Adicionalmente, con el objetivo de continuar aliviando la carga financiera de las regiones, en 2016 se optó por establecer un tipo del 0% para aquellas que cumplieran sus objetivos fiscales y, por tanto, se podían adherir al compartimento de la Facilidad Financiera⁴. En 2017, se ha fijado que todas las comunidades autónomas que se adhiriesen a los mecanismos estatales se financiarían a un coste similar al del Tesoro, independientemente de cuál fuese el compartimento al que

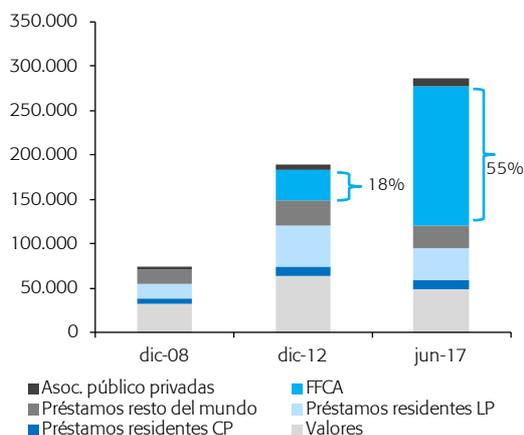
³ De acuerdo a cálculos del Ministerio de Hacienda y Función Pública, el Plan de Pago a Proveedores y el Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas han supuesto un ahorro en intereses desde 2012 a 2016 de 22.061,5 millones de euros.

⁴ Para aquellas comunidades autónomas que debían adherirse al FLA por no haber cumplido las distintas reglas fiscales se estableció un tipo equivalente al del Tesoro.

Gráfico 7

Distribución de la deuda autonómica por instrumentos

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

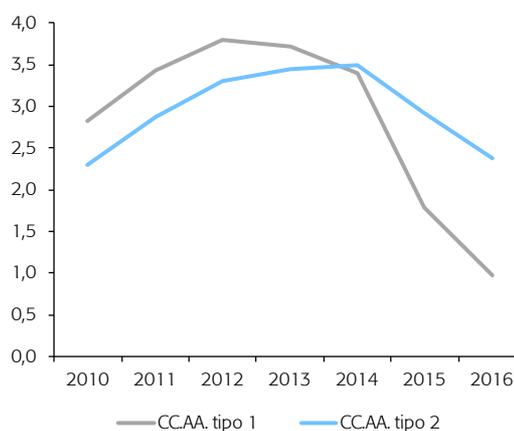
tuviesen acceso⁵. Por tanto, todo este conjunto de medidas, más que los mecanismos en sí, son el factor principal que explica la mayor reducción del coste medio de la deuda autonómica. Más si cabe, cuando al segundo semestre de 2017 la deuda de las comunidades con el Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas (FFCA) representa el 55% del total.

La relevancia de esta política se comprueba claramente cuando se analiza la distinta evolución del coste medio de la deuda de las distintas regiones. Las hemos agrupado en dos subconjuntos: llamamos comunidades autónomas tipo 1 a aquellas cuya deuda con el FFCA representa más del 65% del total de su deuda⁶ y comunidades autónomas tipo 2 a aquellas que su endeudamiento con el

Gráfico 8

Evolución del coste medio de la deuda autonómica por tipología

(Porcentaje)



Fuente: Banco de España.

FFCA es inferior al 50% del total de su deuda⁷. En global, el conjunto comunidades tipo 2 tiene una mayor calidad crediticia que las de tipo 1, lo que es coherente con el hecho de que hasta 2012 el coste medio de las comunidades tipo 2 fuese inferior. Sin embargo, en el gráfico 8 se observa claramente cómo cambia drásticamente esa tendencia, situándose a cierre de 2016 el coste medio de las comunidades tipo 1 ligeramente por debajo del 1%, mientras que el coste de las comunidades tipo 2 alcanzaba el 2,4%.

Otro factor muy importante que, aunque en menor medida, también ha influido considerablemente en la fuerte reducción del coste medio autonómico, es el elevado peso que tienen los préstamos en las carteras de deuda de las comu-

⁵ La diferencia entre compartimentos es que aquellas comunidades autónomas que se adhieren al FLA están sujetas a condicionalidad fiscal por parte del Ministerio de Hacienda y Función Pública, mientras que las que se adhieren a la Facilidad Financiera no tienen esa sujeción.

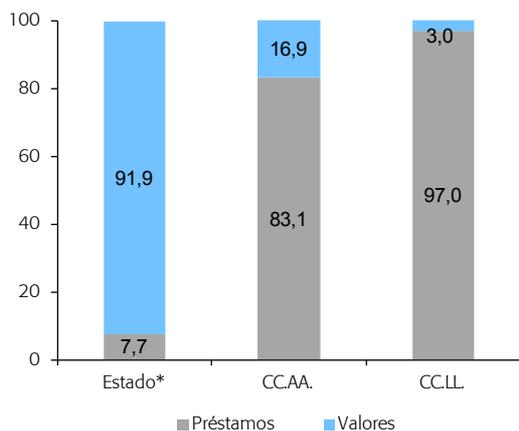
⁶ Comunidades autónomas tipo 1: Andalucía, Castilla-La Mancha, Canarias, Cataluña, Baleares, Cantabria, Comunidad Valenciana y Murcia. Tienen en común, adicionalmente al nivel de deuda con el FFCA, que todos los años desde su creación se han adherido al FLA o, posteriormente, al FFCA en cualquiera de sus compartimentos, a diferencia de las comunidades tipo 2.

⁷ Comunidades autónomas tipo 2: Aragón, Asturias, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja, Madrid, Navarra y País Vasco. Este grupo es más heterogéneo en el sentido que hay algunas regiones como Aragón, Asturias, Extremadura y Galicia con un endeudamiento con el FFCA superior al 30% del total de su deuda, y otras como Navarra o País Vasco cuya deuda con el FFCA es nula.

Gráfico 9

Distribución de la deuda por instrumentos

(Porcentaje)



Nota: *0,4 en efectivo y depósitos.

Fuente: Banco de España.

nidades autónomas (gráfico 7). Tras la intensa reducción de los diferenciales de crédito de los últimos años, eso les ha permitido refinanciar con las entidades financieras la totalidad de los préstamos con tipos de interés más elevados –suscritos, principalmente, durante 2011 y 2012–. Sin embargo, dado que la mayoría de la deuda del Tesoro está formalizada en valores, no existe tal

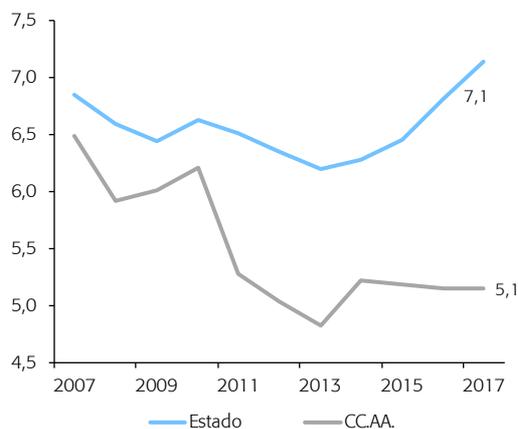
El coste medio de la deuda, salvo excepciones, se ha reducido más en aquellas comunidades autónomas con peores fundamentos fiscales. Pero las que cuentan con mejor calificación han podido captar deuda a plazos muy largos y a tipos fijos bajos, garantizándose costes de financiación muy favorables durante un largo periodo de tiempo.

posibilidad, ya que la única alternativa sería canjear la deuda a precio de mercado, lo que, en definitiva, no supondría reducir la carga financiera. Por tanto, el Tesoro continúa pagando intereses muy elevados por las emisiones realizadas en 2011 y 2012, cuando la prima de riesgo se situaba en máximos.

Gráfico 10

Evolución de la vida media de la deuda del Tesoro y de las comunidades autónomas

(Años)



Nota: la vida media de la deuda autonómica es una aproximación, dado que se dispone de una amplia muestra de los perfiles de vencimientos de las CC.AA., pero no de la totalidad.

Fuente: Tesoro Público e información suministrada por las comunidades autónomas.

Adicionalmente, aunque su incidencia haya sido residual, también ha afectado el hecho de que el Tesoro ha aprovechado el contexto de tipos bajos para alargar la vida media de su cartera. Mientras que, en conjunto, este no ha sido el caso de las comunidades autónomas, cuya vida media en los últimos cuatro años se ha mantenido estable, situándose ligeramente por encima de cinco años. La principal razón es que al formalizarse en los últimos años la mayor parte de la deuda a través de los mecanismos de financiación estatal, cuya vida media es únicamente de 6,5 años, la vida media del total de deuda autonómica no se ha alargado, a diferencia de la mayoría de los emisores públicos europeos.

En cuanto a las corporaciones locales, que su coste medio se haya reducido más que el del Tesoro obedece, básicamente, a que al tener formalizada casi toda su deuda mediante préstamos, también han llevado a cabo un intenso proceso de refinanciación a tipos de interés más bajos. Además, como son el único subsector que ha conseguido desapalancarse en los últimos años –en

junio de 2012 su volumen de deuda superaba los 46.000 millones de euros y en junio de 2017 se encuentra alrededor de los 32.500 millones de euros—, lógicamente, han ido amortizando anticipadamente toda aquella deuda más cara.

Consecuencias de la estrategia del Tesoro en la política de financiación de las comunidades autónomas

Se da la paradoja de que las dos comunidades autónomas con menor coste medio —Cataluña y Comunidad Valenciana— se encuentran entre aquellas que tienen una peor calificación crediticia por las agencias de *rating*, mientras que alguna de las que ostentan las mejores calificaciones crediticias se encuentran entre las que tienen un mayor coste medio. No obstante, también hay que precisar que estas últimas han aprovechado el buen contexto económico-financiero para captar deuda a plazos muy largos con el objetivo de cerrar tipos fijos en condiciones muy beneficiosas, garantizándose costes de financiación muy favorables durante un largo periodo de tiempo. Esta visión estratégica que han tenido estas comunidades autónomas no ha podido ser adoptada por aquellas que se han financiado a través del FFCA. Ello puede suponer que estas últimas, en el medio

plazo, se vean mucho más perjudicadas por la normalización de tipos de interés.

Ello no obsta para valorar favorablemente la incidencia de los mecanismos estatales, que han permitido garantizar la sostenibilidad de la deuda financiera de muchas comunidades. Todo ello en un entorno que era perentorio una reforma del sistema de financiación autonómica, la cual aún continúa abierta. Además, fue una decisión muy bien recibida por los gobiernos regionales, puesto que han podido elegir la mejor alternativa en una situación de privilegio para financiarse. También por los inversores, al obtener una garantía estatal implícita ante escenarios adversos, a la vez que formalizan una deuda que ofrece un diferencial frente al Tesoro; y por los proveedores de las comunidades, que se siguen beneficiando de periodos medios de pago mucho más reducidos.

Sin embargo, es obvio que una parte de la reducción del coste de financiación autonómico se ha trasladado al coste medio del Tesoro, produciéndose una transferencia de riesgo desde el nivel regional hacia el estatal. Por tanto, lo lógico sería apuntar hacia una vuelta paulatina a la normalidad en la que las comunidades autónomas se financiaran en los mercados, estando sujetas a la disciplina fiscal que ofrecen éstos y reduciendo la posibilidad de un riesgo moral.

Consolidación fiscal: una buena coyuntura económica amenazada por la incertidumbre política[♦]

*Santiago Lago Peñas**

El déficit de las administraciones públicas españolas se sitúa muy cerca del umbral del 3% del PIB. El mantenimiento de la actividad económica y el leve repunte de la recaudación se han visto acompañados por la reducción del gasto por intereses y por un buen comportamiento de las comunidades autónomas. Sin embargo, el proceso de consolidación fiscal descansa principalmente en el juego de los estabilizadores automáticos, sin que se perciba, en el escenario más cercano, una corrección suficiente del déficit estructural. La incertidumbre ligada a la inestabilidad política en Cataluña y el retraso en la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2018 son un obstáculo para el diseño de una estrategia más ambiciosa de cumplimiento de la senda fiscal.

El análisis de la coyuntura fiscal española ofrece una composición de vectores positivos y negativos, con una dinámica que se ha acelerado en los últimos meses. En lo positivo, la probabilidad de cumplimiento del objetivo de déficit para el año 2017 (-3,1%) ha aumentado conforme ha ido transcurriendo el ejercicio presupuestario. Primero, porque el crecimiento económico no se ha debilitado como se preveía y eso ha provocado una reducción de las transferencias que el Estado realiza al Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) y un leve repunte de la recaudación fiscal. Segundo, por la reducción de los intereses pagados por la deuda acumulada y por la contención del consumo público; aunque en este caso

el gasto corriente podría acelerarse en el segundo semestre como consecuencia de la aprobación tardía, en junio, de los Presupuestos Generales del Estado para 2017 (PGE-2017). El déficit público de España se sitúa ya al borde del umbral del -3% del PIB. Además, las comunidades autónomas en su conjunto han dejado de ser una parte importante del problema de la insostenibilidad fiscal.

Menos positivo es el hecho de que el avance en la consolidación fiscal tiene más que ver con los estabilizadores automáticos que con las medidas discrecionales y la eliminación del déficit estructural. Y es preocupante la incertidumbre política derivada del conflicto en la principal eco-

[♦] Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez y Alejandro Domínguez (GEN).

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

nomía regional española, por un doble motivo. En primer lugar, la crisis en Cataluña ha dejado en un segundo plano la discusión sobre diversas reformas y problemas pendientes en la agenda económica, singularmente la del sistema de pensiones; y, en última instancia, ha dificultado la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2018 (PGE-2018), lo que obliga a una siempre paralizante prórroga presupuestaria. En segundo lugar, la incertidumbre y la tensión política de los últimos meses conlleva una penalización para el crecimiento económico que podría extenderse más allá de 2018, si la situación no se reconduce en un plazo breve.

El objetivo de este artículo es repasar sistemáticamente estas cuestiones, con una estructura en tres secciones, además de esta breve introducción. La segunda versa sobre la ejecución del presupuesto en curso y el cumplimiento de objetivos en 2017, a partir de la información disponible más reciente en el momento de escribir estas líneas. La tercera se centra en el escenario presupuestario para el ejercicio 2018, abordando la coyuntura económica pero también la política. Finalmente, el

trabajo se cierra con una reflexión sobre las perspectivas fiscales para España hasta el año 2020.

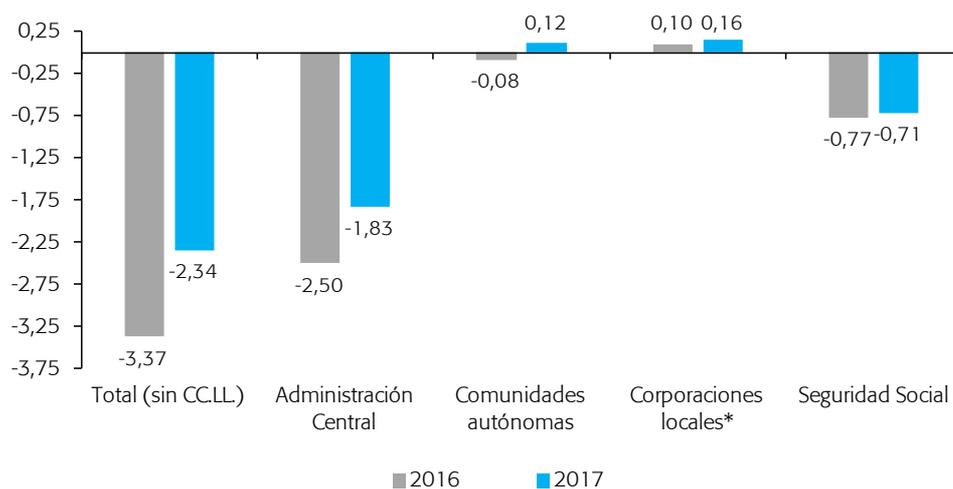
El ajuste en 2017: objetivo (casi) cumplido

Los datos de ejecución presupuestaria hasta el 31 de agosto muestran un importante ajuste en el déficit. Dejando al margen las corporaciones locales, el desequilibrio presupuestario se habría corregido en 1,03 puntos porcentuales. Una reducción que protagoniza la Administración Central, pero en la que destaca el paso a terreno positivo del saldo de las comunidades autónomas, desde -0,08 a +0,12. La Seguridad Social mejora muy ligeramente (6 centésimas). Los datos para las corporaciones locales, que solo alcanzan hasta el 30 de junio, ponen de manifiesto un incremento del superávit que va más allá del objetivo de equilibrio presupuestario exigido. De hecho, las proyecciones disponibles apuntan a un superávit similar o mayor en el conjunto del año 2017, que serviría para compensar las desviaciones muy probables de la Administración Central y la Seguridad Social. En el primer caso, fundamentalmente porque, a

Gráfico 1

Déficit (-) o superávit (+) según ejecución presupuestaria hasta el 31 de agosto de 2017

(Porcentaje del PIB)



Nota: *Para las corporaciones locales hasta el 30 de junio.

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

Cuadro 1

Objetivos de necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de las administraciones públicas, 2016-2020

(Porcentaje de PIB, incluyendo ayuda financiera)

	2016	2017	2018	2019	2020
Total	-4,5	-3,1	-2,3	-1,3	-0,5
Administración central	-2,2	-1,1	-0,8	-0,3	0,0
Comunidades autónomas	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,0
Corporaciones locales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Seguridad Social	-1,6	-1,4	-1,1	-0,9	-0,5

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

pesar de la notable mejora¹, el objetivo establecido era muy exigente. Como muestra el cuadro 1, cuatro quintas partes del recorte en el déficit en 2017 (1,1 puntos de 1,4) se le asignaron como tarea al gobierno central.

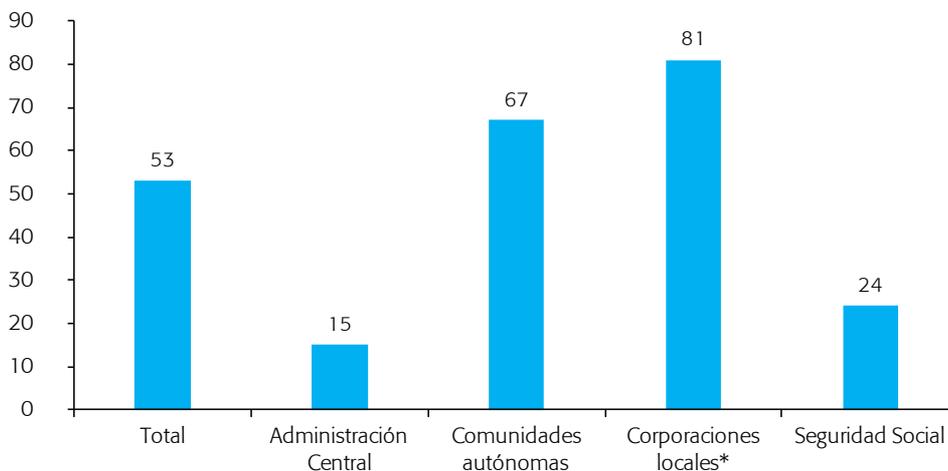
En ese sentido, el seguimiento mensual que proporciona la AIReF (2017a) es muy ilustrativo.

Como muestra el gráfico 2, la probabilidad de cumplimiento del objetivo de déficit, con los datos disponibles hasta julio, era del 15% para el nivel central de gobierno y del 24% para los fondos de la Seguridad Social. Siguiendo el criterio de la AIReF, la primera cifra conlleva un cumplimiento "muy improbable", que pasa a ser "improbable" para la segunda. En el extremo contrario, el cum-

Gráfico 2

Probabilidad de cumplimiento del objetivo de déficit para 2017

(Porcentaje)



Nota: *Para las corporaciones locales la probabilidad se refiere al suceso de que el superávit en 2017 (en porcentaje de PIB) sea igual o mayor que en 2016 (+0,6%).

Fuente: Elaboración propia a partir de AIReF (2017a).

¹ Una mejora que viene parcialmente explicada por las medidas de aumento de los pagos a cuenta del impuesto sobre sociedades, con efectos desde el último trimestre del 2016 y que han generado un aumento extra en unos 2.000 millones (cerca de dos décimas de PIB) en la recaudación en el pago a cuenta de abril de 2017. No obstante, en el pago a cuenta de octubre ese efecto se verá compensado, de manera que habrá un deterioro de 2 décimas del PIB mayor de lo normal en el último trimestre.

plimiento de las comunidades autónomas es probable (67%); y las corporaciones locales volverán a situarse de forma “muy probable” en un superávit sustancial: la probabilidad de que repitan o mejoren el saldo de 2016 (+0,6%) es del 81%. En un punto intermedio se halla la cifra para el conjunto de las administraciones públicas. La probabilidad de cumplimiento es del 53%, lo que significa que el cumplimiento es “factible”. Desde el informe de seguimiento que utilizaba los datos hasta el 30 abril, ha crecido 10 puntos (desde el 43%) para acercarse al umbral a partir del cual la AIREF considera que el cumplimiento pasa a ser probable (60%).

La mayoría de los analistas corrobora este diagnóstico y considera que el déficit público español en 2017 va a situarse muy próximo al objetivo, aunque las predicciones se sitúan, en promedio, una décima por encima. El consenso de Funcas (2017b) apunta a un saldo -3,2% del PIB, con un intervalo de estimaciones que van de -3,0% a -3,4%. También se decantan por la cifra del -3,2% el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2017), el Banco de España (2017a) y Funcas (2017a); los tres informes publicados en los dos últimos meses.

Los datos disponibles de ejecución presupuestaria revelan un buen cumplimiento de los objetivos de ajuste por parte de las comunidades autónomas y, sobre todo, de las corporaciones locales, que servirían para compensar las probables desviaciones de la Administración Central y la Seguridad Social.

En todo caso e independientemente de que el déficit finalice el ejercicio en -3,2% o -3,1%, el avance en la consolidación fiscal en 2017 habrá sido comparativamente mayor que el logrado en 2016, cuando el déficit de las administraciones públicas españolas tuvo que revisarse al alza dos veces a lo largo del ejercicio, para ir adaptando la

meta a la realidad que iban mostrando las liquidaciones mensuales y trimestrales (Lago-Peñas, 2017). En concreto, el objetivo se estableció inicialmente en -2,8% (septiembre de 2015), para elevarlo a -3,6% en abril de 2016 y acabar en -4,6% en agosto.

El escenario en 2018: presupuestos y proyecciones macroeconómicas

La crisis política en Cataluña está generando diversos efectos en el plano fiscal. En primer lugar y de forma inmediata, ha provocado la no aprobación de los PGE-2018 y la consecuente prórroga de los PGE-2017. La aritmética en el Congreso de los Diputados exige al gobierno en minoría contar bien con los apoyos de partidos nacionalistas o regionalistas, bien con partidos no nacionalistas pero situados en la izquierda ideológica. La suma de diputados del Partido Popular y Ciudadanos alcanza 169, con un umbral para la mayoría situado en 176. En particular, el Partido Nacionalista Vasco (cinco escaños), que apoyó los PGE-2017, se muestra remiso a hacerlo en el vigente escenario de tensión política en Cataluña². El Gobierno central cree que los PGE-2018 podrán ser finalmente aprobados en febrero de 2018, pero el escenario político está abierto, a expensas de lo que pueda ocurrir en las elecciones autonómicas que se celebrarán en Cataluña en el próximo mes de diciembre. La repetición de una mayoría parlamentaria independentista prolongaría la inestabilidad política en el conjunto de España.

De acuerdo con las encuestas disponibles, los resultados en votos de los bloques favorable y contrario a la independencia pueden ser similares a los de las elecciones de 2015³. Sin embargo, en la medida en que en las elecciones de diciembre de 2017 no concurra una candidatura conjunta de los dos partidos independentistas más grandes como ocurrió en 2015 (Junts pel Sí), la sobrerrepresentación en términos de escaños que entonces les concedió el sistema electoral desaparecerá en su mayor parte. Por tanto, la mayoría parlamentaria

² https://elpais.com/economia/2017/10/21/actualidad/1508612713_947484.html

³ https://politica.elpais.com/politica/2017/10/31/ratio/1509473738_467094.html

independentista podría resultar más difícil y exigiría porcentajes de voto mayores⁴.

En segundo lugar, la situación política en Cataluña ha venido a complicar aun más la inestabilidad política derivada de la fragmentación y polarización en el Congreso de los Diputados surgida de la Gran Recesión. En un escenario como este, resulta difícil abordar reformas con impacto sensible en las cuentas públicas. Sin ánimo de exhaustividad, en estos momentos sigue pendiente afrontar el déficit del sistema de Seguridad Social, en el marco del llamado “Pacto de Toledo”; la reforma de la financiación autonómica y local, que cuenta con los documentos técnicos necesarios, pero que sigue sin llegar a la fase de negociación política; y la reforma del sistema tributario español, que también dispone de un informe de referencia elaborado por una Comisión de Expertos con fecha de 2014.

En tercer lugar y de forma más concreta, hay que referirse al impacto de la crisis política catalana sobre la macroeconomía a través de diversos canales. Fundamentalmente, la pérdida de confianza de las familias y las empresas, los cambios en las decisiones de turistas e inversores internacionales, y el incremento en la volatilidad en los mercados y las primas de riesgo. Un efecto macroeconómico que se trasladará inevitablemente a las cuentas públicas. En este caso, contamos ya con estimaciones de Funcas (2017a, 2017b), BBVA Research (2017), el Banco de España (2017b) y la AIREF (2017d). Unas proyecciones que, obligatoriamente, se mueven también en la incertidumbre sobre la duración del escenario de inestabilidad, pero que permiten hacerse una idea aproximada de la entidad del problema. Siendo una quinta parte de la economía española (19% del PIB español en 2016 según el Instituto Nacional de Estadística), los *shocks* asimétricos en esta región influyen sustancialmente sobre el conjunto.

Bajo el supuesto de una normalización progresiva y relativamente rápida de la situación, Funcas

(2017b) estima un debilitamiento de la economía catalana, reduciendo a la mitad el crecimiento previsto entre octubre de 2017 y marzo de 2018, de modo que pasaría de crecer un 3,1% en 2017 a un 1,7% para el conjunto del año 2018, como consecuencia de los impactos negativos sobre el turismo, la inversión y el consumo. A partir del segundo trimestre se volvería a la senda prevista. Para el conjunto de la economía española, lo anterior se traduciría en una previsión del PIB del 2,6% en 2018, siendo la mitad (entre dos y tres décimas) de la desaceleración respecto a 2017 fruto de la crisis catalana. Una estimación similar es la que ofrece BBVA Research (2017), que cifra en tres décimas la reducción en el ritmo de crecimiento del PIB español en 2018 en el escenario central, suponiendo de nuevo una normalización de la incertidumbre política en un plazo breve.

El Banco de España (2017b) constata que, hasta finales de octubre, los efectos en los mercados financieros habrían sido modestos y que la información coyuntural para el cuarto trimestre es todavía muy escasa, por lo que solo es posible elaborar proyecciones en varios escenarios hipotéticos, utilizando como referencia episodios históricos en los que se produjeron incrementos sustanciales de la incertidumbre. Suponiendo que el pico de la tensión tiene lugar en el cuarto trimestre de 2017 y que a partir de entonces se produjese una corrección progresiva, los efectos proyectados sobre el PIB español se mueven entre una pérdida acumulada de tres décimas entre 2018 y 2019 en el escenario menos tensionado y un máximo de 2,5 puntos en el peor de los casos posibles, que se haría equivalente, en intensidad de la incertidumbre, al momento de la puesta en marcha del programa para la recapitalización y saneamiento del sector bancario en el segundo trimestre de 2012.

Finalmente, la AIREF (2017d) proyecta un escenario central en el que el *shock* político e institucional en Cataluña tendría una resolución a corto plazo, en línea con lo supuesto por el Banco

⁴ En concreto, en las elecciones catalanas de 2015 la coalición obtuvo el 45,93% de los escaños con el 39,59% de los votos, lo que significa un “premio” de 6,34%. Al simular el sistema electoral catalán, se puede demostrar que es altamente proporcional para porcentajes de voto entre el 10 y el 20%.

de España y Funcas. No obstante, el efecto sobre el crecimiento en 2018 sería algo superior, con una caída total para el PIB del conjunto de la economía española de -0,4%. La prolongación en el tiempo de la inestabilidad política e institucional daría lugar a impactos negativos crecientes y que podrían llegar a restar -1,2% en el crecimiento del PIB español en 2008. Para Cataluña, las cifras serían incluso mayores, al sumarse al efecto incertidumbre general un efecto idiosincrático de pérdida de confianza, que conllevaría una reducción del crecimiento del PIB catalán en 2018 de -0,7% en el escenario central y -2,7% en el escenario más pesimista.

El Gobierno español, en su *Plan Presupuestario 2018* (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2017b) asume ese escenario central para la actual crisis de incertidumbre política, que adiciona a las señales de desaceleración de la demanda interna para proyectar una reducción significativa de la tasa de crecimiento del PIB desde 3,1% de 2017 a 2,3% en 2018, de las que aproximadamente la mitad corresponderían al primero de los factores. Esta previsión y, en general el cuadro macroeconómico, es considerada realista en su conjunto por la AIReF (2017b) y se sitúa por debajo del 2,6% estimado por Funcas (2017a) y el 2,5% calculado por el Banco de España (2017b), el FMI (FMI, 2017) y BBVA Research (2017).

Las previsiones del Gobierno sobre déficit público para 2018 suponen un recorte del mismo hasta situarlo en el -2,3% del PIB. Sin embargo, las elaboradas por otros organismos son ligeramente más desfavorables: Funcas y BBVA Research estiman un déficit del -2,4%, el FMI apuesta por el -2,5% y el Banco de España eleva la cifra al -2,6%.

La evaluación pasa a ser menos positiva cuando la atención se centra en las cuentas públicas. El objetivo de déficit del Gobierno para 2018 (-2,3% en términos de PIB) supone un recorte de 0,8 puntos porcentuales en el objetivo de 2017

(cuadro 1). Un objetivo que se sitúa una décima por encima de lo que establece el *Programa de Estabilidad 2017-2020* y que se hace gravitar casi en exclusiva sobre el efecto del ciclo económico, con un recorte marginal en el déficit estructural, de una décima (cuadro 2). Este escenario ha generado críticas de la Comisión Europea, que en una carta al Gobierno español ha incidido en la desviación al alza de la senda, en la ausencia de medidas discrecionales correctoras y en la necesidad de aprobar los PGE-2018 lo antes posible. Respecto al déficit público total previsto en el *Plan Presupuestario 2018*, la AIReF (2017c) considera que sería factible alcanzar el objetivo de -2,3%.

El ajuste fiscal pasado y futuro se concentra en el recorte o contención del gasto y orilla las actuaciones por el lado tributario. Pero esa estrategia es insuficiente para eliminar el déficit estructural. El sistema fiscal español requiere una reforma profunda que le permita ganar en suficiencia, equidad y eficiencia.

No obstante, esta evaluación depende de que la previsible desviación de la Administración Central y la Seguridad Social pueda ser compensada con el margen positivo de las corporaciones locales y de que no se extienda la incertidumbre derivada de la crisis política en Cataluña al conjunto del año 2018. Por lo que respecta al subsector de las comunidades autónomas, teniendo en cuenta las consecuencias de la actualización del escenario macroeconómico y su impacto sobre las entregas a cuenta, la AIReF considera factible pero ajustado el cumplimiento generalizado del objetivo de déficit de las comunidades autónomas (AIReF, 2017c); e "improbable" o "muy improbable" en Cataluña, dependiendo de la prolongación o no de la actual crisis (AIReF, 2017d). Las previsiones para el déficit esperado en 2018 elaboradas por otros organismos son ligeramente más desfavorables. Funcas (2017a) y BBVA Research (2017) estiman un déficit de -2,4%; el FMI apuesta por el -2,5% (FMI, 2017); y el Banco de España (2017a) eleva la cifra a -2,6%.

Cuadro 2

Output gap y saldos presupuestarios estructural y total. Escenario 2016-2020

(Porcentaje de PIB, incluyendo ayuda financiera)

	2016	2017	2018	2019	2020
Output gap	-3,1	-0,9	0,5	1,6	2,5
Saldo estructural	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-1,9
Saldo total	-4,5	-3,1	-2,3	-1,3	-0,5

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

En definitiva, existe una necesidad objetiva y urgente de unos PGE-2018 que ayuden a reducir la incertidumbre en la política económica y que diseñen una estrategia presupuestaria más ambiciosa, con medidas de impacto estructural que garanticen el cumplimiento de la senda fiscal dibujada en el *Plan de Estabilidad Fiscal*.

Perspectivas fiscales hasta 2020

El cuadro 2 muestra la dinámica del déficit público total, el déficit estructural y el *output gap* desde 2016 hasta 2020 que aparece en el Plan presupuestario del gobierno (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2017b). En un escenario de rápido tránsito del *output gap* desde

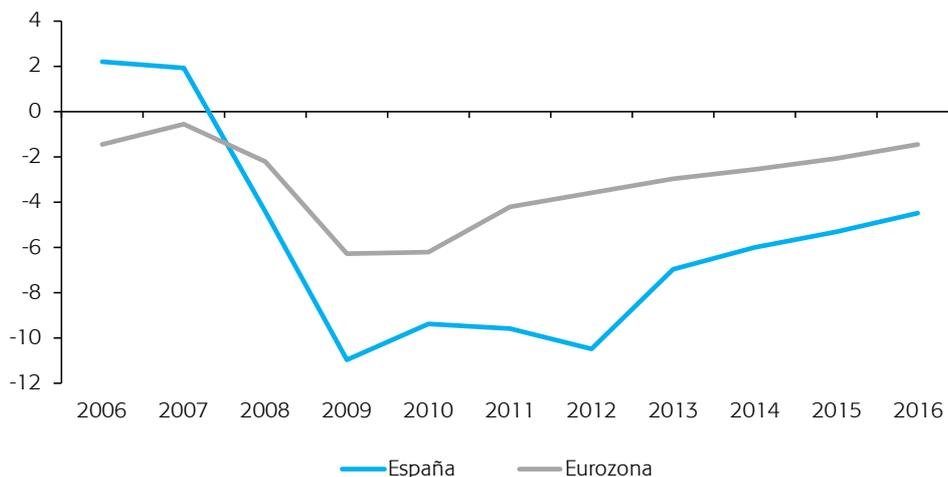
valores negativos a positivos (casi 6 puntos de recorrido entre 2016 y 2020), el saldo total mejoraría 4 puntos porcentuales, pero seguiría en negativo, con un saldo estructural que apenas caería (-2,5% en 2016 y -1,9% en 2020). Por tanto, la senda es escasamente ambiciosa y admite la persistencia de un déficit estructural que impide el juego de los estabilizadores automáticos y el recurso a los instrumentos discrecionales en la próxima crisis a la que se enfrente la economía española; al tiempo que ralentiza el retorno de la ratio de deuda pública sobre el PIB al umbral del 60%.

El gráfico 3 y el reciente informe del FMI (FMI, 2017) apuntan en la misma dirección. El sistema

Gráfico 3

Evolución del déficit (-) o superávit (+) público total en España y el conjunto de la eurozona, 2006-2016

(Porcentaje de PIB incluyendo ayuda financiera y otras operaciones *one-off*)

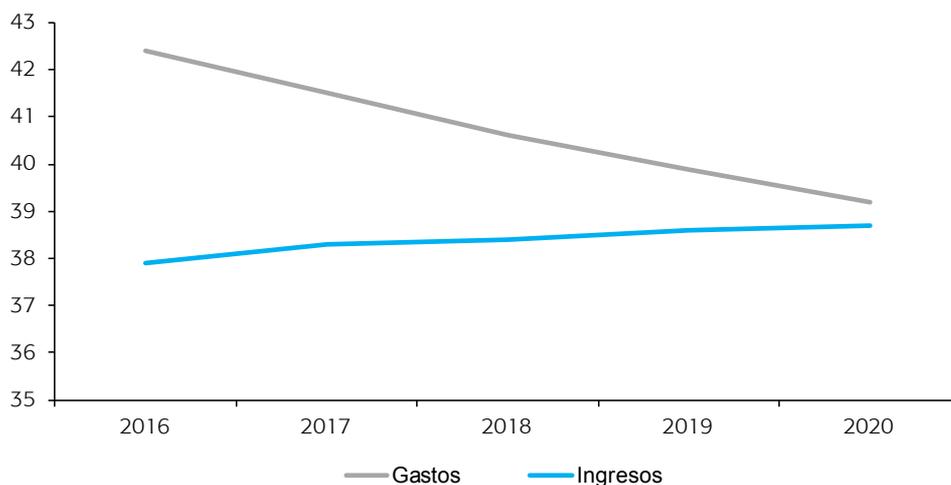


Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Central Europeo.

Gráfico 4

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

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Hacienda y Función Pública.

fiscal español requiere una reforma profunda que le permita ganar en suficiencia, equidad y eficiencia. En los años previos a la crisis (2006 y 2007) España alcanzó notables superávits presupuestarios de la mano de unos ingresos fiscales hinchados por la burbuja inmobiliaria. Pero era un espejismo. La recuperación económica ha vuelto, pero no la burbuja, y por eso la elasticidad de la recaudación tributaria respecto al crecimiento del PIB está siendo sistemáticamente menor a lo que se presupuesta (AIReF, 2017a). El ajuste fiscal pasado (Lago-Peñas, 2017) y futuro (gráfico 4) se concentra en el recorte o contención de los programas de gasto y orilla las actuaciones por el lado tributario. Pero esa estrategia es insuficiente para eliminar el déficit estructural. Como argumenta desde fuera el FMI en el documento citado y desde dentro sucesivos informes, como el de Funcas (2014) o el de la propia Comisión de Expertos (2014), toca también actuar por el lado de los ingresos, donde el espacio de mejora es muy amplio.

Referencias

AIREF (2017a), *Seguimiento mensual del objetivo de estabilidad del conjunto de Administraciones*

Públicas. Julio de 2017, 3-10-2017, disponible en www.airef.es

– (2017b), *Informe sobre las previsiones macroeconómicas del Proyecto del Plan Presupuestario 2018, 18-10-2017, disponible en www.airef.es*

– (2017c), *Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos para 2018 de las Comunidades Autónomas, 24-10-2017, disponible en www.airef.es*

– (2017d), *Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de 2018 de la Comunidad Autónoma de Cataluña, 3-11-2017, disponible en www.airef.es*

BANCO DE ESPAÑA (2017a), *Informe trimestral de la economía española, 28-9-2017, disponible en www.bde.es*

– (2017b), *Informe de estabilidad financiera, 2-11-2017, disponible en www.bde.es*

BBVA RESEARCH (2017), *Situación España, 4º trimestre de 2017.*

COMISIÓN DE EXPERTOS (2014), *Informe de la Comisión de expertos para la reforma del sistema tributario*

español, disponible en <http://www.minhafp.gob.es/es-ES/Prensa/En%20Portada/2014/Documents/Informe%20expertos.pdf>

FMI (2017), 2017 Article IV Consultation with Spain, IMF Country report 17/319, 6-10-2017, disponible en www.imf.org

FUNCAS (2014), "La fiscalidad en España: Problemas, retos y propuestas", *Papeles de Economía Española*, 139, disponible en www.funcas.es

– (2017a), *Previsiones económicas para España 2017-2018*, 3-11-2017, disponible en www.funcas.es

– (2017b), *Previsiones económicas para las comunidades autónomas 2017-2018*, 23-11-2017, disponible en www.funcas.es

LAGO-PEÑAS, S. (2017), "La consolidación fiscal en curso: avanzando con lentitud", *Cuadernos de Información Económica*, 259: 27-34.

MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2017a), *Cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas, Segundo trimestre de 2017*, 27-9-2017, disponible en www.minhafp.gob.es

– (2017b), *Plan presupuestario 2018 y remisión trimestral de información*, 16-10-2017, disponible en www.minhafp.gob.es

– (2017c), *Ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de septiembre de 2017*, 31-10-2017, disponible en www.minhafp.gob.es

Retos pendientes en las reformas estructurales en España: estabilidad presupuestaria y mercado laboral

Ramon Xifré*

Partiendo del análisis de dos de las principales reformas económicas adoptadas recientemente en España, la ley de estabilidad presupuestaria y la reforma laboral, este trabajo pretende identificar algunas cuestiones que deberían ser abordadas en próximas reformas en estos dos ámbitos. En materia de sostenibilidad de las finanzas públicas, la ley de estabilidad, entendida como regla fiscal, tiene serios problemas de credibilidad que deberían ser afrontados con decisión. También habrá que encauzar la trayectoria alcista de algunos pasivos públicos que están fuera del perímetro de definición del procedimiento de déficit excesivo (PDE). En cuanto al mercado laboral, si se persigue realizar una intervención mínimamente coherente y equilibrada, las futuras reformas deberían prestar más atención a variables y fenómenos clave. En otros, habrá que actuar sobre el envejecimiento de la población laboral, la caída en el número de hombres activos y la explosión en el paro de larga duración y la infraprotección a la que conduce.

La X legislatura, periodo que abarca de diciembre de 2011 a octubre de 2015, estuvo caracterizada por una estabilidad parlamentaria que permitió la adopción de importantes reformas estructurales, singularmente tres: la ley de estabilidad presupuestaria, la restructuración y recapitalización del sistema financiero, y la reforma laboral. Las dos legislaturas que han seguido, la XI, de enero a mayo de 2016, y la XII, iniciada en julio de ese mismo año, por el contrario, no se han caracterizado por la estabilidad política. El gobierno estuvo en funciones durante buena parte del año 2016 y después en minoría. Por otro lado, mirando hacia el futuro, como reconocía recientemente la AIReF (2017), nos encontramos en un entorno de

inestabilidad política, en parte como consecuencia del escenario de incertidumbre política e institucional abierto en Cataluña, en el que resulta complicado realizar predicciones a medio plazo. Así, la X legislatura ha supuesto el último periodo de estabilidad política que ha permitido la adopción de reformas de calado.

Por todo ello, el presente trabajo se propone realizar una mirada retrospectiva a ese periodo para analizar dos de las tres reformas mencionadas: la ley de estabilidad presupuestaria y la reforma laboral. El objetivo es contribuir al debate sobre sus efectos así como reflexionar sobre los retos pendientes en estos ámbitos. Es decir, se

* ESCI-Universitat Pompeu Fabra y Centro Sector Público-Sector Privado del IESE.

pretende plantear algunas cuestiones que deberían ser abordadas en cuanto la estabilidad política e institucional permita retomar la iniciativa reformista.

Para el análisis de las reformas que ha experimentado el sistema financiero español y de los principales retos a los que se enfrenta en el futuro, un tema que no se aborda en este artículo, se pueden consultar en los estudios recientes de Ocaña y Faibishenko (2016) y de Carbó y Rodríguez Fernández (2016).

El presente trabajo está relacionado con análisis anteriores (Xifré, 2014, 2015 y 2016) pero en esta ocasión centrándose con mayor profundidad en estas dos reformas de política económica. Para cada una de las dos reformas, se resume primero de forma breve su contenido para analizar después datos de interés sobre las mismas.

La ley de estabilidad presupuestaria

La Ley Orgánica 2/2012 de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LEP) se promulgó para dar cumplimiento a la modificación del artículo 135 de la Constitución, promovida en agosto de 2011 por el anterior gobierno. Esta modificación introdujo una regla fiscal que limita el déficit público de carácter estructural, una iniciativa novedosa en España, así como un límite a la deuda pública, vinculándolo al valor de referencia del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Tratándose de una ley orgánica, la ley regula la estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera de todas las administraciones públicas: la Administración General del Estado, las comunidades autónomas, las corporaciones locales y la Administración de la Seguridad Social.

Siguiendo a Hernández de Cos y Pérez (2013), los límites cuantitativos que introduce la LEP son los siguientes:

- La LEP establece que la Administración General del Estado y las comunidades autónomas no podrán incurrir en déficit estructural. El déficit estructural se entiende como la parte del déficit público total que resulta

de eliminar el déficit público cíclico, es decir, aquel que está más directamente provocado por la coyuntura en que se encuentre la economía (véase Hernández de Cos y Pérez, 2013, para mayor información sobre este concepto). Las corporaciones locales y la Administración de la Seguridad Social han de mantener una posición de equilibrio o superávit presupuestario en términos corrientes y no solo estructurales.

- La LEP señala que la deuda pública no podrá superar el 60% del PIB a partir del año 2020. Además, también establece un reparto de este límite: 44% correspondiente a la Administración General del Estado; 13% para el conjunto de las comunidades autónomas y un 3% para las corporaciones locales. En este contexto, la ley prevé que las comunidades autónomas y las corporaciones locales podrán solicitar al Estado el acceso a medidas extraordinarias para obtener liquidez.
- La LEP también establece que todas las administraciones públicas deberán aprobar anualmente un incremento de su gasto no financiero inferior a la tasa de variación del PIB a medio plazo establecida por el Ministerio de Economía y Competitividad de acuerdo con la metodología de la Comisión Europea.

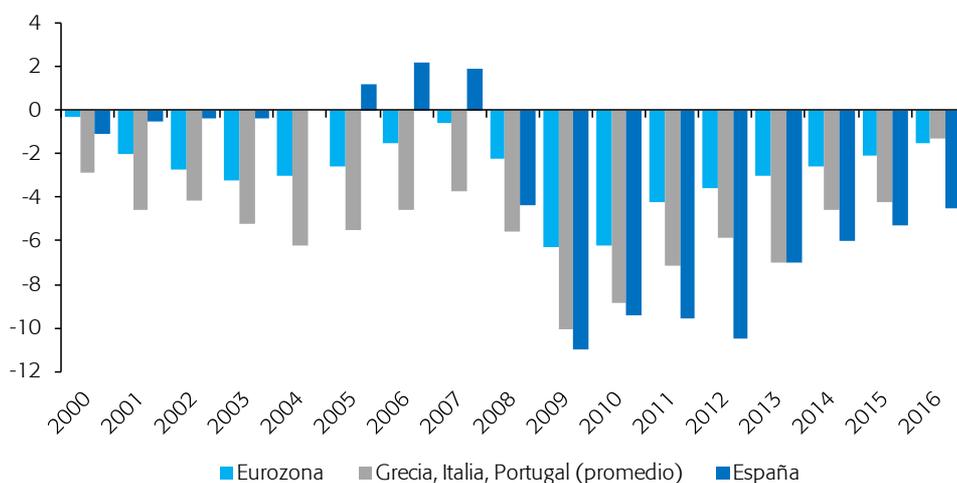
La deuda pública no se está reduciendo, tal como debería producirse si las finanzas públicas se orientasen a cumplir con el precepto de una deuda máxima del 60% del PIB en 2020. Por ello, el cumplimiento de la Ley de estabilidad presupuestaria en esta materia queda muy comprometido.

La LEP ha sido objeto de análisis, entre otros, de Domínguez Martínez y López Domínguez (2012), Hernández de Cos y Pérez (2013 y 2015) y Lago (2015). Desde una perspectiva más amplia, los trabajos de Cuenca (2016), Lago (2017), Aguerre y Borraz (2017) han examinado recientemente la

Gráfico 1

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las administraciones públicas

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

sostenibilidad de las finanzas públicas y el proceso de consolidación fiscal en España en los últimos tiempos.

Partiendo de lo establecido en estos trabajos, el presente artículo se propone completar el análisis aportando elementos adicionales para valorar la LEP y los retos de futuro en materia de estabilidad presupuestaria.

El gráfico 1 representa la capacidad o necesidad de financiación de las administraciones públicas en relación al PIB en España, en el promedio de Italia, Grecia y Portugal (los tres estados de la eurozona que han sufrido mayores tensiones fiscales después de la Gran Recesión) y en la eurozona en su conjunto, entre los años 2000 y 2016.

Como se puede apreciar, el saldo público de España ha mejorado de forma significativa, reduciéndose el déficit a menos de la mitad entre 2009–2012 y 2016, pasando del 10% al 4% del PIB. Con todo, el ritmo de corrección del déficit en España ha sido menor que en la eurozona y en los tres países que han estado bajo una fuerte tensión fiscal. Esta última comparación es particularmente relevante y preocupante, pues arroja dudas sobre

la capacidad de la LEP de propiciar un ajuste fiscal comparable al que han experimentado otras economías de la eurozona con déficits públicos en 2010 iguales –o incluso superiores– al español. De hecho, la tímida corrección de déficit público total (observado) sugiere que existen obstáculos serios a la corrección del déficit estructural, la variable estipulada en la LEP, con independencia de la metodología que se adopte para calcularlo.

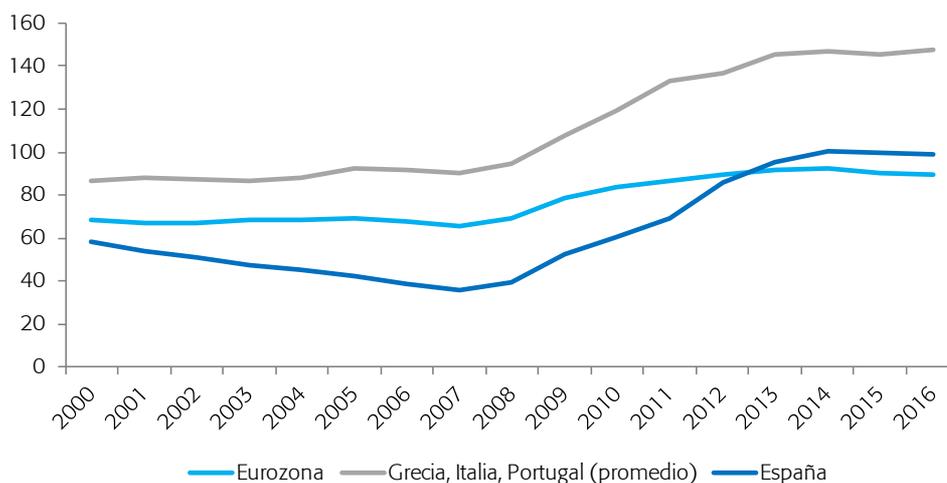
El gráfico 2 representa la deuda pública en relación al PIB para estos tres territorios en el mismo periodo de tiempo. En él se muestra que la deuda pública española cesó en su tendencia creciente en 2014, estancándose desde entonces y hasta 2016 en valores cercanos al 100% del PIB. El fin de trayectoria explosiva de la deuda, que se inició en 2007, es naturalmente una muy buena noticia pero hay que resaltar dos importantes advertencias.

En primer lugar, no se observa que con posterioridad a 2012 la deuda pública se esté reduciendo, tal como debería producirse si las finanzas públicas se orientaran a cumplir con el precepto de la LEP que prevé una deuda máxima del 60% del PIB en 2020. Por ello, el cumplimiento de la

Gráfico 2

Deuda pública

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

LEP en esta materia queda también muy comprometido.

En segundo lugar, el gráfico 3 representa la evolución en el tiempo de definiciones más amplias de deuda pública. Por un lado, se presenta la deuda pública contabilizada según el procedimiento de déficit excesivo (PDE) de la Comisión Europea, que se corresponde con la serie representada en

Es posible que se esté produciendo una transferencia más o menos deliberada de operaciones de endeudamiento desde el perímetro de operaciones PDE a operaciones de deuda no computada dentro del PDE.

el gráfico 2. Además de esta definición de deuda, se representan también los pasivos adicionales del sector público no reconocidos bajo el criterio del PDE (deuda No PDE). La suma de estos dos epígrafes se corresponde con los pasivos totales en manos del sector público consolidados, es decir, detrayendo las deudas entre administraciones. En tercer lugar, se presentan las deudas entre admi-

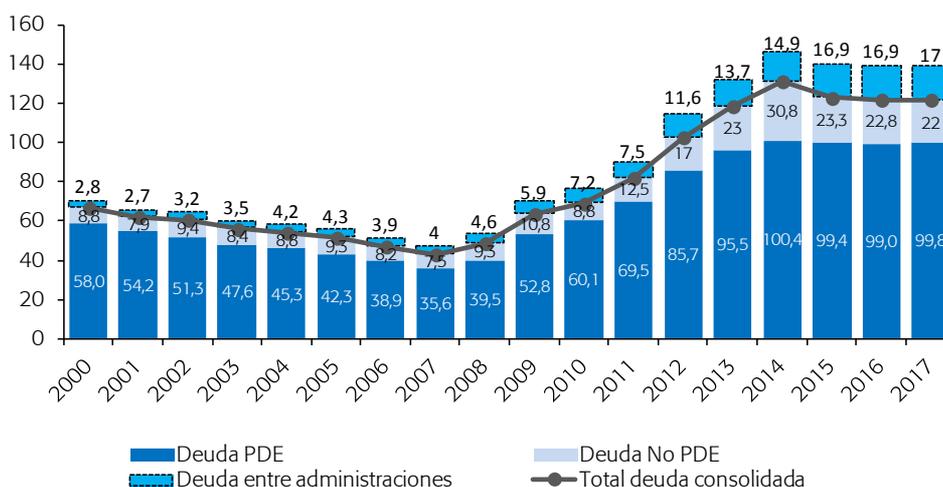
nistraciones públicas que son fundamentalmente créditos y préstamos otorgados por el Estado a comunidades autónomas y corporaciones locales por medio de fondos especiales de liquidez (FLA y otros). Estos pasivos ya están contabilizadas en los dos anteriores epígrafes y, por tanto, no pueden sumarse a la deuda total.

El gráfico 3 permite realizar una observación en relación a la importancia relativa de los diferentes tipos de deuda entre 2000 y 2017. La deuda excluida del PDE ha pasado de representar un 15% en relación a la deuda PDE en 2000 a duplicar su importancia relativa, llegando al 31% en 2014 y estableciéndose alrededor del 23% en 2016 y 2017. El incremento de la importancia relativa de la deuda entre administraciones es aún más acusado. Estos pasivos, que representaban tan solo un 5% en relación con la deuda PDE en 2000, han crecido de forma continua hasta triplicar su importe, representando más 17% del importe de la deuda PDE en 2017. Estas dinámicas apuntan a otra limitación de la LEP al no establecer límites a la deuda no PDE. Bien podría ser que se estuviera produciendo una transferencia más o menos deliberada de operaciones de endeudamiento desde el perímetro de operaciones PDE a otro tipo de

Gráfico 3

Deuda pública según diferentes definicios

(En porcentaje del PIB)



Notas: (1) La deuda pública total consolidada son los pasivos totales en circulación descontando la deuda entre las administraciones públicas. (2) El dato para 2017 corresponde al mes junio.

Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, tabla 11.5.

operaciones de deuda no computada como PDE. En el caso de las deudas entre administraciones, conviene además resaltar el riesgo adicional de que alguna administración (comunidades autónomas o corporaciones locales) no pueda hacer frente a una parte de sus obligaciones de pago de préstamos frente al Estado.

La reforma laboral

La reforma laboral fue inicialmente aprobada en febrero de 2012 como Real Decreto Ley 3/2012 y posteriormente convalidada por medio de la Ley 3/2012. Siguiendo a García-Pérez y Jansen (2015), el contenido principal de la reforma es el siguiente:

- flexibilidad interna: se facilita la adopción de cambios unilaterales por parte de la empresa en las funciones que desarrollan los trabajadores y, en general, en las condiciones de trabajo, incluyendo el salario;
- descentralización de la negociación: se establece la prioridad del convenio de empresa

en determinadas materias y se introduce un límite a la duración de la ultraactividad de los convenios, es decir, al período en que estos siguen aplicándose después de que venzan;

- indemnización y otros costes por despido: se generaliza la indemnización de 33 días por año trabajado, con un máximo de 24 mensualidades; eliminación del pago de salarios de tramitación mientras se tramita judicialmente el despido; eliminación del despido exprés; se suspende la necesidad de obtener una autorización administrativa en los despidos colectivos; y se modifica la definición de las causas económicas del despido;
- modalidades de contratos: se introduce una nueva modalidad contractual (contrato indefinido de apoyo a los emprendedores) para empresas de menos de 50 trabajadores y con un periodo inicial de prueba de un año; prohibición de encadenar contratos temporales más allá de 24 meses.

Con la adopción de estas reformas, se pretendía facilitar la creación de puestos de trabajo y lograr

una más eficaz gestión de las relaciones laborales. La reforma laboral y su impacto en la economía española han sido estudiados, entre otros, en los siguientes trabajos: Dolado (2012), OCDE (2013), García Pérez y Jansen (2015), García Pérez y Mestres (2016), Doménech, García y Ulloa (2016), Boscá *et al.* (2017) y Cuerpo, Geli y Herrero (2017).

La población activa masculina ha perdido aproximadamente un millón de personas entre mediados de 2008 y el tercer trimestre de 2017, sin que se observen indicios de que este proceso se pueda dar por concluido.

A continuación se presentan una serie de datos relacionados con el mercado de trabajo que aportan información adicional a los estudios mencionados más arriba y que apuntan a cuestiones pendientes de abordar en este ámbito.

Los gráficos 4a, 4b y 4c representan el número de personas activas y la tasa de paro para el total de población, los hombres y las mujeres respectivamente.

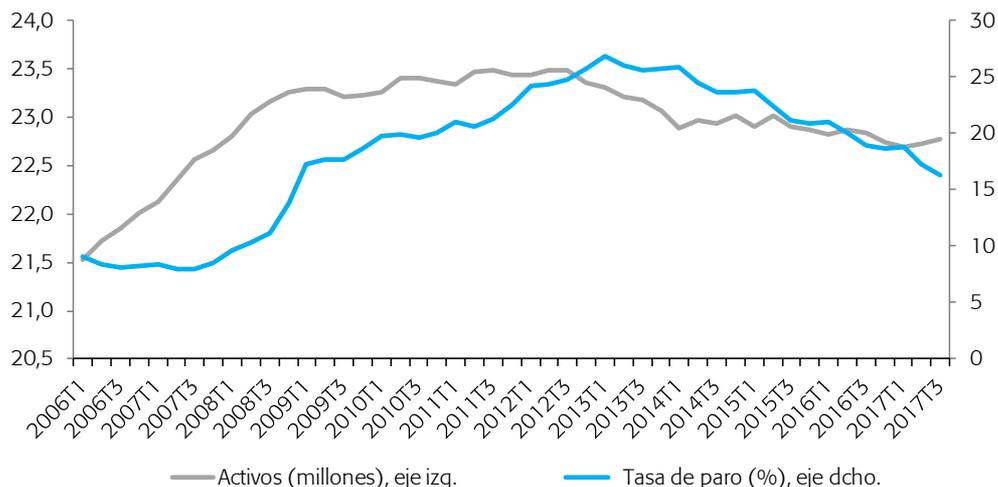
Como se puede observar, la población activa masculina ha perdido aproximadamente un millón de personas entre mediados de 2008 (el momento en que se llegó al máximo) y el tercer trimestre de 2017, sin que se observen indicios evidentes de que este proceso se pueda dar por concluido (gráfico 4b). La evolución de la población activa femenina presenta una dinámica diferente, con un fuerte crecimiento desde principios de 2006 hasta 2013 (periodo en el que el número de mujeres activas aumentó en cerca de 1,7 millones) y una estabilización entre 2013 y 2017 (gráfico 4c). El efecto combinado de estas dos dinámicas se observa en la población activa total, que aumentó hasta finales de 2012, situándose en los 23,5 millones de personas, para perder 750.000 efectivos en el tercer trimestre de 2017 (gráfico 4a). Las dinámicas de la tasa de paro son parecidas en los dos colectivos, situándose en inicio del periodo de reducción sostenida de las mismas alrededor del segundo trimestre de 2013.

Estos datos sugieren que la reforma laboral no ha conseguido revertir una fuerte tendencia hacia la inactivación en el mercado laboral español, particularmente en su segmento masculino.

Gráfico 4a

Número de personas activas y tasa de paro, población total

(Millones y porcentaje sobre activos)

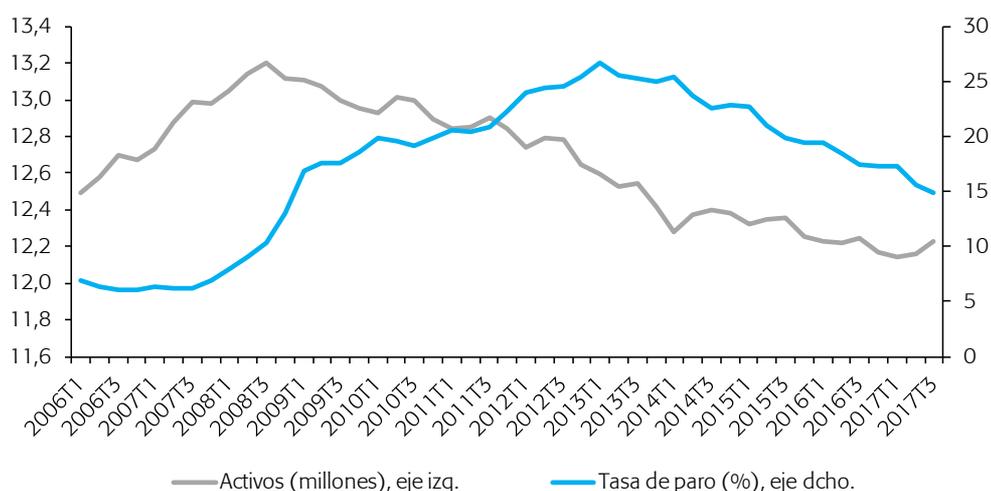


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 4b

Número de personas activas y tasa de paro, hombres

(Millones y porcentaje sobre activos)

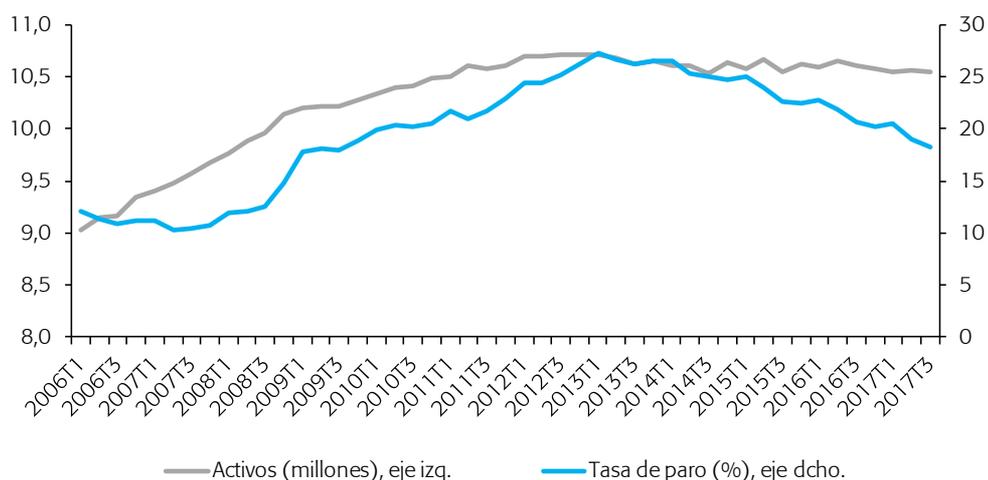


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 4c

Número de personas activas y tasa de paro, mujeres

(Millones y porcentaje sobre activos)



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Para profundizar en este análisis y enriquecer el diagnóstico, los gráficos 5a, 5b y 5c reflejan la distribución del número total de ocupados en tres grupos de edad, menos de 35 años, entre 35 y

49 años, y 50 años y más, de nuevo para tres escenarios: la población total, los hombres y las mujeres respectivamente. En los dos segmentos del mercado (mujeres y hombres) se puede

apreciar una clara tendencia al continuo envejecimiento de la fuerza laboral.

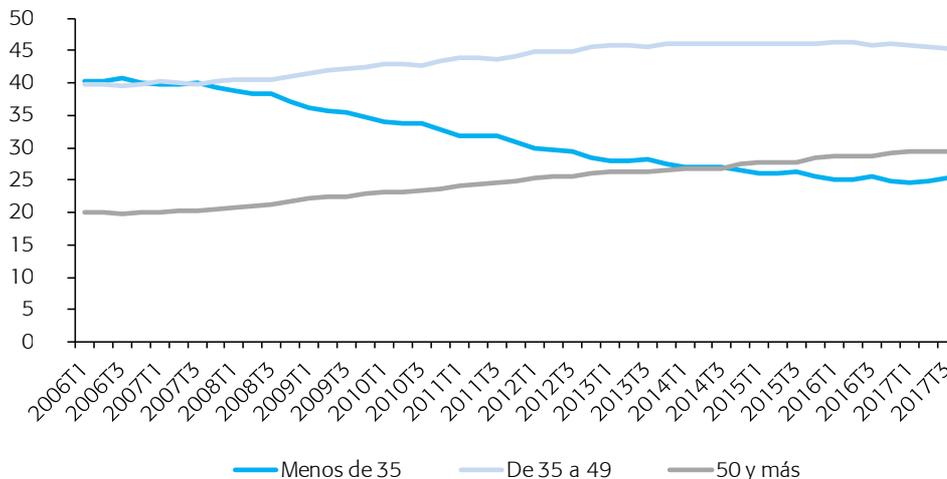
En ambos segmentos a principios de 2006 las personas de menos de 35 años eran el grupo más

numeroso dentro de los ocupados, seguidos muy de cerca por las personas de mediana edad, con cerca del 40% de los ocupados en cada uno de estos dos grupos. Las personas de mayor edad representaban el 20% restante; algo menos para

Gráfico 5a

Distribución de los ocupados según edad, población total

(Porcentaje sobre el total de ocupados)

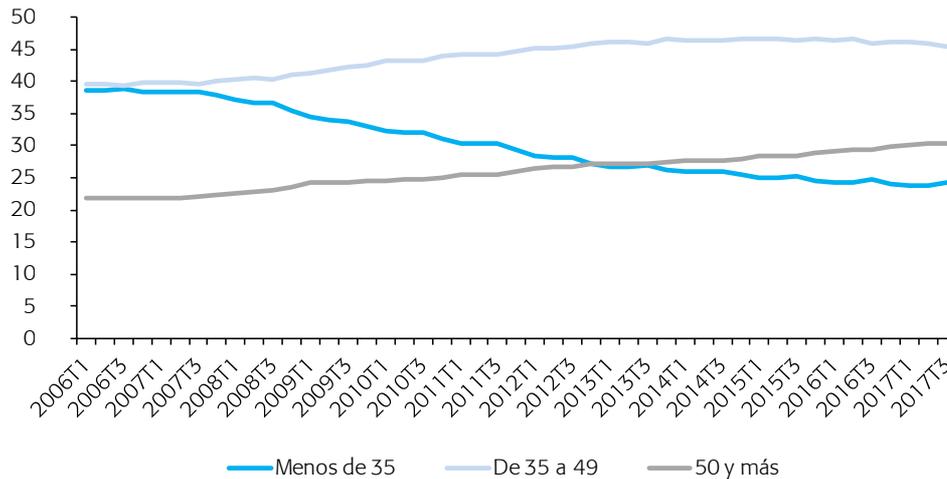


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 5b

Distribución de los ocupados según edad, hombres

(Porcentaje sobre hombres ocupados)

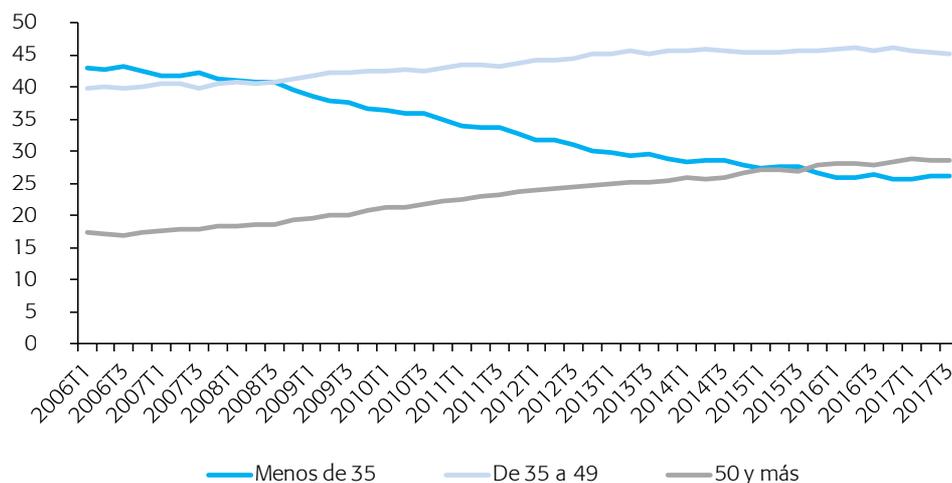


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 5c

Distribución de los ocupados según edad, mujeres

(Porcentaje sobre mujeres ocupadas)



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

el caso de las mujeres, segmento en el que los más jóvenes acumulaban cerca del 43% del empleo total.

A partir de 2006 se inicia una tendencia de caída en la proporción de trabajadores jóvenes en ambos segmentos del mercado, sin que se observen actualmente indicaciones evidentes de que el proceso haya terminado. Estas caídas hacen que en 2008 las mujeres ocupadas en el rango de mediana edad superen a las más jóvenes, lo que ya había sucedido con anterioridad en el mercado masculino. La dinámica continúa y hacia finales de 2014 se produce un hecho muy destacable: en ambos segmentos del mercado hay más personas ocupadas de 50 años o más, que de 35 años o menos. En el tercer trimestre de 2017, últimos datos disponibles, el reparto de personas ocupadas sigue el mismo patrón en ambos segmentos del mercado laboral: el colectivo más numeroso son las personas de mediana edad (representando cerca de un 45% del total), seguidos de las personas de mayor edad (alrededor de un 30% del total, siendo algo mayor la proporción en el mercado masculino) mientras que los ocupados jóvenes son el grupo más reducido.

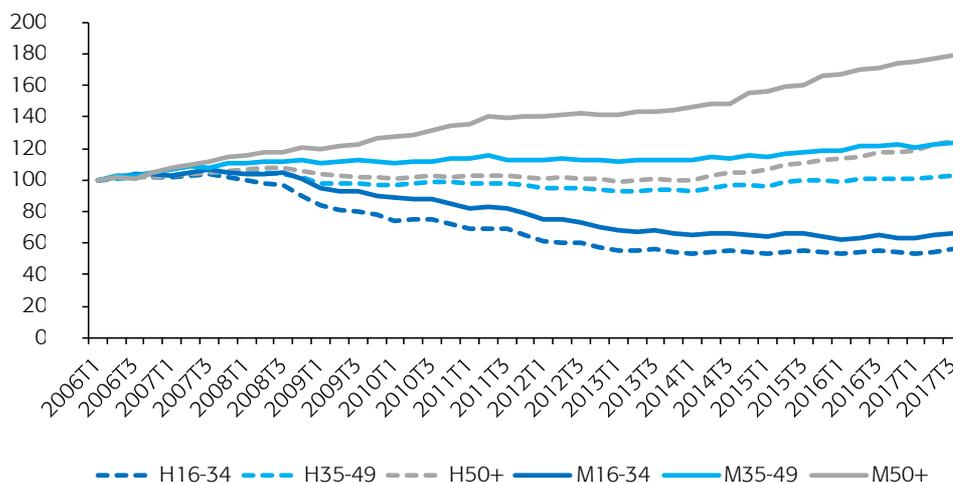
El gráfico 6 examina estos mismos datos pero con otra presentación. Este gráfico representa el número de hombres y mujeres ocupados de estos tres rangos de edad, normalizando su valor en relación al primer trimestre de 2006. Esta doble clasificación genera seis series diferentes de ocupados según edad y sexo y el gráfico 6 muestra cómo han variado en el periodo 2006–2017.

Como se puede apreciar, el colectivo que ha crecido más son las mujeres ocupadas de 50 años y más, que han aumentado su número en un 80% durante el periodo. A continuación, se sitúan dos grupos que han tenido una evolución muy parecida, creciendo alrededor del 20%: las mujeres de mediana edad (de 35 a 49 años) y los hombres de mayor edad. El número de hombres ocupados de mediana edad, que oscilan alrededor de los 4,5 millones y son el grupo más numeroso de los seis considerados, se ha mantenido estable con una muy ligera tendencia al crecimiento. Por el contrario, como se ha dicho más arriba, los ocupados más jóvenes se han reducido de forma continua en ambos mercados. El resultado es que en 2017 se ha producido una pérdida del 33% de las mujeres jóvenes ocupadas y del 43% de los

Gráfico 6

Variación del número de ocupados, según edad y sexo

(Índice 2006T1 = 100)



Nota: H: hombres; M: mujeres; 16-34: de 16 a 34 años; 35-49: de 35 a 49 años; 50+: 50 años y más.

Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

hombres jóvenes ocupados con respecto a 2006. Se puede observar, para los tres grupos de edad considerados, que el número de mujeres ocupadas ha crecido más (o decrecido menos, en el caso de los jóvenes) que el número de hombres ocupados.

Para tener una mejor comprensión del proceso de envejecimiento de la fuerza laboral, los gráficos 7a, 7b, 7c y 8 realizan el análisis análogo para el caso de los trabajadores activos.

Como se puede apreciar, las conclusiones anteriores siguen siendo válidas en términos cualitativos. Se ha producido una pérdida muy importante de los activos jóvenes, hasta ser el grupo menos numeroso de los tres rangos de edad en ambos segmentos del mercado laboral, mientras que el grupo que ha aumentado de forma más importante son los activos de mayor edad (50 años y más). Es muy destacable que las mujeres activas de mayor edad han duplicado su número entre 2006 y 2017. En cuanto a las tasas de actividad en ambos segmentos del mercado, también se observa cómo la evolución del mer-

cado laboral femenino ha sido superior, en cada uno de los tres rangos de edades, al mercado masculino.

En el tercer trimestre de 2017 los parados de larga duración representan un 36% de todos los parados. Reducir este tipo de paro particularmente destructivo y nocivo debería ser uno de los objetivos de cualquier reforma laboral, pero los datos sugieren que la de 2012 no ha conseguido atajar este problema.

Para completar el análisis del mercado laboral después de la aprobación de la reforma se estudia la situación en la que se encuentran los desempleados. El gráfico 9 representa las personas en situación de desempleo diferenciando por la duración en el tiempo de búsqueda de empleo.

El número de personas en desempleo creció con rapidez a partir de 2008 y alcanzó su máximo el primer trimestre de 2013, llegando a

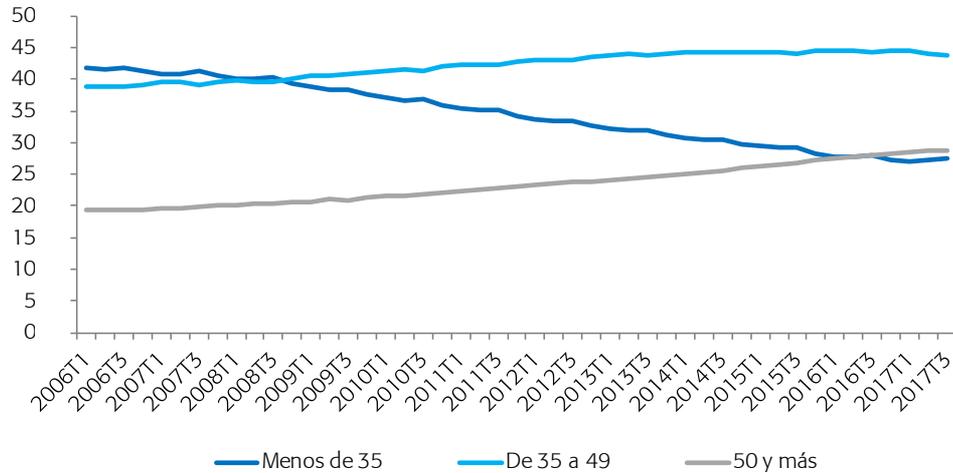
6,2 millones de personas. Desde entonces se viene reduciendo y en el tercer trimestre de 2017 se registran 3,7 millones. Por tanto, se ha producido una reducción de 2,5 millones de parados entre 2013 y 2017.

Para valorar adecuadamente esta mejora hay tener en cuenta, no obstante, dos hechos. En primer lugar, y como se ha mostrado más arriba, se ha venido reduciendo la población activa masculina desde el tercer trimestre de 2008 (gráfico 4b)

Gráfico 7a

Distribución de los activos según edad, población total

(Porcentaje sobre el total de activos)

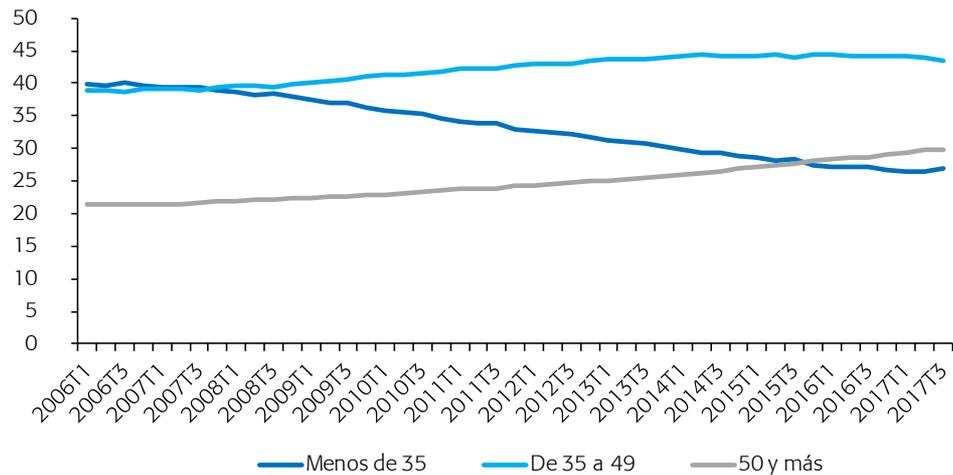


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 7b

Distribución de los activos según edad, hombres

(Porcentaje sobre hombres activos)

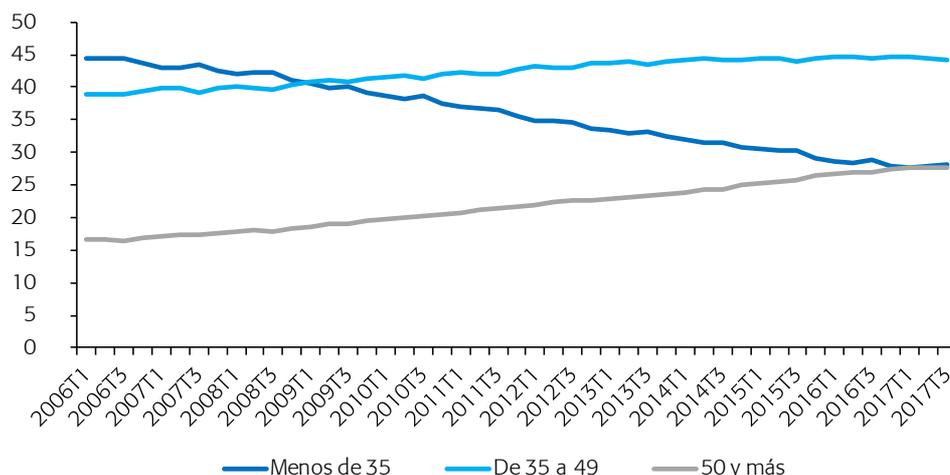


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 7c

Distribución de los activos según edad, mujeres

(Porcentaje sobre mujeres activas)



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

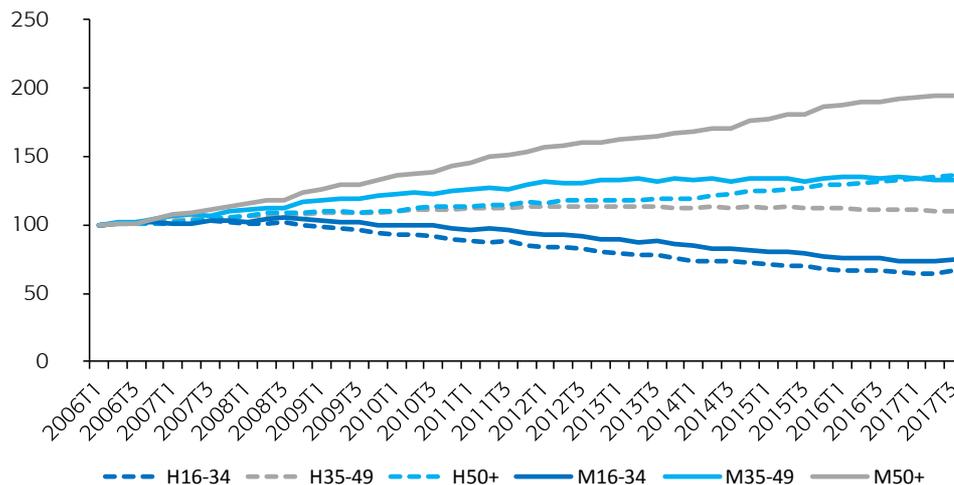
y la población activa total desde mediados de 2012 (gráfico 4a). De hecho la población activa se ha reducido en más de 700 mil personas entre el segundo trimestre de 2012 y el tercer trimestre de

2017. Por tanto, cerca un 30% de la reducción en el número de desempleados se debe a la reducción en la población activa, es decir, a las personas que han abandonado el mercado de trabajo.

Gráfico 8

Variación del número de activos, según edad y sexo

(Índice 2006T1 = 100)



Nota: H: hombres; M: mujeres; 16-34: de 16 a 34 años; 35-49: de 35 a 49 años; 50+: 50 años y más.

Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

En segundo lugar, el gráfico 9 también muestra que la proporción de parados de larga duración, es decir, aquellas personas en paro que llevan más de dos años buscando empleo, se disparó a partir de 2010, llegó al máximo durante los años 2014 y 2015, y se ha reducido solo ligeramente

Dentro del grupo de personas desempleadas que perciben prestación, desde 2013 la mayoría reciben una prestación no contributiva. Se trata de una manifestación adicional del paro de larga duración, que dibuja una doble precarización que plantea serias dudas sobre la efectividad de la reforma de 2012 en lo relativo al apoyo de las personas más vulnerables en el mercado laboral.

desde entonces. Mientras que los parados de larga duración representaban, en promedio entre los años 2006 y 2009, cerca de un 11% de todos los parados, su importancia se cuadruplicó en los años 2014 y 2015, llegando a suponer el 43%. En el tercer trimestre de 2017, último dato disponible, los parados de larga duración representan un 36% de todos los parados. Como es bien sabido,

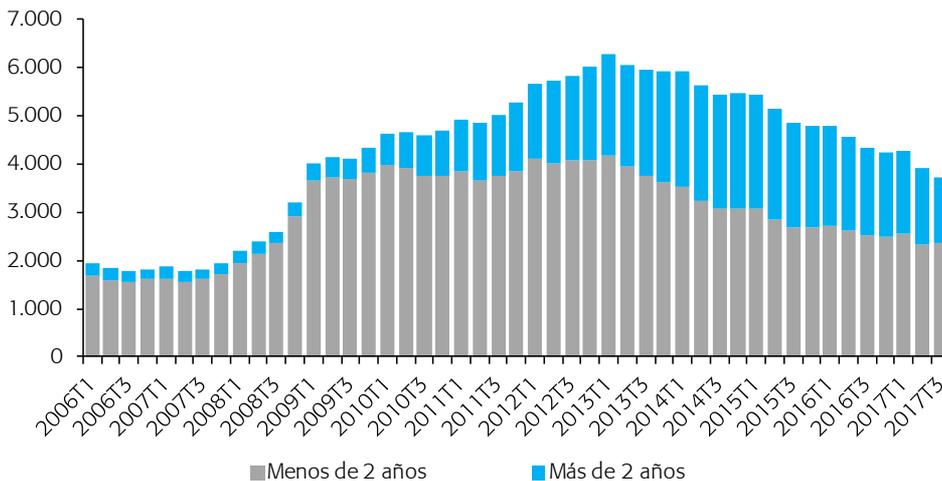
el paro de larga duración puede tener efectos muy negativos en las perspectivas de empleabilidad de las personas que lo sufren e incluso en su salud física y emocional. Por ello, reducir este tipo de paro particularmente destructivo y nocivo debería ser uno de los objetivos principales de cualquier reforma laboral. Los datos sugieren, sin embargo, que la reforma de 2012 no ha conseguido atajar este problema de forma eficaz.

Finalmente, se analiza la situación y evolución de los desempleados atendiendo al tipo de prestaciones que perciben. El gráfico 10 refleja la tasa de cobertura a partir de los datos que proporciona el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) del Ministerio de Empleo y Seguridad Social. La tasa de cobertura se define como la proporción de desempleados que reciben algún tipo de prestación (contributiva o no contributiva) en relación al total de desempleados.

Como se puede observar, la tasa de cobertura alcanzó su punto máximo en 2010, con un nivel del 78%, pero desde entonces ha venido cayendo hasta perder más de veinte puntos porcentuales y situarse en el 55% en 2017. Es decir, cerca de la

Gráfico 9

Número de desempleados por duración del tiempo de búsqueda de empleo
(En miles)

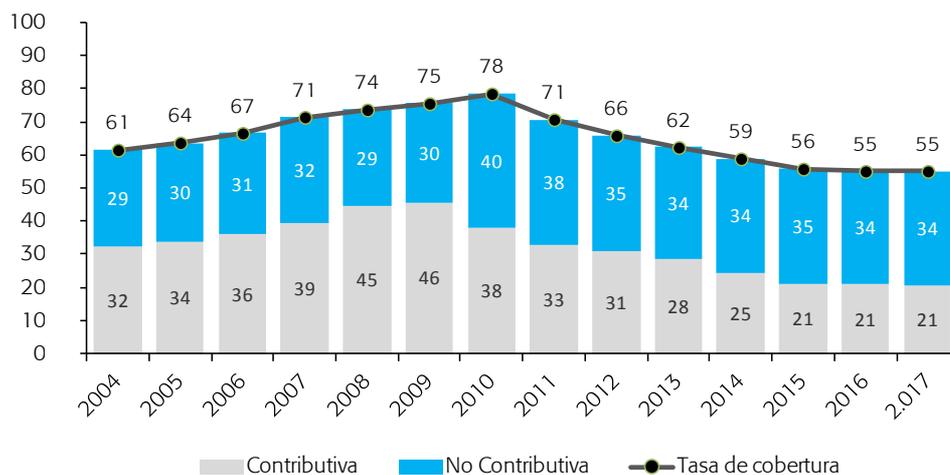


Fuente: INE (Encuesta de Población Activa).

Gráfico 10

Tasa de cobertura, beneficiarios de prestación contributiva y no contributiva

(En porcentajes)



Notas: (1) La tasa de cobertura corresponde a los beneficiarios de prestaciones por desempleo sobre el paro registrado con experiencia laboral. (2) A los efectos de este gráfico, se consideran beneficiarios de prestaciones no contributivas los beneficiarios de prestaciones asistenciales, de la renta activa de inserción y del programa de activación para el empleo. (3) La proporción de beneficiarios de las prestaciones se expresa en relación sobre el paro registrado. (4) Los datos del año 2017 corresponden al mes de junio.

Fuente: Servicio Público de Empleo Estatal, Ministerio de Empleo y Seguridad Social. *Estadística de prestaciones por desempleo*.

mitad de las personas desempleadas no reciben ningún tipo de prestación. Pero, además, dentro del grupo de personas desempleadas que reciben prestación, desde 2013 la mayoría reciben una prestación no contributiva, es decir, asistencial o cuasiasistencial (como la renta activa de inserción o el programa de activación para el empleo). Esto es una manifestación más del paro de larga duración; a medida que se alarga el periodo de paro, se extinguen las prestaciones contributivas, de mayor cuantía, y los desempleados pasan a percibir las asistenciales. De nuevo, esta doble precarización en las condiciones de los desempleados plantea serias dudas sobre la idoneidad y la efectividad de la reforma de 2012 en lo relativo al apoyo a las personas más vulnerables en el mercado laboral.

Conclusiones

A partir del análisis de una serie de datos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas y con el funcionamiento del mercado

laboral, este trabajo pretende plantear algunas cuestiones que deberían ser abordadas en próximas reformas estructurales en estos dos ámbitos de política económica.

En el caso de la sostenibilidad de las finanzas públicas, los datos sugieren que la vigente ley de estabilidad presupuestaria se enfrenta a dos grandes retos. Por un lado, en tanto que regla fiscal, su credibilidad está muy comprometida. Es virtualmente imposible que se cumpla la previsión de reducir la deuda pública al 60% del PIB en 2020 y no está nada claro que se pueda eliminar el déficit estructural. Vista la complicada y discutible gestión que a escala europea se ha efectuado del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la norma en que se inspira la ley española de 2012, parece recomendable apostar por marcos presupuestarios que primen la credibilidad por delante de la ambición en el ajuste. Por otro lado, queda como cuestión abierta cuál será la evolución de la deuda no incluida en el cálculo según el procedimiento de déficit excesivo (PDE) así como la deuda entre

administraciones. Estos dos tipos de pasivos públicos han crecido de forma extraordinaria a partir de la crisis y está por ver cómo se puede encauzar su trayectoria.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de paro se ha reducido significativamente a partir de 2013, pero hay dos observaciones importantes a realizar. En primer lugar, no hay evidencia concluyente de hasta qué punto la reforma laboral ha contribuido a la mejora global de la situación y la cuestión sigue abierta para la investigación especializada. En segundo lugar, el presente análisis sugiere que futuras reformas deberían prestar más atención de la recibida hasta el momento a otras cuestiones del mercado laboral si se persigue realizar una intervención mínimamente coherente y equilibrada. Por ejemplo, es preocupante la aparentemente imparable tendencia al envejecimiento de la población laboral. También es urgente pensar en medidas que puedan revertir o detener el proceso de pérdida de activos en el mercado laboral masculino, que igualmente no parece conocer fin. Finalmente, otro objetivo de máxima importancia es luchar contra el paro de larga duración, que ha llegado a cuadruplicar su importancia relativa dentro del colectivo de los desempleados. Una derivada de este último hecho es la creciente desprotección, o infraprotección, de un grupo cada vez mayor de desempleados.

En conjunto, el análisis de este artículo subraya la necesidad de superar cuanto antes el periodo de incertidumbre política para atender de forma urgente a un conjunto de problemas sociales y económicos fundamentales.

Referencias

AIREF (2017), "Informe sobre las Previsiones Macroeconómicas del Proyecto del Plan Presupuestario 2018", Informe de 16 de octubre de 2017.

AGUERRERA, A., y S. BORRAZ (2017), "Presupuestos sin reformas para acercarse al objetivo de déficit", *Cuadernos de Información Económica*, 259: 35 – 46.

BOSCÁ, J. E.; DOMÉNECH, R.; FERRI, J., y J. R. GARCÍA (2017), "Los desplazamientos de la Curva de Beveridge en España y sus efectos macroeconómicos", *BBVA Research Documento de Trabajo*, 17/12.

CARBÓ, S., y F. RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ (2016), "El sistema financiero español ante el nuevo tiempo político", *Cuadernos de Información Económica*, 250: 101-115.

CUENCA, A. (2016), "Estabilidad y sostenibilidad de las cuentas públicas en España", *Cuadernos de Información Económica*, 252: 43-55.

CUERPO, C.; GELI, F., y C. HERRERO (2017), "Some Unpleasant Labour Arithmetics: A Tale of the Spanish 2012 Labour Market Reform", *Economic Crisis and Structural Reforms in Southern Europe: Policy Lessons* (Routledge Studies in the European Economy).

DOLADO, J. J. (2012), "The Pros and Cons of the Latest Labour Market Reform in Spain", *Spanish Labour Law and Employment Relations Journal*, Vol. 1, No. 1-2: 22-30.

DOMÉNECH, R.; GARCÍA, J. R., y C. ULLOA (2016), "The effects of wage flexibility on activity and employment in the Spanish economy", *BBVA Research Working Paper*, 16/17.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, JOSÉ M., y J. M. LÓPEZ DOMÍNGUEZ (2012), La reforma de la política de estabilidad presupuestaria en España: análisis de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. *Serie Documentos de Trabajo*, 09/2012.

GARCÍA PÉREZ, J. I., y M. JANSEN (2015), "Reforma Laboral de 2012: ¿Qué sabemos sobre sus efectos y qué queda por hacer?", *Fedea Policy Papers*, 2015/04.

GARCÍA PÉREZ, J. I., y J. MESTRES (2016), "The Impact of the 2012 Labour Market Reform on Unemployment Inflows and Outflows: a Regression Discontinuity Analysis using Duration Models", *Fedea Policy Papers*, 2016/27.

HERNÁNDEZ DE COS, P., y J. PÉREZ (2013), "La nueva ley de estabilidad presupuestaria", *Boletín Económico del Banco de España*, Abril 2013, 65-78.

– (2015), Reglas Fiscales, Disciplina Presupuestaria y Corresponsabilidad Fiscal, *Papeles de Economía Española*, 143: 174 – 184.

LAGO, S. (2015a), Reglas Fiscales, Disciplina Presupuestaria y Corresponsabilidad Fiscal, *Papeles de Economía Española*, 143: 174 – 184.

– (2015b), "La estabilidad presupuestaria en España: algunos ajustes necesarios", *Cuadernos de Información Económica*, 245: 55-62.

– (2017), "La consolidación fiscal en curso: avanzando con lentitud", *Cuadernos de Información Económica*, 259: 27-34.

OCAÑA, C., y A. FAIBISHENKO (2016), "Retos pendientes para el sector bancario", *Cuadernos de Información Económica*, 250: 87-99.

OCDE (2013), *The 2012 Labour market reform in Spain: A preliminary assessment*.

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.

– (2015), "Reformas recientes del entorno de negocio de España: realizaciones y retos pendientes", *Cuadernos de Información Económica*, 245: 63-82.

– (2016), "El tejido empresarial en España: estructura, evolución reciente y retos pendientes", *Cuadernos de Información Económica*, 252: 21-29.

Perspectivas para la estabilidad financiera y el negocio en la banca europea

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

El sector bancario europeo cierra 2017 con los mayores niveles de rentabilidad en una década, si bien aún por debajo de los que registraba en el entorno postcrisis. En España, los seis primeros bancos por volumen de activos han presentado un beneficio conjunto de 11.783 millones de euros entre enero y septiembre de 2017, un 11,6% más que en el mismo período del año anterior. Su rentabilidad sobre el capital se encuentra por encima del promedio de la eurozona y la ratio de eficiencia (costes de explotación/margen ordinario) entre las más reducidas. De cara a 2018 las entidades financieras afrontan un entorno de cambio, tanto en lo monetario como en el grado de presión regulatoria y, por lo tanto, en el desafío para lograr una mayor rentabilidad y acelerar la transformación tecnológica en los canales de servicio. En el ámbito regulatorio, se han observado ciertas dificultades para completar la unión bancaria. En el monetario, se abre la expectativa de un fin progresivo de la expansión cuantitativa, si bien en un horizonte incierto. Entre los riesgos a la baja destacan los políticos, y en España la situación de Cataluña. Cabe reseñar, sin embargo, que las medidas adoptadas por las entidades financieras implicadas han sido un eficiente *backstop* para riesgos que, en cualquier caso, eran reducidos de partida.

Unión bancaria y presión regulatoria

El sector bancario europeo se encuentra en el cruce de caminos entre la recuperación posterior a la crisis financiera y la concreción de su modelo de negocio postcrisis. Esta concepción de la actividad bancaria de los próximos años estará ampliamente afectada por tres factores:

- La presión regulatoria que conlleva toda la normativa bancaria aprobada tras la crisis y que deberá completarse, en su parte principal, en 2019, según el calendario del acuerdo de Basilea III.
- El posible, aunque aún no completamente confirmado, final del gran "experimento" monetario de la expansión cuantitativa.

* Bangor Business School, CUNEF y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

- Un entorno competitivo distinto, con una menor presencia física y relativa representatividad de las oficinas en relación a los canales digitales.

En este primer apartado se abordan cambios recientes de relevancia para el ambiente regulatorio de la banca europea. En particular, los que se refieren a la arquitectura de la unión bancaria. Mientras que, con mayores o menores dificultades, se van consolidando los pilares de supervisión y resolución única, parece que el de un seguro de depósitos común no solo no avanza sino que se retrasa.

El 11 de octubre se emitió un comunicado conjunto por parte de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, el Consejo Europeo y el Banco Central Europeo en relación al objetivo de com-

pletar la unión bancaria. El documento destaca la importancia de los pilares ya establecidos y, sobre todo, de cómo la resolución única ha aportado

El aplazamiento sine die del seguro de depósitos común, además de dejar incompleta la unión bancaria, representa un riesgo en la medida en que el mercado pueda interpretar que los bancos afrontan un esquema menos potente de protección y que no existe intención de abordarlo.

estabilidad y reducido la incertidumbre en episodios de estrés bancario. Sin embargo, reconoce que “aún queda bastante por hacer para reducir la herencia de activos deteriorados”. En lo que respecta al sistema de protección de depósitos

Cuadro 1

Esquema de reducción de riesgos a través de la unión bancaria a partir de la propuesta aprobada por el Consejo Europeo en noviembre de 2016 y revisada en noviembre de 2017

Propuesta del Consejo Europeo de 2016	Estado actual	Próximos pasos
<ul style="list-style-type: none"> ■ Proponer enmiendas a la legislación actual de modo que pueda implantarse de la forma más efectiva posible los requerimientos de capacidad total de absorción de pérdidas (<i>Total Loss Absorbing Capacity, TLAC</i>) y de requerimientos de solvencia y de pasivos elegibles. El Consejo deberá asegurarse de que se aplican normas consistentes con el objetivo de que existan fondos que puedan ser elegibles en caso de <i>bail-in</i>, de modo que se generen los colchones adecuados para llevar a cabo los procesos de resolución de forma ordenada y eficiente, tal y como establece la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria. ■ Avanzar en una propuesta sobre un enfoque común en la prelación de acreedores, de modo que la jerarquía de los mismos no ofrezca dudas en caso de resolución. ■ Proponer enmiendas a la Directiva de Requerimientos de Capital, como parte de un ejercicio comprensivo de revisión que implicaría: <ul style="list-style-type: none"> ● La armonización de las opciones y capacidad de discrecionalidad con la que quedarían los Estados miembros, sin que esto afecte negativamente mediante una mayor fragmentación financiera. ● Implementar y completar las reformas pendientes para la introducción de Basilea III, incluyendo la ratio de apalancamiento (posiblemente mayor del 3% para bancos sistémicos) y una ratio neta de fondos estables. 	Existen propuestas legislativas que incluyen todas las medidas concebidas por el Consejo Europeo en 2016, que se encuentran en fase de negociación. En lo que se refiere a la Directiva de Requerimientos de Capital, como parte de un ejercicio comprensivo de revisión, junto con las iniciativas ya puestas en marcha, el BCE también ha emprendido una iniciativa para tratar de garantizar su armonización.	Acuerdos entre autoridades reguladoras sobre las iniciativas legales que deben proponerse, como muy tarde, para mediados de 2018.

Fuente: Consejo Europeo y elaboración propia.

común, las autoridades europeas señalan que es un pilar al que “le faltan algunas piezas”. De hecho, se especifica que el mayor logro hasta la fecha se produjo como consecuencia del estrés y temor a los pánicos bancarios de 2008 y 2009, con la elevación del mínimo protegido por titular y cuenta hasta 100.000 euros en toda la Unión Europea (UE). De forma relevante, se señala cómo la ausencia de un fondo de garantía de depósitos común supone una parte importante de la evidencia de que no existe una “protección común” (*common backstop*), lo cual debilita también el papel que pueda jugar la resolución única. En términos prácticos, para que la unión bancaria sea efectiva, se establece que “la reducción del riesgo y la asunción compartida del mismo deben ir de la mano”.

En el calendario previsto en 2016 se esperaba que el seguro de depósitos común estuviera cerrado en 2024. Sin embargo, esa mutualización de riesgos queda ahora en el aire, puesto que esa fecha tope se ha eliminado. Esto presenta dos problemas. En primer lugar, la auténtica protección agregada de riesgos bancarios en la UE queda aparcada *sine die*. En segundo lugar, el haber eliminado el límite temporal implica ya un riesgo en sí, en la medida en que el mercado pueda interpretar que los bancos afrontan un esquema menos potente de protección y que no existe intención de abordarlo.

Como se señala en el cuadro 1, el esquema de construcción de la unión bancaria aprobado por el Consejo Europeo en 2016 (primera columna del cuadro) sigue siendo el de referencia, pero las dificultades actuales (segunda columna) imponen nuevos retos (columna tercera).

En el ámbito regulatorio, en lo que se refiere a la dimensión propia del negocio bancario, también va a tener un papel esencial la implantación de la Directiva de Mercados e Inversiones Financieras (la llamada MiFID II). El problema operativo que impone esta regulación es que implica la estandarización de un número amplio de procedimientos de comercialización y asesoramiento. De hecho, su desarrollo normativo en Europa se ha hecho

por fases e implica cientos de páginas de estándares cuya incorporación en la práctica no es sencilla. La fecha de adopción de MiFID II estaba prevista para el 3 de enero de 2018. Sin embargo, en el ámbito de la UE se va a permitir una adopción gradual durante 2018. De hecho, el Ejecutivo español trabaja aún en el desarrollo legal, que está previsto cerrar y aprobar parlamentariamente antes de fin de año.

Ambiente monetario: complejo cambio en el terreno de juego

El 26 de octubre de 2017 tuvo lugar una de las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE más relevantes de los últimos años. Se decidió reducir el ritmo mensual de las compras netas en el marco del programa de compras de activos de 60.000 millones de euros a 30.000 millones a partir de enero de 2018 hasta el final de septiembre de ese año o “hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.” Esta decisión implica una revisión de la oferta monetaria que se espera que tenga una incidencia al alza en los tipos de interés interbancarios. Esto es así porque, a pesar de que el tipo de referencia del BCE no ha cambiado, la política monetaria tomará algo menos expansiva, anticipando una mayor contracción en el largo plazo.

Si bien el cambio progresivo en el entorno monetario puede hacer que la relación entre tipos de activo y pasivo entre en un terreno más natural, también existen riesgos derivados del aumento del coste de la deuda, tanto bancaria como crediticia, con un efecto difícil de predecir en la morosidad.

En todo caso, estos cambios serán paulatinos en la medida en que la expansión cuantitativa no puede revertirse de forma abrupta. En este sentido, el Consejo de Gobierno decidió que el

eurosistema reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo durante un período prolongado tras el final de sus compras netas de activos y, “en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.”

Para la actividad bancaria, la liquidez oficial seguirá siendo abundante. El BCE anunció que seguirá ejecutando las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) a tres meses mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena “mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2019”.

La perspectiva que ofrecen estas medidas monetarias, aun siendo todavía propias de un entorno expansivo, puede propiciar una progresiva elevación de los tipos interbancarios, ya que estos aún se encuentran en terreno negativo en un conjunto amplio de plazos. En la relación entre actividad bancaria y tipos de interés reales se han dado, en los últimos años, situaciones anómalas como curvas inversas de rendimiento (con tipos mayores a corto que a largo plazo) que han dificultado la operativa más tradicional de los bancos de obtener recursos a corto y prestar a largo.

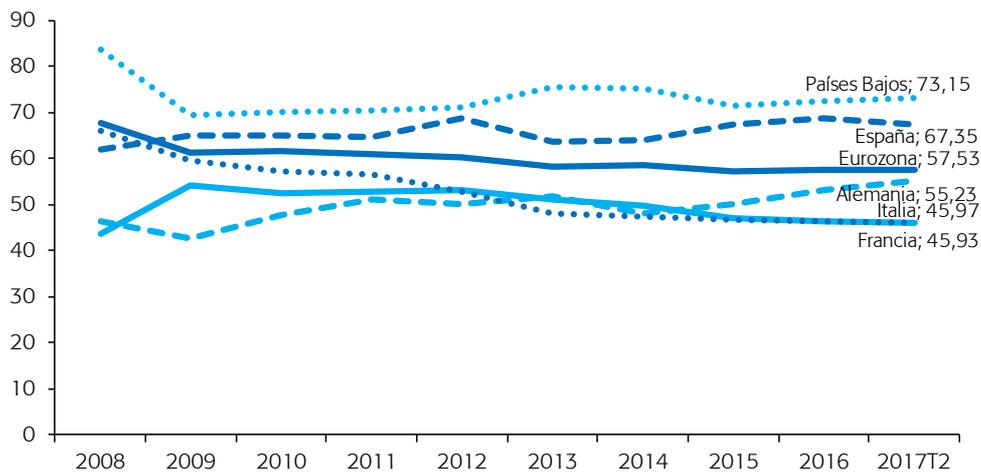
En buena parte de la eurozona, los tipos de los depósitos han bajado menos que los del crédito (los propios bancos han rechazado ofrecer rentabilidades negativas al ahorro) y, a pesar de ello, ha habido poca caída de los márgenes por los efectos “cantidad” (mayor movimiento en depósitos que en créditos). Entre 2014 y 2016 se estima que el tipo de interés medio de los depósitos se redujo un 0,2% en la eurozona, mientras que el del crédito lo hizo un 0,8%. Las compras de activos del BCE han propiciado que los tipos de interés no se correspondan con los de equilibrio entre oferta y demanda privadas. Este equilibrio “artificial” en el precio del dinero tampoco refleja la situación de riesgo de la demanda de crédito y, por lo tanto, no permite que fluya el crédito en la medida en que sería deseable. También han existido retos de tipo técnico por los tipos reales negativos, con no pocos problemas en los sistemas informáticos y la operativa de mercado de las entidades financieras.

Es difícil determinar hasta qué punto el cambio progresivo en el entorno monetario puede favorecer una mejora de los márgenes bancarios. Si bien la relación entre tipos de activo y pasivo puede entrar en un terreno más natural, también existen riesgos derivados del aumento del coste de la deuda, tanto bancaria como crediticia, con un efecto difícil de predecir en la morosidad.

Gráfico 1

Ratio “Ingresos por intereses/ingresos totales” en sectores bancarios de la eurozona

(En porcentaje)

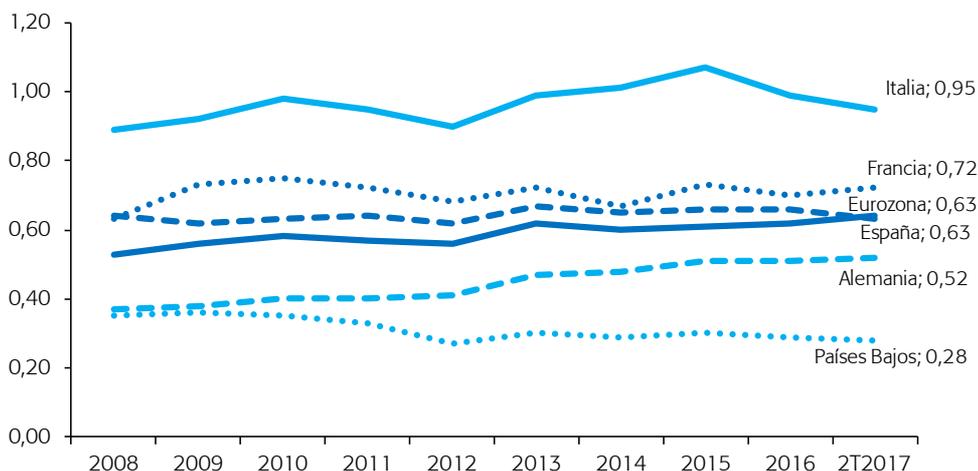


Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 2

Ingresos netos por comisiones sobre activos totales en sectores bancarios de la eurozona

(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Como muestra el gráfico 1, el impacto de los tipos negativos sobre los márgenes es importante en la medida en que los ingresos por intereses representaban un 57,53% de los ingresos totales bancarios en la eurozona en el segundo trimestre de 2017. Estos porcentajes de contribución apenas han variado desde que se inició la crisis. En España el porcentaje es algo mayor (67,35%) aunque menor que en Países Bajos (73,15%).

Los ingresos netos por comisiones únicamente han podido compensar la caída en los márgenes de intereses de forma limitada. Como muestra el gráfico 2, los ingresos netos por comisiones sobre el activo total se han mantenido en el orden del 0,6-0,7% en la eurozona desde 2008, siendo del 0,63% en el segundo trimestre de 2017. Destacan Italia (0,95%) y Países Bajos (0,28%) como los casos extremos entre los países considerados.

Resultados bancarios en el tercer trimestre en España

En un entorno macroeconómico y financiero favorable, los bancos de la eurozona han presentado sus resultados de enero a septiembre y, en

general, se observan dos tendencias: una mejora en la rentabilidad sobre el capital (ROE) y un deterioro de los márgenes de intereses. En este sentido, como se mostrará en esta sección, la mayor parte del aumento de la rentabilidad bancaria es atribuible a los esfuerzos relacionados con la eficiencia, aunque esto no es extensible a todos los países.

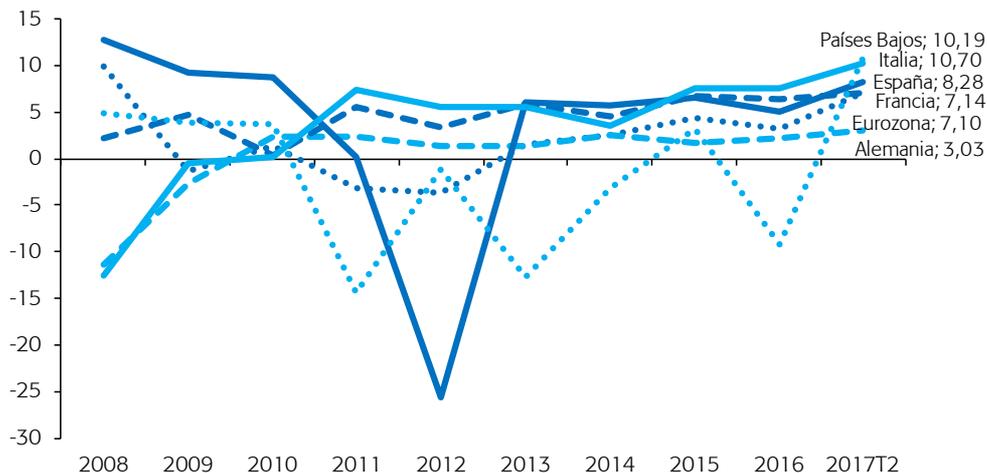
Buena parte de la explicación de las diferencias en la rentabilidad puede deberse a las distintas ratios de eficiencia. Alemania presenta los mayores niveles de costes en relación a los ingresos de entre los países considerados (74,85%), mientras en España dicha relación es la menor (50,91%).

En España, los seis primeros bancos españoles por volumen de activos han presentado un beneficio conjunto atribuido al grupo de 11.783 millones de euros entre enero y septiembre de 2017, un 11,6% más que en el mismo período del año anterior. El incremento de los beneficios ha sido generalizado.

Gráfico 3

Rentabilidad sobre el capital (ROE) en sectores bancarios de la eurozona

(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

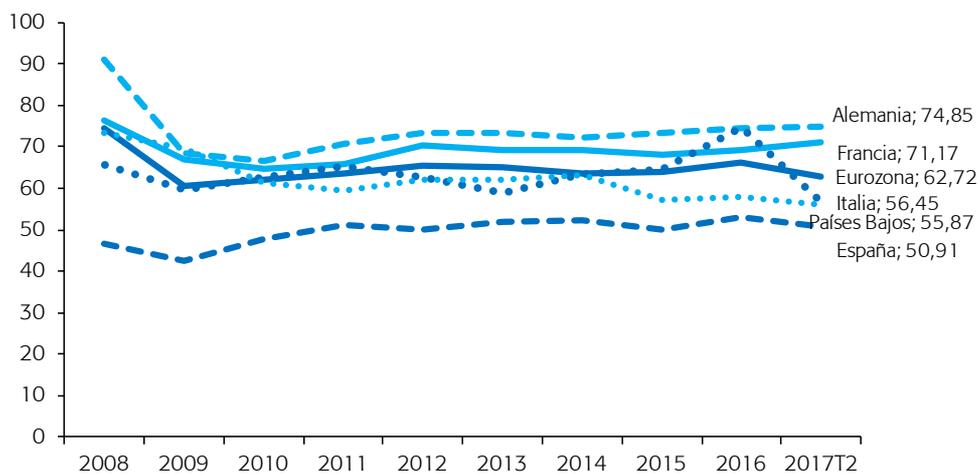
La situación del sector bancario español en términos de rentabilidad es destacada en el contexto europeo. El Banco Central Europeo, en su función de supervisor único, publicó en octubre estadísticas complementarias sobre el desempeño de los bancos de la eurozona que permiten establecer una interesante comparativa desde 2008 hasta

el segundo trimestre de 2017. La evolución de la rentabilidad sobre el capital (ROE) entre 2008 y 2017 (gráfico 3) permite corroborar que de las dos recesiones que se experimentaron durante la crisis, fue la relativa al riesgo soberano en 2011 y 2012 la que tuvo una mayor incidencia negativa sobre el RoE, con importantes pérdidas registra-

Gráfico 4

Ratio de eficiencia (costes de explotación/margen bruto) en sectores bancarios de la eurozona

(En porcentaje)



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

das, especialmente en 2012. En ese año, cayó en España hasta el -25,6%, si bien se produjo una rápida recuperación en años posteriores. El comportamiento más errático, sin embargo, se observa en Italia, donde las intervenciones de resolución se han producido de forma intermitente y donde aún persisten las dudas. En el segundo trimestre de 2017, el ROE de la banca española alcanzó el 8,3%, por encima del promedio del área monetaria (7,1%) y de países como Alemania (3%) pero por debajo de otros como Países Bajos (10,2%).

Teniendo en cuenta la dificultad para aumentar el ROE, cabe preguntarse qué papel puede desempeñar en el incremento de los resultados bancarios el esfuerzo de eficiencia. En 2008, la ratio “costes de explotación/margen bruto” en la eurozona era del 74,46% y en el segundo trimestre de 2017 había descendido hasta el 62,72%. Sin embargo, la distribución desigual entre países puede ser en buena parte la explicación de las diferencias en rentabilidad (gráfico 4). Alemania presenta los mayores niveles de costes en relación a los ingresos entre los países considerados (74,85%) y España la menor (50,91%). Desde numerosos ámbitos del mercado y supervisores se sigue exigiendo a la banca europea un esfuerzo de contención de costes en el que el cambio en los canales de distribución está llamado a tener un peso específico, con menor participación de la oficina y mayor de los servicios digitales.

Conclusiones: perspectivas para la banca europea en 2018

Hacia finales de 2017, el sector bancario europeo parece entrar en una nueva fase propiciada por un cambio en el entorno monetario, la concreción de importantes ingredientes de presión regulatoria y una búsqueda más acentuada de la rentabilidad y la eficiencia impulsada por el cambio tecnológico.

En lo que a la regulación se refiere, la eurozona parece contar con un cierto hándicap ante el enquistamiento relativo de los avances hacia una unión bancaria plena. Sobre todo, por la supresión del horizonte temporal de 2024 que se había establecido como límite para articular un sistema de protección de depósitos común. También tendrán una incidencia importante hacia 2018 la concreción de los últimos elementos de la normativa de Basilea III y la implantación de la Directiva de Mercados e Inversiones Financieras (MiFID II), ambas con un importante consumo de recursos humanos y operativos hacia actividades de *compliance*, así como con un efecto incierto –aunque seguramente negativo a corto plazo– en el negocio.

Por otro lado, el relativo endurecimiento de la política monetaria ofrece una primera referencia hacia ese esperado pero siempre difícil entorno de vuelta a la normalidad financiera. Los tipos de interés y las curvas de rendimiento han registrado un comportamiento con la expansión cuantitativa que dificultaba las actividades básicas de apalancamiento bancario. Con la subida previsible de los tipos de mercado y la deseable concurrencia de liquidez privada frente a la oficial, es posible que pueda existir una cierta recuperación de los márgenes de negocio, si bien existen otros riesgos como el de presión sobre la morosidad crediticia en el activo y sobre el coste de la deuda en el pasivo.

Finalmente, cabe destacar que 2017 puede ser el año en que se registren mayores niveles de rentabilidad de la última década, aunque esta se sitúe aún lejos de las tasas de ROE anteriores a la crisis. En este contexto, los datos de esta nota muestran que España se encuentran en una posición relativa destacada y que buena parte de la explicación de la misma se debe al mayor esfuerzo de eficiencia en relación a otros países.

Recuadro: situación en Cataluña y estabilidad financiera

Los acontecimientos políticos que afectan a Cataluña en los últimos meses y, en particular, desde septiembre de 2017, están teniendo una honda incidencia económica y financiera. En lo que al sector bancario se refiere, los hechos más significativos se produjeron a principios de octubre, cuando tras la celebración del referéndum ilegal y la situación de incertidumbre institucional generada, las principales entidades financieras con sede social y fiscal en Cataluña, decidieron trasladarla a otros territorios. Desde el punto de vista de la estrategia bancaria y la estabilidad financiera cabe extraer, al menos, cuatro conclusiones:

- Las tensiones generadas se circunscribieron al ámbito de la liquidez y las entidades afectadas contaban con planes contingentes para hacer frente a las mismas. En particular, con niveles de colateral muy elevados que permitían obtener los fondos necesarios del Banco Central Europeo. Asimismo, en todos los casos, se trata de entidades con elevados niveles de solvencia y, sobre todo en los dos más destacados (Caixabank y Sabadell), con importantes y sólidos circuitos internos de fondos y capital en todo el territorio nacional.
- Las entidades afectadas han procedido al cambio de sede social y fiscal a territorios fuera de Cataluña. Con esta medida, han reforzado la percepción de solidez, no tanto porque lo precisaran desde un punto de vista financiero, sino por la tranquilidad que esa decisión aporta tanto para la operativa (alejándola del territorio de conflicto) como en términos de señalización frente a la clientela.
- Gran parte de las estructuras de estos bancos permanecen en Cataluña, entre otras cuestiones porque buena parte de su negocio y de su raigambre societaria se da en ese territorio. En todo caso, ha habido un movimiento paralelo de empresas no financieras (tanto de sedes sociales como del conjunto de la corporación) con una incidencia notable en la actividad económica que, muy probablemente, afectará negativamente al entorno macroeconómico en Cataluña y en España.
- No existe ni ha existido riesgo para la estabilidad financiera ni en Cataluña ni en España, porque la propia acción privada ha prevenido situaciones de mayor tensión. En la actualidad, la tensión política es un problema generalizado al conjunto de la economía española y es necesario reconocer que instituciones como el Banco Central Europeo lo consideran entre los riesgos europeos a la baja, junto a otros como el *Brexit*.

La gestión del riesgo de tipo de cambio de la empresa española

Pablo Guijarro e Isabel Gaya*

La presencia internacional de la empresa española se ha reforzado de manera intensa a lo largo de los últimos años. Esta expansión internacional se ha producido incrementándose no solo la actividad exportadora, sino también la inversión extranjera en otras economías. Se ha observado además una mayor diversificación geográfica, ampliando los destinos a los que tradicionalmente se había dirigido nuestro comercio exterior. El mayor protagonismo derivado de la internacionalización ha supuesto una creciente complejidad en la gestión de riesgos financieros, y en concreto, de los vinculados al tipo de cambio, en sus diferentes vertientes. En el presente artículo se aborda la tipología de riesgos a los que se expone la empresa multinacional española en la actualidad, y cómo se están gestionando los mismos. Se propone, finalmente, una serie de pautas de actuación estructurales en la gestión de riesgos para las empresas.

Internacionalización de la empresa española y presencia en mercados no tradicionales

El contexto de la gestión de riesgos de tipo de cambio en la empresa multinacional española se ha modificado de forma drástica a lo largo de los últimos años. La exposición a dichos riesgos se ha visto claramente influenciada por una dinámica de expansión internacional muy intensa. Para enmarcar esta influencia, contextualizamos muy brevemente las principales características del proceso de internacionalización de la empresa española en el pasado reciente.

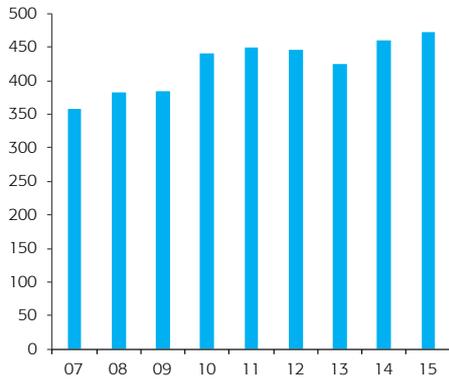
Este proceso, que tradicionalmente había descansado en la actividad exportadora, se ha reforzado con un aumento de la inversión *greenfield* en otras economías y, adicionalmente, se ha caracterizado por una diversificación geográfica, y por monedas, muy superior al patrón predominante hace una década.

Este último factor se observa claramente en un incremento muy marcado del *stock* de inversión extranjera directa, que rebasa los 450 mil millones de euros en los últimos registros facilitados por Datainvox, un 30% superior a las cifras vigentes a cierre de 2007 (gráfico 1). La inversión se ha dirigido tradicionalmente a Latinoamérica (gráfico 2),

* Afi- Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

Stock de inversión extranjera directa de España
(Millones de dólares)



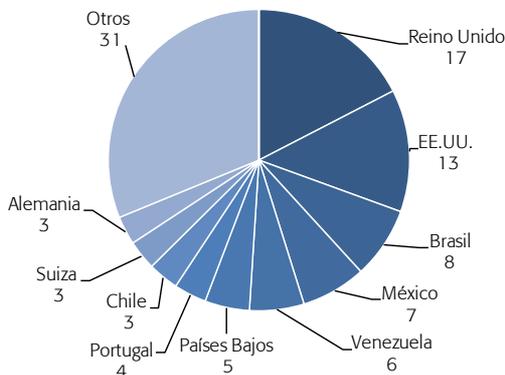
Fuente: Datainvox, Afi.

que representa en la actualidad un 25% del total de la inversión. En el reparto, EE.UU. y Reino Unido representan más de un 30% del total, con un creciente protagonismo de ambas economías (gráfico 3).

En lo tocante a la composición geográfica de las exportaciones, se observa un peso creciente de los destinos asiáticos, que han ido restando protagonismo a los socios tradicionales (Unión Europea), y han pasado a representar a cierre de

Gráfico 3

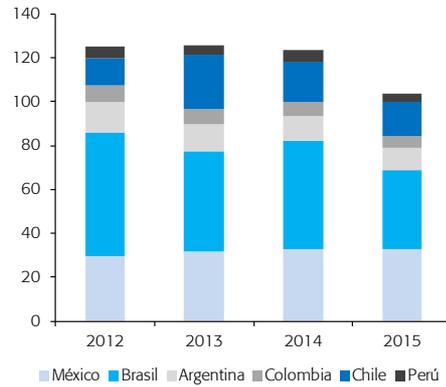
Stock de inversión extranjera directa de España por países (2015)
(Porcentaje)



Fuente: Datainvox, Afi.

Gráfico 2

Flujo de inversión extranjera directa de España a Latinoamérica
(Millones de dólares)



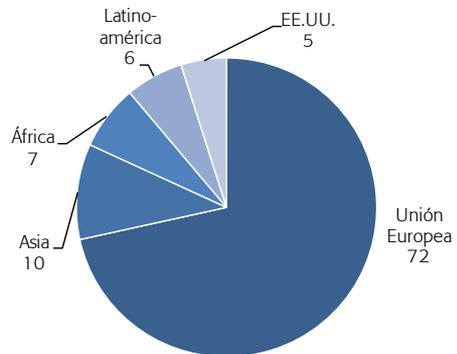
Fuente: Datainvox, Afi.

2016 un 10% del total de las exportaciones españolas, seguidas de África (7%) y Latinoamérica (6%) (gráfico 4).

La distribución por países en las áreas geográficas de Latinoamérica y Asia muestra una posición destacada de Brasil y México en el primer bloque (más de un 45% del total de exportaciones a la región) (gráfico 5), y de China, Japón y Corea del Sur en la región asiática (más de un 35%) del total (gráfico 6).

Gráfico 4

Exportaciones de bienes de empresas españolas, por destino (2016)
(Porcentaje)

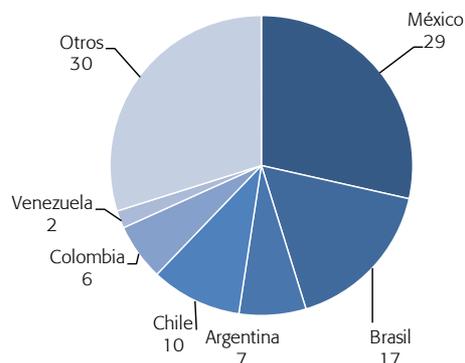


Fuente: Aduanas, Afi.

Gráfico 5

Exportaciones de empresas españolas a Latinoamérica, por destino (2016)

(Porcentaje)



Fuente: Aduanas, Afi.

A la luz de los registros estadísticos podemos constatar la creciente complejidad de la presencia geográfica de la empresa española en el mundo. Como resultado del proceso, la empresa se ha

Como resultado de su internacionalización, la empresa española se ha visto abocada a operar y gestionar monedas débiles y, en muchos casos, volátiles, que han impactado de forma significativa en sus estados financieros.

visto abocada a operar y gestionar monedas débiles y, en muchos casos, muy volátiles (real brasileño, peso mexicano, won coreano), que han impactado de forma significativa en los estados financieros.

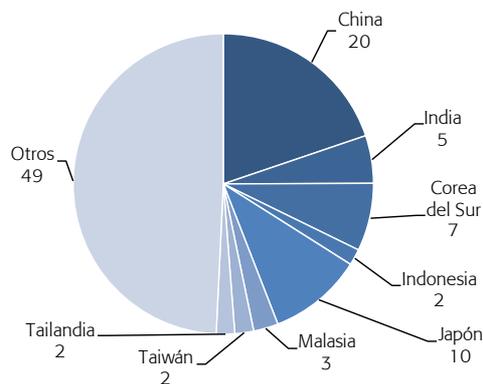
La tipología de riesgo de tipo de cambio en una empresa multinacional

Antes de abordar el impacto que la internacionalización de la empresa ha tenido en la exposición a sus riesgos, describiremos muy brevemente los principales rasgos característicos de un mapa

Gráfico 6

Exportaciones de empresas españolas a Asia, por destino (2016)

(Porcentaje)



Fuente: Aduanas, Afi.

de riesgo de tipo de cambio. En una empresa no financiera con exposición al exterior dicho mapa se caracteriza por la existencia de tres grandes componentes:

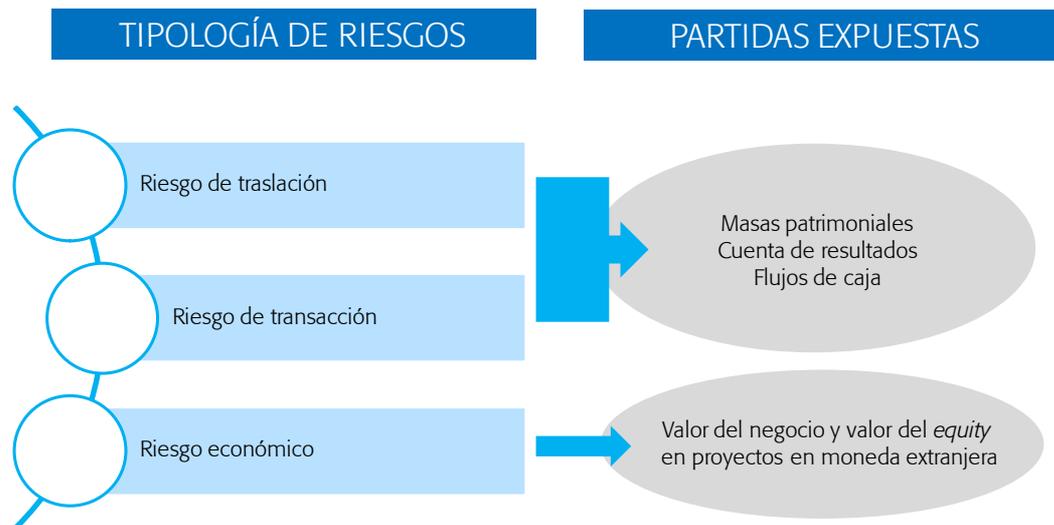
- Riesgo de traslación o de conversión de estados financieros de filiales, de naturaleza contable.
- Riesgo de transacción, vinculado a la actividad comercial en moneda extranjera, con impacto en la tesorería de la empresa.
- Riesgo económico, vinculado al efecto que el tipo de cambio tiene sobre el valor de proyectos de inversión en moneda extranjera.

La evolución de la internacionalización de la empresa española ha generado nuevas vertientes en el mapa de riesgos, generando oscilaciones desde el riesgo de transacción (vinculado a la actividad exportadora e importadora) al riesgo económico, y consecuentemente, al de traslación, muy relacionados con la radicación de filiales en países con moneda distinta del euro.

En el esquema 1 reflejamos la exposición que muestran las empresas a las diferentes vertientes del riesgo de tipo de cambio en los estados finan-

Esquema 1

Mapa de riesgo de tipo de cambio de una empresa multinacional



Fuente: Afi.

cieros, así como la distribución de la función de riesgos y las principales estrategias de cobertura implementadas.

El mapa de riesgo de tipo de cambio de la empresa multinacional en España

Para el análisis del mapa de riesgo de tipo de cambio de la empresa multinacional en España hemos analizado la información pública auditada correspondiente al ejercicio 2016. Con los datos ofrecidos por las empresas hemos construido el balance de riesgos a que se enfrentan, la organización de la función de riesgos, el impacto en los estados financieros, y las principales estrategias de cobertura (principalmente, la tipología de instrumentos empleados).

Tipología de riesgos y organización de la función de riesgos

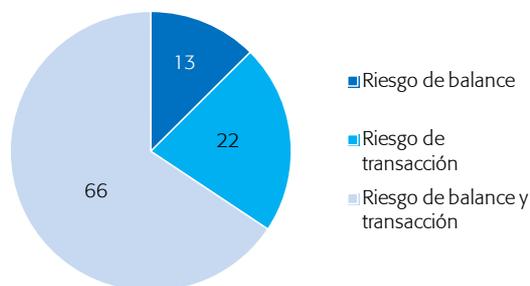
Los riesgos a los que están expuestas las compañías combinan tanto riesgo de balance como riesgo de transacción (66%), y en menor medida,

presentan exposición a uno solo de estos riesgos (gráfico 7).

Desde el punto de vista de la gestión, es de carácter centralizado, es decir, se realiza desde la matriz, limitando la discrecionalidad de las filiales a la hora de tomar decisiones de cobertura (gráfico 8).

Gráfico 7

Exposición al riesgo de tipo de cambio de la empresa multinacional española (Porcentaje)

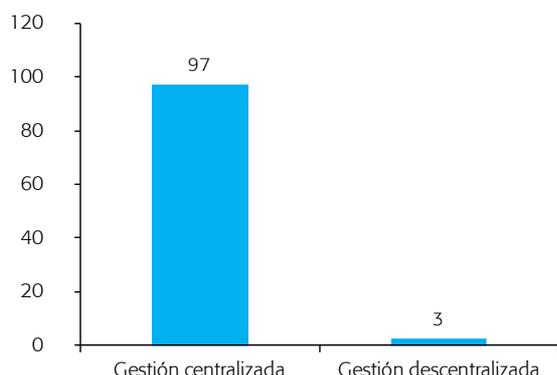


Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Gráfico 8

Tipología de gestión de riesgos aplicada por las empresas multinacionales españolas

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Impacto en los estados financieros

La incertidumbre en cuanto a la solidez de la recuperación económica en los últimos años, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, las dudas en cuanto a la capacidad de gestión de la salida de la política monetaria expansiva por parte de los bancos centrales de los países avanzados, y en última instancia, la elevación de las tensiones geopolíticas a lo largo de los últimos meses, han motivado una fuerte volatilidad en los mercados financieros. El mercado de divisas no ha sido ajeno a esta evolución, toda vez que es, con carácter recurrente, uno de los más volátiles.

Las diferencias de cambio por transacciones han representado impactos negativos entre algunas de las empresas cotizadas del Ibex35 que, en ejercicios puntuales, han podido alcanzar hasta un 40% del ebitda reportado.

No resulta extraño, por lo tanto, que los impactos que estos movimientos están teniendo en los estados financieros de las empresas multinacionales sigan siendo muy relevantes, y en algunos casos, superiores a lo que venía siendo la tónica

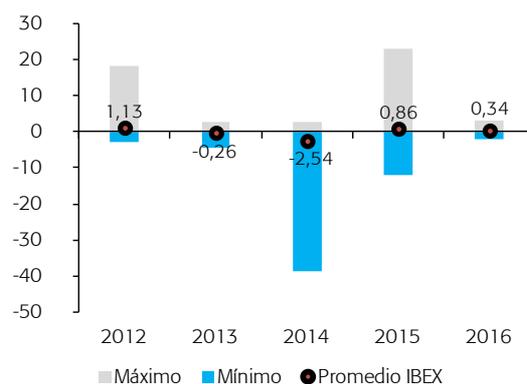
habitual a lo largo del último lustro. De este modo observamos que, a lo largo de los últimos ejercicios:

- Las diferencias de cambio por transacciones (gráfico 9) han representado en promedio impactos que se han situado en el -0,5%, aunque con rangos de oscilación muy significativos entre las empresas cotizadas en el Ibex35 (impactos negativos a nivel de compañía que han alcanzado en ejercicios puntuales hasta un 40% del ebitda reportado).

Gráfico 9

Diferencias de cambio como porcentaje del ebitda

(Porcentaje)

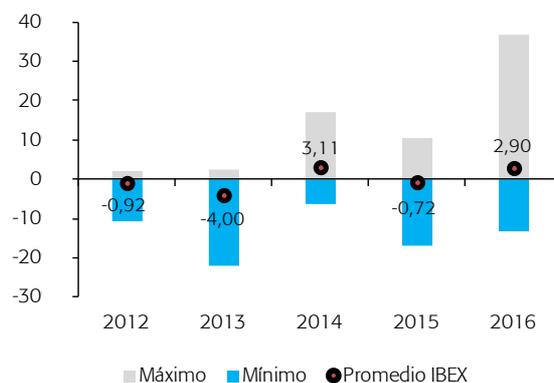


Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Gráfico 10

Diferencias de conversión como porcentaje del patrimonio neto consolidado

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

- Las diferencias de conversión (gráfico 10) han supuesto, por su parte, impactos que en media se han situado en el entorno del 0,37% del patrimonio neto consolidado, pero también con un rango de variabilidad muy significativo, y con impactos aislados que han consumido, en ocasiones, hasta un 20% del valor neto contable de la compañía.

Se constata, por tanto, que la mayor exposición internacional ha devenido en la presencia de impactos significativos en los estados financieros, tal vez no a nivel agregado del índice, pero de modo indiscutible al analizar los rangos de impacto individuales.

Instrumentos empleados para la gestión de riesgos

Una vez analizada la exposición a riesgos y el impacto en los estados financieros, nos centramos en las principales actuaciones adoptadas, a través de instrumentos derivados, para la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

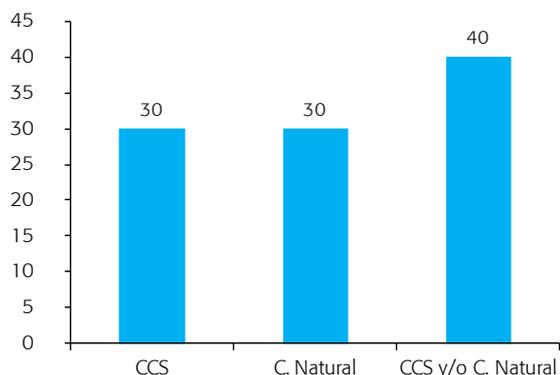
- En lo referente al riesgo de transacción es dominante la estrategia de cobertura mediante seguros de cambio o *forwards* (gráfico 12).
- En lo que respecta a la cobertura del riesgo de balance se recurre, en la práctica totalidad de los casos, a *Cross Currency Swaps* (CCS) y a la cobertura natural mediante el endeudamiento en la moneda de denominación de los activos (gráfico 11).

En este sentido, merece la pena destacar que la normativa contable ha impulsado una tendencia a la simplicidad en los instrumentos contratados para la cobertura de riesgos. Los cambios normativos en ciernes (IFRS9) no hacen sino abundar en la necesidad de que los instrumentos contratados repliquen de forma substancial el riesgo que cubren, a efectos de garantizar que el reconocimiento contable de los mismos no será el mismo que el de otros activos financieros de naturaleza especulativa.

Gráfico 11

Instrumentos de cobertura empleados en la cobertura del riesgo de balance

(Porcentaje)

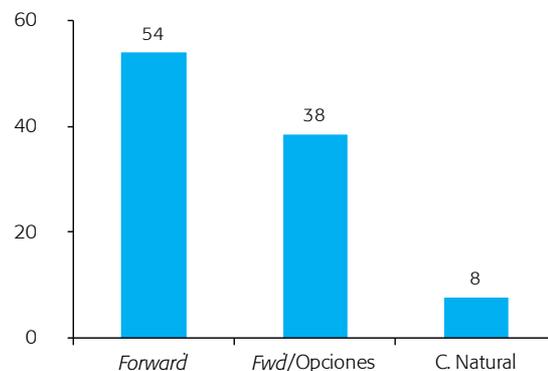


Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Gráfico 12

Instrumentos de cobertura empleados en la cobertura del riesgo de transacción

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Recomendaciones sobre la estrategia de gestión a aplicar

En este apartado final, sintetizamos nuestras recomendaciones de carácter estructural para afrontar la cobertura del riesgo de tipo de cambio en empresas con exposición internacional. Estas recomendaciones son de carácter genérico, por lo que su implementación requeriría, en la práctica, un análisis de la realidad de la empresa para

garantizar una perfecta adecuación de las mismas a los riesgos soportados.

Aspectos a tener en cuenta en la toma de decisiones de cobertura

- La gestión del riesgo de tipo de cambio puede ser estática o dinámica. Es recomendable, en primer lugar, la definición de un horizonte temporal a gestionar, y establecer asimismo subperiodos de seguimiento que ayuden a ajustar las decisiones tomadas.
- La gestión debe tomar en consideración qué riesgos se deben cubrir, y el orden de prioridad. En este sentido:
 - Existen riesgos financieros que generan impactos contables y se ven reflejados de forma inmediata en el efectivo de la compañía. Estos riesgos deberían ser absolutamente prioritarios en el diagnóstico y en la toma de decisiones de cobertura.
 - Existen riesgos financieros que generan impactos contables pero que no afectan al efectivo de la compañía de forma inmediata. Dichos riesgos deben ocupar un lugar secundario en el orden de prioridades.
 - Finalmente, existen riesgos financieros que no generan impactos contables y tampoco afectan de forma directa al efectivo de la compañía. Estos riesgos son de carácter económico, y no afloran de forma explícita en los estados financieros, aunque sí se reflejan de forma indirecta. Su gestión trasciende el alcance de este artículo.
- La gestión debe tomar en consideración el impacto en el efectivo de la compañía, para no incurrir en un riesgo de ruptura de la caja asociado a la liquidación de instrumentos derivados en los que la compañía ha obtenido una pérdida.
- Debe considerarse asimismo el impacto que puede tener la contabilidad de coberturas en

el reconocimiento de los instrumentos de cobertura contratados.

Existen riesgos financieros que generan impactos contables con un reflejo inmediato en el efectivo de la compañía. Estos riesgos deberían ser absolutamente prioritarios en el diagnóstico y en la toma de decisiones de cobertura.

Síntesis de medidas de actuación genéricas.

Riesgo de transacción (cobertura de flujos de caja)

- Resulta conveniente plantear una política de cobertura que abarque varios períodos.
- El horizonte de cobertura no debería circunscribirse al ejercicio contable, sino definirse como una ventana móvil, por ejemplo, de doce meses, de modo que se vayan ajustando de forma dinámica los porcentajes de cobertura en función de: (i) la materialización de los cobros o pagos previstos y (ii) la situación del mercado de divisas.
- Un ejemplo de cobertura por capas sería cubrir el 80% de los flujos estimados para el primer trimestre, el 60% de los estimados para el segundo trimestre, el 40% para el tercero y el 20% para el cuarto trimestre del periodo analizado.
- El horizonte de cobertura debe tomar en consideración el coste de protección, pues cuanto más largo sea el plazo, mayor es el coste (implícito o explícito) de los instrumentos de cobertura contratados.
- Nuestra recomendación genérica es cubrir siempre un porcentaje elevado de los flujos (en torno al 80%) tan pronto como se tenga constancia cierta del momento e importe del cobro (o pago).
- La virtualidad de dicha cobertura estriba en que se trata de una corriente cierta, que ocu-

re en una fecha específica, y cuya volatilidad incorpora un riesgo innecesario a la cuenta de resultados y a la tesorería.

Síntesis de medidas de actuación genéricas. Riesgo de balance (cobertura del patrimonio neto)

- Se aplica el principio de cobertura natural: la partida expuesta al riesgo de tipo de cambio es la diferencia entre el activo y el pasivo en divisa (patrimonio neto). Como regla general, esta exposición no se cubre mediante la contratación de instrumentos derivados.

Una alternativa para cubrir la exposición de balance sería convertir a la divisa de denominación del activo parte de la deuda corporativa que se haya destinado a la adquisición del mismo.

- La literatura financiera acepta la cobertura mediante derivados en momentos puntuales y cuando se trata de divisas con tendencia a la depreciación por condicionantes estructurales.
- Entre otras razones, la cobertura de las masas patrimoniales mediante derivados puede generar riesgos debido al impacto sobre la liquidez de la compañía: este impacto se produce por el hecho de que toda cobertura realizada con derivados puede dar pie a un efecto en la caja (liquidación del derivado), mientras que el riesgo de tipo de cambio de las masas patrimoniales no genera variación en la tesorería.
- Una alternativa para cubrir la exposición de balance sería convertir a la divisa de denominación del activo parte de la deuda corporativa que se haya destinado a la adquisición del mismo. De este modo, se respeta el principio de cobertura natural al denominar la

deuda en la misma divisa que el activo: se reduce la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera, y por tanto, se minora el valor de los recursos propios con exposición a riesgo de tipo de cambio.

Conclusiones

El fuerte incremento de la expansión internacional de la empresa española, tanto en su vertiente de exportaciones como de inversión extranjera directa en otras economías, ha reforzado la necesidad de perfeccionar la gestión del riesgo de tipo de cambio.

La gestión de dicho riesgo es ciertamente compleja en el marco de la empresa no financiera, debido a sus diferentes modalidades de aparición, así como los distintos impactos que genera en el balance, en la cuenta de resultados y en el efectivo de la compañía.

Adicionalmente, la complejidad de gestión del riesgo de tipo de cambio aumenta:

- En un contexto de creciente diversificación geográfica de la empresa española en el mundo, hecho que ha dado lugar a tener que operar y gestionar monedas débiles y, en muchos casos, extremadamente volátiles.
- En función del momento del ciclo de internacionalización en el que se encuentre la empresa, que no hace sino multiplicar la coexistencia de varios riesgos al mismo tiempo, para los cuales las pautas de gestión no son, ni pueden ser, comunes, por los diferentes impactos que generan.

Precisamente por todo ello, es importante concluir reiterando que, pese a las reglas comunes comentadas en el artículo, es necesario particularizar la gestión del riesgo de tipo de cambio para cada compañía, en un proceso que, además, debe concebirse como dinámico.

Los eurobonos: historia de un largo camino hacia la integración

Erik Jones*

Pese a ser un tema recurrente en las propuestas de reforma de la eurozona, la opción de los eurobonos no parece estar cuajando, al menos en lo que a su traslación a políticas se refiere. Algunos de sus rasgos vienen debatiéndose antes incluso de que existiera el euro. Las propuestas más recientes a favor de un instrumento mutualizado de deuda soberana presentan tanto ventajas como riesgos. En el terreno positivo, dicho instrumento aportaría mayor claridad jurídica en caso de reestructuración, a la vez que crearía una amplia clase de activos relativamente sin riesgo. En cambio, los riesgos relacionados con la seguridad jurídica, el control político, la responsabilidad financiera y, por último, el riesgo moral dificultan convencer de sus bondades a un público ya de por sí escéptico. En este contexto, la alternativa europea prevé avanzar hacia una mayor responsabilidad nacional y apoyarla con formas limitadas de préstamo sujetas a condicionalidad. La cuestión es si dicha alternativa será suficiente. Los mercados transfronterizos de capitales siguen siendo ineficientes para evaluar el riesgo soberano y neutralizar el riesgo moral –sobre todo, aunque no exclusivamente, dentro del área de la moneda única– y las salidas de capitales tienen consecuencias muy dañinas para las economías europeas. Por tanto, los eurobonos serán necesarios y el debate sobre su creación seguirá vivo.

Cuatro días antes de que el presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, pronunciase su discurso sobre el estado de la Unión ante el Parlamento Europeo el 13 de septiembre de 2017, el periodista Claudi Pérez (2017) publicó en *El País* un artículo según el cual dicha intervención incluiría la propuesta de la creación de

“eurobonos” para una fecha no posterior a 2025. De haberlo hecho, la propuesta habría sido una sorpresa: siete países han manifestado dudas respecto a compromisos que impliquen una garantía solidaria para el pago de las deudas. No obstante, la Comisión Europea parece decidida a seguir adelante con la propuesta. Como explicó un funciona-

* Erik Jones es catedrático de European Studies and International Political Economy en la Johns Hopkins School of Advanced International Studies y *senior research fellow* en el Nuffield College, Oxford.

rio de la Comisión a Pérez, “los ‘eurobonos’ son una utopía, pero la UE [Unión Europea] y el euro también lo eran” (Pérez, 2017).

Finalmente, la propuesta sobre los eurobonos quedó fuera del discurso de Juncker¹. En vez de ello, este urgió a completar la unión bancaria mediante la reducción de riesgos dentro de cada Estado miembro antes de construir mecanismos de mutualización de los riesgos; propuso transformar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en un Fondo Monetario Europeo; recomendó sustituir al comisario europeo de Economía y Asuntos Monetarios por un ministro europeo de Economía y Finanzas, asumiendo este además la función de presidente del Eurogrupo, con poderes reales para promover y apoyar reformas estructurales a nivel de los Estados miembros; sugirió que se asignase a este nuevo ministro europeo de Economía y Finanzas un presupuesto propio para la eurozona dentro del presupuesto de la Unión Europea (UE); e insistió en que todos los Estados miembros de la UE deberían aceptar el compromiso de adoptar el euro.

Los economistas no han sido capaces de diseñar un instrumento que condense las ventajas de los eurobonos sin comprometer la seguridad jurídica, el control político, el riesgo moral y la responsabilidad financiera. Los temores a posibles consecuencias no intencionadas pesan tal vez más en la imagen política de los eurobonos que en su ingeniería financiera.

Pese a su omisión del discurso, sería un error descartar por completo la idea de los eurobonos. En una carta de intenciones conjunta, el presidente Juncker y su vicepresidente, Frans Timmermans, citaron los “trabajos exploratorios para el posible

desarrollo de un activo seguro de la zona euro” entre las iniciativas a poner en marcha con la perspectiva de 2025². Dicha propuesta recuerda a la incluida en el documento de reflexión sobre gobernanza económica de la Comisión Europea (2017: 21-22), que sugiere que un “activo europeo seguro” es uno de los instrumentos que podrían desarrollarse después de 2019. El objeto del presente artículo es explicar por qué la propuesta de los eurobonos es un tema recurrente en los debates sobre la reforma de la eurozona y por qué parece haber tenido tan poca traslación en medidas concretas de política. Los eurobonos ofrecen una serie de ventajas en términos de acceso al mercado, financiación de proyectos, disciplina de mercado y estabilidad financiera. El problema es que los economistas expertos en finanzas no han sido capaces de diseñar un instrumento que condense dichas ventajas sin comprometer la seguridad jurídica, el control político, el riesgo moral y la responsabilidad financiera. Aún peor, cada esfuerzo por aumentar la sofisticación de la propuesta solo ha contribuido a aumentar los temores a posibles consecuencias no intencionadas.

Dichos temores son quizá más importantes desde una perspectiva política que en términos de ingeniería financiera de los eurobonos. Técnicamente es posible una propuesta que concilie la maximización de las ventajas y la minimización de los riesgos; más difícil, sin embargo, es captar adeptos a dicha propuesta en un público ya de por sí escéptico. Los partidarios de los eurobonos no renunciarán a su convencimiento de las bondades de dichos instrumentos; el reto es encontrar la ruta política que les permita llegar hasta su objetivo. Además, este dilema no es exclusivo de Europa. Pese a la particular historia de la integración financiera y monetaria europea, cada país —y en especial, cada federación formada por varios estados— se ha enfrentado a dilemas similares en la construcción de un marco para asegurar la estabilidad financiera.

¹ El discurso puede consultarse en el sitio web oficial de la Comisión: https://ec.europa.eu/commission/state-union-2017_en

² La carta de intenciones está disponible en el siguiente enlace: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/letter-of-intent-2017_en.pdf

Las ventajas de los eurobonos

El término “eurobono” se ha utilizado desde hace mucho más tiempo que el que Europa tiene una moneda común. Dicho concepto se remonta a la creación de los mercados financieros *offshore* en Europa para que países con modelos de crecimiento basados en la exportación pudiesen reciclar su exceso de liquidez fuera de los entornos regulatorios financieros nacionales o de los controles de capitales. Con los años, este mismo término se ha utilizado para describir una serie de instrumentos diferentes cuyo fin era, respectivamente, la financiación conjunta de inversiones en infraestructuras; la mutualización de la deuda soberana; o la creación de un activo sin riesgo que sirviese como activo de garantía y refugio (cuadro 1). De ahí que cada vez que se emplea el término “eurobono”, exista la tentación de hacer énfasis en la acepción concreta con exclusión de aquellas otras que no son aplicables. Por ejemplo, cuando Wolfgang Munchau aludió en su blog *Eurointelligence* al mencionado artículo de *El País*, comenzó su exposición con una precisión: “no está claro si estamos refiriéndonos a verdaderos eurobonos, emitidos por una autoridad común con capacidad de emisión de deuda, o bien a una versión sintética a medio camino de valores respaldados por deuda soberana, los denominados ‘bonos europeos seguros’ o *ESBies* en anteriores encarnaciones de la misma idea”³. De hecho, la

carta de intenciones alude a ambos proyectos por separado.

No obstante, una retrospectiva del término eurobono pone de manifiesto las ventajas que potencialmente ofrece esta clase de instrumentos. Consideremos la acepción original de los eurobonos. En ella, se hacía alusión a una primera forma de integración de los mercados financieros en un momento en el que los mercados nacionales de capitales estaban estrictamente segregados. La intención era acceder a un universo de ahorros más amplio que el que estaba disponible en cualquier moneda nacional. También se pretendía acceder a un grupo de inversores capaces de gestionar instrumentos más sofisticados. Para las empresas de los países pequeños, el mercado de eurobonos jugaba un papel importante en igualar las reglas de juego, al acercar su coste del capital al de sus competidores de los países más grandes. Hasta que se introdujo la moneda única, los mercados de eurobonos también proporcionaron a los gobiernos de los países pequeños acceso a unos costes de financiación más competitivos (Choudhry, 2010: cap. 6).

Una versión más reciente de los eurobonos puso el foco no solo en garantizar el acceso a unos mercados de capitales europeos más amplios, sino también en cómo resolver los problemas asociados a las grandes inversiones en infraestructu-

Cuadro 1

Las cuatro caras de los eurobonos

<i>Eurobonos como:</i>	<i>Emitidos en:</i>	<i>Denominados en:</i>	<i>Emitidos por:</i>	<i>Garantizados por:</i>
Acceso a mercados exteriores de capital	Mercados <i>offshore</i>	Moneda extranjera	Empresas o gobiernos	Emisores individualmente
Fuente de financiación de proyectos	Mercados <i>offshore</i> o internos	Euros	Organizaciones internacionales como el BEI	Organizaciones internacionales con capital aportado por los Estados miembros
Deuda soberana mutualizada	Mercados internos	Euros	Gobiernos con autorización	Garantía mutualizada
Activos sintéticos	Mercados de titulización	Euros	Entidades financieras	Estructura por tramos

Fuente: Elaboración propia.

³ Se puede acceder al blog *Eurointelligence* en la dirección www.eurointelligence.com

ras transeuropeas, que demandaban un abordaje colectivo. Por su gran envergadura, estos proyectos crean externalidades positivas para otros países, más allá del propio lugar donde se desarrollan las obras. Es, por tanto, lógico que dichos países también se impliquen en su financiación, e incluso asuman los riesgos de posibles desbordamientos del presupuesto o la quiebra del proyecto. El Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo pueden ayudar a su vez a resolver esos problemas de acción colectiva. La diferencia de usar los eurobonos tiene que ver con el apalancamiento y, de nuevo, con el coste relativo del capital. Un instrumento único respaldado por la capacidad recaudatoria conjunta de los gobiernos de los Estados miembros de la UE tendría más fácil acceder a financiación en fases contractivas del ciclo y utilizar dichos proyectos de inversión a gran escala para estimular la economía, además de para modernizar las infraestructuras (De Grauwe y Moesen, 2009). También resultaría más fácil para los gobiernos europeos recapitalizar los bancos en dificultades que tuvieran grandes carteras de activos y una sustancial exposición transfronteriza (Gros y Micossi, 2008).

Pero las tensiones actuales en el debate sobre los eurobonos no se refieren a los eurobonos utilizados por empresas o gobiernos en los mercados *offshore*, ni por las organizaciones internacionales para financiar inversiones supranacionales en infraestructuras, pues estos no plantean, en principio, un problema sustancial. En cambio, otras dos propuestas de eurobonos —una tendente a mutualizar la deuda soberana existente y otra orientada a titular la deuda soberana con el fin de crear un “activo seguro” europeo— son diferentes, pues afectan al corazón de la gestión de la economía de la eurozona. Las nuevas versiones de los “eurobonos” suscitan cuestiones complejas relativas al riesgo moral y a la estabilidad financiera.

Así, por ejemplo, el concepto de coste del capital se puede contemplar desde dos ángulos. Las empresas o los gobiernos que ya disfrutaban del acceso a costes de financiación competitivos pondrán gran empeño en asegurarse de no perder dichos beneficios. Esta preocupación subyace

en una propuesta diferente de eurobonos, según la cual los gobiernos disfrutarían de un acceso solo limitado a los mercados de crédito a través de la emisión de instrumentos de deuda soberana mutualizada, con el corolario de que, una vez excedido su techo de endeudamiento, perderían dicho acceso privilegiado. La lógica no es diferente a la de cualquier otra línea de crédito concedida a las empresas o particulares: endeudarse dentro de unos límites resulta menos caro que cuando dichos márgenes se traspasan. De ahí que la idea sea crear un umbral claro, superado el cual entraría en juego la disciplina del mercado (Jones, 2010; Delpla y von Weizsäcker, 2010).

Imponer límites al acceso de los gobiernos a los instrumentos de deuda soberana mutualizada ofrece otras dos ventajas adicionales. Primero, tiene un efecto señalizador para los inversores sobre qué deudas serán probablemente reestructuradas en caso de que un soberano atravesase dificultades de pago. Cualquier deuda que supere los límites gozará de menor rango de prelación en el mercado que la contraída a través de instrumentos de deuda soberana mutualizada. La otra ventaja es que la propuesta crearía una cuantiosa clase de activos de muy bajo riesgo de impago, al incorporar la garantía solidaria de los soberanos. Dichos instrumentos podrían utilizarse para operaciones rutinarias de tesorería en bancos y grandes empresas, podrían servir como activos de garantía en el acceso a las líneas de liquidez facilitadas por las entidades de contrapartida y los bancos centrales, y podrían desempeñar una función de refugio en caso de desencadenarse una huida a los activos de calidad por turbulencias o incertidumbre en los mercados financieros.

Esta huida a la calidad revistió una importancia crítica en el contexto de la crisis financiera europea. Explica por qué el capital salió tan rápidamente de los países de la periferia de la eurozona y también por qué Estados Unidos resistió aparentemente mejor. En EE.UU., los inversores pudieron desplazar sus fondos hacia instrumentos con garantía del Tesoro estadounidense; en cambio, en Europa, tuvieron que transferir el capital de un país a otro (Jones, 2016). Dichas salidas de capitales transfronterizas jugaron un papel importante, por ejem-

plo, en la crisis en España, no solo presionando al alza los costes de la deuda pública, sino también reforzando el círculo de retroalimentación entre las finanzas del Estado y la recapitalización de los bancos (Royo, 2013: cap. 6).

Un instrumento de deuda soberana mutualizada no es el único medio para crear una clase amplia de activos relativamente sin riesgo. Otra técnica consistiría en la titulización, creando activos sintéticos respaldados por carteras de instrumentos de deuda soberana de distintos países. Esta técnica evitaría el riesgo de introducir una garantía solidaria para el pago de las deudas. También haría posible asignar la responsabilidad de la creación de dichos activos a proveedores de servicios financieros del sector privado en lugar de depender de organizaciones internacionales o agencias públicas (Brunnermeier *et al.*, 2016). Por último, un “bono europeo seguro” sintético ofrecería muchas de las ventajas de las versiones predecesoras de los eurobonos, al permitir acceder al *pool* de capital más amplio disponible en Europa, reduciendo los costes relativos de financiación. Dicho activo podría reducir el riesgo moral que podría surgir en el caso de un instrumento de deuda soberana mutualizada, el cual se asemeja más a un aval gubernamental; también haría más fácil financiar inversiones en infraestructuras y, cuando fuera necesario, introducir estímulos macroeconómicos y (si se decide) recapitalizar a los bancos, y aportaría mayor claridad al mercado sobre qué instrumentos estarían sujetos a riesgo de impago. Estas ventajas podrían redundar en beneficio de todos los países de la eurozona, incluidos aquellos que actualmente se oponen a la medida. Por desgracia, en los debates europeos no se incide lo suficiente en este aspecto.

Los inconvenientes de los eurobonos

Al igual que con las ventajas, uno puede hacerse una idea de los inconvenientes de los eurobonos a partir de las diversas propuestas surgidas a lo largo de la historia. Los peligros de endeudarse

en los mercados *offshore* son un buen ejemplo: dichos mercados no solo ofrecen a los deudores acceso al crédito por encima de su capacidad de reembolso, también les obligan a operar en otras divisas y ordenamientos jurídicos que no pueden controlar completamente. Estas desventajas quedaron de manifiesto en la segunda mitad del siglo XX, cuando el recurso a los mercados internacionales de capitales era más la excepción que la norma. Los deudores descubrieron los riesgos que corrían, aun cuando optasen por ignorarlos, como el precio a pagar por acceder a una oferta más amplia de crédito disponible (Strange, 1986). En ese sentido, el vínculo entre eurobonos e incremento del riesgo moral era obvio.

La situación se tornó más complicada con la introducción del euro. La existencia de una moneda que era a la vez nacional y extranjera resultaba difícil de comprender, y las implicaciones derivadas de dicha doble naturaleza para el endeudamiento en los mercados internacionales no pudieron anticiparse a ambos lados de la relación crediticia. Ello hizo que para la mayoría de los economistas fuera posible suponer que los exiguos diferenciales que se pagaban por los instrumentos de deuda soberana denominada en euros constituían una compensación adecuada para los inversores por los diferentes riesgos de liquidez y de impago asumidos en un soberano u otro (Codogno, Favero y Missale, 2003). Con la perspectiva del tiempo, se antoja más difícil de aceptar dicha interpretación de los diferenciales. Además, los economistas han entendido mejor que las autoridades monetarias nacionales que no pueden garantizar el reembolso de la deuda de un gobierno a golpe de emisión de dinero, de igual forma que los gobiernos nacionales no tienen capacidad para reestructurar las condiciones de cumplimiento de los contratos suscritos en el extranjero. Los Estados participantes en la eurozona podían reembolsar su deuda denominada en una moneda extranjera y sin embargo no gozar de la autonomía típicamente asociada al endeudamiento doméstico. El riesgo moral continuó presente, solo que esta vez no era tan manifiesto⁴.

⁴ De Grauwe (2016: 228-232) argumenta que el riesgo moral quedó reducido porque los gobiernos internalizaron el peligro asociado a unas restricciones presupuestarias más duras. Esta es una idea plausible si bien no anula la problemática más amplia.

La propuesta de reforzar la solvencia del endeudamiento soberano con una garantía solidaria del resto de Estados miembros hizo aflorar de nuevo el problema del riesgo moral, sobre todo en el contexto de una crisis económica y, en especial, si ello se articula como un vehículo para incurrir en déficit y rescatar a los bancos. Se puede perdonar a los participantes del mercado que subestimasen el precio del riesgo de impago durante los años iniciales del euro, pero los políticos nacionales no podían ignorar que, para algunos de ellos, resultaría imposible reembolsar las deudas una vez que dichos riesgos de impago se hicieron evidentes. De ahí que cuando la Comisión Europea (2011) mencionó la posibilidad de una garantía solidaria en su *Green Paper* sobre bonos de estabilidad europeos, los críticos reaccionasen inmediatamente en contra por entender que se trataba de una transferencia *ex ante* de solvencia desde aquellos países con más probabilidades de atender sus deudas a aquellos otros con menos probabilidades o disposición para hacerlo, y una transferencia de recursos *ex post* una vez declarado el impago de los compromisos contraídos (Matthijs y McNamara, 2015).

Cualquier situación que hiciese recaer de nuevo el riesgo en los acreedores manteniendo simultáneamente el mismo acceso al mercado para los deudores incentivaría a estos últimos a aprovecharse de las nuevas formas de debilidad de los acreedores.

En este punto, la experiencia de los eurobonos como forma primigenia de liberalización de los mercados de capitales es de nuevo importante. Como argumentó Susan Strange a mediados de la década de los ochenta, la creación de mercados *offshore* desplazó gran parte del riesgo asociado al crédito internacional desde los acreedores a los deudores (Strange, 1986: 48-49). Esto creó un riesgo moral en la medida en que los deudores hacían caso omiso de dichos riesgos. Cualquier situación que hiciese recaer de nuevo el riesgo en los acreedores manteniendo simultáneamente

el mismo acceso al mercado para los deudores sería aún peor, porque incentivaría a los deudores a aprovecharse de las nuevas formas de debilidad de los acreedores.

Un problema análogo de riesgo moral surge cada vez que los Estados miembros de la UE asumen un compromiso financiero solidario (Newman, 2015). El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), son un botón de muestra; el balance del Banco Central Europeo (BCE) y su red de bancos corresponsales es otro. De ahí que la oposición política a los eurobonos no sea un fenómeno aislado; también se extiende al uso de los recursos del MEDE para la recapitalización directa de las entidades financieras con problemas, a la compra directa de activos en el mercado por el BCE y a la provisión de liquidez de emergencia (ELA) por parte de los bancos centrales nacionales. Pero esta oposición no es universal ni tampoco es inquebrantable. Mientras que algunos países con una prima de riesgo escasa o nula en sus costes de financiación, como Alemania y Países Bajos, se oponen, otros con primas de riesgo más altas, como España o Italia, siguen siendo favorables a su creación. Con todo, al menos por ahora, la oposición a los eurobonos persiste, no solo en lo que respecta a los eurobonos *per se*, sino también en relación con cualquier otro compromiso que conlleve una responsabilidad solidaria de pago de las deudas. Por tanto, es importante situar el debate sobre la propuesta de los eurobonos en un contexto político más amplio.

Sin ese contexto más amplio, no se entendería fácilmente la razón de una oposición tan férrea a una forma de eurobonos con acceso restringido, que asegura que los Estados miembros hagan frente a la disciplina del mercado cuando se excedan en su endeudamiento (entendido como la asunción de un nivel de deuda más allá de los límites hasta los que rige el compromiso de pago solidario). Tal propuesta parecería abordar el problema del riesgo moral al colocar límites estrictos al endeudamiento mutualizado. Pero, para unos políticos preocupados por el riesgo moral, la existencia de límites para acceder a obligaciones de

deuda soberana mutualizada no tranquiliza más que las restricciones aplicables a las compras de activos por el BCE o a la provisión de ELA. O lo que es lo mismo, la promesa de devolución de las obligaciones de deuda soberana mutualizada o su calificación como deuda preferente en el mercado no tienen más credibilidad que el compromiso de restituir las ayudas para la recapitalización directa de bancos privados con recursos europeos. Dichos instrumentos solo deberían estar disponibles *in extremis*, según esta teoría, y no deberían formar parte sistemática de las finanzas públicas europeas, por el riesgo a generar nuevas formas de dependencia financiera y (potenciales) conflictos intergubernamentales. Para los escépticos de los compromisos solidarios, los sucesivos pulsos mantenidos entre el BCE e Irlanda, Chipre y Grecia sobre la provisión de liquidez de emergencia demuestran con qué rapidez pueden escalar dichos conflictos (Jones, 2013, 2015a).

No obstante, sin alguna clase de instrumento de deuda soberana mutualizada es difícil ver cómo los jefes de estado o de gobierno de Europa podrán crear un *pool* común de activos sin riesgo que sea lo bastante grande y líquido para facilitar las operaciones rutinarias de tesorería y liquidez y para servir como refugio durante periodos de turbulencias. La titulización de los instrumentos de deuda existentes ayuda algo a evitar crear un compromiso de pago solidario (Brunnermeier *et al.*, 2017); pero la titulización de deuda soberana amenaza con crear otra serie de distorsiones en los mercados nacionales de deuda pública y en el balance de los bancos de los países periféricos, que hacen la propuesta ineficaz cuando no contraproducente (Minenna, 2017). Además, en ausencia de un activo sin riesgo común, los mercados financieros europeos siguen siendo vulnerables a los denominados episodios de *sudden stop* (frenazo súbito de los flujos exteriores y cierre de las vías de financiación) provocados por la huida transfronteriza de capitales. Estos problemas se suelen asociar más típicamente a países en desarrollo que acceden a los mercados *offshore* que a economías industriales avanzadas. Y por último, mientras que el programa de compras de activos del BCE podría haber ayudado a atenuar los ries-

gos ligados a la falta de un activo seguro europeo, el impacto positivo del BCE es limitado y no puede mantenerse indefinidamente. Así pues, dada la estructura de la integración financiera europea tanto dentro como fuera de la zona del euro, el problema de los *sudden stops* es ahora también relevante para los europeos (Jones, 2015c).

Tecnología, política y la alternativa europea

El concepto de eurobonos que se discute hoy en día, como posible activo sin riesgo común y mecanismo para fomentar la disciplina de mercado dentro de la eurozona, no deja de reaparecer en los debates relacionados con la reforma de la eurozona, por las implicaciones que tuvieron aquellos otros eurobonos de los que se hablaba a finales del siglo XX como medio para contribuir al libre flujo de capitales. Dicho de otro modo, los eurobonos son necesarios porque los mercados transfronterizos de capitales siguen siendo ineficientes a la hora de evaluar el riesgo soberano y evitar el riesgo moral —sobre todo, pero no exclusivamente, en una zona con una moneda común— y porque las salidas transfronterizas de capitales tienen unas consecuencias devastadoras para las economías europeas (Jones, 2015b).

Los eurobonos son necesarios porque los mercados transfronterizos de capitales siguen siendo ineficientes a la hora de evaluar el riesgo soberano y evitar el riesgo moral —sobre todo, pero no exclusivamente, en una zona con una moneda común— y porque las salidas transfronterizas de capitales tienen unas consecuencias devastadoras para las economías europeas.

En términos técnicos, la creación de un tipo de eurobonos que diera a los gobiernos de los Estados miembros acceso limitado a la financiación con un compromiso de pago solidario reforzaría la estabilidad de la integración de los mercados financieros europeos y, por tanto, sería beneficiosa. Dichos

eurobonos permitirían a los gobiernos nacionales acceder a mercados de capitales más profundos, les facilitarían internalizar las externalidades asociadas a la inversión en proyectos transnacionales, permitirían el gasto público con fines anticíclicos, cortarían el vínculo entre las finanzas del Estado y los rescates a los bancos, establecerían una clara distinción entre endeudamiento público responsable y endeudamiento público excesivo (que puede ser objeto de reestructuración), y proporcionarían un *pool* profundo y líquido de activos para garantizar la liquidez del sistema financiero, aportando un activo refugio en caso de huidas de capitales. Los eurobonos no son la única manera de crear un activo sin riesgo común en Europa. Pero, en defecto de una autoridad gubernamental centralizada con poderes de emisión de deuda y recaudación de impuestos, alguna forma de instrumento de deuda soberana mutualizada es la vía más sencilla para crear una clase de activos sin riesgo suficientemente grande para cumplir los requisitos funcionales del mercado financiero integrado de Europa. Por tanto, si la Comisión se plantea seriamente explorar la creación de un activo europeo seguro, es indudable que se fijará en la opción de mutualizar la deuda.

No obstante, en términos políticos cualquier forma de compromiso solidario dentro de la Unión Europea —incluidas las obligaciones de deuda soberana mutualizada— crea posibilidades de abuso que generan desconfianza entre los gobiernos de los Estados miembros y su electorado. Esto quiere decir que, aunque los eurobonos pudieran ser necesarios, ello no implica que vayan a ser creados. Y no existe ninguna solución técnica evidente a esta falta de confianza. Por otra parte, la titulización de instrumentos de deuda soberana existentes cumple algunos de los objetivos, al eludir el delicado asunto del aseguramiento solidario de las obligaciones, pero no consigue resolver los fallos más estructurales del modelo de integración del mercado financiero europeo.

La alternativa que la Comisión Europea propone es avanzar hacia una mayor responsabilidad

nacional y complementarla con formas limitadas de crédito sujetas a condicionalidad. Estos son los elementos incluidos en el discurso sobre el estado de la Unión de Juncker de 2017. Pueden encontrarse en las expresiones que utiliza para aludir a la importancia de “[reducir] los riesgos que persisten en los sistemas bancarios de algunos de los Estados miembros” o en la advertencia de que “la reducción y la distribución de riesgos deben ir estrechamente de la mano”. La propuesta de transformar el MEDE en un Fondo Monetario Europeo y de crear un Ministro europeo de Economía y Finanzas entra también en este campo⁵. La promesa implícita de que la unión bancaria de Europa incluirá un día un sistema de garantía de depósitos común, si los Estados miembros hacen antes sus deberes en casa, parece ir más allá de esta visión limitada de la alternativa europea. No obstante, es tan fácil encontrar críticos a un sistema de garantía de depósitos común en Europa como a cualquier otro tipo de compromiso que implique una garantía solidaria (Brundsen, 2015). La alternativa europea se aleja consistentemente de la amenaza de riesgo moral en ese sentido.

La pregunta que cabe hacerse es si la alternativa europea será suficiente para contener la dinámica inherente a un mercado financiero integrado. Seguramente la respuesta no se halle en Europa, al menos de momento. En cambio, puede encontrarse en otros países.

La integración del mercado financiero solía producirse dentro de países individuales, en lugar de entre ellos, a medida que el gobierno del país respectivo buscaba la forma de liberar el capital atrapado en jurisdicciones de ámbito inferior al nacional. En esos casos, el equilibrio entre avance tecnológico y reticencia política era a menudo el mismo. Los gobiernos nacionales pueden concebir fácilmente mecanismos de endeudamiento colectivos, pero son reacios a acudir en rescate de ciudades, provincias o regiones “irresponsables”. Algunas veces, en su búsqueda de un equilibrio apropiado, han llegado a un equilibrio institucional muy similar a la alternativa europea propuesta

⁵ La cita procede de la versión inglesa del discurso. En el texto original, estos pasajes se encuentran en alemán.

hoy, donde los gobiernos locales y regionales conservan la responsabilidad sobre sus finanzas y entidades financieras. A menudo, esos equilibrios nacionales demostraron ser precarios, y bastó un *shock* económico potente para forzar el ritmo de los cambios tecnológicos en favor de compromisos más estrechos de solidaridad de deudas. El sistema de bancos que componen la Reserva Federal estadounidense tiene su origen en dicha dinámica; otro tanto sucede con el sistema del seguro federal de depósitos. La evolución de las entidades financieras unidas por lazos de solidaridad en el Reino Unido y Canadá fue similar, aunque su materialización en el tiempo fuera diferente (Jones y Underhill, 2014).

La moraleja de esta historia es que los eurobonos como forma de obligación de deuda soberana mutualizada no desaparecerán probablemente del debate, por mucho que en este momento no sean una opción popular. Mientras la integración del mercado financiero europeo siga expuesta a la posibilidad de salidas transfronterizas de capitales y episodios de *sudden stop*, el debate sobre los eurobonos, pese a la oposición que generan, seguirá vivo.

Referencias

- BRUNDSÉN, J. (2015), "Germany Warns on Eurozone Bank Deposit Plan", *Financial Times* (8 December).
- BRUNNERMEIER, M. K., et al. (2016), "ESBies: Safety in Tranches", *ESRB Working Paper Series*, 21, Frankfurt: European Systemic Risk Board (September).
- (2017), "A Safe Asset for Europe", *Financial Times* (28 April).
- CHODHRY, M. (2010), *An Introduction to Bond Markets*, Fourth Edition, Chichester, UK: John Wiley & Sons, 2010.
- CODOGNO, L.; FAVERO, C., y A. MISSALE (2003), 'Yield Spreads on EMU Government Bonds,' en R. BALDWIN, G. BERTOLA y P. SEABRIGHT, (eds.), *EMU: Assessing the Impact of the Euro*, London: Blackwell Publishing: 211-240.
- DE GRAUWE, P. (2016), *Economics of Monetary Union*, eleventh edition, Oxford: Oxford University Press.
- DE GRAUWE, P., y W. MOESEN (2009), "'Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond", *Intereconomics* (May/June): 132-135
- DELPLA, J., y J. VON WEIZSÄCKER (2010), "The Blue Bond Proposal", *Bruegel Policy Brief* 2010/03, Brussels: Bruegel (May).
- EUROPEAN COMMISSION (2011), "Green Paper on the Feasibility of Stability Bonds", Brussels: European Commission COM(2011) 818 (November).
- (2017), "Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union", Brussels: European Commission COM(2017) 291 (May).
- GROS, D., y S. MICOSSI (2008), "A Call for a European Financial Stability Fund", *VoxEU* (30 October).
- JONES, E. (2010), "A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard", *ISPI Policy Brief*, 180, Milan: ISPI (March).
- (2013), "The Euro Crisis: No Plan B", *Survival*, 55:3 (June/July): 81-94.
- (2015a), "The Euro: Irreversible or Conditional?", *Survival*, 57:5 (October/November): 29-46.
- (2015b), "The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis without a Euro", en M. MATTHIJS y M. BLYTH, (eds.), *The Future of the Euro*, Oxford: Oxford University Press: 44-69.
- (2015c), "Getting the Story Right: How You Should Choose Between Different Interpretations of the European Crisis (and Why You Should Care)", *Journal of European Integration*, 37:7, 817-832.
- (2016), "Financial Markets Matter More than Fiscal Institutions for the Success of the Euro", *International Spectator*, 51:4 (December): 29-39.
- JONES, E., y G. R. UNDERHILL (2014), "Theory of Optimum Financial Areas: Retooling the Debate on the Governance of Global Finance", *SWIFT Institute Working Paper*, 2013-001, London: The SWIFT Institute (November).

MATTHIJS, M., y K. R. McNAMARA (2015), "The Euro Crisis' Theory Effect: Northern Saints, Southern Sinners, and the Demise of the Eurobond", *Journal of European Integration*, 37:2: 229-245.

MINENNA, M. (2017), "Why ESBies Won't Solve the Euro Area's Problems", *Financial Times*, (25 April).

NEWMAN, A. (2015), "The Reluctant Leader: Germany's Euro Experience and the Long Shadow of Reunification", en M. Matthijs y M. Blyth (eds.), *The*

Future of the Euro, Oxford: Oxford University Press: 117-135.

PÉREZ, C. (2017), 'Bruselas impulsa su propio Fondo Monetario para apuntalar el euro', *El País*, (9 September).

ROYO, S. (2013), *Lessons from the Economic Crisis in Spain*, Basingstoke, UK: Palgrave.

Strange, S. (1986), *Casino Capitalism*, Oxford: Basil Blackwell.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda Nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2010	0,0	0,3	1,5	-4,9	-10,1	-11,6	-8,5	5,4	9,4	6,9	-0,5	0,5
2011	-1,0	-2,4	-0,3	-6,9	-11,7	-13,3	-10,2	0,9	7,4	-0,8	-3,1	2,1
2012	-2,9	-3,5	-4,7	-8,6	-12,3	-10,3	-13,9	-3,5	1,1	-6,4	-5,1	2,2
2013	-1,7	-3,1	-2,1	-3,4	-8,6	-10,2	-7,3	2,8	4,3	-0,5	-3,2	1,5
2014	1,4	1,5	-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	2,7	1,3	4,7	4,0	7,9	0,6	5,5	5,6	5,0	2,8	0,3
2018	2,6	2,4	1,0	5,3	5,2	8,3	2,3	5,5	5,0	5,3	2,5	0,1
2016 I	3,5	3,3	1,6	4,3	2,2	3,9	0,7	6,4	4,5	3,6	3,1	0,4
II	3,4	3,2	0,9	3,6	2,3	3,4	1,5	4,9	6,2	4,8	2,9	0,5
III	3,2	2,8	0,8	2,7	2,1	4,6	0,2	3,4	3,8	0,8	2,2	1,0
IV	3,0	2,8	0,0	2,7	3,1	5,6	1,1	2,4	4,5	1,6	2,0	1,0
2017 I	3,0	2,4	0,6	4,7	3,9	5,8	2,3	5,4	6,7	5,1	2,4	0,7
II	3,1	2,6	1,1	3,5	3,6	7,9	-0,1	3,4	4,4	2,3	2,3	0,8
III	3,2	2,6	1,1	4,8	4,5	9,0	0,5	5,1	5,7	5,2	2,9	0,3
IV	3,1	3,0	2,2	6,0	4,1	8,9	-0,2	7,9	5,5	7,4	3,5	-0,4
2018 I	2,8	2,9	1,5	4,3	3,3	6,0	0,8	5,3	3,5	4,0	2,9	-0,1
II	2,5	2,5	1,0	5,4	4,3	7,0	1,8	6,5	5,2	6,0	2,6	-0,1
III	2,4	2,2	0,8	5,9	6,4	10,1	2,9	5,3	5,9	6,2	2,3	0,1
IV	2,5	1,8	0,6	5,8	6,7	9,8	3,6	4,9	5,6	5,0	2,1	0,4
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2016 I	3,0	3,9	0,3	2,6	4,6	16,2	-4,1	0,6	5,7	3,2	2,2	0,9
II	3,2	2,5	0,0	6,5	4,7	-1,8	10,5	8,2	8,8	7,7	2,6	0,5
III	2,9	3,1	2,0	-1,0	-2,1	0,5	-4,2	0,1	-2,1	-6,4	1,5	1,4
IV	2,8	1,5	-2,2	3,1	5,4	8,4	2,9	0,8	6,1	2,4	1,5	1,3
2017 I	3,2	2,4	2,7	10,6	8,1	17,1	0,4	13,2	14,5	18,3	3,8	-0,6
II	3,5	3,4	2,0	1,6	3,2	6,0	0,7	0,0	0,0	-3,4	2,5	1,0
III	3,3	3,0	2,2	4,1	1,3	5,0	-2,0	7,0	2,7	4,7	3,8	-0,5
IV	2,3	3,2	1,9	7,9	3,8	8,0	0,0	12,0	5,3	11,0	3,9	-1,6
2018 I	2,2	2,0	0,1	3,7	4,8	5,0	4,5	2,6	6,0	4,1	1,4	0,8
II	2,4	1,8	0,0	6,1	7,5	10,0	5,0	4,7	6,7	4,4	1,5	0,9
III	2,6	1,7	1,2	5,9	9,7	17,8	2,0	2,3	5,5	5,4	2,4	0,2
IV	2,8	1,8	1,2	7,4	4,9	7,0	2,8	10,0	4,4	6,0	3,2	-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	1.025,7	58,3	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	30,3	97,6	2,4
2015	1.080,0	58,0	19,3	19,8	10,0	4,4	5,5	9,9	32,9	30,7	97,7	2,3
2016	1.118,5	57,6	18,9	20,0	10,0	4,6	5,3	10,0	32,9	29,9	97,0	3,0
2017	1.166,7	57,8	18,5	20,4	10,2	5,0	5,2	10,1	34,1	31,2	97,1	2,9
2018	1.208,9	57,9	18,2	21,2	10,8	5,5	5,3	10,5	35,1	32,7	97,6	2,4

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

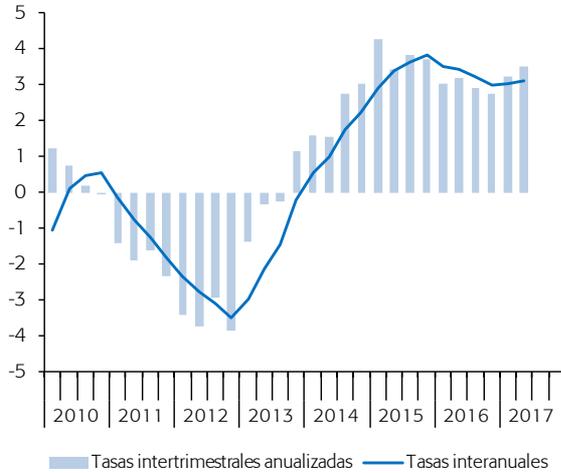


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

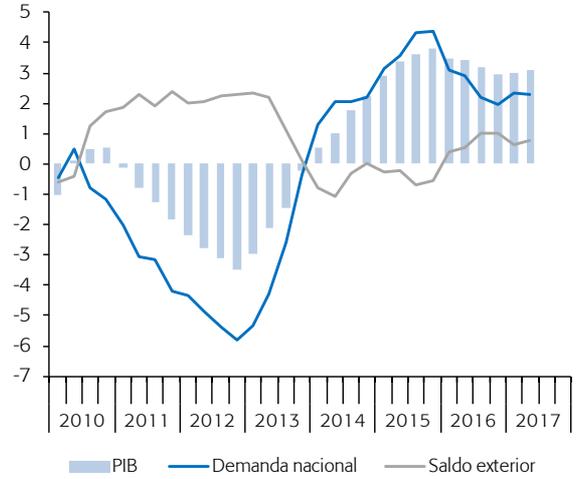


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

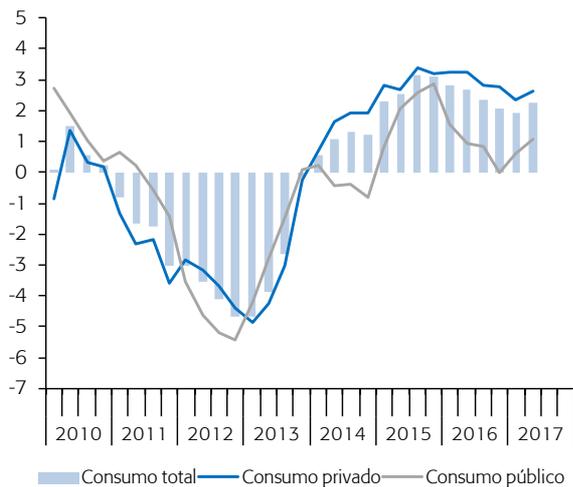
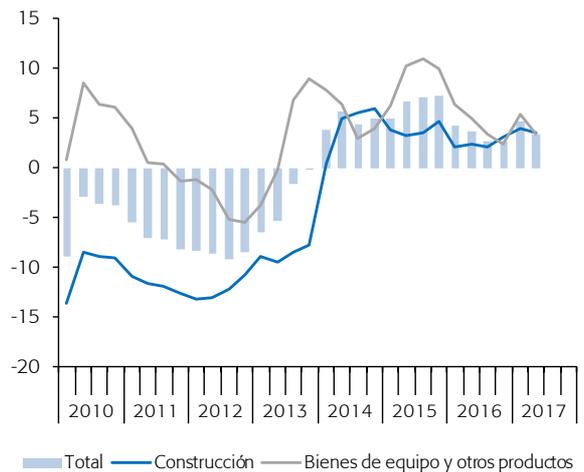


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

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

	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	-5,5	
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	-3,9	5,5	8,1	2,2	2,9	2,8	9,0	
	IV	3,3	4,2	5,1	7,8	2,5	3,0	2,9	8,5	
2016	I	3,3	7,9	4,0	5,2	1,2	3,0	2,4	3,3	5,9
	II	3,3	7,3	4,1	4,0	1,2	3,2	2,3	3,5	4,5
	III	3,2	7,4	3,1	2,7	2,3	3,1	2,0	3,4	3,7
	IV	2,9	5,2	3,0	2,3	2,8	2,8	1,3	3,3	3,6
2017	I	2,9	5,3	3,1	2,7	4,5	2,6	1,2	3,1	4,3
	II	2,9	4,2	3,3	3,2	4,8	2,7	1,3	3,1	4,6
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas										
2015	III	3,4	1,8	4,7	5,4	0,0	3,4	2,5	3,8	7,6
	IV	3,6	12,9	5,2	7,3	2,1	3,0	3,6	2,8	5,0
2016	I	3,3	11,0	3,6	1,8	-0,1	3,1	1,9	3,6	0,8
	II	3,0	3,8	2,9	1,4	2,8	3,1	1,3	3,7	4,6
	III	2,7	2,5	0,8	0,5	4,7	3,1	1,2	3,7	4,4
	IV	2,6	3,8	4,9	5,4	4,2	1,9	0,9	2,2	4,5
2017	I	3,1	11,2	4,1	3,4	6,3	2,4	1,6	2,7	3,8
	II	3,3	-0,4	3,4	3,5	4,1	3,3	1,5	3,9	5,5
	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	17,5	13,5	7,5	72,5	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	935,6	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.

Fuente: INE (CNTR).

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

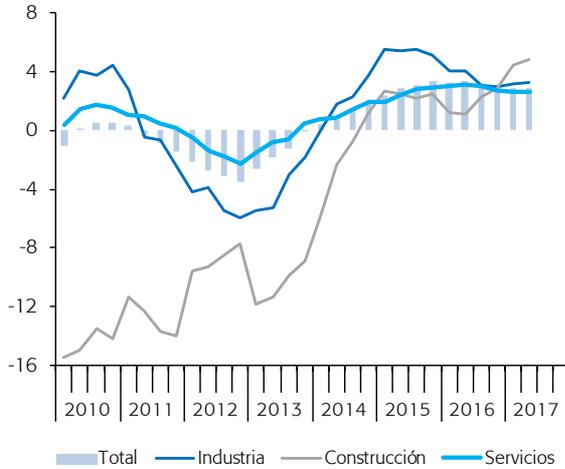


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

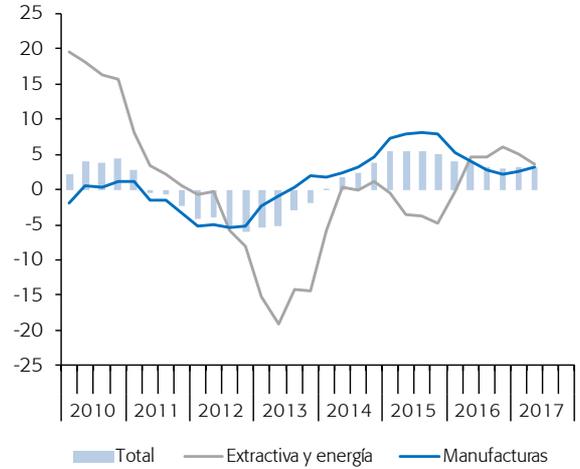


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

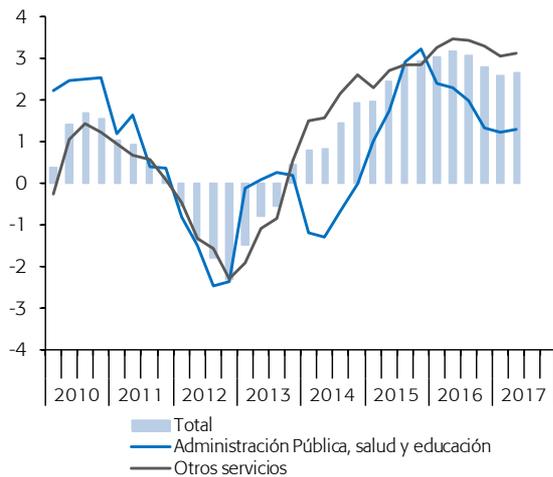
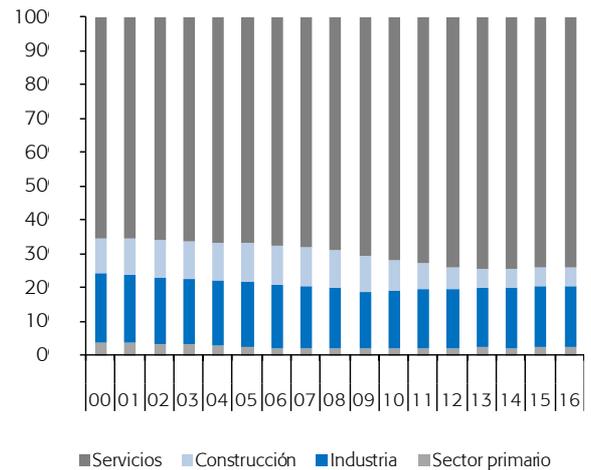


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

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	88,1
2015	123,4	106,2	116,2	150,8	129,8	95,8	103,7	68,0	152,5	167,3	109,7	85,4
2016	127,4	109,4	116,5	150,3	129,0	95,0	107,4	70,2	152,9	167,6	109,6	85,5
2017	131,3	112,6	116,7	151,4	129,7	94,4	110,8	--	--	--	--	--
2018	134,7	115,1	117,0	152,9	130,6	94,0	113,4	--	--	--	--	--
2015 III	123,9	106,6	116,2	150,7	129,7	95,7	104,3	68,3	152,6	167,3	109,6	85,6
IV	125,1	107,4	116,4	151,2	129,9	95,6	106,2	68,6	154,8	167,9	108,4	84,8
2016 I	126,0	108,3	116,3	150,1	129,0	95,3	106,7	69,5	153,6	167,3	108,9	85,2
II	127,0	109,0	116,5	150,5	129,2	95,3	107,0	69,8	153,3	167,5	109,2	85,4
III	127,9	109,9	116,4	150,1	128,9	94,9	107,2	70,4	152,1	167,7	110,2	85,9
IV	128,8	110,4	116,7	150,6	129,0	94,5	108,6	71,2	152,6	167,9	110,0	85,3
2017 I	129,8	111,1	116,8	150,4	128,8	94,3	109,5	71,6	152,9	168,4	110,1	84,7
II	130,9	112,2	116,7	150,1	128,6	94,2	110,5	72,1	153,2	168,3	109,8	84,0
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	-3,8
2015	3,4	3,2	0,3	1,6	1,4	0,7	7,8	2,8	4,8	1,3	-3,4	-3,0
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	0,2	0,7	0,5	-0,6	3,2	--	--	--	--	--
2018	2,6	2,2	0,3	1,0	0,7	-0,4	2,3	--	--	--	--	--
2015 III	3,6	3,3	0,4	1,3	0,9	0,2	8,1	3,0	4,9	1,3	-3,5	-3,1
IV	3,8	3,3	0,5	1,8	1,3	0,7	7,8	2,8	4,9	1,3	-3,4	-2,7
2016 I	3,5	3,4	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	5,2	3,5	1,7	0,4	-1,3	-0,1
II	3,4	2,8	0,6	-0,1	-0,6	-1,0	4,0	2,8	1,1	0,1	-1,0	-0,6
III	3,2	3,1	0,1	-0,4	-0,6	-0,9	2,7	3,1	-0,3	0,2	0,6	0,3
IV	3,0	2,7	0,2	-0,5	-0,7	-1,2	2,3	3,8	-1,4	0,0	1,5	0,6
2017 I	3,0	2,6	0,4	0,2	-0,1	-1,1	2,7	3,1	-0,4	0,7	1,1	-0,6
II	3,1	2,9	0,2	-0,2	-0,4	-1,1	3,2	3,3	-0,1	0,5	0,6	-1,7

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

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

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

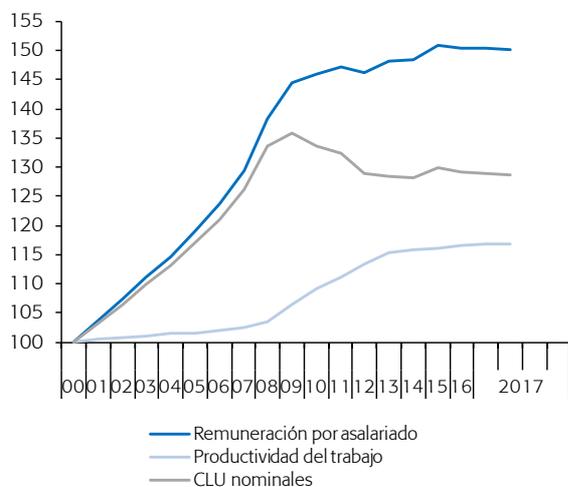
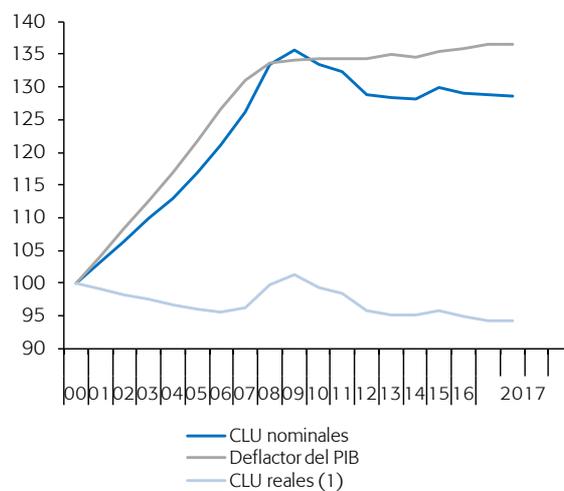


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

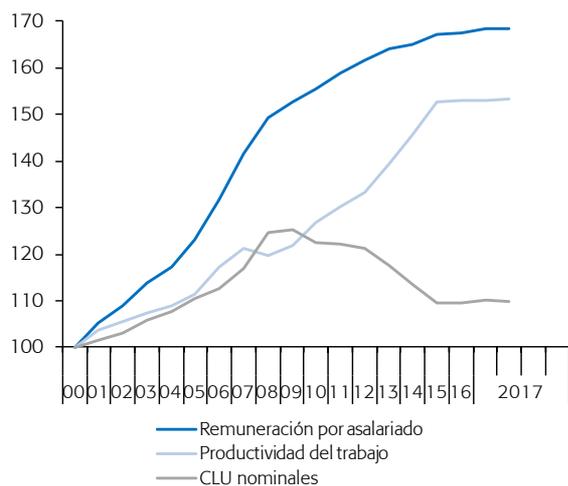
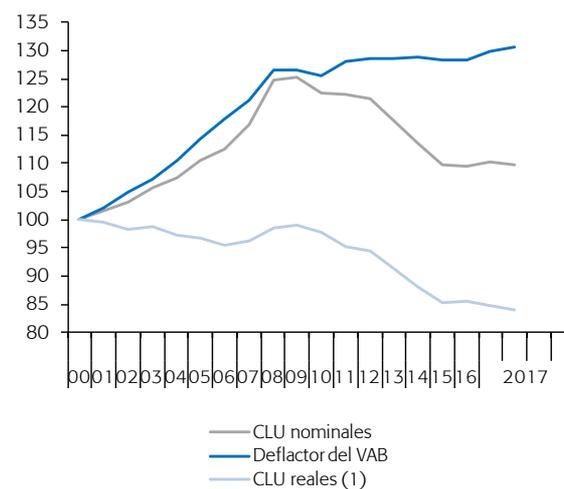


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Producto nacional bruto	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente
	MM euros, suma móvil 4 trimestres								Porcentaje del PIB				
2010	1.080,9	541,5	445,8	1.065,8	1.053,1	840,5	212,6	254,5	50,1	41,2	19,7	23,5	-3,9
2011	1.070,4	531,0	449,3	1.051,9	1.037,7	838,6	199,2	234,5	49,6	42,0	18,6	21,9	-3,3
2012	1.039,8	498,8	446,7	1.032,5	1.019,9	816,6	203,3	207,9	48,0	43,0	19,5	20,0	-0,4
2013	1.025,7	485,3	440,4	1.020,4	1.007,3	800,4	206,9	191,9	47,3	42,9	20,2	18,7	1,5
2014	1.037,8	491,6	441,8	1.034,4	1.023,0	810,7	212,2	201,9	47,4	42,6	20,4	19,5	1,0
2015	1.080,0	517,8	449,1	1.077,7	1.066,5	835,3	231,2	220,2	47,9	41,6	21,4	20,4	1,0
2016	1.118,5	532,9	471,0	1.118,3	1.105,9	855,6	250,3	229,2	47,6	42,1	22,4	20,5	1,9
2017	1.166,7	553,9	490,4	1.166,4	1.154,8	889,7	265,1	243,7	47,5	42,0	22,7	20,9	1,8
2018	1.208,9	572,4	508,0	1.211,5	1.200,0	919,6	280,4	260,7	47,3	42,0	23,2	21,6	1,6
2015 III	1.068,2	510,1	448,4	1.067,5	1.056,4	828,5	228,0	214,7	47,8	42,0	21,3	20,1	1,2
IV	1.080,0	517,8	449,1	1.077,7	1.066,5	835,3	231,2	220,2	47,9	41,6	21,4	20,4	1,0
2016 I	1.088,5	521,7	454,7	1.086,8	1.075,9	840,0	235,9	223,3	47,9	41,8	21,7	20,5	1,2
II	1.099,6	525,7	460,4	1.097,0	1.086,8	844,9	241,9	226,3	47,8	41,9	22,0	20,6	1,4
III	1.109,4	529,7	465,1	1.108,0	1.096,4	850,0	246,4	227,7	47,7	41,9	22,2	20,5	1,7
IV	1.118,5	532,9	471,0	1.118,3	1.105,9	855,6	250,3	229,2	47,6	42,1	22,4	20,5	1,9
2017 I	1.129,6	536,6	476,4	1.130,1	1.118,9	864,5	254,4	232,9	47,5	42,2	22,5	20,6	1,9
II	1.140,4	540,6	482,0	1.140,9	1.129,0	872,0	257,0	236,0	47,4	42,3	22,5	20,7	1,8
	Tasas de crecimiento interanuales											Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior	
2010	0,2	-1,4	-2,0	0,6	0,8	1,7	-2,8	-4,0	-0,8	-0,9	-0,6	-1,0	0,4
2011	-1,0	-1,9	0,8	-1,3	-1,5	-0,2	-6,3	-7,9	-0,5	0,7	-1,1	-1,6	0,6
2012	-2,9	-6,1	-0,6	-1,8	-1,7	-2,6	2,1	-11,3	-1,6	1,0	0,9	-1,9	2,9
2013	-1,4	-2,7	-1,4	-1,2	-1,2	-2,0	1,8	-7,7	-0,7	0,0	0,6	-1,3	1,9
2014	1,2	1,3	0,3	1,4	1,6	1,3	2,6	5,2	0,1	-0,4	0,3	0,7	-0,5
2015	4,1	5,3	1,7	4,2	4,3	3,0	8,9	9,1	0,6	-1,0	1,0	0,9	0,0
2016	3,6	2,9	4,9	3,8	3,7	2,4	8,3	4,1	-0,3	0,5	1,0	0,1	0,9
2017	4,3	3,9	4,1	4,3	4,4	4,0	5,9	6,3	-0,2	-0,1	0,3	0,4	-0,1
2018	3,6	3,3	3,6	3,9	3,9	3,4	5,8	7,0	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2
2015 III	3,4	4,5	1,5	3,9	4,0	2,4	10,4	8,2	0,5	-0,8	1,3	0,9	0,5
IV	4,1	5,3	1,7	4,2	4,3	3,0	8,9	9,1	0,6	-1,0	1,0	0,9	0,0
2016 I	4,0	4,9	2,4	4,1	4,2	3,0	8,8	8,6	0,4	-0,6	1,0	0,9	0,1
II	4,0	4,4	3,3	3,8	4,0	2,8	8,1	7,8	0,2	-0,3	0,8	0,7	0,1
III	3,9	3,8	3,7	3,8	3,8	2,6	8,1	6,1	0,0	-0,1	0,9	0,4	0,4
IV	3,6	2,9	4,9	3,8	3,7	2,4	8,3	4,1	-0,3	0,5	1,0	0,1	0,9
2017 I	3,8	2,9	4,8	4,0	4,0	2,9	7,8	4,3	-0,4	0,4	0,8	0,1	0,7
II	3,7	2,8	4,7	4,0	3,9	3,2	6,2	4,3	-0,4	0,4	0,5	0,1	0,4

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

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

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

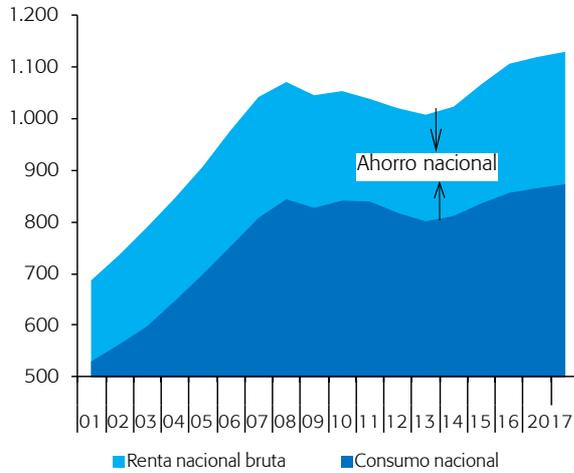


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

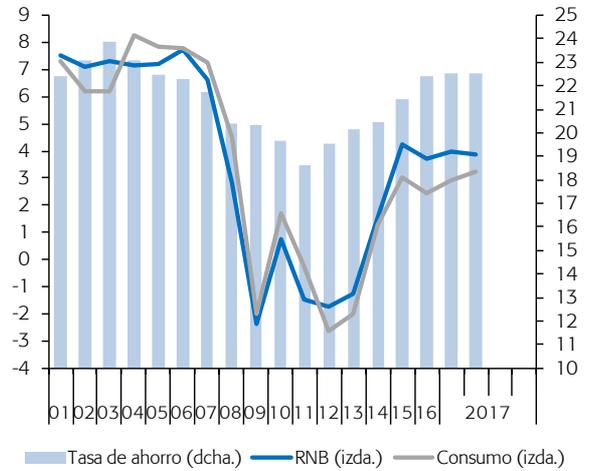


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

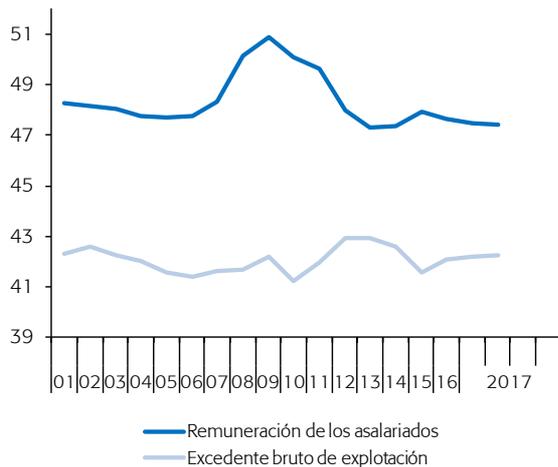
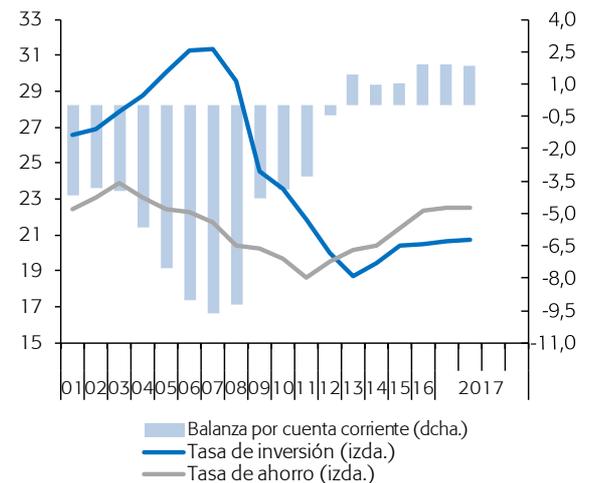


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

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

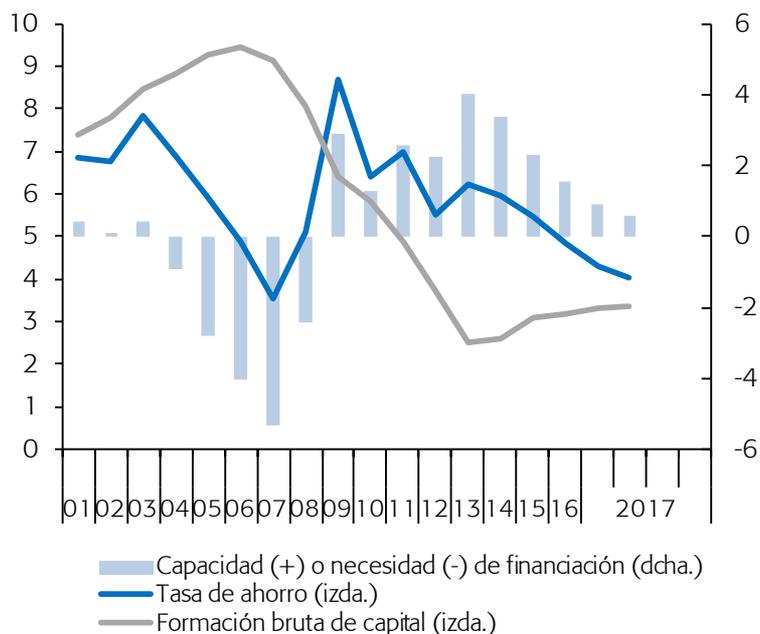
Previsiones en azul

	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	235,7	161,8	132,0	15,0	12,2	3,7		
2011	694,2	618,9	74,7	52,2	10,8	4,9	2,6	232,8	144,8	131,4	13,5	12,3	2,1		
2012	670,6	611,3	57,2	38,8	8,5	3,7	2,2	234,6	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	160,5	136,2	15,7	13,3	2,9		
2014	671,8	608,7	62,1	27,0	9,2	2,6	3,4	236,9	158,8	148,5	15,3	14,3	1,8		
2015	686,6	626,3	58,9	33,6	8,6	3,1	2,3	243,6	175,4	153,0	16,2	14,2	2,9		
2016	700,1	644,7	54,0	35,8	7,7	3,2	1,6	258,3	194,2	166,2	17,4	14,9	3,1		
2017	726,7	674,2	51,1	40,2	7,0	3,4	0,9	267,8	204,3	176,1	17,5	15,1	2,9		
2018	752,9	699,5	52,0	45,7	6,9	3,8	0,5	276,7	210,0	186,7	17,4	15,4	2,5		
2015 III	687,4	621,8	64,2	31,2	9,3	2,9	3,0	242,6	168,7	152,8	15,8	14,3	2,4		
IV	686,6	626,3	58,9	33,6	8,6	3,1	2,3	243,6	175,4	153,0	16,2	14,2	2,9		
2016 I	690,5	630,7	58,7	33,3	8,5	3,1	2,3	245,8	179,7	157,2	16,5	14,4	2,8		
II	694,9	634,6	59,0	34,7	8,5	3,2	2,2	250,7	187,5	158,6	17,1	14,4	3,3		
III	696,6	639,0	56,4	35,1	8,1	3,2	1,9	254,6	193,0	163,3	17,4	14,7	3,3		
IV	700,1	644,7	54,0	35,8	7,7	3,2	1,6	258,3	194,2	166,2	17,4	14,9	3,1		
2017 I	702,8	652,7	48,6	37,5	6,9	3,3	0,9	261,8	199,8	169,0	17,7	15,0	3,3		
II	707,7	660,0	46,3	38,3	6,5	3,4	0,6	265,4	199,1	172,8	17,5	15,2	2,8		
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	-1,3	-10,5	-0,5	-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	3,9	0,4	0,9	-0,7		
2013	-0,9	-2,1	11,7	-33,9	1,1	-1,2	1,8	0,1	10,9	-0,2	1,7	0,2	1,4		
2014	1,1	1,7	-2,9	5,1	-0,4	0,1	-0,6	0,8	-1,1	9,0	-0,3	1,0	-1,1		
2015	2,2	2,9	-5,0	24,5	-0,7	0,5	-1,1	2,8	10,4	3,0	0,9	-0,1	1,1		
2016	2,0	2,9	-8,4	6,5	-0,9	0,1	-0,7	6,0	10,8	8,7	1,1	0,7	0,2		
2017	3,8	4,6	-5,4	12,2	-0,7	0,2	-0,7	3,7	5,2	5,9	0,1	0,2	-0,2		
2018	3,6	3,7	1,9	13,7	-0,1	0,3	-0,4	3,3	2,8	6,0	-0,1	0,4	-0,4		
2015 III	3,9	2,6	19,3	19,5	1,2	0,4	0,3	2,5	3,9	7,4	0,1	0,5	-0,2		
IV	2,2	2,9	-5,0	24,5	-0,7	0,5	-1,1	2,8	10,4	3,0	0,9	-0,1	1,1		
2016 I	2,0	3,0	-7,7	16,4	-0,9	0,3	-1,0	2,8	9,2	4,9	0,8	0,1	0,6		
II	1,7	3,0	-10,1	17,9	-1,1	0,4	-1,2	4,2	13,2	3,0	1,4	-0,1	1,4		
III	1,3	2,8	-12,1	12,7	-1,2	0,2	-1,1	4,9	14,4	6,9	1,6	0,4	0,9		
IV	2,0	2,9	-8,4	6,5	-0,9	0,1	-0,7	6,0	10,8	8,7	1,1	0,7	0,2		
2017 I	1,8	3,5	-17,2	12,9	-1,6	0,3	-1,4	6,5	11,2	7,5	1,2	0,5	0,5		
II	1,8	4,0	-21,6	10,4	-2,0	0,2	-1,6	5,9	6,2	8,9	0,4	0,7	-0,5		

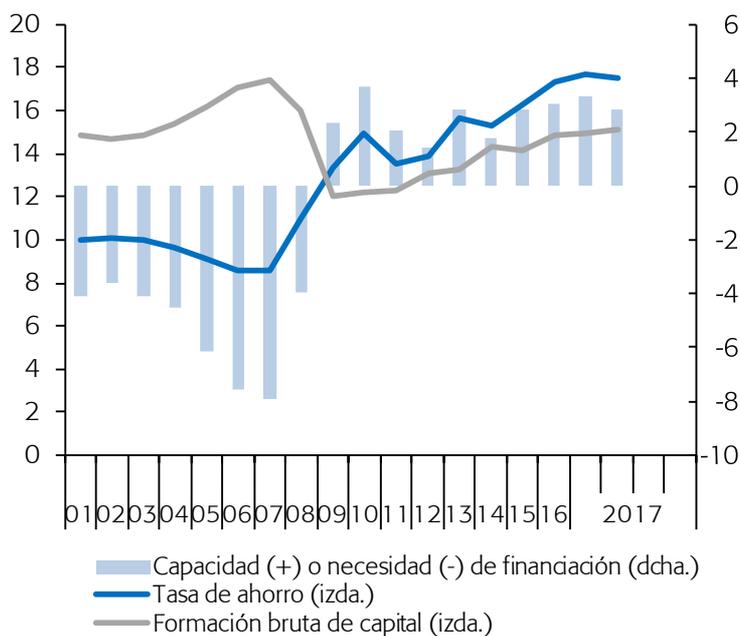
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

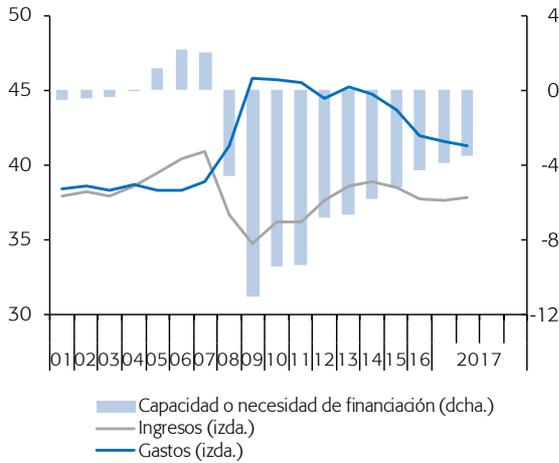
Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

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	100,7	138,6	124,9	10,8	162,8	21,4	181,6	221,7	-40,1	61,3	-101,4	-102,2
2011	150,3	106,2	102,0	137,8	122,6	16,2	164,2	22,5	170,8	219,7	-48,9	54,3	-103,2	-99,7
2012	142,2	108,2	106,4	131,9	113,9	20,3	168,6	18,6	167,2	205,3	-38,1	70,8	-108,8	-70,6
2013	143,0	114,6	105,2	128,2	114,7	24,1	170,8	20,6	160,8	201,9	-41,1	30,6	-71,7	-68,4
2014	143,4	119,2	105,6	130,1	115,2	25,7	171,1	20,6	165,7	202,0	-36,3	25,6	-61,9	-60,6
2015	147,5	127,0	109,2	132,3	119,4	24,4	170,6	21,3	180,3	208,9	-28,6	28,4	-57,0	-56,5
2016	149,4	128,8	110,8	136,2	121,3	23,1	173,8	20,8	186,2	210,9	-24,7	25,7	-50,4	-48,0
2017	152,1	137,1	115,8	141,2	124,0	21,3	177,3	21,2	202,4	215,5	-13,1	24,2	-37,3	-37,0
2018	154,8	143,6	120,4	145,9	126,6	18,8	182,2	21,9	215,1	220,1	-5,0	24,5	-29,5	-29,5
2015 III	145,8	125,5	109,0	131,4	117,7	25,1	171,0	21,2	176,7	206,7	-30,0	28,8	-58,8	-58,0
IV	147,5	127,0	109,2	132,3	119,4	24,4	170,6	21,3	180,3	208,9	-28,6	28,4	-57,0	-56,5
2016 I	147,4	126,2	106,9	132,9	119,3	23,9	171,1	20,7	178,5	209,4	-30,9	26,9	-57,8	-57,4
II	148,4	127,3	105,0	134,1	120,4	23,5	172,5	19,3	179,1	210,3	-31,2	26,9	-58,1	-56,1
III	149,2	128,4	107,0	135,2	121,1	23,2	173,1	20,7	181,7	211,1	-29,4	24,7	-54,1	-51,8
IV	149,4	128,8	110,8	136,2	121,3	23,1	173,8	20,8	186,2	210,9	-24,7	25,7	-50,4	-48,0
2017 I	149,9	130,6	111,9	137,9	121,7	23,0	174,3	19,5	191,7	211,8	-20,1	26,7	-46,8	-44,2
II	149,6	132,2	114,7	139,6	121,3	22,8	175,0	20,6	196,2	212,0	-15,8	25,5	-41,3	-40,4
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	16,0	20,5	-4,6	5,1	-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	15,7	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	16,0	19,5	-3,5	2,5	-6,0	-5,8
2015	13,7	11,8	10,1	12,3	11,1	2,3	15,8	2,0	16,7	19,3	-2,6	2,6	-5,3	-5,2
2016	13,4	11,5	9,9	12,2	10,8	2,1	15,5	1,9	16,6	18,9	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017	13,0	11,7	9,9	12,1	10,6	1,8	15,2	1,8	17,3	18,5	-1,1	2,1	-3,2	-3,2
2018	12,8	11,9	10,0	12,1	10,5	1,6	15,1	1,8	17,8	18,2	-0,4	2,0	-2,4	-2,4
2015 III	13,6	11,7	10,2	12,3	11,0	2,4	16,0	2,0	16,5	19,3	-2,8	2,7	-5,5	-5,4
IV	13,7	11,8	10,1	12,3	11,1	2,3	15,8	2,0	16,7	19,3	-2,6	2,6	-5,3	-5,2
2016 I	13,5	11,6	9,8	12,2	11,0	2,2	15,7	1,9	16,4	19,2	-2,8	2,5	-5,3	-5,3
II	13,5	11,6	9,5	12,2	11,0	2,1	15,7	1,8	16,3	19,1	-2,8	2,4	-5,3	-5,1
III	13,4	11,6	9,6	12,2	10,9	2,1	15,6	1,9	16,4	19,0	-2,7	2,2	-4,9	-4,7
IV	13,4	11,5	9,9	12,2	10,8	2,1	15,5	1,9	16,6	18,9	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017 I	13,3	11,6	9,9	12,2	10,8	2,0	15,4	1,7	17,0	18,8	-1,8	2,4	-4,1	-3,9
II	13,1	11,6	10,1	12,2	10,6	2,0	15,3	1,8	17,2	18,6	-1,4	2,2	-3,6	-3,5

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

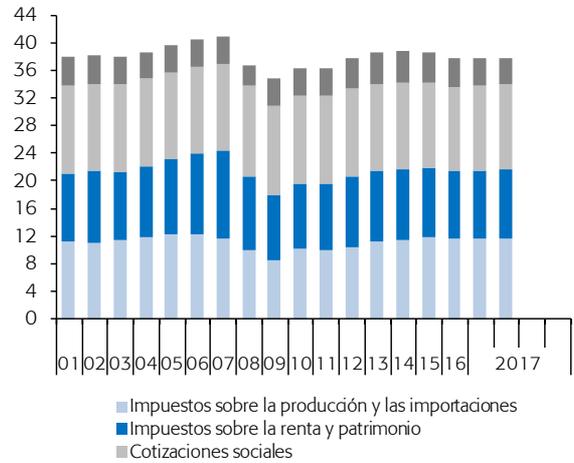


Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

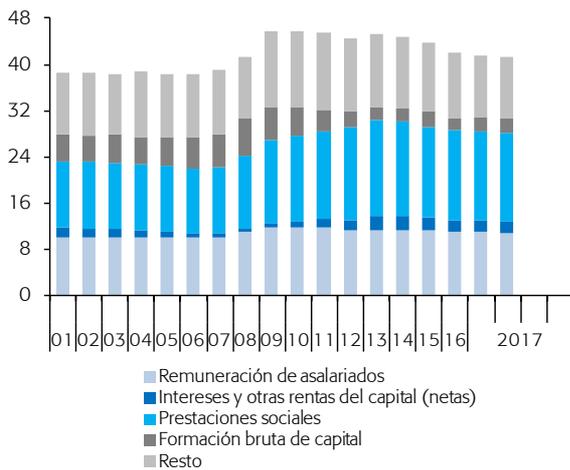
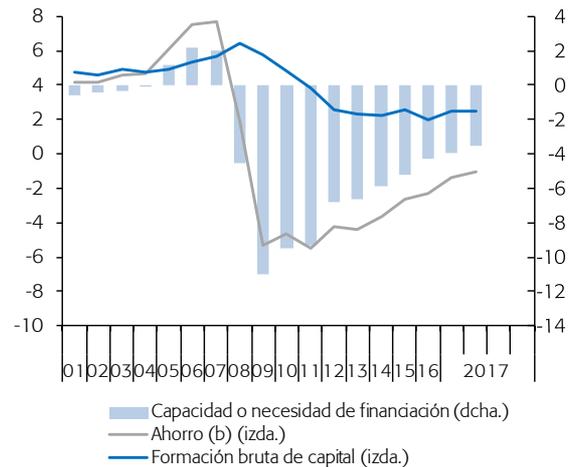


Gráfico 6.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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

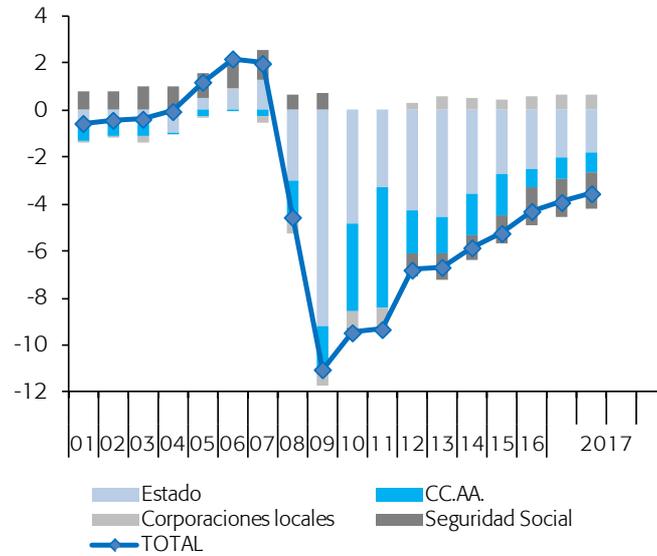
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2010	-52,5	-40,2	-7,1	-2,4	-102,2	551,6	124,2	35,5	17,2	650,1
2011	-35,3	-54,8	-8,5	-1,1	-99,7	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	-46,4	-16,2	5,7	-11,5	-68,4	850,2	210,5	42,1	17,2	979,0
2014	-36,8	-18,5	5,5	-10,8	-60,6	902,5	237,9	38,3	17,2	1.041,6
2015	-29,3	-18,7	4,6	-13,0	-56,5	940,4	263,3	35,2	17,2	1.073,9
2016	-27,8	-9,3	6,8	-17,8	-48,0	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017	-14,0	-7,0	2,9	-18,8	-37,0	--	--	--	--	1.143,5
2018	-10,1	-3,6	2,4	-18,1	-29,5	--	--	--	--	1.171,9
2015 III	-30,4	-18,6	4,5	-13,5	-58,0	938,8	254,3	36,9	17,2	1.068,4
IV	-29,3	-18,7	4,6	-13,0	-56,5	940,4	263,3	35,2	17,2	1.073,9
2016 I	-29,7	-17,9	4,2	-14,0	-57,4	962,1	266,0	35,1	17,2	1.096,9
II	-28,3	-16,9	4,5	-15,4	-56,1	964,7	273,5	35,1	17,2	1.107,1
III	-33,1	-9,1	6,9	-16,6	-51,8	968,8	272,7	34,7	17,2	1.108,4
IV	-27,8	-9,3	6,8	-17,8	-48,0	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017 I	-23,0	-10,2	7,3	-18,3	-44,2	987,9	279,4	31,7	17,2	1.129,0
II	-20,3	-10,2	7,6	-17,4	-40,4	996,1	285,9	32,4	17,2	1.137,9
	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	-3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,0	22,9	3,7	1,7	100,4
2015	-2,7	-1,7	0,4	-1,2	-5,2	87,1	24,4	3,3	1,6	99,4
2016	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0
2017	-1,2	-0,6	0,3	-1,6	-3,2	--	--	--	--	98,0
2018	-0,8	-0,3	0,2	-1,5	-2,4	--	--	--	--	96,9
2015 III	-2,8	-1,7	0,4	-1,3	-5,4	87,9	23,8	3,5	1,6	100,0
IV	-2,7	-1,7	0,4	-1,2	-5,2	87,1	24,4	3,3	1,6	99,4
2016 I	-2,7	-1,6	0,4	-1,3	-5,3	88,4	24,4	3,2	1,6	100,8
II	-2,6	-1,5	0,4	-1,4	-5,1	87,7	24,9	3,2	1,6	100,7
III	-3,0	-0,8	0,6	-1,5	-4,7	87,3	24,6	3,1	1,5	99,9
IV	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0
2017 I	-2,0	-0,9	0,6	-1,6	-3,9	87,5	24,7	2,8	1,5	99,9
II	-1,8	-0,9	0,7	-1,5	-3,5	87,4	25,1	2,8	1,5	99,8

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

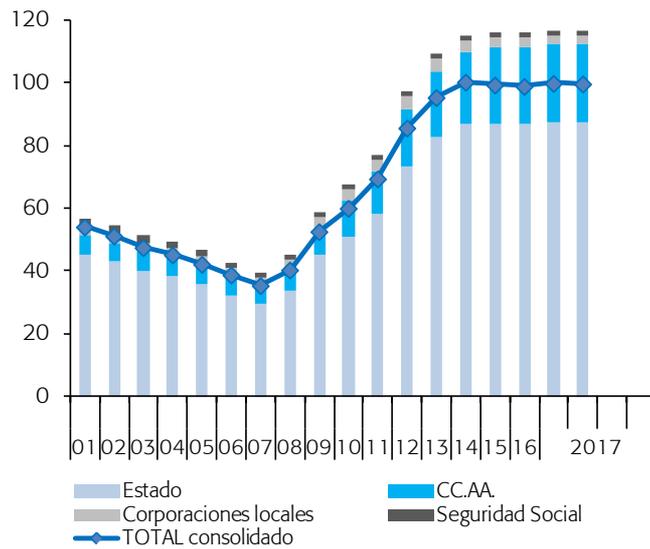
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

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

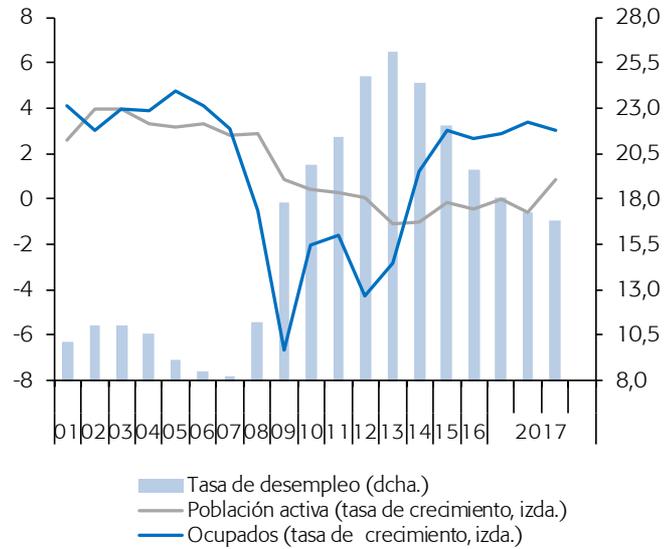
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	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	--	18,8	--	3,9	--	74,9	62,1	17,0	--	--	--	
2018	30,0	22,7	--	19,2	--	3,4	--	74,7	63,6	15,1	--	--	--	
2015	IV	30,1	22,9	22,9	18,1	18,1	4,8	4,8	75,3	59,5	20,9	46,1	19,9	28,6
2016	I	30,1	22,8	22,9	18,0	18,2	4,8	4,6	75,4	59,4	20,3	45,5	19,2	28,1
	II	30,1	22,9	22,8	18,3	18,3	4,6	4,6	75,4	60,3	20,0	45,7	19,0	27,5
	III	30,1	22,8	22,8	18,5	18,4	4,3	4,4	75,4	61,1	19,3	43,4	18,5	25,6
	IV	30,0	22,7	22,7	18,5	18,5	4,2	4,2	75,1	61,1	18,6	42,7	17,8	24,8
2017	I	30,0	22,7	22,7	18,4	18,6	4,3	4,1	75,1	60,8	18,1	40,6	17,3	24,0
	II	30,0	22,7	22,7	18,8	18,8	3,9	3,9	75,0	62,0	17,2	38,8	16,4	23,8
	III	30,0	22,8	22,8	19,0	18,9	3,7	3,8	75,1	62,8	16,8	37,5	15,9	23,5
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	-0,1	-0,5	--	2,7	--	-14,0	--	-0,4	1,7	-2,7	--	--	--	
2018	-0,2	-0,1	--	2,1	--	-11,2	--	-0,2	1,4	-1,9	--	--	--	
2015	IV	-0,5	-0,7	-0,3	3,0	3,2	-12,4	-12,5	-0,2	1,9	-2,8	-5,6	-2,5	-4,8
2016	I	-0,5	-0,3	0,0	3,3	3,1	-12,0	-10,9	0,1	2,1	-2,8	-4,8	-2,6	-3,8
	II	-0,4	-0,6	-0,3	2,4	1,3	-11,2	-6,4	-0,2	1,6	-2,4	-2,9	-2,2	-3,6
	III	-0,3	-0,2	-0,4	2,7	3,0	-10,9	-13,1	0,0	1,8	-2,3	-4,5	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,5	2,3	1,9	-11,3	-14,7	-0,2	1,5	-2,3	-3,4	-2,0	-3,7
2017	I	-0,2	-0,6	0,0	2,3	2,9	-11,2	-12,0	-0,3	1,4	-2,3	-4,8	-2,0	-4,2
	II	-0,1	-0,6	-0,6	2,8	3,4	-14,4	-17,3	-0,4	1,7	-2,7	-6,9	-2,6	-3,7
	III	0,0	-0,3	0,9	2,8	3,0	-13,6	-9,0	-0,3	1,7	-2,5	-5,9	-2,6	-2,1

(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.

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

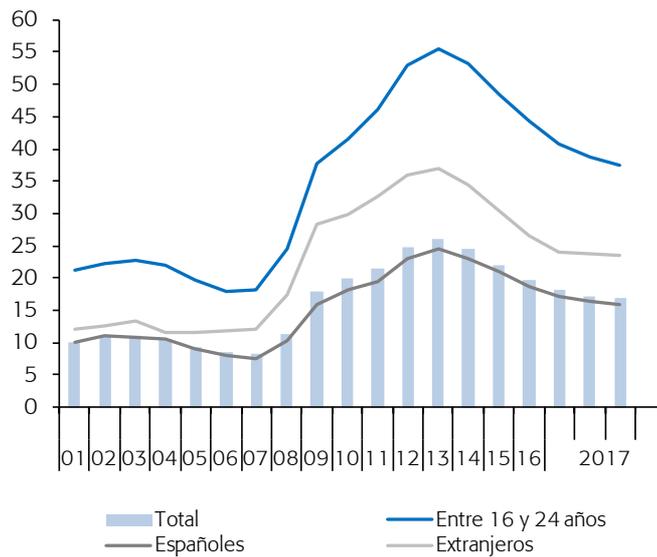
Tasas de crecimiento sobre periodo anterior y porcentaje de la pob. activa



■ Tasa de desempleo (dcha.)
 — Población activa (tasa de crecimiento, izda.)
 — Ocupados (tasa de crecimiento, izda.)

Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



■ Total
 — Españoles
 ■ Entre 16 y 24 años
 — Extranjeros

Cuadro 9

Índice de precios al consumo

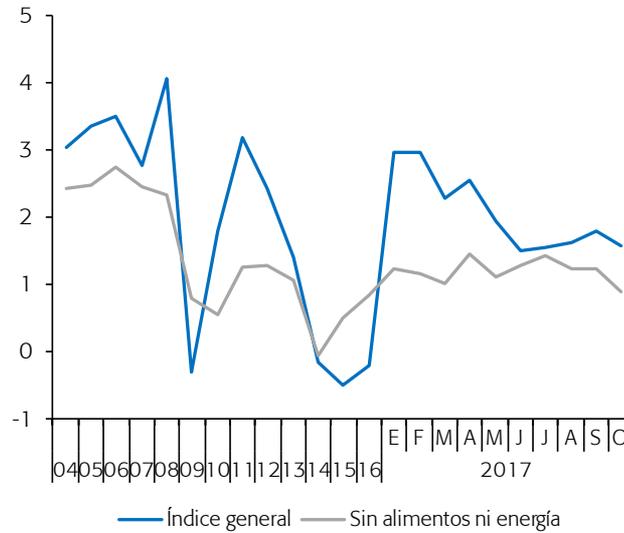
Previsiones en azul

	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	91,9	111,4	92,0	
2012	99,5	97,6	97,1	99,0	96,8	94,9	94,0	121,2	94,6	
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,4	121,3	97,7	
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,1	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,8	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,7	107,9	101,3	
2018	103,5	102,4	102,3	100,6	103,3	101,7	104,5	112,2	102,6	
Tasas de crecimiento interanual										
2011	3,2	1,3	1,7	0,6	1,8	3,8	1,8	15,7	3,2	
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8	
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,2	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,7	7,9	1,3	
2018	1,5	1,2	1,2	0,5	1,7	1,0	1,8	3,9	1,2	
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	1,8	1,3	1,2	0,1	1,8	0,9	2,2	5,8	1,3
	Oct	1,6	0,9	0,9	-0,2	1,6	1,0	4,9	3,9	2,3
	Nov	1,6	0,9	0,9	-0,4	1,6	1,1	4,3	4,6	2,1
	Dic	1,1	0,7	0,8	-0,4	1,3	1,1	2,9	2,6	1,7
2018	Ene	0,8	0,9	1,0	-0,2	1,6	1,1	1,7	-1,2	1,3
	Feb	1,2	1,1	1,1	0,0	1,7	1,3	-0,4	2,6	0,8
	Mar	1,7	1,3	1,3	0,1	2,0	1,2	0,6	5,1	1,0
	Abr	1,3	0,8	0,8	0,2	1,1	1,2	1,2	4,4	1,2
	May	1,6	1,2	1,1	0,3	1,7	0,9	1,3	5,3	1,1
	Jun	1,8	1,1	1,1	0,3	1,6	0,8	2,3	6,9	1,3
	Jul	1,9	1,2	1,1	0,5	1,6	0,7	3,0	7,3	1,5
	Ago	1,9	1,3	1,2	0,6	1,7	0,6	4,5	6,0	1,9
	Sep	1,9	1,4	1,3	0,8	1,8	1,0	3,4	4,9	1,8
	Oct	1,5	1,5	1,4	0,9	1,9	1,0	0,3	3,2	0,8
	Nov	1,5	1,5	1,4	1,0	1,8	1,0	1,2	2,2	1,1
	Dic	1,4	1,6	1,5	1,1	1,9	1,0	2,0	0,9	1,4

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

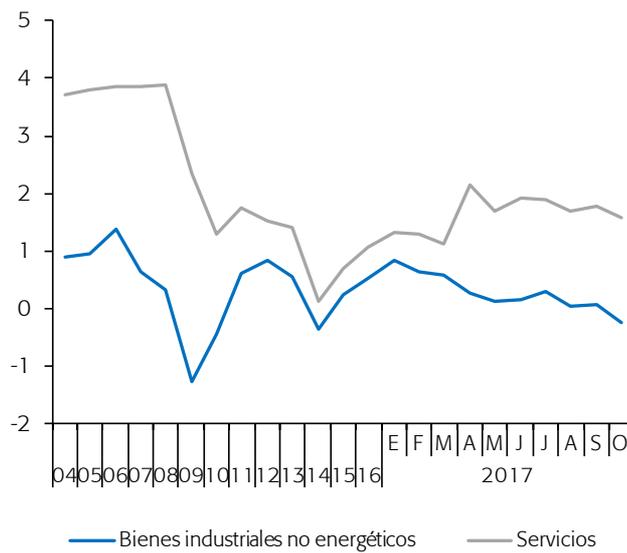
Tasas de crecimiento interanual



— Índice general — Sin alimentos ni energía

Gráfico 9.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



— Bienes industriales no energéticos — Servicios

Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

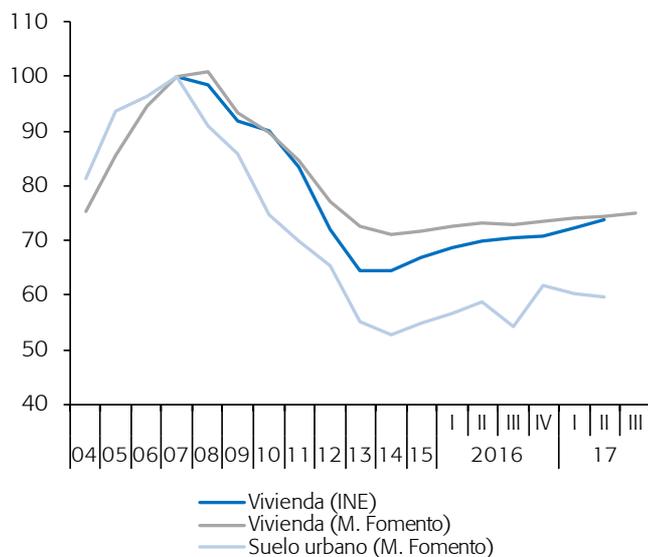
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. 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	100,3	110,2	105,9	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,4	--
2015	100,9	107,9	106,2	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,4	--
2016	101,2	104,5	105,8	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017 (b)	101,7	108,8	108,1	73,1	74,5	59,9	143,2	141,2	149,1	150,8	--
2016 I	100,7	102,3	105,2	68,7	72,6	56,6	140,4	137,3	150,0	147,4	--
II	101,0	103,4	105,6	69,9	73,3	58,7	146,2	145,5	148,4	154,5	--
III	101,2	105,0	106,0	70,5	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV	101,7	107,4	106,3	70,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,4	163,6	--
2017 I	101,7	109,4	107,7	72,4	74,2	60,1	140,2	137,0	150,1	147,1	--
II	101,7	108,3	108,2	73,8	74,4	59,7	146,1	145,5	148,2	154,4	--
III	--	108,4	108,3	--	74,9	--	--	--	--	--	--
IV (b)	--	109,7	108,5	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 Ago	--	108,2	108,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Sep	--	108,8	108,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Oct	--	109,7	108,5	--	--	--	--	--	--	--	--
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	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,1	0,5
2015	0,6	-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)	0,8	4,8	2,3	5,4	2,2	3,9	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	1,4
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	0,3	-5,4	-0,9	3,9	1,8	6,6	-0,2	0,0	-1,0	0,1	1,1
III	0,3	-3,3	-0,5	4,0	0,8	-3,5	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4	1,1
IV	0,5	1,2	0,6	4,5	0,4	13,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,5	1,1
2017 I	1,0	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	1,3
II	0,7	4,8	2,5	5,6	2,0	1,8	0,0	0,0	-0,2	-0,1	1,3
III	--	3,3	2,1	--	--	--	--	--	--	--	1,4
IV (e)	--	2,2	2,0	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 Ago	--	3,3	2,1	--	--	--	--	--	--	--	1,3
Sep	--	3,5	2,4	--	--	--	--	--	--	--	1,3
Oct	--	2,8	2,3	--	--	--	--	--	--	--	1,4

(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.

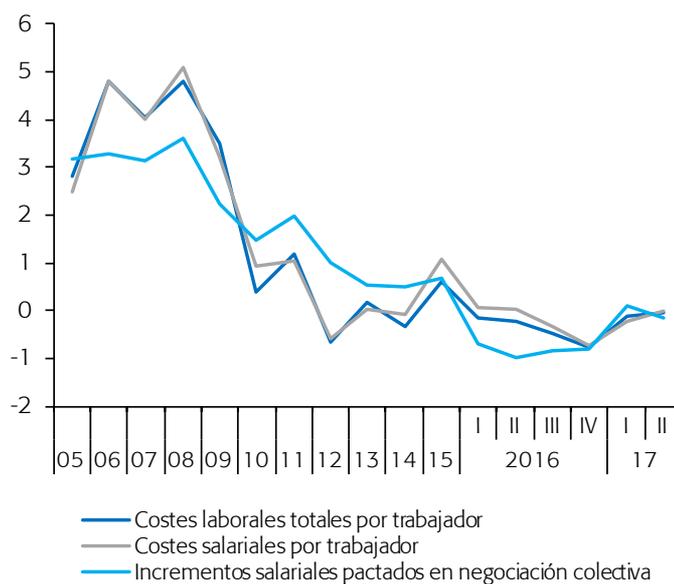
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

Gráfico 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano

Índice (2007=100)

**Gráfico 10.2.- Costes laborales**

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

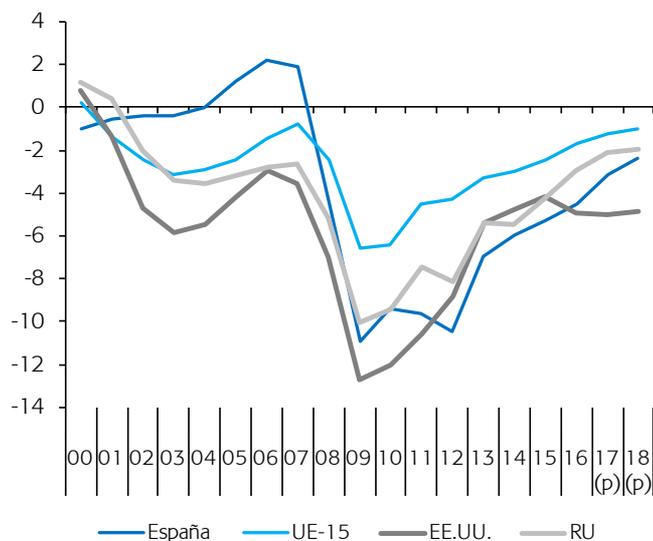
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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	11,3	-264,8	-543,4	-43,7	393,5	6.851,6	8.496,9	552,6	-70,3	22,0	-702,2	-28,9
2006	22,2	-171,1	-411,6	-40,5	392,1	7.064,4	8.818,1	596,8	-90,7	6,4	-584,9	-45,6
2007	20,8	-95,5	-513,6	-40,4	384,7	7.139,9	9.267,8	643,5	-104,1	-10,4	-735,6	-58,3
2008	-49,3	-290,8	-1.033,3	-81,1	440,6	7.580,8	10.722,1	785,0	-102,9	-104,1	-791,0	-72,9
2009	-118,2	-750,8	-1.827,4	-154,2	569,5	8.545,9	12.405,0	979,8	-46,5	-2,1	-457,2	-59,8
2010	-101,4	-758,2	-1.797,7	-148,7	650,1	9.591,0	14.176,1	1.194,3	-42,0	17,7	-495,1	-59,7
2011	-103,2	-551,4	-1.646,6	-122,1	744,3	10.277,8	15.361,9	1.328,8	-35,3	59,4	-443,2	-38,9
2012	-108,8	-533,3	-1.430,7	-137,4	891,5	10.913,9	16.558,7	1.424,8	-4,6	136,8	-264,9	-71,6
2013	-71,7	-413,2	-894,0	-94,7	979,0	11.277,3	17.462,8	1.499,8	15,0	164,8	-248,2	-97,0
2014	-61,9	-382,2	-834,9	-100,2	1.041,6	11.815,5	18.194,1	1.604,8	10,3	187,4	-154,1	-98,0
2015	-57,0	-329,8	-761,2	-80,5	1.073,9	12.140,7	18.965,9	1.666,0	11,0	249,5	-194,7	-98,1
2016	-50,4	-230,3	-925,3	-57,2	1.107,2	12.018,4	19.947,7	1.731,4	21,1	258,1	-313,7	-115,5
2017	-36,4	-171,0	-975,7	-43,6	1.144,9	12.126,2	20.943,4	1.761,7	20,3	257,1	–	-104,5
2018	-29,0	-150,8	-981,4	-41,5	1.175,1	12.260,9	21.934,8	1.795,7	23,2	281,0	–	-97,8
Porcentaje del PIB												
2005	1,2	-2,4	-4,2	-3,2	42,3	63,0	64,9	39,9	-7,6	0,2	-5,4	-2,1
2006	2,2	-1,5	-3,0	-2,8	38,9	61,6	63,6	40,8	-9,0	0,1	-4,2	-3,1
2007	1,9	-0,8	-3,5	-2,6	35,6	59,2	64,0	41,9	-9,6	-0,1	-5,1	-3,8
2008	-4,4	-2,4	-7,0	-5,2	39,5	63,2	72,8	49,9	-9,2	-0,9	-5,4	-4,6
2009	-11,0	-6,6	-12,7	-10,1	52,8	75,2	86,0	64,1	-4,3	0,0	-3,2	-3,9
2010	-9,4	-6,4	-12,0	-9,4	60,1	81,2	94,7	75,6	-3,9	0,1	-3,3	-3,8
2011	-9,6	-4,5	-10,6	-7,5	69,5	84,7	99,0	81,3	-3,3	0,5	-2,9	-2,4
2012	-10,5	-4,3	-8,9	-8,2	85,7	88,1	102,5	84,5	-0,4	1,1	-1,6	-4,2
2013	-7,0	-3,3	-5,4	-5,4	95,5	90,4	104,6	85,6	1,5	1,3	-1,5	-5,5
2014	-6,0	-3,0	-4,8	-5,5	100,4	91,5	104,4	87,4	1,0	1,5	-0,9	-5,3
2015	-5,3	-2,4	-4,2	-4,3	99,4	89,2	104,7	88,2	1,0	1,8	-1,1	-5,2
2016	-4,5	-1,7	-5,0	-2,9	99,0	87,8	107,1	88,3	1,9	1,9	-1,7	-5,9
2017	-3,1	-1,2	-5,0	-2,1	98,4	86,6	108,2	86,6	1,7	1,8	–	-5,1
2018	-2,4	-1,0	-4,9	-2,0	96,9	84,7	108,4	85,3	1,9	1,9	–	-4,6

Fuente: Comisión Europea, *Previsiones Otoño 2017*.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

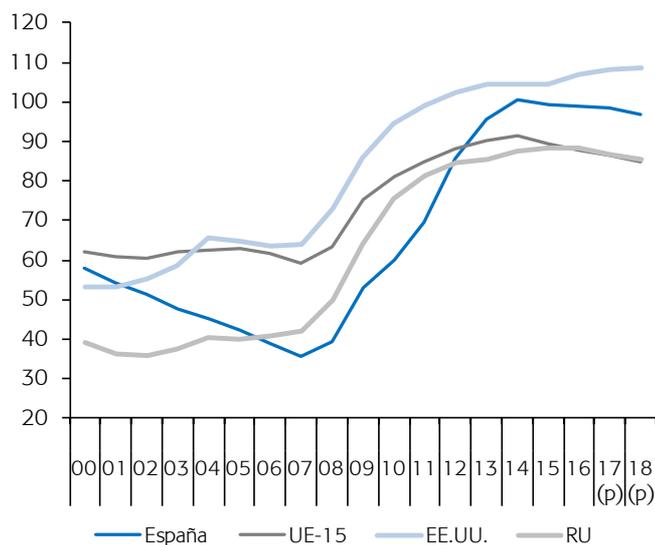
Porcentaje del PIB



(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♦	18.507	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. CGPJ: 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-septiembre.

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♦	21,5	6,6	28,4	41,1
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	1.307.461	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-septiembre.

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	722.765♦	5.815.595◻	1.062◻	946.368◻	936◻	2.359.475◻	646◻
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♦	906.049	256.004	199.428	19.303
Fuentes:	BEL	IMSERSO	IMSERSO	BEL

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

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

● Los datos se refieren al periodo enero-octubre.

♦ Los datos se refieren al periodo enero-septiembre.

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	1,64	0,73	2,8	0,61	0,21
2008	1,76	0,75	3,0	0,60	0,24
2010	1,79	0,75	3,2	0,62	0,35
2012	1,81	0,77	3,1	0,64	0,40
2014	1,81	0,76	3,1	0,65	0,41
2015	1,86	0,76	3,2	0,64	0,43
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".

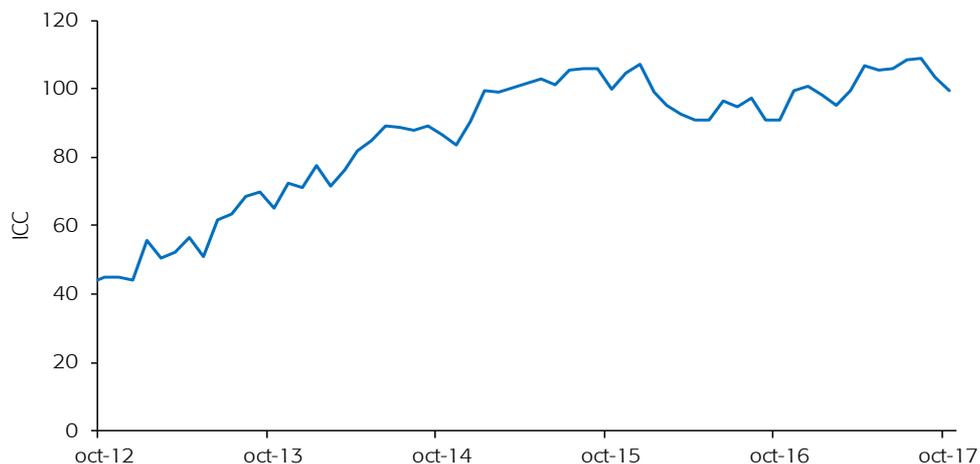
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (octubre 2012-octubre 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: Estudios ICC (Índice de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

3. FLASH SOCIAL: El temor al deterioro mental, tres veces más extendido en la población española que el miedo a la muerte

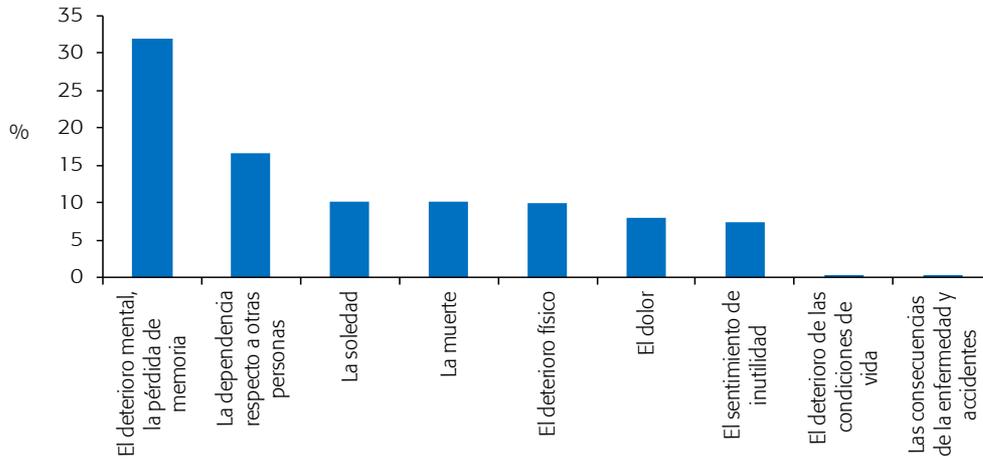
La muerte, la soledad o el deterioro físico atemorizan mucho menos que el deterioro mental. Así se desprende de una encuesta representativa de opinión realizada en el verano de 2016 por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) y recientemente publicada. Uno de cada tres entrevistados (españoles mayores de edad) menciona "el deterioro mental, la pérdida de memoria" como situación que más teme en el futuro. Esta proporción (32%) casi dobla a la de quienes temen, por encima de otras circunstancias, "la dependencia respecto a otras personas" (17%). Como se aprecia en el gráfico 2, en comparación con estas dos respuestas, el temor a "la muerte", a "la soledad" o al "deterioro físico" se halla mucho menos extendido (10% en cada caso). Llama asimismo la atención que el miedo ante el deterioro mental muestre una tendencia ascendente en el tiempo: entre 1998 y 2016 el porcentaje de entrevistados que mencionan en primer lugar este temor ha aumentado más de diez puntos porcentuales (gráfico 3).

La inquietud que suscita la posibilidad de perder capacidades cognitivas alcanza un nivel más elevado entre los mayores de 45 años. No obstante, también entre los más jóvenes (18-24 años) es la circunstancia que más preocupa (26%), seguida de "la soledad" (18%) y "la muerte" (15%), como muestra el gráfico 4.

De acuerdo con este *ranking* de temores de la sociedad ante el futuro, cabe pensar que los avances en el control del deterioro cerebral resultan de interés prioritario para la población española.

Gráfico 2

La situación que más se teme en el futuro (junio 2016)

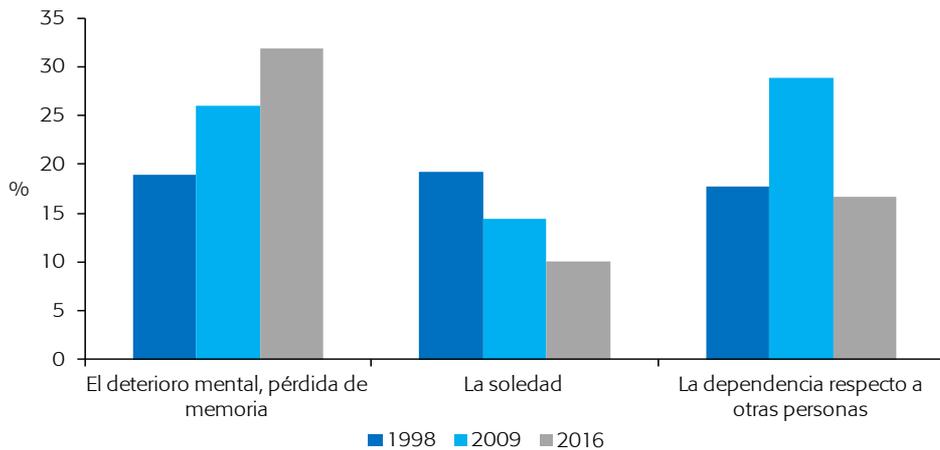


Pregunta: "¿A cuál de las siguientes situaciones teme Ud. más en el futuro?"

Fuente: Encuesta 3137 (junio de 2016), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 3

La situación que más se teme en el futuro (1998, 2009, 2016)

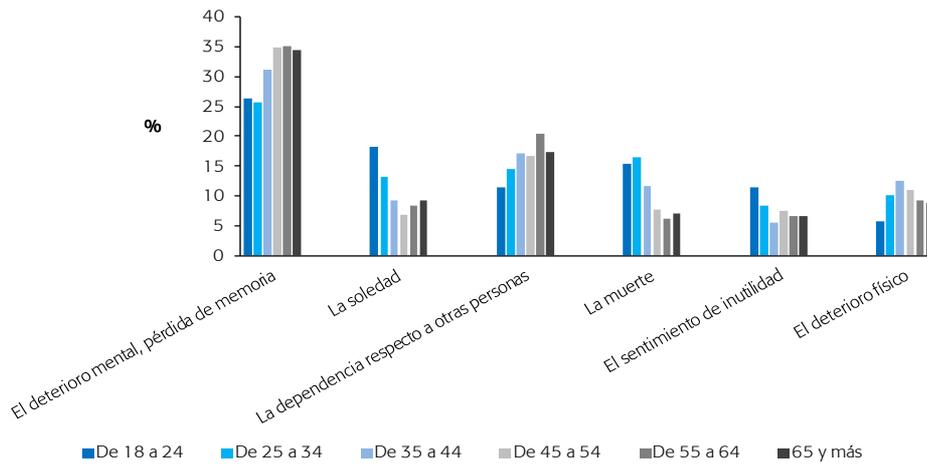


Preguntas: "¿Cuál de las siguientes situaciones teme Ud. más de cara al futuro?" (1998 y 2009); "¿A cuál de las siguientes situaciones teme Ud. más en el futuro?" (2016). En los barómetros de 1998 y 2009 la lista de respuestas no incluía "la muerte"; en cambio, sí incluía "perder amigos/as". En el gráfico se han sumado las respuestas "la soledad" y "perder amigos/as".

Fuente: Barómetros 2291 (junio de 1998), 2801 (mayo de 2009) y encuesta 3137 (junio de 2016), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 4

La situación que más se teme en el futuro, por grupos de edad (junio 2016)



Pregunta: "¿A cuál de las siguientes situaciones teme Ud. más en el futuro?"

Fuente: Encuesta 3137 (junio de 2016), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,8	Agosto 2017
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,4	Agosto 2017
Dudosos (% var. mensual medio)	-5,5	Agosto 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 octubre	2017 15 noviembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,4	4,7	5,0	7,1	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,2	-0,1	-0,26	-0,331	-0,329	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,5	0,2	-0,03	-0,184	-0,191	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,4	1,7	1,4	1,5	1,5	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	4,3	2,1	2,3	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario “Dinero y tipos de interés”: Los tipos interbancarios han evolucionado de forma dispar en la primera quincena de noviembre. El euríbor a 3 meses aumentó hasta el -0,329% desde el -0,331% de octubre. El euríbor a 12 meses disminuyó hasta el -0,191% desde el -0,184% de septiembre. El BCE ha anunciado que mantendrá su programa de compra de activos hasta finales de año pero lo reducirá a la mitad entre enero y septiembre de 2018, dejando la puerta abierta a extender el programa más allá de esa fecha. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha mantenido en el 1,5%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 agosto	2017 septiembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	39,0	75,5	102,6	70,35	72,84	(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	53,37	42,17	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	1,1	1,3	0,4	0,02	1,01	(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	1,20	2,96	(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	0,08	-0,38	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	642,9	1.058,2	1.104,9	1.110,91	1.107,77	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	-1,9	0,4	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	25,7	25,7	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	1.044,1	1.011,1 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.750,4	10.647,2	8.790,9	10.361,1	9.990,4 (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	15,7 (a)	15,1 (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 agosto	2017 septiembre	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	-1,0	-	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	-0,22	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,6	1,3	-0,4	3,4	-	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,9	17,7	5,8	-15,8	-	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido un aumento de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro hasta el 72,84% y una disminución de las de obligaciones del Estado, hasta 42,17%. El IBEX-35 ha disminuido en la primera quincena de noviembre hasta los 9.990 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid hasta los 1.011 puntos.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017 II T.	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,8	1,6	2,2	2,1	2,0	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	1,8	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	295,0	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	2017 II T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,4	72,4	67,5	64,4	63,6	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	0,8	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	1,7	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el segundo trimestre de 2017 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se redujo hasta el 2% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero disminuyó hasta el 1,8% 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 63,6% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 julio	2017 agosto	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,5	-4,0	-4,1	-0,4	-0,8	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	-1,7	0,4	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,0	-15,2	-11,6	-1,1	0,7	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	2,8	-0,7	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,1	-5,2	-4,5	-4,1	-3,7	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 julio	2017 agosto	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	39,8	-22,4	-13,6	0,1	-5,5	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-2,1	-30,8	-22,2	-5,3	-7,7	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	6,8	0,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En agosto de 2017 se observó una reducción del crédito al sector privado del 0,8% y un aumento de los depósitos del 0,4%. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 0,7% y las acciones y participaciones lo redujeron un 0,7%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 5,5% 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 153. Economía de las ciudades

PANORAMA SOCIAL

N.º 25. Las desigualdades digitales. Los límites de la Sociedad Red

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 260. Los salarios en la recuperación económica

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 6, N.º 5 (2017). Spain: Recovery on track

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 3. junio (2017)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

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

LIBROS

Manual de Regulación bancaria en España

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**AÑO 2018**

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

