

Economía española: escenarios 2018-2020

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Escenarios para
la economía española
2018-2020

Efectos de la edad, la
experiencia y la formación
en la productividad

La rentabilidad bancaria
ante la oportunidad digital

Financiación de micro
y pequeñas empresas

La banca española ante
el *MREL*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Reforma de la gobernanza
económica europea

Precios de la electricidad
en mercados mayoristas

La reforma fiscal Trump

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

Cuadernos de Información Económica no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que estos, bajo su responsabilidad, aportan.

Edita: **Funcas**
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

© Funcas

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

Carlos Egea Krauel

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

263

marzo/abril 2018

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Escenarios para la economía española, 2018-2020
Raymond Torres y María Jesús Fernández
- 13 El efecto de la edad, la experiencia y la formación en la productividad laboral
Isabel de Sivatte, Ricardo Olmos, Cristina Simón y Mónica Martel
- 25 La rentabilidad bancaria diez años después del inicio de la crisis: la oportunidad digital
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 37 Las condiciones de acceso a la financiación bancaria de las micro y pequeñas empresas: España en el contexto europeo
Joaquín Maudos
- 51 La banca española ante el *MREL*: emisiones para su cumplimiento
Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 61 Reforma de la gobernanza económica europea: superando las *políticas de poder*
Erik Jones
- 75 Los determinantes de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la Unión Europea: implicaciones para el CEP 20-20-20
Juan Ignacio Peña, Rosa Rodríguez y Shanshan Yuan
- 83 La reforma fiscal Trump: un comentario de sus aspectos más destacados
Santiago Álvarez García

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 92 Indicadores económicos
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 115 Indicadores sociales
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 121 Indicadores financieros
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

La actual fase expansiva de la economía española acumula tres años seguidos con tasas de crecimiento por encima del 3% que, contrariamente a lo acontecido en otras etapas de expansión, se acompañan de un importante superávit externo y una inflación contenida que contribuye a la favorable posición competitiva de las empresas españolas. ¿Es posible que esta fase de crecimiento se mantenga en el tiempo?, ¿cómo pueden afectarles posibles *shocks* macroeconómicos externos e internos? El artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, trata de responder a estas preguntas mediante la formulación de cuatro escenarios de riesgo para el periodo 2018-2020 en los que se analiza la capacidad de resistencia de la economía española. Los escenarios contienen distintas hipótesis sobre factores externos e internos, como el crecimiento mundial y de la eurozona, el precio del petróleo, el tipo de cambio del euro, los tipos de interés a corto y largo plazo, la prima de riesgo o la evolución de la productividad y los salarios. En el escenario más negativo, el denominado de riesgo incrementado, la economía frenaría su crecimiento pero sin caer en una recesión prolongada. Además, el superávit externo se mantendría incluso en un escenario favorable de expansión vigorosa de la demanda nacional durante los próximos tres años. En suma, la economía española actual presenta una mayor resistencia ante posibles *shocks*, consecuencia de la mejora financiera de las empresas, el saneamiento de la banca y la favorable posición competitiva del país.

Entre los determinantes de la productividad laboral, es frecuente referirse a algunas características de los

trabajadores como la edad, la experiencia o el nivel de formación. Mientras que los estudios empíricos sugieren que la formación tiene una relación claramente positiva con el desempeño laboral, los resultados son contradictorios en lo que se refiere a la edad o la experiencia, entendiendo por tal la antigüedad en la empresa, en el puesto de trabajo o en el establecimiento. El artículo de ISABEL DE SIVATTE, RICARDO OLMOS, CRISTINA SIMÓN y MÓNICA MARTEL presenta los resultados de un estudio sobre la productividad de los empleados de un importante banco español. Por una parte, la edad aparece relacionada positivamente con el rendimiento, tanto entre los directores de sucursal como entre interventores y gestores de cuentas de empresas, y solo en el caso de los comerciales que atienden clientes casuales la relación se vuelve negativa a partir de una cierta edad. En relación con la antigüedad en la empresa, la productividad aumenta muy ligeramente hasta los diez años, para disminuir a partir de ese momento, si bien en algunas categorías el descenso es incluso anterior. A su vez, la antigüedad en el puesto de la trabajo o en la sucursal tienen efectos débiles sobre el rendimiento, aunque en el primer caso son positivos y lineales, mientras que en el segundo tienen la forma de una U invertida. Por último, el nivel de formación da lugar a un impacto muy notable sobre la productividad, especialmente en el caso de titulaciones universitarias en áreas como derecho o administración de empresas.

Tres artículos se dedican en este número de *Cuadernos de Información Económica* al análisis de diferentes aspectos del sistema bancario español. En el primero de ellos, SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

toman como referencia la rentabilidad y eficiencia de los bancos europeos diez años después del inicio de la crisis financiera internacional, para examinar los cambios acaecidos en ese tiempo y el nuevo escenario donde se desenvuelve ahora la actividad bancaria. La presión regulatoria, las condiciones de tipos de interés y el panorama competitivo con nuevos actores y tecnologías, aminoran las tasas de rentabilidad situándolas por debajo de los niveles precrisis. En estas condiciones, la mejora de la eficiencia se convierte en una herramienta clave para recuperar rentabilidad. Y en ese aspecto, la transformación digital de la banca es una oportunidad que, si se aprovecha eficazmente, puede dar lugar a una banca “mejorada” o “distribuida”, pero que si no se aprovecha terminaría por desembocar en una banca “relegada”, siguiendo la terminología del BIS.

El artículo de JOAQUÍN MAUDOS presenta la evidencia más reciente sobre el acceso a la financiación bancaria de las micro y pequeñas empresas, con los últimos datos del Banco Central Europeo. Aunque la encuesta del BCE muestra que este tipo de empresas se enfrentan a condiciones de financiación más duras que las medianas y grandes, en los últimos años ha habido una clara mejoría que, por ejemplo, se manifiesta en menores diferencias en el tipo de interés de los préstamos bancarios según tamaño. En consecuencia, el acceso a la financiación solo es el principal problema para el 7% de las empresas españolas –porcentaje muy similar a la eurozona–, independientemente de su dimensión. No obstante, ésta sigue siendo relevante para explicar la disponibilidad de préstamos y los obstáculos en el acceso a la financiación.

Entre los nuevos requerimientos que las entidades bancarias europeas deben afrontar, ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y FERNANDO ROJAS analizan el denominado *MREL* (*Minimum Requirement of Eligible Liabilities*) y su impacto sobre las entidades bancarias españolas. Esta nueva línea de pasivos, no siendo estrictamente capital, actúa como colchón de absorción de pérdidas ante un posible evento de resolución bancaria. El artículo detalla los componentes del *MREL* definidos por la Junta Única de Resolución europea (SRB) así como su funcionamiento ante distintos escenarios de resolución. Asimismo, se realiza una estimación de los requerimientos exigibles a los bancos españoles cuantificando las emisiones que sería necesario cubrir. Una parte impor-

tante de dichos requerimientos –en torno al 25%– ya ha sido cubierta en 2017, principalmente mediante bonos senior no preferentes, instrumento específicamente regulado en España para cumplir con el *MREL*.

La sección de Economía Internacional se abre con un artículo de ERIK JONES sobre los problemas y posibles soluciones que plantea la reforma de la gobernanza económica en la Unión Europea. Las distintas interpretaciones de la reciente crisis económica y financiera (indisciplina fiscal, excesiva asunción de riesgos, pérdida de competitividad, *sudden stops*) aunque no son incompatibles entre sí, generan propuestas de reforma económica que dan lugar a dicotomías, como las que se producen entre las instituciones nacionales y la gestión de la interdependencia entre países, o entre quienes confrontan la vigilancia del riesgo moral con el diseño del sistema institucional. El autor propone una interpretación de las diferentes soluciones que se han avanzado en el debate sobre la reforma de la gobernanza económica, como las del presidente de la Comisión Jean-Claude Juncker y las de un grupo de catorce economistas alemanes y franceses. Desde su perspectiva, dichas soluciones pueden analizarse subrayando el papel de la reducción de riesgos y la condicionalidad, pero también de la identificación nacional y la mutualización de riesgos. A su juicio, la búsqueda del consenso implica elegir entre visiones diferentes: entre la creencia de que la gobernanza macroeconómica es una cuestión que gira alrededor de la amenaza de riesgo moral, o bien un problema de ingeniería susceptible de resolverse con unas instituciones financieras y fiscales bien diseñadas.

El segundo artículo examina los determinantes de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la Unión Europea y sus implicaciones para el Paquete de Energía y Clima de la UE (CEP 20-20-20). Este contempla una reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero en un 20%, producir el 20% de energía de fuentes renovables y reducir el consumo bruto de energía primaria en un 20%. Tomando las variables fundamentales que explican los precios de la electricidad, JUAN IGNACIO PEÑA, ROSA RODRÍGUEZ y SHANSHAN YUAN estiman un modelo en el que la contribución de las energías renovables es un factor significativo en todos los países, especialmente en Portugal y en España. Su aumento está asociado con bajadas en el nivel de precios. Sin embargo, el impacto de estas bajadas también sobre los

precios minoristas estimula el consumo de electricidad y, por tanto, se produce un choque entre dos de los objetivos del CEP 20-20-10: aumentar la cuota de renovables y recortar el consumo.

En el último artículo de economía internacional, SANTIAGO ÁLVAREZ GARCÍA describe los rasgos principales de la reforma fiscal promovida por la Administración Trump. Se trata, sin duda, de la revisión más completa de la legislación tributaria realizada en Estados Unidos durante los últimos treinta años, afectando a la imposición sobre la renta de las personas físicas –si bien de forma temporal– y a la de sociedades. En el primer caso, la reducción de tipos se acompaña de modificaciones relevantes en

el caso de las deducciones y de un tratamiento más favorable de las rentas de los autónomos frente a los asalariados. En el impuesto sobre sociedades el nuevo tipo federal de gravamen, sumado al que se aplica de media en los diferentes Estados, se reducirá en promedio del 40 al 25%. Y de forma muy relevante, hay diferentes medidas que pretenden avanzar hacia la aplicación del impuesto bajo el principio de territorialidad, facilitando la repatriación de los dividendos procedentes de filiales en el extranjero e incentivando la producción nacional con ventajas fiscales para las exportaciones. En todo caso, la reforma tendrá un importante impacto recaudatorio, en un escenario caracterizado por un déficit público ya de por sí elevado.

Escenarios para la economía española, 2018-2020

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

En estos últimos años la economía española, además de crecer por encima del 3%, ha conseguido mantener un importante superávit externo y una inflación contenida, que contribuye a la favorable posición competitiva de las empresas. Así pues, la actual fase expansiva es la más equilibrada de la historia económica reciente. En anteriores ocasiones, el crecimiento iba acompañado de desequilibrios externos, una inflación relativamente elevada y un deterioro de la competitividad que acababa provocando una nueva recesión. El principal objetivo de este trabajo es analizar la robustez de la actual fase de crecimiento ante posibles *shocks* macroeconómicos positivos y negativos. El mantenimiento de un crecimiento equilibrado ayudaría también a absorber el legado de paro y de endeudamiento generado por la crisis. Además, este análisis se realiza en el contexto de las pruebas de resistencia iniciadas por la Autoridad Bancaria Europea y de los cambios de normativa europea —en especial la entrada en vigor en 2018 del IFRS09— que hacen necesaria la realización de escenarios de riesgo para evaluar la capacidad de resistencia tanto del sector financiero como de la economía ante posibles *shocks*.

Principales hipótesis

Para evaluar la durabilidad de la fase expansiva, se han realizado cuatro escenarios para el periodo 2018-2020 —un periodo que permite hacer previsiones con un grado adecuado de confianza¹—. Lo que diferencia los escenarios son los supuestos que se hacen con respecto del entorno externo y del contexto nacional (Anexo 1). Así pues, los escenarios contienen distintas hipótesis sobre el

crecimiento mundial, los tipos de interés, el precio del petróleo y la situación en Cataluña.

En el *escenario central*, el favorable entorno internacional se mantiene hasta 2020, tanto en la eurozona como fuera de ella. El precio del petróleo se sitúa en niveles próximos al precio medio observado en las últimas semanas. Los tipos de intervención repuntarían a partir de finales de 2018, pero su impacto sobre el ren-

* Funcas.

¹ Sobre la formulación de escenarios de riesgo, atendiendo a la legislación europea sobre la materia, véase European Systemic Risk Board, ESRB (2018).

dimiento de la deuda española (obligaciones a 10 años) sería limitado gracias a una ligera reducción de la prima de riesgo, fruto de una mayor confianza de los inversores. El tipo de cambio del euro se mantendría estable en torno a su nivel actual (1,25 dólares por euro) y se moderaría algo en 2020 para acercarse a su nivel de equilibrio, estimado en 1,20 dólares. Se anticipa una normalización progresiva de la situación en Cataluña, por lo que el impacto sobre el crecimiento para el conjunto del país sería de tres décimas, fundamentalmente por la vía del consumo y del turismo, en consonancia con los datos registrados en los últimos meses.

Este escenario depende, por una parte, de la continuidad de la senda de política macroeconómica (normalización progresiva de la política del BCE, cumplimiento de los objetivos de política presupuestaria), lo que se considera bastante probable. La formación de una gran coalición en Alemania da más credibilidad a los supuestos de política monetaria. Por otra parte, algunos de los riesgos globales (explosión descontrolada de la burbuja de crédito en China, proteccionismo, recesión prolongada en Brasil y otros países emergentes) y europeos (situación económica de la eurozona) se han alejado. Sin embargo, persisten las incertidumbres en torno al *brexit*, y aparecen nuevas tensiones a raíz de las decisiones de política fiscal de la Administración Trump, y de su más que probable impacto sobre el déficit, la inflación y la reacción de la Reserva Federal. Con todo, la probabilidad de este escenario es de 60 a 70%.

Para el *escenario optimista*, se toma como referencia la previsión media de crecimiento de la economía mundial de los cinco analistas más confiados (sin embargo, el precio del petróleo y la cotización del euro frente al dólar son los mismos que en el escenario central)². Además, las tensiones en Cataluña se dispararían rápidamente, lo que anularía la detracción de tres décimas de crecimiento previstas en el escenario central. Esto,

a su vez, mejoraría el *rating* de la deuda soberana española.

El escenario de riesgo se basa en un entorno internacional menos favorable. Se toma como referencia la previsión media de crecimiento mundial de los cinco analistas más pesimistas, un petróleo a 80 dólares, un valor del euro más bajo que en el escenario central y una prolongación de las tensiones políticas en Cataluña. Con todo, la probabilidad de este escenario se sitúa entre el 10 y el 15%.

La probabilidad de este escenario es menor que para la previsión central. Algunos países como Alemania, EE.UU. y Japón se están aproximando al pleno empleo, lo que dificulta un crecimiento más elevado. No obstante, la transformación digital podría aportar incrementos de productividad que hasta ahora no se han manifestado. En el plano interno, parece poco probable que las tensiones en Cataluña desaparezcan por completo, a falta de reformas en la financiación autonómica y en el encaje institucional, algo complejo y que llevará tiempo. Teniendo en cuenta los diferentes parámetros, la probabilidad de este escenario sería de entre 15 y 25%.

El *escenario de riesgo* se basa en un entorno internacional menos favorable. Así pues, se toma como referencia la previsión media de crecimiento mundial de los cinco analistas más pesimistas y un petróleo a 80 dólares, es decir una cotización que se acerca al límite superior del mercado de futuros. El valor del euro en 2019 y 2020 sería más bajo que en el escenario central, debido a que en un escenario más desfavorable para la economía mundial el dólar actuaría como moneda refugio. Las tensiones en Cataluña se prolongarían, lo que afectaría la inversión en esa comunidad (además del impacto sobre el consumo y el turismo, que ya se incorpora en el escenario central). La inversión en Cataluña

² La fuente de las previsiones de los diferentes analistas para la economía mundial y la europea es Consensus Economics (www.consensuseconomics.com).

supone el 16,5% del total nacional, y a partir del crecimiento de esta variable en los tres primeros trimestres de 2017 se puede hacer una previsión de crecimiento del 4,5% en el conjunto de 2017, lo que significa que Cataluña aportó 0,7 puntos porcentuales al crecimiento de la inversión nacional. Por tanto, si en el escenario de riesgo suponemos que el crecimiento de su inversión se reduce a la mitad, eso significa que aportaría 0,35 puntos menos al crecimiento de la inversión nacional en comparación con el escenario central.

Este escenario no es descartable, teniendo en cuenta las incertidumbres en torno a la política macroeconómica en los EE.UU. y al proceso de retirada de las medidas ultraexpansivas de los bancos centrales de los países desarrollados. Por otra parte, las tensiones geopolíticas podrían provocar un encarecimiento del petróleo. En el plano interno, el mayor riesgo es el de una cronificación del conflicto catalán, y de la parálisis prolongada de reformas que podría conllevar. Con todo, la probabilidad de este escenario sería de entre el 10 y el 15%. La coincidencia de una desaceleración de la economía mundial y de un aumento súbito del precio del petróleo explican que este escenario sea menos verosímil que el anterior.

Finalmente, se ha elaborado un *escenario de riesgo incrementado*, que combina un aumento del precio del petróleo como en el anterior escenario y un *shock* financiero similar al que sustenta la proyección macrofinanciera de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). Se supone un incremento de la incertidumbre financiera en los EE.UU., lo que provocaría un fenómeno de huida hacia los activos más seguros (*flight to safety*).

Las proyecciones de la EBA se basan en un hipotético incremento de los tipos de interés de los bonos del Tesoro americano, que lastarían las rentabilidades en Europa. En el caso de España, el impacto sería un aumento de la prima de riesgo sobre el escenario base. Sin embargo,

en el informe de la EBA no se explica la calibración del *shock*, ni la función de reacción de los mercados europeos. El escenario de Funcas es más concreto, por suponer un *shock* de la misma magnitud que en 2011. En ese año, las turbulencias financieras provocaron una rarefacción del crédito y un aumento de la prima de riesgo, hasta 278 puntos (más del doble que en las proyecciones de la EBA). Además, en un contexto de gran volatilidad, la economía europea frenó su tasa de crecimiento en 6 décimas y la economía internacional lo hizo en 1,2 puntos. El escenario pesimista de Funcas integra ese doble *shock* de tipos de interés y de comercio internacional, calibrado en las mismas proporciones que en 2011.

Las lecciones aprendidas de la crisis, junto con el actual tirón de la economía mundial, hacen que este escenario sea altamente improbable. Se le atribuye una probabilidad de entre 0 y 5%.

Resultados

En el gráfico 1 aparecen los principales resultados de las simulaciones. En todos los casos, incluso en el escenario de riesgo incrementado, la economía española seguiría creciendo hasta 2020. Además, ese crecimiento no provocaría un desequilibrio de las cuentas externas, principal factor desencadenante de anteriores recesiones, ni un repunte insostenible de la inflación.

La previsión central apunta a una desaceleración gradual de la economía española (cuadro 1)³. Se espera una ralentización del consumo privado, por el agotamiento de la demanda que se había embalsado durante los años centrales de la crisis. Así pues, con el fin del efecto rebote, el consumo privado se incrementará al mismo ritmo que la renta de los hogares, quebrando la senda expansiva de años anteriores. La tasa de ahorro de los hogares se mantendrá en torno a su nivel de equilibrio, estimado en el 6% de la renta disponible. La inver-

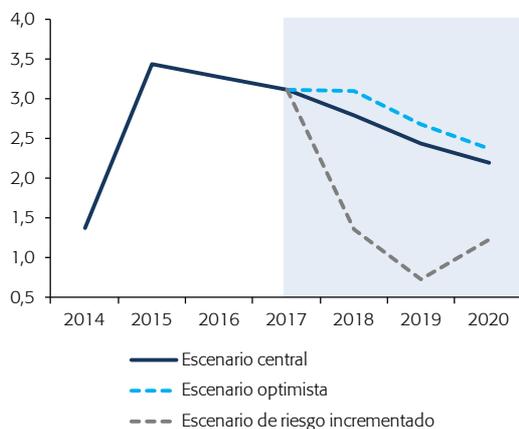
² Para más detalle sobre el escenario central, véase Torres y Fernández (2018).

Gráfico 1

Crecimiento y balanza por cuenta corriente en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española

1.1 - PIB

(Tasas anuales de crecimiento)



1.2 - Balanza por cuenta corriente

(Saldo en porcentaje del PIB)



sión mantendría su dinamismo, aunque la normalización de la política monetaria podría moderarlo a partir de 2019. La aportación del sector externo seguiría siendo positiva, aunque algo menor que durante la fase inicial de la recuperación, a medida

que las importaciones recuperan su elasticidad histórica. Por otra parte, el conflicto secesionista en Cataluña detraería 3 décimas de crecimiento para el conjunto del país en 2018, y su impacto se reduciría durante el resto del periodo de previsión.

Cuadro 1

Escenario central de Funcas

(Probabilidad: 60-70%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	2,8	2,4	2,2
Consumo privado	2,4	2,2	2,0	2,0
Consumo público	1,6	1,2	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,0	5,5	4,5	3,6
- Construcción	4,6	5,6	4,7	3,3
- Equipo y otros productos	5,4	5,4	4,3	3,9
Exportaciones	5,0	5,0	4,8	4,4
Importaciones	4,7	4,9	4,8	4,4
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	2,8	2,6	2,3	2,1
<i>Sector exterior (aportación)</i>	0,3	0,2	0,1	0,1
Tasa de inflación	2,0	1,5	1,4	1,8
Empleo	2,8	2,4	2,1	1,9
Tasa de desempleo	17,2	15,1	13,2	11,2
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,7	1,4	1,6	1,4
Tasa de ahorro de los hogares	5,9	5,9	5,9	6,0
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	96,6	94,8	92,6

A diferencia de anteriores fases de expansión, el crecimiento sería sostenible. Las cuentas externas arrojarían un sólido superávit, mientras que la inflación subyacente sería inferior al 2%, en línea con la media de la eurozona. La deuda pública se mantendría como uno de los principales desafíos de la economía española, pero su senda sería descendente.

Con todo, a finales de 2020, la actividad se acercaría a su potencial no-inflacionista mientras que la tasa de paro bajaría hasta valores cercanos al 10%. Algunas comunidades (Baleares, País Vasco y Navarra), gozarían de una situación próxima al pleno empleo, que podría facilitar incrementos salariales en términos reales en consonancia con la productividad. Sin embargo, a falta de reformas, la calidad del empleo seguiría siendo deficiente.

En el *escenario optimista*, el elevado crecimiento de la economía mundial, junto con la rápida normalización en Cataluña, se traduciría en

una desaceleración aún más gradual que en el escenario central (cuadro 2). Todos los desequilibrios (paro, deuda) se reducirían a mayor velocidad, sin presionar sobre las cuentas externas ni los precios.

El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente sería algo superior al del escenario central, debido a la mayor aportación del sector exterior como consecuencia del supuesto de partida del mayor crecimiento mundial. El mayor superávit comercial sería solo ligeramente contrarrestado por los mayores pagos por intereses al exterior como consecuencia de los mayores tipos. En cuanto a la inflación, sería solo ligeramente mayor en el escenario de más crecimiento. El fuerte incremento de la competencia mundial derivado de la globalización de la economía ha dado lugar a una reducción estructural de la inflación en los países desarrollados que también se ha manifestado en España, y este efecto estructural se va a mantener en el futuro, por lo que no se espera que las presiones derivadas de la

Cuadro 2

Escenario optimista de Funcas

(Probabilidad: 15-25%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	3,1	2,7	2,4
Consumo privado	2,4	2,5	2,2	2,2
Consumo público	1,6	1,2	1,1	1,1
Formación bruta de capital fijo	5,0	5,7	4,8	3,7
- Construcción	4,6	5,8	4,3	3,5
- Equipo y otros productos	5,4	5,6	5,3	3,9
Exportaciones	5,0	5,3	5,0	4,5
Importaciones	4,7	5,0	4,9	4,5
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	2,8	2,8	2,5	2,3
<i>Sector exterior (aportación)</i>	0,3	0,3	0,2	0,1
Tasa de inflación	2,0	1,5	1,5	1,9
Empleo	2,8	2,8	2,4	2,0
Tasa de desempleo	17,2	14,8	12,7	10,6
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,7	1,5	1,7	1,5
Tasa de ahorro de los hogares	5,9	5,7	5,7	5,7
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	96,1	93,9	91,5

eliminación del exceso de capacidad productiva se trasladan a los precios en la misma medida que en el pasado.

En el escenario optimista todos los desequilibrios (paro, deuda) se reducirían a mayor velocidad, sin presionar sobre las cuentas externas ni los precios. En el escenario de riesgo, la economía española sufriría un importante frenazo, con un deterioro de las perspectivas de inflación y de balanza externa.

La economía española sufriría un importante frenazo si se materializara el *escenario de riesgo* (cuadro 3). El menor crecimiento mundial afectaría las perspectivas de crecimiento. El impacto sería mayor que en ciclos anteriores, por el peso del sector exportador. Por otra parte, el encareci-

miento del petróleo provocaría un deterioro de las perspectivas de inflación y de la balanza externa. Finalmente, la "cronificación" del conflicto en Cataluña presionaría al alza la prima de riesgo.

Más concretamente, con respecto a la tasa de inflación, el impacto sobre la misma del encarecimiento del petróleo tendría lugar en 2018, ya que es el año en el que se supone que tiene lugar el *shock*. En los años posteriores el precio del petróleo se mantiene constante según las hipótesis del escenario, de modo que la inflación energética sería nula, lo que haría descender la tasa general. El menor crecimiento de la demanda y el nivel más bajo de utilización de la capacidad productiva debido al menor crecimiento del PIB se traducirían en tasas ligeramente inferiores a las del escenario central en 2019 y 2020. El encarecimiento del petróleo reduciría el superávit exterior en comparación con el escenario central, pero no hasta el punto de convertirlo en déficit.

Cuadro 3

Escenario de riesgo de Funcas

(Probabilidad: 10-15%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	2,0	1,5	1,8
Consumo privado	2,4	1,2	0,9	1,4
Consumo público	1,6	1,0	0,9	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,0	4,7	2,5	2,9
- Construcción	4,6	4,8	2,3	2,9
- Equipo y otros productos	5,4	4,6	2,8	2,8
Exportaciones	5,0	4,5	3,5	4,1
Importaciones	4,7	4,1	2,9	3,8
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	<i>2,8</i>	<i>1,7</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>
<i>Sector exterior (aportación)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>
Tasa de inflación	2,0	2,4	1,4	1,7
Empleo	2,8	1,7	1,2	1,4
Tasa de desempleo	17,2	15,7	14,5	13,0
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,8	0,6	0,7	0,7
Tasa de ahorro de los hogares	6,0	5,7	6,3	6,4
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	98,0	97,8	96,8

Finalmente, en el *escenario de riesgo incrementado*, el crecimiento se desplomaría por la rarefacción del crédito y el aumento de los tipos de interés. Sin embargo, en contra de lo que ocurrió en 2011-2012, la economía no entraría en recesión (cuadro 4). Estas proyecciones son también menos adversas que las de la EBA, que prevé un crecimiento de -0,3%, -1,5% y 1,1% para 2018, 2019 y 2020, respectivamente.

Este resultado se explica por el punto de partida, relativamente favorable en comparación con la situación anterior a la crisis –algo que no se toma plenamente en cuenta en las proyecciones de la EBA–:

- La situación financiera de las empresas ha mejorado, lo que les permite absorber un *shock* de tipos de interés con más holgura. Entre 2010 y 2017, las empresas no financieras redujeron su endeudamiento en más de 310.000 millones de euros. El desendeuda-

miento, junto con la recuperación de la economía, han llevado la ratio de deuda sobre PIB hasta el 96%, es decir 36 puntos menos que en 2010. En 2017, las empresas pagaban cerca de 13.000 millones de euros en intereses, frente a 33.000 millones en 2010. Por tanto, un aumento de tipos tendría un impacto más limitado que en años anteriores. En 2018, los pagos de intereses sobre la deuda de las empresas no financieras aumentarían la mitad que en 2011, según el escenario de riesgo incrementado.

- Los hogares también podrían afrontar un *shock* financiero con más facilidad que durante los años centrales de la crisis. Desde 2010, su deuda se ha reducido en 170.000 millones de euros, hasta representar cerca de un año de renta disponible, un valor próximo al umbral que permite afrontar posibles crisis, según las estimaciones del BIS (véase BIS,2017). En el escenario de riesgo incre-

Cuadro 4

Escenario de riesgo incrementado de Funcas

(Probabilidad: 0-5%)

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,1	1,4	0,7	1,2
Consumo privado	2,4	0,5	0,3	0,6
Consumo público	1,6	1,0	0,9	0,9
Formación bruta de capital fijo	5,0	1,8	0,3	1,4
- Construcción	4,6	1,9	0,6	1,2
- Equipo y otros productos	5,4	1,7	-0,1	1,6
Exportaciones	5,0	3,7	2,4	3,3
Importaciones	4,7	2,5	1,3	2,3
<i>Demanda nacional (aportación)</i>	2,8	0,9	0,3	0,8
<i>Sector exterior (aportación)</i>	0,3	0,5	0,4	0,4
Tasa de inflación	2,0	2,4	1,3	1,6
Empleo	2,8	1,1	0,4	0,8
Tasa de desempleo	17,2	16,2	15,7	14,7
Balanza de pagos por cc (% PIB)	1,8	1,0	1,4	1,4
Tasa de ahorro de los hogares	6,0	5,5	5,9	6,2
Deuda AA.PP. (% del PIB)	98,4	99,2	100,5	101,5

mentado, el pago de intereses sobre la deuda de los hogares sería inferior que en 2011, y el aumento de pago de intereses también sería menor.

- Por otra parte, el comportamiento del mercado laboral —factor crucial en las decisiones de consumo privado y en las expectativas de los inversores— ha cambiado sustancialmente. En 2011, el empleo seguía una senda de fuerte contracción como consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria unos años antes y de la contracción estructural del tamaño del sector de la construcción. Cuando se produjo el *shock* financiero, el empleo caía en picado y la productividad (PIB por persona ocupada) avanzaba a un ritmo anual superior al 2%. Sin embargo, hoy por hoy, el ajuste del sector de la construcción ha concluido, lo que permite una evolución del empleo más acorde con el crecimiento económico. Fruto de ello, frente a un nuevo *shock* financiero, el empleo no jugará un papel tan procíclico como en la crisis.
- El saneamiento del sector financiero ayudaría a amortiguar un *shock* de tipos de interés o un parón de los flujos internacionales de capital. Las ratios de liquidez y de capital han mejorado sustancialmente. Por otra parte, la menor exposición de las entidades a la deuda soberana reduce el impacto de un aumento de primas de riesgo sobre los balances bancarios. Con todo, las entidades mantendrían su capacidad para conceder créditos.

Una vez superado el efecto inicial sobre la tasa de inflación derivado del encarecimiento del petróleo, las tasas de 2019 y 2010 serían las más bajas de todos los escenarios, debido al inferior crecimiento de la demanda interna y el mayor exceso de capacidad productiva instalada. El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente sería inferior al del escenario central como consecuencia del mayor precio del petróleo, pero superior al del escenario de riesgo, ya que la ralentización de la demanda interna (y, por tanto, de las importaciones) en este escenario sería más intensa que la

ralentización de la demanda mundial (y, por tanto, de las exportaciones). Esto se explica por el mayor deterioro de la confianza y el mayor incremento de los tipos de interés que sufriría España, cuyo reflejo se encontraría en el fuerte ascenso de la prima de riesgo. Esta pérdida de confianza se derivaría, a su vez, del elevado nivel de endeudamiento público, circunstancia que constituye una de las principales fuentes de vulnerabilidad de la economía española, especialmente en un escenario de crisis financiera.

Todo apunta a que la economía española está mucho mejor posicionada que en anteriores épocas para responder a shocks externos de aquí a 2020. En el peor de los escenarios, se frenaría el crecimiento, pero sin caer en una recesión prolongada.

Otra fuente de vulnerabilidad es la precariedad laboral. El elevado peso del empleo temporal favorece la realización de fuertes ajustes de plantilla en las etapas de recesión, en mayor medida que en otros países europeos, con un efecto pro-cíclico sobre el crecimiento.

Cabe señalar que la estimación de la evolución del coste efectivo de la deuda de los diferentes sectores institucionales constituye un elemento muy relevante de cara al cálculo de los resultados de las diferentes variables macroeconómicas, tanto en este escenario como en los anteriores. En este sentido, el método de previsión empleado ha ofrecido muy buenos resultados en el pasado, como puede observarse en el Anexo 2.

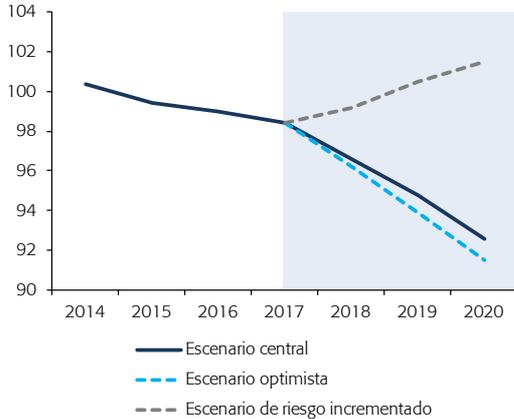
Conclusiones

En suma, todo apunta a que la economía española está significativamente mejor posicionada que en anteriores épocas para responder a *shocks* externos de aquí a 2020. En el peor de los escenarios (que combina un aumento de las primas de riesgo de una magnitud similar a

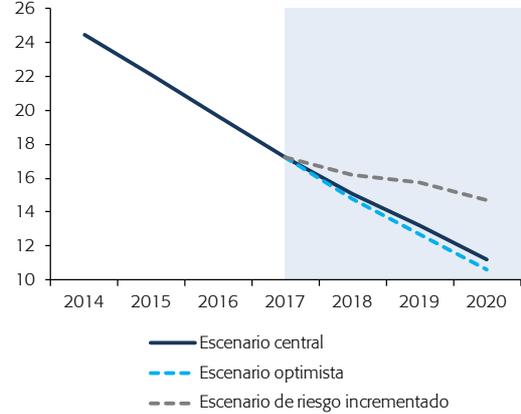
Gráfico 2

Deuda pública y desempleo en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española

2.1 - Deuda pública
(Porcentaje del PIB)



2.2 - Tasa de desempleo
(Porcentaje)



lo ocurrido en 2011 y un encarecimiento del petróleo), la economía frenaría notablemente su crecimiento, pero sin caer en una recesión prolongada. El resultado sería significativamente menos negativo que las proyecciones realizadas por la EBA en el contexto de las pruebas de resistencia a la banca. Además el superávit externo se mantendría, incluso en un escenario favorable, caracterizado por una expansión vigorosa de la demanda nacional durante los próximos tres años. La resistencia de la economía española ante *shocks*, tanto adversos como positivos, se explica por la mejora financiera de las empresas, el saneamiento del sector financiero y la favorable posición competitiva del país. No obstante, en todos los escenarios, la deuda pública y el paro se mantienen como los principales desafíos que tiene el país a medio plazo (gráfico 2),

poniendo de manifiesto la necesidad de nuevas reformas.

Referencias

BIS (2017), "The real effects of household debt in the short and long run", *Working Paper No 607*, enero, <https://www.bis.org/publ/work607.pdf>.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, ESRB (2018)), *Adverse macro-financial scenario for the 2018 EU-wide banking sector stress test*, enero, www.eba.europa.eu

TORRES, R., y M. J. FERNÁNDEZ (2018), "La economía española en 2017 y perspectivas para 2018", *Cuadernos de Información Económica*, 262, enero-febrero: 1-14.

Anexo 1

Principales hipótesis de los escenarios de Funcas para la economía española

1.1 - Escenario central

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,6	3,5	3,5
PIB zona del euro	2,5	2,3	1,9	1,8
Petróleo	54,3	65	65	65
T/i largo plazo	1,6	1,4	1,5	1,8
Prima riesgo	1,2	0,7	0,5	0,6
T/i corto plazo	-0,3	-0,32	0,07	0,75
t/c euro	1,1	1,25	1,25	1,20
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,0	1,9

1.2 - Escenario optimista

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,7	3,6	3,5
PIB zona del euro	2,5	2,4	2,1	1,9
Petróleo	54,3	65	65	65
T/i largo plazo	1,6	1,5	1,6	1,9
Prima riesgo	1,2	0,6	0,4	0,5
T/i corto plazo	-0,3	-0,29	0,16	0,90
t/c euro	1,1	1,25	1,25	1,20
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,2	2,1

1.3 - Escenario de riesgo

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,2	2,8	3,0
PIB zona del euro	2,5	1,9	1,4	1,4
Petróleo	54,3	80	80	80
T/i largo plazo	1,6	1,6	1,6	2,0
Prima riesgo	1,2	1,2	1,0	1,1
T/i corto plazo	-0,3	-0,32	-0,11	0,35
t/c euro	1,1	1,25	1,18	1,18
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,0	1,5

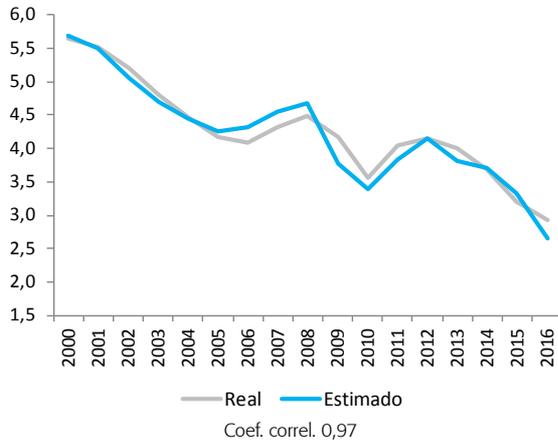
1.4 - Escenario de riesgo incrementado

	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	2,7	2,0	2,6
PIB zona del euro	2,5	1,7	1,0	1,4
Petróleo	54,3	80	80	80
T/i largo plazo	1,6	3,5	3,8	4,0
Prima riesgo	1,2	2,8	2,8	2,8
T/i corto plazo	-0,3	-0,33	-0,33	-0,33
t/c euro	1,1	1,25	1,25	1,20
Productividad	0,2	0,4	0,4	0,4
Salarios	0,1	1,0	1,0	1,0

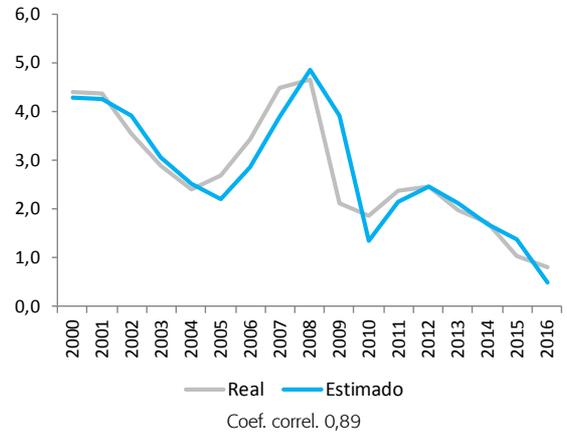
Anexo 2

Coste efectivo de la deuda de los sectores institucionales (comparación entre el resultado según estimación inicial de Funcas y resultado real final)

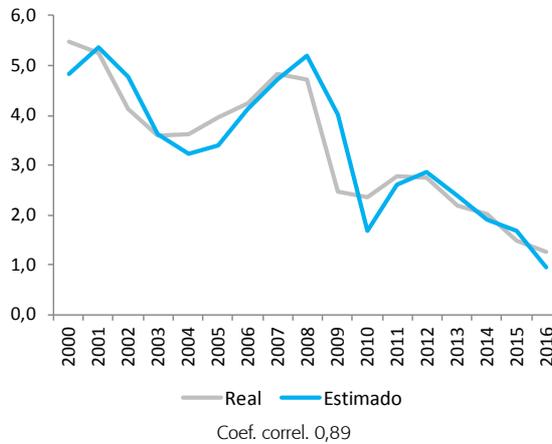
2.1 - Tipo de interés efectivo de la deuda pública (Coef. correl. 0,97)



2.2 - Tipo de interés efectivo de la deuda de los hogares (Coef. correl. 0,89)



2.3 - Tipo de interés efectivo de la deuda de las sociedades no financieras (Coef. correl. 0,92)



El efecto de la edad, la experiencia y la formación en la productividad laboral

Isabel de Sivatte*, Ricardo Olmos**, Cristina Simón* y Mónica Martel*

El principal objetivo de este artículo es investigar si la productividad del trabajo aumenta o disminuye con la edad, la experiencia y la formación de los empleados. Dados los cambios que estas tres características han experimentado durante las últimas décadas, es probable que a los gestores de las empresas en general, y a los gestores de recursos humanos en particular, les interese conocer sus efectos en la productividad laboral. En consecuencia, nos planteamos las siguientes preguntas: ¿son los empleados de más edad más o menos productivos? ¿La experiencia de un trabajador siempre se correlaciona con una mayor productividad? ¿Son los empleados con más formación más productivos? El análisis se ha llevado a cabo con una muestra formada por empleados de un importante banco español. Los resultados sugieren que los empleados de más edad y con mayor nivel de formación son claramente más productivos que los jóvenes y con menor formación académica. La experiencia también afecta positivamente a la productividad, pero los efectos son mucho menores. Además, los efectos difieren considerablemente según las categorías profesionales.

Según datos de la *Encuesta europea sobre condiciones de trabajo (European Working Conditions Survey–EWCS)*, un amplio sondeo a empleados realizado en numerosos países de Europa y promovido por el Eurofund, la edad media de los asalariados españoles ha aumentado desde 36,7 años en 1991 hasta 42,3 años en 2015. El mismo estudio concluye que la antigüedad en la organización (el número de años que un trabajador lleva empleado en una misma empresa) ha ido descendiendo en España. La antigüedad media en la organización de los asalariados

españoles era de 11,1 años en 1995, mientras que en 2015 era de 10 años. Un cambio menos significativo si se compara con el observado en la edad media. Según la *Encuesta de Población Activa* del Instituto Nacional de Estadística (INE), el porcentaje de la población activa española con una licenciatura universitaria ha aumentado notablemente en los últimos 25 años, desde un 12% en 1992 hasta el 39% de 2017. En vista de todos estos cambios, nos planteamos las siguientes preguntas: ¿son los empleados de más edad más o menos productivos? ¿La experiencia de un traba-

* IE University.

** Universidad Autónoma de Madrid.

jador siempre se correlaciona con una mayor productividad? ¿Son los empleados con más formación más productivos?

Se responderá a esas preguntas analizando una muestra formada por empleados de un importante banco español. El departamento de recursos humanos del banco facilitó al equipo de investigación datos de sus empleados que incluían su edad, experiencia, formación académica y productividad (medida utilizando las comisiones generadas por los empleados con la venta de productos/servicios).

El resto del artículo está estructurado de la siguiente forma. En primer lugar se describen los resultados obtenidos por estudios anteriores sobre la relación existente entre la edad, la experiencia y la formación académica del trabajador y su productividad. A continuación presentamos el trabajo empírico, que contiene la descripción de la muestra, las variables medidas y los análisis estadísticos realizados, así como los resultados alcanzados. El artículo se cierra con las conclusiones y recomendaciones sobre cómo gestionar empleados de distinta edad, experiencia y nivel de formación.

Conclusiones anteriores sobre el efecto de la edad, la experiencia y la formación en la productividad

En esta sección resumimos lo que han concluido estudios anteriores sobre los efectos de la edad, la experiencia y la formación en la productividad de los trabajadores. En cuanto a la *edad*, los estereotipos relacionados con los empleados de más edad son, en su mayoría, negativos. Se considera que son menos productivos, más difíciles de formar, menos flexibles y más reacios al cambio, y que sus capacidades físicas y mentales (razonamiento, memoria o velocidad, entre otras) son menores. Frente a esos estereotipos, otros investigadores argumentan que la productividad aumenta con la edad, ya que los empleados mayores son más estables, responsables, hones-

tos, comprometidos, fiables y leales (Posthuma y Campion, 2009). Los estudios empíricos no aclaran esta incongruencia reflejada en estudios conceptuales. Algunas investigaciones cuantitativas concluyen que la relación entre la edad del empleado y su productividad es positiva (es decir, la productividad aumenta con la edad), mientras que para otras es negativa (la productividad disminuye con la edad). Para complicar las cosas, el rango de correlaciones entre edad y productividad es bastante amplio, de $-0,36$ a $0,39$ en una revisión de investigaciones anteriores (Sturman, 2003). Esas diferencias de las correlaciones podrían explicarse parcialmente por la forma de medir la productividad. En un metaanálisis (es decir, un resumen de investigaciones anteriores) se concluyó que la edad no está relacionada en general con el desempeño de las tareas fundamentales del puesto de trabajo, pero sí lo está y positivamente con comportamientos de ciudadanía organizativa (cumplimiento de las normas, compañerismo, no quejarse por cuestiones triviales) y con otras mediciones del desempeño (Ng y Feldman, 2008). Además, y en cierto modo resolviendo esa incongruencia, estudios más recientes han sugerido que la relación podría no ser lineal (las correlaciones no capturan bien la no linealidad). Según metaanálisis recientes (Sturman, 2003; Ng y Feldman, 2008), la relación entre edad y productividad tendría la forma de U invertida. Es decir, la productividad aumentaría con la edad hasta los 49 años, y la relación se volvería negativa a partir de esa edad (Sturman, 2003). Otros estudios afirman que la asociación entre edad y productividad es positiva y que, a partir de cierto punto se estabiliza, en lugar de volverse negativa (Avolio, Waldman y McDaniel, 1990). Por otra parte, algunos análisis concluyen que la relación entre edad y productividad laboral difiere en función de la complejidad del trabajo. La productividad aumenta con la edad en trabajos más complejos, pero tiene forma de U invertida en trabajos menos complejos (Sturman, 2003).

En teoría, cuanto mayor es la experiencia de un trabajador, cabría esperar que su productividad aumentase. En este estudio utilizamos tres

indicadores para medir la experiencia: antigüedad en la organización, antigüedad en el puesto de trabajo y antigüedad en la sucursal. Nuestra expectativa es que los tres factores estén relacionados positivamente con el desempeño laboral, aunque por motivos ligeramente distintos y en diferente grado. La *antigüedad en la organización* se refiere al tiempo que lleva el empleado en su empresa actual. Conceptualmente, la teoría del capital humano afirma que aquellos empleados con mayor antigüedad serán más productivos, ya que poseen más conocimientos relacionados con el trabajo. Esta afirmación sería menos cierta en el caso de empleados con una larga trayectoria en la organización pero con una antigüedad en su puesto de trabajo más corta (por haber cambiado recientemente de puesto dentro de la empresa). Por otra parte, los empleados que acumulan una trayectoria más dilatada en la empresa conocen mejor los objetivos de la organización, sus estructuras de dirección, a sus compañeros, sus valores, las normas y los comportamientos esperados, por lo que deberían ser más productivos. La teoría del arraigo en el puesto, además, sugiere que los empleados con trayectoria más larga en una misma empresa tienen menos tendencia a la movilidad y, por consiguiente, sus intereses estarían más alineados con los de la empresa, lo que los haría más productivos. Varios metaanálisis han concluido que la correlación media entre la antigüedad en la organización y el desempeño laboral en los estudios objeto de revisión es de 0,06 (Sturman, 2003), 0,16 (Quiñones, Ford y Teachout, 1995) y 0,10 (Ng y Feldman, 2010), por tanto, positiva. Los estudios empíricos también han comprobado que la antigüedad en la organización está relacionada significativa y positivamente con el desempeño al menos hasta los seis años de antigüedad, y que la relación disminuye a partir de entonces (Ng y Feldman, 2010). Sturman (2003) concluyó que la relación es positiva hasta los 14,2 años y se vuelve negativa a partir de ese punto. Esto último podría deberse a que los empleados que acumulan mayor tiempo en una empresa están menos expuestos a nuevas ideas externas. O, también, a que en años posteriores simple-

mente queda menos por aprender. Por último, la relación entre la antigüedad en una organización y el desempeño laboral no parece diferir entre los trabajos según su grado de complejidad (Sturman, 2003).

Dado que la *antigüedad en el puesto de trabajo* (es decir, el tiempo realizando el mismo trabajo) mejora los conocimientos relacionados con el puesto, debido al ejercicio y la práctica de las tareas asociadas a ese trabajo (Quiñones, Ford y Teachout, 1995), cuanto mayor sea la antigüedad en el puesto, mejor debería ser el desempeño. La antigüedad en el puesto de trabajo mejoraría los conocimientos, competencias y habilidades, lo que a su vez contribuiría a un mejor desempeño del empleado. Sin embargo, también puede ocurrir que, cuanto más tiempo permanezca un trabajador en el mismo puesto, aumente la sensación de aburrimiento y disminuya la motivación, lo que reduciría su rendimiento laboral. Los resultados de la asociación entre antigüedad en el puesto de trabajo y desempeño laboral son mayoritariamente positivos (la correlación media de los estudios revisados en el metaanálisis de Sturman (2003) fue de 0,13) aunque en algunas ocasiones son bastante débiles (Ng y Feldman, 2013). Además, aunque se ha aducido que la ventaja relativa de un año de experiencia es mayor cuando la antigüedad en el puesto de trabajo es menor que cuando es mayor, otra de las discrepancias de los resultados empíricos tiene que ver con la curvilinealidad de la relación. El metaanálisis de Ng y Feldman (2013) no encuentra evidencias de dicha curva, mientras que Sturman (2003) concluye que la relación entre experiencia en el puesto de trabajo y desempeño laboral es positiva en los primeros años, se vuelve nula a los 15,2 años y es negativa a partir de ese punto. Además, Sturman (2003) concluye que esa relación de U invertida solo se cumple en trabajos poco complejos. En trabajos más complejos, la relación es positiva.

El efecto de la *antigüedad en la sucursal* en el rendimiento solo se ha examinado en un estudio, que concluye que esas dos variables no están relacionadas (McEnrue, 1988). La antigüedad en

la sucursal es el tiempo que lleva un empleado trabajando en una misma sucursal (o, de forma más genérica, el mismo centro de trabajo) de la empresa. Interesa entender sus efectos en el rendimiento porque, en muchos sectores, las empresas operan en centros de trabajo separados geográficamente unos de otros. Así sucede, por ejemplo, en los sectores de banca, distribución minorista, hostelería o manufacturero. Sostenemos que no toda la experiencia que adquiere un empleado al trabajar en un centro de trabajo (sucursal bancaria, en nuestro estudio) es fácilmente trasladable a otro centro de la empresa. Durante los primeros años que un empleado empieza a trabajar en una sucursal, probablemente aprenderá sobre nuevos clientes, nuevos compañeros, los procedimientos específicos de la sucursal y, a veces, nuevos productos y servicios. Así, es muy probable que en esos primeros años su rendimiento aumente. Al cabo de algún tiempo, la fortaleza relativa de la relación puede debilitarse e incluso volverse negativa, ya que habrá menos que aprender y puede aparecer sensación de aburrimiento y falta de motivación, o incluso conflictos con compañeros. Por lo tanto, esperaríamos que la relación entre antigüedad en el centro de trabajo y desempeño laboral tenga forma de U invertida.

El nivel de *formación* está relacionado positivamente con la productividad laboral. Los empleados con un nivel de formación más alto muestran niveles superiores de inteligencia *fluida* (capacidad de memorizar datos, razonamiento abstracto, procesamiento de información compleja) y una mayor inteligencia *materializada* (conocimientos generales, vocabulario, comprensión). También se ha sugerido que la formación académica fomenta el conocimiento declarativo (competencias en relación con datos, normas, principios) y el conocimiento procedimental (aplicación del conocimiento declarativo). Además de mejorar la inteligencia y los conocimientos, la formación inculca fuerza de voluntad. Ng y Feldman (2009) realizaron un metaanálisis en el que la correlación media observada entre nivel de formación y desempeño de tareas básicas fue del 0,24 (utilizando indicadores de rendimiento

objetivos) y del 0,09 (utilizando la evaluación del desempeño por el superior jerárquico). La relación entre nivel de formación y desempeño laboral, por lo tanto, es claramente positiva. Estos autores también sugirieron que la asociación entre formación académica y desempeño es más fuerte en puestos de trabajo más complejos, que requieren capacidad intelectual, conocimiento del trabajo y perseverancia. En puestos de trabajo menos complejos, los efectos de la formación en el desempeño deberían ser menores. Sus pruebas empíricas confirmaron esas predicciones: la relación entre formación y desempeño laboral fue más fuerte en trabajos complejos que en trabajos más sencillos.

La relación entre el *tipo de grado universitario* y la productividad del empleado ha recibido mucho menos atención de los investigadores (Ng y Feldman, 2009). Sin embargo, sostenemos que cursar un grado en áreas de conocimiento cercanas a las tareas requeridas por el puesto de trabajo muy probablemente favorecerá la productividad del empleado. En el contexto bancario, esperaríamos que el desempeño de empleados con un grado en áreas relacionadas con la Empresa o el Derecho sea, muy probablemente, mejor que el de empleados que hayan estudiado otras disciplinas (o que no hayan ido a la universidad). Como ocurre con el nivel de formación, es probable que el efecto del grado cursado por el empleado en su desempeño sea más fuerte en puestos de trabajo de mayor complejidad y más débil en puestos menos complejos.

Así pues, examinamos la relación entre edad, experiencia (medida por la antigüedad en la organización, en el puesto de trabajo y en la sucursal) y formación (nivel y grado cursado) con el desempeño laboral, así como la posibilidad de que esas relaciones difieran en función de la complejidad del trabajo desarrollado.

Análisis empíricos

Muestra. Para contrastar las relaciones mencionadas, utilizamos datos sobre empleados de

un banco español grande. Este banco vende productos y servicios financieros a particulares y empresas. No todos los empleados del banco están incluidos en la muestra. Dado que la productividad del empleado se mide por las comisiones que genera con la venta de productos y servicios, solo incluimos empleados que operan en la red comercial del banco (no los que trabajan en servicios centrales). Para estudiar el efecto de la edad y la experiencia en la productividad, utilizamos información sobre empleados activos en el banco *tanto en 2005 como en 2012* y organizamos los datos longitudinalmente. Por tanto, incluimos a 3.398 empleados que estaban en activo en el banco en esos dos años, lo que produjo 6.796 observaciones (2 por cada empleado). Utilizar datos de cada empleado en dos puntos del tiempo nos permitió emplear análisis estadísticos más sólidos (utilizamos regresiones con efectos fijos). No fue posible estructurar los datos longitudinalmente en el estudio de los efectos de la formación en la productividad laboral, porque los empleados poseían la misma formación en 2005 y 2012. En este caso, combinamos los datos de todos los empleados de la red comercial en 2005 (5.356 personas) y en 2012 (5.800 personas).

Mediciones. A continuación se indica cómo se ha medido cada indicador. La *productividad del empleado* está representada por las comisiones de venta anuales generadas por cada empleado. La *edad* del empleado se mide en años. *Antigüedad en la organización* es el número de años que el empleado lleva en el banco. *Antigüedad en el puesto de trabajo* es el número de años que el empleado lleva trabajando en su puesto actual. *Antigüedad en la sucursal* es el número de años que el empleado lleva trabajando en su sucursal actual. *Nivel de formación* es un indicador cuyo valor es 0 si el empleado tiene formación secundaria o inferior, y 1 si tiene formación universitaria. *Grado cursado* toma el valor 1 cuando la titulación del empleado es en Empresariales o Derecho, y 0 para otras especialidades universitarias o si el empleado no posee formación universitaria. Además, para observar cómo difieren las principales relaciones que

manejamos en función de la complejidad del trabajo desarrollado, dividimos las diez *categorías profesionales* de los empleados en las sucursales en cuatro grupos de complejidad similar. Los ordenamos de mayor complejidad (Grupo 1) a menor complejidad (Grupo 4). El Grupo 1 consta de dos tipos de directores de sucursal. El Grupo 2 comprende cinco puestos de trabajo que incluyen al interventor de la sucursal, además de empleados que llevan la gestión de cuentas de empresas y de particulares de alto patrimonio. El Grupo 3 engloba un solo puesto de trabajo, el de los comerciales que atienden a clientes casuales (sin cita). El Grupo 4 comprende dos puestos de trabajo de cajeros.

Análisis estadísticos. Para analizar los efectos de la edad, la experiencia y la formación en la productividad del empleado, calculamos regresiones múltiples. El objetivo de esas regresiones es establecer si las variables independientes del estudio (edad, antigüedad en la organización, antigüedad en el puesto de trabajo y antigüedad en la sucursal, nivel de formación y grado cursado), así como otros indicadores que utilizamos como controles (porque también pueden influir en la productividad del empleado), afectan *en realidad* a la variable dependiente (comisiones por ventas). Si lo hacen, calculamos la magnitud de dicho efecto.

Resultados

Antes de detallar los resultados de las regresiones, comentamos brevemente los valores que toman los indicadores principales en las muestras utilizadas (véase el cuadro 1). Las comisiones por ventas anuales van de 0 euros a 47.830 euros, con un valor medio de 2.332 euros. La mayoría de los empleados generan entre 0 y 2.500 euros de comisiones anuales. La edad media de los empleados de la muestra es de 43 años, y su antigüedad media en la organización, en su puesto de trabajo y en la sucursal es de 19, 4 y 5 años, respectivamente. Un 54% de los empleados tienen formación universitaria; en un 41% de los casos, el grado es en Empresaria-

Cuadro 1

Características descriptivas de las variables

<i>Variable (unidades)</i>	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
Productividad del empleado (euros)	2.332	3.281	0	47.830
Edad (años)	42,51	7,94	22	63,45
Antigüedad en la organización (años)	19,37	11,2	0	48,79
Antigüedad en el puesto de trabajo (años)	4,03	4,51	0	21,67
Antigüedad en la sucursal (años)	5,02	5,45	0	21,67
Nivel de formación	0,54	0,5	0	1
Grado cursado	0,41	0,49	0	1

les o Derecho. Por último, un 63% son hombres y un 37% mujeres.

Los resultados muestran que la edad está relacionada positivamente con el rendimiento. Así sucede en las categorías de directores de sucursal, interventores y gestores de empresas, y cajeros, aunque la relación se vuelve negativa a partir de una cierta edad en el caso de los comerciales que atienden clientes casuales.

Los resultados de la regresión se muestran en el cuadro 2 y en los gráficos. En este apartado comentamos los resultados desde el punto de vista técnico. Las implicaciones de dichos resultados se describirán en las conclusiones, prestando especial atención a su utilidad para la dirección. Cada uno de los seis modelos mostrados en el cuadro 2 representa una ecuación de regresión y cada modelo explica el efecto de una variable independiente diferente en las comisiones generadas con las ventas. En cuanto a la variable dependiente, debido a supuestos matemáticos, no hemos utilizado los valores brutos del indicador (valor anual de las comisiones generadas con las ventas) sino el logaritmo natural de esa variable. En los gráficos se observa esa transformación: el eje de productividad del empleado no refleja comisiones (en euros), sino el logaritmo de las comisiones, que toma valores de 0 a 11.

Cada ecuación contiene la variable independiente estudiada en cada caso (por ejemplo, la edad en el Modelo 1), su término cuadrático (que se incluye por sospechar que las relaciones pudieran no ser lineales) y varias variables de control. Para simplificar los resultados, los coeficientes de regresión de las variables de control no se muestran en el cuadro 2 (aunque están incluidos en las ecuaciones). Los números indicados en el cuadro son los coeficientes de regresión no estandarizados de cada variable. Representan el efecto de cada variable en el logaritmo de las comisiones, manteniendo constantes el resto de las variables de la ecuación.

Los efectos de la antigüedad en la organización se expresan mediante una curva cuya forma es bastante plana. La productividad aumenta ligeramente con la antigüedad y disminuye a partir de los diez años de antigüedad en la empresa, si bien los efectos son considerablemente diferentes según la categoría profesional del empleado.

Los resultados mostrados en el Modelo 1 (cuadro 2) y el gráfico 1 indican que la *edad* está relacionada positivamente con el rendimiento. El coeficiente de regresión de la edad es positivo y significativo ($b=0,35$, $p<0,05$). El coeficiente del término al cuadrado de la edad es negativo y también significativo ($b=-0,004$, $p<0,05$). Esto indica

Cuadro 2

Regresiones que predicen la productividad del empleado

Variables independientes	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Edad	0,35*					
Edad ²	-0,004*					
Antigüedad en la organización		-0,05				
(Antigüedad en la organización) ²		-0,003*				
Antigüedad en el puesto de trabajo			0,036*			
(Antigüedad en el puesto de trabajo) ²			-0,001			
Antigüedad en la sucursal				0,035*		
(Antigüedad en la sucursal) ²				-0,006*		
Nivel de formación					0,52*	
Grado cursado						0,45*
N	6.796	6.486	5.473	6.346	11.156	8.196

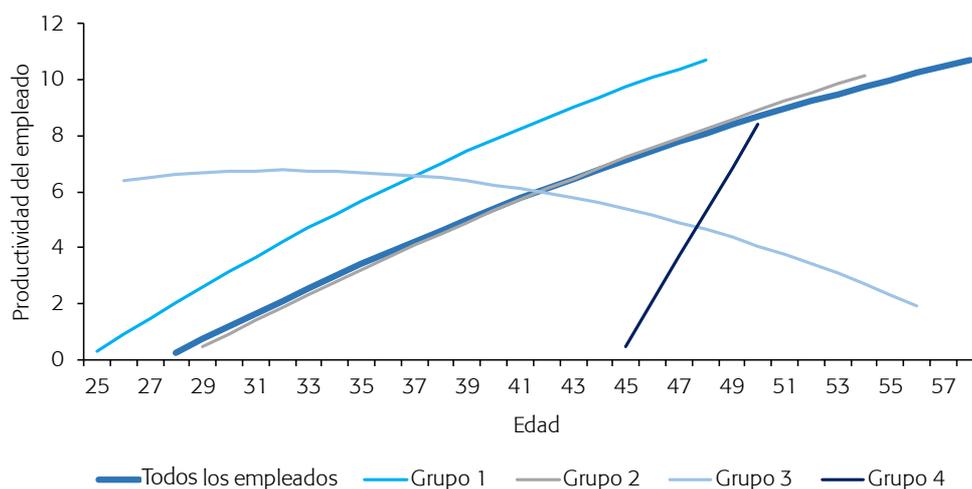
Notas: las variables de control incluidas (aunque no aparezcan en los cuadros) son: remuneración fija, si el empleado tiene o no acceso a comisiones todo el año, categoría profesional y tendencia temporal. * $p < 0,05$. Años incluidos: 2005 y 2012. Modelos 1 a 4: regresiones con efectos fijos. Modelos 5 y 6: Regresiones de mínimos cuadrados ordinarios (OLS).

que la mejor forma de representar la relación es una curva con forma de U invertida (primero positiva y, más tarde, negativa). Sin embargo, como se muestra en el gráfico 1, como la magnitud del coeficiente del término cuadrático es tan pequeña,

la relación edad/productividad se asemeja más a una línea que a una curva (véase la "curva" en línea más gruesa que incluye datos de todos los empleados). Al analizar la relación entre edad y desempeño de las distintas categorías profesiona-

Gráfico 1

Efecto de la edad en la productividad del empleado



Notas: Análisis realizado sobre todos los empleados (línea más gruesa), Grupo 1 (directores de sucursal), Grupo 2 (interventores y gestores de empresas y particulares de gran patrimonio), Grupo 3 (comerciales que atienden a clientes casuales) y Grupo 4 (cajeros).

les, el gráfico 1 muestra que, para los empleados del Grupo 1 (directores de sucursal), del Grupo 2 (interventores y gestores de de empresas y particulares de gran patrimonio) y del Grupo 4 (cajeros), la edad está positivamente relacionada con la productividad laboral. Sin embargo, en el caso de los empleados del Grupo 3 (comerciales que atienden a clientes casuales), las comisiones primero aumentan ligeramente con la edad, y más tarde la relación se vuelve negativa.

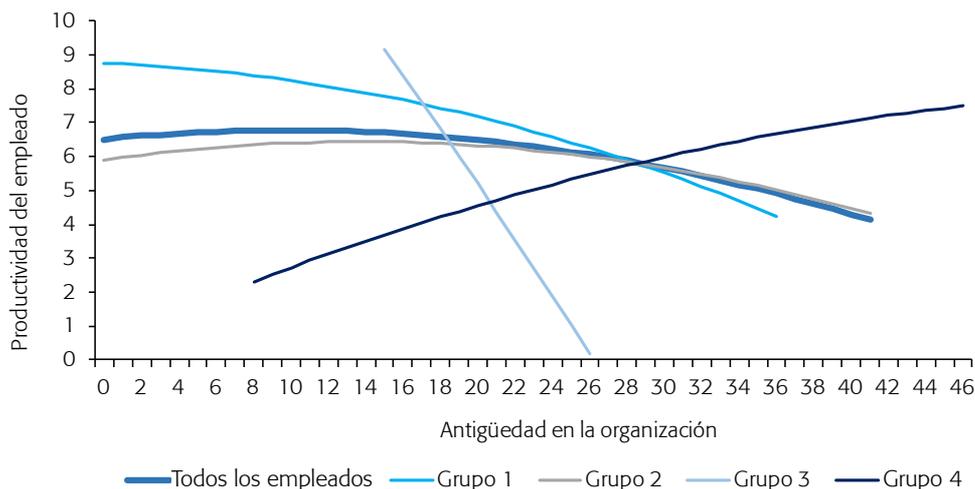
La relación entre *antigüedad en la organización* y productividad laboral se muestra en el Modelo 2 (cuadro 2) y el gráfico 2. Aunque el coeficiente de regresión de la variable "antigüedad en la organización" no es significativo, el coeficiente que importa en este caso es su término cuadrático, que es negativo y significativo ($b=-0,003$, $p<0,05$). Como se observa en el gráfico 2, si se tienen en cuenta todos los empleados (curva en línea más gruesa), la asociación entre antigüedad en la organización y rendimiento es una curva en forma de U invertida bastante plana. No obstante, los efectos de la antigüedad en la organización en

las comisiones difieren bastante según las diversas categorías profesionales. En los Grupos 1 y 3, una antigüedad más larga en la empresa se relaciona con una menor productividad laboral. En el Grupo 2, la relación es una U invertida bastante plana, y en el Grupo 4 es positiva.

Los efectos de la *antigüedad en el puesto de trabajo* en las comisiones se muestran en el Modelo 3 (cuadro 2) y en el gráfico 3. El coeficiente de regresión de la variable "antigüedad en el puesto de trabajo" es positivo y significativo, aunque pequeño ($b=0,036$, $p<0,05$). La relación, por tanto, es positiva pero débil (como se muestra en el gráfico 3). El hecho de que el término cuadrático de la antigüedad en el puesto de trabajo no sea significativo indica que dicha relación es lineal y no curvilínea. En cuanto a las diferencias entre categorías profesionales, observamos que, cuanto mayor es la antigüedad en su puesto de los empleados de los Grupos 2, 3 y 4, mayores son también las comisiones que generan con las ventas, aunque solo ligeramente. En el caso de los directores de sucursal, la relación es negativa.

Gráfico 2

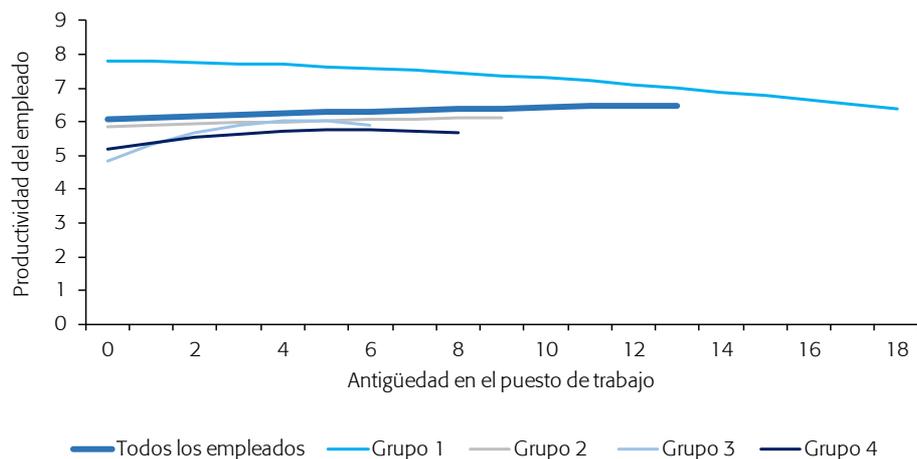
Efecto de la antigüedad en la organización en la productividad del empleado



Notas: Análisis realizado sobre todos los empleados (línea más gruesa), Grupo 1 (directores de sucursal), Grupo 2 (interventores y gestores de empresas y particulares de gran patrimonio), Grupo 3 (comerciales que atienden a clientes casuales) y Grupo 4 (cajeros).

Gráfico 3

Efecto de la antigüedad en el puesto de trabajo en la productividad del empleado



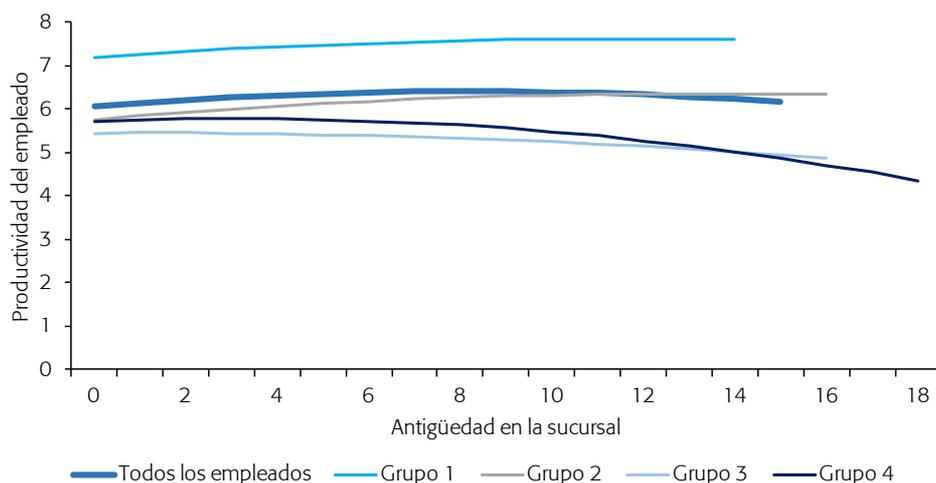
Notas: Análisis realizado sobre todos los empleados (línea más gruesa), Grupo 1 (directores de sucursal), Grupo 2 (interventores y gestores de empresas y particulares de gran patrimonio), Grupo 3 (comerciales que atienden a clientes casuales) y Grupo 4 (cajeros).

Según los resultados mostrados en el Modelo 4 (cuadro 2) y el gráfico 4, la *antigüedad en la sucursal* guarda relación, aunque débil (como indican la pequeña magnitud de los coeficientes de regresión y las curvas bastante planas) con la productividad

laboral. Si se tienen en cuenta todos los empleados, la relación entre antigüedad en la sucursal y productividad tiene forma de U invertida (ver la curva en línea más gruesa del gráfico 4). El patrón del efecto parece ser similar en todos los grupos profesionales.

Gráfico 4

Efecto de la antigüedad en la sucursal sobre la productividad del empleado



Notas: Análisis realizado sobre todos los empleados (línea más gruesa), Grupo 1 (directores de sucursal), Grupo 2 (interventores y gestores de empresas y particulares de gran patrimonio), Grupo 3 (comerciales que atienden a clientes casuales) y Grupo 4 (cajeros).

El efecto del *nivel de formación* en la productividad laboral se muestra con un coeficiente positivo y significativo en el Modelo 5 (cuadro 2) ($b=0,52$, $p<0,05$). Los empleados con formación universitaria generan un 68% más de comisiones con sus ventas que los que tienen formación secundaria o inferior. Al calcular los efectos en las distintas categorías, observamos que los directores de sucursal con formación universitaria generan unas comisiones un 112% mayores que los que tienen formación secundaria. Los empleados del Grupo 2 con formación universitaria generan un 53% más de comisiones que los del mismo grupo sin formación universitaria. Los graduados universitarios del Grupo 3 generan un 93% más de comisiones que los no graduados de ese grupo. Por último, los cajeros ganan la misma cantidad de comisiones, sean o no graduados universitarios.

Los empleados con formación universitaria generan un 68% más de comisiones que los que tienen formación secundaria o inferior, efecto que se observa en todas las categorías profesionales excepto en la de los cajeros. A su vez, los empleados con grados en áreas de Empresariales o Derecho generan un 58% más de comisiones que los que tienen otras especialidades universitarias o no tienen ningún grado universitario.

Los efectos del *grado cursado* en la productividad se muestran en el Modelo 6 (cuadro 2). Los graduados en Empresariales o Derecho generan un 57,5% más en comisiones que otros empleados. Los directores de sucursal con grados en Empresariales o Derecho generan un 98% más en comisiones que los directores con otras especialidades (o que no han ido a la universidad). Los empleados del Grupo 2 con un grado en Empresariales o Derecho generan un 47% más en comisiones que otros empleados del Grupo 2. Los graduados en Empresariales o Derecho del Grupo 3 generan un 72% más que los demás empleados de ese grupo. Por último, los cajeros generan la misma cantidad de comisiones, sean o no graduados en Empresariales o Derecho.

Conclusiones y recomendaciones

El análisis de nuestros datos sugiere que los empleados de más edad y con nivel de formación más alto son claramente más productivos que los más jóvenes y con menor formación académica. La experiencia también afecta positivamente a la productividad, pero los efectos son mucho menores. Nuestras regresiones muestran que la *edad* tiene un efecto positivo y (casi) lineal en la productividad del empleado (comisiones por ventas). La relación es considerable (véase el gráfico 1), ya que un aumento de un año de edad está relacionado con un aumento del 36% en las comisiones. Además, dado que la relación es casi lineal, no hay una edad a partir de la cual disminuya el rendimiento. A continuación incluimos nuestras *recomendaciones* tomando como base las conclusiones sobre la relación edad-rendimiento. Los resultados de nuestro estudio sugieren que los empleados de más edad son más productivos y que la productividad no disminuye a partir de una edad específica. Sin embargo, dado que otros estudios han constatado que los efectos de la edad en la productividad son unas veces positivos y otras veces negativos, las empresas, si es posible, deberían analizar esa relación y calcular regresiones con sus propios datos. Por otra parte, la dirección debería tener en cuenta que el efecto de la edad en la productividad podría diferir en función de la categoría profesional concreta de cada empleado. Otros estudios han concluido que en empleos de escasa complejidad la relación tiene un perfil de U invertida (primero positiva, finalmente negativa), mientras que en trabajos más complejos es positiva (Sturman, 2003). En nuestra muestra, la relación entre edad y productividad es positiva para todas las categorías profesionales, excepto en el caso de comerciales que atienden a clientes casuales. La relación en el caso de esos empleados se representa con una U invertida: primero es positiva, y más tarde se vuelve negativa.

Nuestros datos sugieren que los efectos de la *antigüedad en la organización* en la productividad se expresan mediante una curva cuya forma es bastante plana (ver gráfico 2). La productividad aumenta ligeramente con la antigüedad en la

organización y disminuye a partir de los diez años de antigüedad en la empresa. Ese mismo patrón se ha constatado en estudios anteriores. En contra de lo que concluyen otros estudios (Sturman, 2003), nuestros datos sugieren que los efectos son considerablemente diferentes según la categoría profesional del empleado. Por lo tanto, estas serían nuestras *recomendaciones*. La dirección debe ser consciente de que, aunque los efectos son débiles, la productividad aumenta ligeramente con la antigüedad en la empresa, y a continuación disminuye. Las empresas podrían contemplar medidas que reactiven la productividad de aquellos empleados con una trayectoria más dilatada en la organización, como plantearles nuevos retos o introducir cambios en sus tareas o trabajo. Además, según muestran nuestros resultados, habría que examinar la relación en las distintas categorías profesionales, ya que los efectos pueden diferir considerablemente.

Nuestros análisis de regresión muestran que los efectos de la *antigüedad en el puesto de trabajo* en la productividad son positivos y lineales, aunque débiles (véase el gráfico 3). Sin embargo, aunque los efectos sean débiles, no son insignificantes. Según nuestros datos, un año más de antigüedad en el puesto de trabajo se relaciona con un aumento de las comisiones del 3,1%. Teniendo en cuenta los 3.398 empleados de la muestra, esto se correspondería con un incremento medio de las comisiones anuales de la empresa de 245.681 euros. Dado que no todos los empleados del banco están incluidos en la muestra y que las comisiones solo reflejan un pequeño porcentaje de las ventas, contar con empleados con mayor antigüedad en su puesto se traduciría en aumentos considerables de la cifra de ventas para la organización. Además, la relación es positiva en todos los Grupos, excepto en el de los directores de sucursal, donde la asociación es negativa. Sería interesante entender la razón del signo negativo de dicha relación. Podría deberse a que la responsabilidad de gestionar a otros empleados no permite que los directores se centren tanto en vender productos y servicios ellos mismos. Nuestras recomendaciones en cuanto a la antigüedad en el puesto de trabajo son las siguientes. A la dirección

le beneficiaría tener empleados más experimentados en su trabajo por los efectos positivos que ello tendría en la productividad; el efecto, si bien débil, no es insignificante. Otros estudios también han concluido que los efectos de la antigüedad en el puesto de trabajo en la productividad laboral son positivos. Además, como la relación es lineal, podría alargarse el promedio de la antigüedad en el puesto de trabajo (cuatro años, en el caso de los empleados de la muestra) sin riesgo de disminución del rendimiento. El metaanálisis de Sturman (2003) concluyó que la influencia de la antigüedad en el puesto de trabajo en el rendimiento solo empieza a disminuir a partir de los 15,2 años, lo que respalda el citado alargamiento. Por último, sería útil realizar estos análisis según la categoría profesional, para tratar de descubrir posibles diferencias entre ellos.

Nuestros datos sugieren una relación con forma de U invertida entre *antigüedad en la sucursal* y productividad laboral, si bien bastante débil (véase el gráfico 4). La relación es ligeramente positiva al principio y ligeramente negativa después de ocho años en la misma sucursal. El patrón es similar para todas las categorías profesionales. Siendo este el caso, *recomendaríamos* a la dirección que tenga en cuenta los efectos en la productividad al trasladar a un empleado de un centro de trabajo a otro. Sin embargo, nuestros resultados arrojan una relación débil, y un estudio anterior ha concluido que los efectos de la antigüedad en el mismo centro de trabajo en la productividad es inexistente. Además, los empleados de la muestra están, de media, cinco años en la misma sucursal; el periodo pasado en una sucursal, por lo tanto, podría alargarse sin riesgo de disminución del rendimiento.

Nuestros datos sugieren que los empleados con un *nivel de formación* más alto (los que tienen formación universitaria) generan un 68% más de comisiones que los empleados con formación secundaria o inferior. Este efecto positivo de la formación académica en las comisiones se observa en todas las categorías profesionales, excepto en la de los cajeros. Los resultados de estudios anteriores también indican efectos positivos del nivel de

formación en la productividad laboral. En cuanto al *tipo de formación universitaria*, observamos que los empleados con grados en áreas más cercanas a la actividad del banco (p. ej. Empresariales o Derecho) generan un 58% más en comisiones que los empleados con otras especialidades universitarias o sin un grado. Una vez más, esas comisiones más altas son comunes a todas las categorías profesionales, excepto la de los cajeros. Nuestra *recomendación* sería que el banco contratase a personas con estudios superiores, específicamente grados relacionados con Empresariales o Derecho, para cubrir cualquier categoría profesional, excepto la de cajeros. En este último Grupo bastaría con una titulación de enseñanza secundaria.

Referencias

AVOLIO, B. J.; WALDMAN, D. A., y M. A. MCDANIEL (1990), "Age and work performance in nonmanagerial jobs: The effects of experience and occupational type", *Academy of Management Journal*, 33(2): 407-422.

MCENRUE, M. P. (1988), "Length of experience and the performance of managers in the establishment phase of their careers", *Academy of Management Journal*, 31(1): 1975-1985.

NG, T. W. H., y D. C. FELDMAN (2008), "The relationship of age to ten dimensions of job performance", *Journal of Applied Psychology*, 93(2): 392-423.

— (2009), "How broadly does education contribute to job performance?", *Personnel Psychology*, 62: 89-134.

— (2010), "Organizational tenure and job performance", *Journal of Management*, 36(5): 1220-1250.

— (2013), "How do within-person changes due to aging affect job performance?", *Journal of Vocational Behavior*, 83: 500-513.

POSTHUMA, R. A., y M. A. CAMPION (2009), "Age stereotypes in the workplace: Common stereotypes, moderators and future research directions", *Journal of Management*, 35(1): 158-188.

QUIÑONES, M. A.; FORD, J. K, y M. S. TEACHOUT (1995), "The relationship between work experience and job performance: A conceptual and meta-analytic review", *Personnel Psychology*, 48: 887-910.

STURMAN, M. C. (2003), "Searching for the inverted U-shaped relationship between time and performance: Meta-analyses of the experience/performance, tenure/performance, and age/performance relationships", *Journal of Management*, 29(5): 609-640.

La rentabilidad bancaria diez años después del inicio de la crisis: la oportunidad digital

*Santiago Carbó Valverde** y *Francisco Rodríguez Fernández***

Transcurridos diez años desde la irrupción de la crisis financiera, diferentes indicadores cuantitativos muestran que el sector bancario europeo ha mejorado considerablemente su solvencia, si bien no ha conseguido despejar, en todos los casos, las dudas sobre la calidad de sus activos. Se afrontan, además, retos importantes en materia de rentabilidad, que se encuentra significativamente por debajo de los niveles precrisis. En comparación con los principales países europeos, la rentabilidad y eficiencia de los bancos españoles se sitúan en una posición media-alta, si bien la solvencia aún se encuentra algo por debajo del promedio. Un análisis de naturaleza más cualitativa permite identificar la digitalización como la principal oportunidad para mejorar esa rentabilidad, con diversas opciones competitivas. En este artículo se muestra que los bancos españoles parten desde una posición competitiva algo ventajosa a escala europea para afrontar el reto digital, si bien muchos de los principales cambios competitivos y en los canales de servicio están aún por producirse.

Entorno de negocio al inicio de 2018

El sector bancario vive un momento de transformación en todo el mundo que tiene como peculiaridad tanto una transición tecnológica intensa –probablemente la mayor en cuarenta años– como una progresiva normalización de las condiciones monetarias que, sin embargo, encierra un potencial desestabilizador en la

medida que puede implicar más volatilidad en los mercados. En este artículo se analizan estos desafíos para la banca europea –con especial atención a España– en 2018, un año que se antoja de “cruce de caminos”. Se cumplen, además, diez años desde el momento de irrupción más definida de la crisis en octubre de 2008. Es una ocasión para preguntarse qué ha cambiado en esta década en la industria bancaria europea.

* CUNEF y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

La eurozona ha atravesado por situaciones que la han diferenciado en su experiencia respecto a la crisis de Estados Unidos y que han afectado particularmente al sector bancario. La crisis de la deuda soberana durante 2012 y 2013 provocó una primera divergencia importante respecto al otro lado del Atlántico. Gran parte de los países del bloque del euro sufrieron una segunda recesión que alargó la crisis y se volvieron a producir episodios de inestabilidad financiera. Aunque las condiciones mejoraron de forma sustancial a partir de 2014 —especialmente con la articulación de una expansión cuantitativa de mayor calibre— los bancos europeos han vivido en los últimos años vaivenes importantes en los mercados bursátiles. Desde *Cuadernos de Información Económica* se ha venido indicando que el saneamiento pendiente de balances —y la desigualdad en los avances respecto al mismo en diferentes estados miembros— ha sido motivo de desconfianza por parte de los inversores. Por otro lado, la presión regulatoria y los tipos de interés reales negativos también han incidido negativamente sobre la rentabilidad y la valoración de mercado.

La expectativa de un entorno de tipos de interés más elevados permanece, pero se antoja complicado que esas subidas se produzcan en 2018. Por lo tanto, seguirá la presión sobre los márgenes. Las entidades financieras europeas han reaccionado reduciendo costes —aunque también de forma desigual, como se muestra más adelante— y con numerosos procesos de concentración. Por otro lado, la política supervisora única intenta solventar las dudas en relación a la salud financiera de parte del sector. Esa respuesta es, en todo caso, de intensidad variable.

Durante 2018, la principal referencia en materia de transparencia serán los nuevos test de estrés de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), cuyos resultados se espera que sean publicados en noviembre de este año. El pasado 31 de enero, la EBA (2018)

publicó las guías básicas que definirán estas pruebas. Se prevé un escenario adverso que supondría una desviación a la baja del PIB de la Unión Europea, respecto a su nivel actualmente estimado, de un 8,3% acumulado entre 2018 y 2020 que la propia institución califica como el “escenario más severo contemplado hasta la fecha”. Otra novedad de estos test de estrés es que, por vez primera, la información se suministrará siguiendo los estándares internacionales de contabilidad IFRS. Y, como respuesta a una demanda generalizada respecto a experiencias anteriores, se incluye la posibilidad de obtener un suspenso en el test, porque el resultado del mismo va a ser un *output* fundamental para el sistema de evaluación de los bancos que realiza el supervisor único (*Supervisory Review and Evaluation Process, SREP*). En este contexto, el sector bancario español se presenta ante este reto de transparencia en una situación de cierta fortaleza relativa por el esfuerzo realizado.

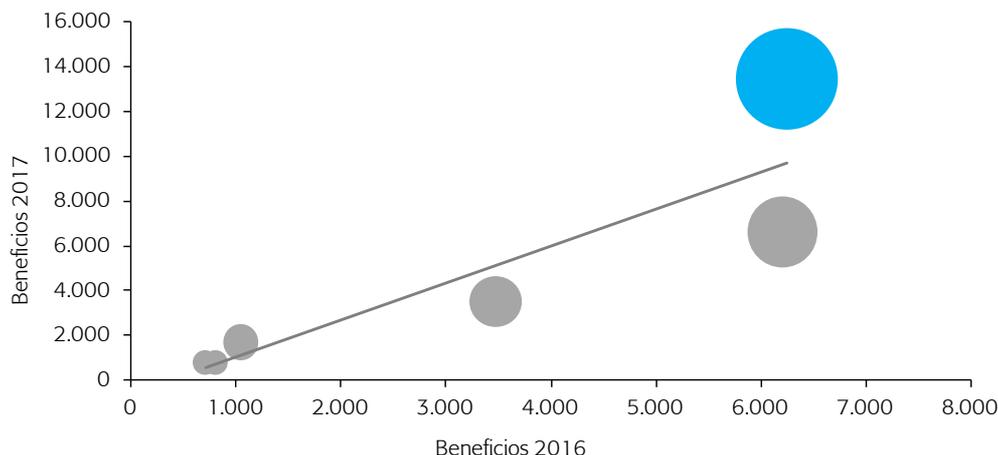
Por otro lado, en el campo de la rentabilidad, durante las últimas semanas, las entidades financieras de nuestro país publicaron sus resultados de cierre de 2017. Como muestra el gráfico 1, la mejora en los beneficios netos fue generalizada respecto al período precedente. Los cinco grandes bancos españoles (Santander, BBVA, Caixabank, Bankia y Sabadell) obtuvieron un beneficio neto conjunto de 13.439 millones de euros en 2017. Esto supone un aumento del 53,5% respecto al período precedente. Los resultados no incluyen el coste para el grupo Bankia de la adquisición de BMN, para hacer homogénea la comparación respecto a año precedente.

Los resultados bancarios de 2017 comienzan a acercarse a los 17.463 millones ganados por el top-5 en España en 2008, año en que se desencadenó la crisis internacionalmente, aunque en España se haría notar algo más tarde. ¿Qué ha cambiado en estos diez años en la banca europea? ¿Qué distingue al caso español?

Gráfico 1

Beneficio neto de los cinco mayores bancos españoles en 2016 y 2017

(Millones de euros)



Nota: beneficio conjunto del top-5 en azul. El tamaño de la burbuja es proporcional al volumen de beneficios en 2017.

Fuente: Datos de las entidades individuales y elaboración propia.

Diez años tras la crisis: ¿qué ha cambiado?

Los datos que proporciona el *Statistical Warehouse* del Banco Central Europeo permiten trazar una serie temporal de variables fundamentales de actividad y resultados bancarios desde 2008 hasta 2017. En el análisis se consideran tres tipos de indicadores: i) de rentabilidad y eficiencia; ii) de estructura de ingresos; y iii) de apalancamiento y solvencia. El caso español se toma como referencia y se compara con los otros cuatro grandes sectores bancarios de la eurozona: Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.

Las tasas de rentabilidad precrisis de la banca europea, habitualmente de dos dígitos, no pueden ser la norma hoy en día, ni por la presión regulatoria existente, ni por las condiciones de tipos de interés, ni por el panorama competitivo con nuevos actores, tecnología y precios a la baja. La banca española está en una posición intermedia, por debajo de Países Bajos e Italia, pero por encima de Francia y Alemania.

El cuadro 1 muestra la rentabilidad sobre recursos propios (RoE, por sus siglas en inglés).

En todos los casos, se observa un descenso generalizado. Los RoE precrisis eran habitualmente de dos dígitos y hacían del sector bancario una referencia en términos de crecimiento en valor de mercado. Sin embargo, existe un consenso generalizado en señalar que, hoy en día, tales tasas de rentabilidad no pueden ser la norma, ni por la presión regulatoria existente, ni por las condiciones de tipos de interés, ni por el panorama competitivo con nuevos actores, tecnología y precios a la baja. La banca española aparece en una posición intermedia, con un RoE del 5,72% en el tercer trimestre de 2017 (último dato disponible), por debajo de Países Bajos (7,19%) e Italia (6,14%) pero por encima de Francia (5,26%) y Alemania (1,51%). El cuadro permite observar también que la incidencia temporal de la crisis no ha sido homogénea y que los años de aumento del riesgo soberano fueron especialmente negativos para los resultados bancarios.

Probablemente la respuesta más generalizada ante las dificultades para aumentar la rentabilidad ha sido la reducción de costes. Como se refleja en el cuadro 2, la mayor parte de los grandes sectores bancarios europeos muestra en 2017 mejores niveles de eficiencia (menores costes en relación

Cuadro 1

Rentabilidad sobre recursos propios en una muestra de países de la eurozona, 2008-2017

(RoE en porcentaje)

	<i>Alemania</i>	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Países Bajos</i>
2017T3	1,51	5,72	5,26	6,14	7,19
2017T2	0,93	4,08	3,50	4,62	4,82
2017T1	0,60	1,97	1,61	2,92	2,15
2016T4	2,21	5,03	6,50	-7,74	7,29
2016T3	0,97	5,20	5,50	1,41	6,20
2016T2	0,82	3,39	3,72	1,52	3,84
2016T1	0,34	1,76	1,40	1,08	1,87
2015T4	1,69	6,59	6,83	3,14	7,04
2015T3	0,46	6,11	5,71	2,99	6,70
2015T2	1,47	4,78	3,78	2,50	3,67
2015T1	0,63	2,30	1,57	1,98	1,69
2014T4	2,49	6,69	4,39	-2,78	3,31
2014T2	4,77	7,39	4,85	2,41	5,89
2013T4	1,26	5,77	6,00	-11,51	5,00
2013T2	5,61	8,27	6,85	1,39	5,26
2012T4	1,11	-24,88	3,42	-1,00	4,12
2012T2	4,48	-4,39	7,11	1,93	5,62
2011T4	2,17	0,16	5,59	-12,99	6,05
2011T2	9,12	8,04	8,99	4,32	7,21
2010T4	1,88	8,54	8,35	3,68	7,47
2010T2	6,92	9,71	7,11	4,00	6,72
2009T4	-2,17	8,89	4,68	3,97	-0,30
2008T4	-9,78	12,36	2,91	4,90	-12,12

Fuente: Consolidated Banking Data (Banco Central Europeo) y elaboración propia.

al margen bruto) que al inicio de la crisis. Aunque para obtener conclusiones más definitivas sería preciso un análisis empírico más detallado, los datos también parecen indicar que en los años en que la crisis –en sus dos oleadas– ha requerido de mayor reestructuración es cuando más ha mejorado la eficiencia. España partía en 2008 con el mejor registro de eficiencia (menor ratio en valor absoluto) entre los países analizados y así seguía siendo en el tercer trimestre de 2017 con un -51,76%, mostrando

una eficiencia media mayor, incluso, que en Países Bajos (-55,99%) y significativamente más elevada que la de Francia (-71,70%), Alemania (-71,01%) e Italia (-62,41%). En todo caso, teniendo en cuenta que la reestructuración de redes y reducción de personal ya han sido intensas en muchos de estos países, parece que la digitalización puede requerir nuevos esfuerzos en este sentido, lo que podría llevar a mantener aún menores costes en relación a los ingresos.

Cuadro 2

Ratio de eficiencia en una muestra de países de la eurozona, 2008-2017

(Costes de explotación/margen bruto, en porcentaje)

	<i>Alemania</i>	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Países Bajos</i>
2017T3	-71,01	-51,76	-71,70	-62,41	-55,99
2017T2	-70,61	-51,50	-71,61	-57,55	-56,92
2017T1	-71,94	-51,16	-72,48	-67,98	-60,59
2016T4	-73,96	-53,32	-69,34	-73,46	-58,00
2016T3	-71,52	-52,21	-69,13	-67,81	-58,72
2016T2	-71,07	-51,72	-69,02	-67,40	-60,52
2016T1	-71,93	-52,53	-76,17	-68,01	-66,72
2015T4	-73,11	-50,71	-68,14	-64,55	-57,59
2015T3	-69,63	-49,21	-67,13	-62,08	-55,70
2015T2	-68,99	-47,82	-67,06	-59,86	-53,80
2015T1	-70,66	-48,10	-70,93	-57,33	-55,53
2014T4	-72,56	-48,87	-69,57	-63,20	-63,21
2014T2	-73,26	-46,85	-68,76	-59,49	-65,38
2013T4	-73,76	-52,40	-69,30	-59,06	-63,05
2013T2	-70,93	-50,07	-67,68	-61,09	-63,29
2012T4	-73,89	-50,37	-70,44	-62,66	-65,79
2012T2	-74,83	-48,25	-66,63	-60,36	-63,34
2011T4	-70,49	-51,46	-66,25	-64,90	-60,54
2011T2	-66,77	-49,99	-63,91	-61,23	-62,24
2010T4	-66,67	-47,92	-64,67	-62,97	-63,46
2010T2	-69,41	-44,96	-66,63	-64,13	-63,29
2009T4	-67,84	-42,82	-66,87	-59,76	-69,19
2008T4	-88,02	-47,11	-75,30	-65,66	-86,18

Fuente: Consolidated Banking Data (Banco Central Europeo) y elaboración propia.

Aunque la inflación ha evolucionado al alza, los bancos europeos se enfrentan aún a un entorno de tipos de interés de referencia reales negativos. Esto dificulta la generación de ingresos por su actividad más básica de intermediación, como diferencia entre la rentabilidad de los fondos prestados y el coste de los recursos de financiación. Como muestra el cuadro 3, el margen de intereses (como porcentaje de los activos totales) ha evolucionado a la baja, aunque de forma

irregular, desde 2008 hasta 2014 y en los últimos años ha aumentado ligeramente, si bien aún está por debajo de los niveles precrisis. Es necesario tener en cuenta que, en su evolución anual, se aprecia una considerable variabilidad intertrimestral. En el tercer trimestre de 2017, el español era el sector bancario que marcaba el mayor registro (1,49%), por encima de Países Bajos (1,00%), Italia (0,93%), Alemania (0,80%) y Francia (0,71%).

Cuadro 3

Ratio “Margen de intereses/activos totales” en una muestra de países de la eurozona, 2008-2017

	Alemania	España	Francia	Italia	Países Bajos
2017T3	0,80	1,49	0,71	0,93	1,00
2017T2	0,54	0,98	0,48	0,66	0,67
2017T1	0,28	0,49	0,24	0,34	0,32
2016T4	1,12	1,90	0,96	1,30	1,30
2016T3	0,81	1,41	0,71	1,00	0,93
2016T2	0,54	0,92	0,46	0,70	0,62
2016T1	0,29	0,46	0,23	0,36	0,32
2015T4	1,14	1,95	1,01	1,42	1,29
2015T3	0,84	1,47	0,74	1,04	0,94
2015T2	0,57	0,95	0,49	0,72	0,63
2015T1	0,28	0,46	0,23	0,36	0,30
2014T4	1,11	1,82	0,98	1,46	1,28
2014T2	0,80	1,78	1,06	1,49	1,28
2013T4	1,13	1,81	1,12	1,47	1,29
2013T2	0,76	1,70	1,05	1,40	1,21
2012T4	1,01	1,82	1,07	1,52	1,15
2012T2	0,71	1,78	1,08	1,58	1,10
2011T4	1,04	1,69	1,16	1,64	1,16
2011T2	0,78	1,69	1,19	1,64	1,20
2010T4	1,02	1,79	1,23	1,65	1,22
2010T2	0,72	1,81	1,08	1,59	1,13
2009T4	1,02	1,96	1,18	1,82	1,13
2008T4	0,85	1,64	0,71	1,87	1,01

Fuente: Consolidated Banking Data (Banco Central Europeo) y elaboración propia.

Es difícil determinar si los ingresos por comisiones han compensado en buena parte y en todos los casos la caída de los márgenes de intereses. En el cuadro 4 se aprecia que la ratio “ingresos netos por comisiones/activos totales” no sigue una pauta claramente definida, aunque en la mayor parte de los casos analizados aumentaron en los primeros años de la crisis, cayeron después y han vuelto a repuntar ligeramente. En el tercer trimestre de 2017, esta ratio alcanzaba el 0,55% en España, por debajo de Italia

(0,79%) pero más elevada que en Francia (0,53%), Alemania (0,39%) y Países Bajos (0,24%).

La crisis financiera ha cambiado también el apalancamiento relativo de la mayor parte de sectores bancarios europeos, entendido como la relación entre fondos prestados y fuentes de financiación. La expresión más básica pero, tal vez, más intuitiva de esta relación es el cociente entre créditos y depósitos. El cuadro 5 sugiere que esa ratio se

Cuadro 4

Ratio “Ingresos netos por comisiones/activos totales” en una muestra de países de la eurozona, 2008-2017

	<i>Alemania</i>	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Países Bajos</i>
2017T3	0,39	0,55	0,53	0,79	0,24
2017T2	0,26	0,36	0,36	0,54	0,17
2017T1	0,13	0,18	0,19	0,27	0,08
2016T4	0,51	0,67	0,68	1,00	0,31
2016T3	0,36	0,50	0,49	0,79	0,22
2016T2	0,23	0,33	0,32	0,53	0,15
2016T1	0,11	0,16	0,18	0,27	0,08
2015T4	0,52	0,67	0,71	1,09	0,31
2015T3	0,37	0,50	0,51	0,81	0,23
2015T2	0,25	0,33	0,35	0,56	0,16
2015T1	0,12	0,16	0,18	0,29	0,08
2014T4	0,49	0,65	0,64	1,02	0,31
2014T2	0,13	0,33	0,35	0,52	0,15
2013T4	0,49	0,67	0,72	1,00	0,31
2013T2	0,11	0,31	0,34	0,48	0,15
2012T4	0,42	0,61	0,67	0,91	0,28
2012T2	-	0,31	-	-	-
2011T4	0,40	0,62	0,71	0,96	0,34
2011T2	-	-	-	-	-
2010T4	0,40	0,62	0,75	0,98	0,38
2010T2	-	-	-	-	-
2009T4	0,39	0,61	0,73	0,92	0,37
2008T4	0,38	0,63	0,62	0,90	0,36

Fuente: Consolidated Banking Data (Banco Central Europeo) y elaboración propia.

Cuadro 5

Ratio “Créditos/depositos” en una muestra de países de la eurozona, 2008-2017

	<i>Alemania</i>	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Países Bajos</i>
2017T3	91,24	89,59	102,79	101,82	116,86
2017T2	90,99	90,84	102,15	103,22	118,16
2017T1	92,49	91,37	102,94	101,47	117,57
2016T4	92,62	92,49	106,18	101,16	119,57
2016T3	95,20	93,62	105,54	103,05	118,20
2016T2	94,20	93,17	104,60	102,78	119,85
2016T1	94,75	91,82	104,85	104,49	122,68
2015T4	94,57	91,75	104,66	105,79	122,15
2015T3	96,70	90,91	104,01	106,97	123,50
2015T2	96,18	91,08	104,91	107,07	125,64
2015T1	97,80	91,34	104,49	108,21	127,92
2014T4	97,46	90,26	105,12	109,17	127,04

Fuente: Consolidated Banking Data (Banco Central Europeo) y elaboración propia.

Cuadro 6

Ratio de solvencia Core Tier 1 (CET1) en una muestra de países de la eurozona, 2008-2017

(En porcentaje)

	Alemania	España	Francia	Italia	Países Bajos
2017T3	15,84	12,59	13,90	13,06	16,51
2017T2	15,43	11,85	13,98	11,95	16,45
2017T1	14,92	12,19	13,82	11,60	16,08
2016T4	15,04	12,78	13,68	10,86	15,69
2016T3	14,93	12,94	12,90	12,12	15,24
2016T2	14,79	12,57	12,84	11,93	14,91
2016T1	14,46	12,35	12,69	11,64	14,63
2015T4	14,90	12,66	12,57	11,80	14,64
2015T3	14,58	12,22	12,10	11,56	14,44
2015T2	14,62	12,40	12,09	11,49	14,06
2015T1	14,01	12,19	11,82	10,89	14,41
2014T4	14,30	11,82	11,80	11,27	14,39

Fuente: Consolidated Banking Data (Banco Central Europeo) y elaboración propia.

ha reducido en todos los casos analizados (no están disponibles datos comparativos anteriores a 2014), lo que se debe, probablemente, a una

Aunque la reestructuración de redes y reducción de personal han sido intensas en muchos países, la digitalización puede requerir nuevos esfuerzos en este sentido, lo que podría llevar a mejorar aún más las ratios de eficiencia.

combinación de factores. Entre ellos, destacan políticas crediticias más prudentes y una presión regulatoria que, además de la solvencia, se está extendiendo a la liquidez y al apalancamiento. En todo caso, Alemania y España mantenían en 2017 ratios en el entorno del 90%, mientras que en Italia, Francia y Países Bajos superaban el 100%.

En todo caso, no cabe duda de que si hay un requerimiento que ha aumentado con la crisis –tanto por la presión regulatoria como por la de mercado– es el de aumentar la solvencia. El

cuadro 6 muestra la evolución de la ratio de recursos propios de máxima calidad en relación a los activos ponderados por riesgo Core Tier 1 (no están disponibles datos comparativos anteriores a 2014). En este punto, aunque la ratio de España sugiere un nivel de solvencia elevado (12,59%), aún existe un gap con respecto a los principales sectores bancarios europeos, especialmente frente a Alemania (15,84%) y Países Bajos (16,51%). Es conveniente tener en cuenta que esta exigencia generalizada de amplios colchones de capital supone un coste de oportunidad en términos de inversión, lo que también hace más estrecho el espacio de crecimiento de la rentabilidad.

El horizonte de la rentabilidad: la nueva función de transformación bancaria y la oportunidad digital

El análisis de las nuevas perspectivas de rentabilidad supone afrontar la restricción casi natural de no

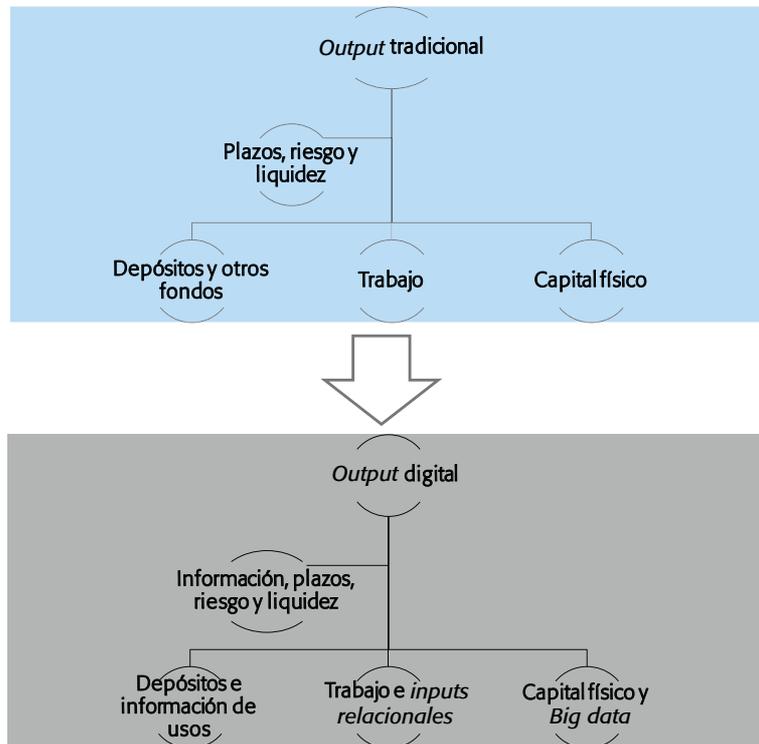
disponer de datos sobre cómo el cambio en la tecnología y los canales puede incidir sobre la rentabilidad bancaria. En este apartado, sin embargo, se analiza de forma cualitativa cómo la industria bancaria en general, y la española en particular, pueden afrontar la oportunidad que la dimensión digital ofrece para aumentar la eficiencia y la rentabilidad, con la restricción de la necesidad de afrontar la competencia de nuevos participantes en el mercado.

Enlazando con la evidencia de indicadores de rentabilidad y eficiencia del apartado anterior, podría cuestionarse por qué los bancos no aceleran el proceso de reestructuración y optan por una vía estrictamente digital. Entre otras respuestas, hay dos que merecen especial atención. En primer lugar, la determinación de un mercado bancario digital no es únicamente una cuestión de oferta sino también de demanda y, por lo tanto, precisa que el cliente adopte usos digitales que encajen con los canales

que la banca le pone a disposición. En segundo lugar, esta transformación involucra un cambio en la cultura bancaria, internalizando una nueva función de transformación, según se muestra en el gráfico 2. La concepción tradicional de la función de intermediación de los bancos (parte superior del gráfico) es la de agentes que transforman la liquidez (elevada de los depósitos en reducida de los créditos), los plazos (cortos para las retiradas de fondos y largos para los préstamos) y los riesgos (elevados para las inversiones crediticias y reducidos para los depósitos). En la entidad financiera clásica esas funciones se realizan con tres *inputs*, principalmente: depósitos y otros fondos, personal y capital físico. Sin embargo, la versión más digital de la actividad bancaria (parte inferior del gráfico) introduce la información en la función de transformación. Esto implica un enorme espacio de interacción con los datos del cliente. En el marco español y europeo

Gráfico 2

La nueva función de transformación digital bancaria



Fuente: Elaboración propia.

implica –desde este mismo año con la aplicación de la segunda Directiva de pagos europea (PSD2)– la posibilidad de tener que compartir parte de esa información con otros competidores. Estos nuevos bancos, para producir, tienen en la información una nueva dimensión relacional con el cliente y una oportunidad para explotar el *big data* y proporcionar servicios mucho más personalizados.

El nuevo entorno competitivo creado por la digitalización supone una relativización de variables como la concentración de oficinas como indicadores de poder de mercado o de rivalidad. Lo que se genera es una competencia tanto en variables precio como no-precio cuya identificación geográfica es cada vez más difícil, teniendo en cuenta la importancia decreciente de la distancia física entre cliente y proveedor.

Se genera, tal y como muestra el gráfico 3, un espacio de intersección entre los bancos tradicio-

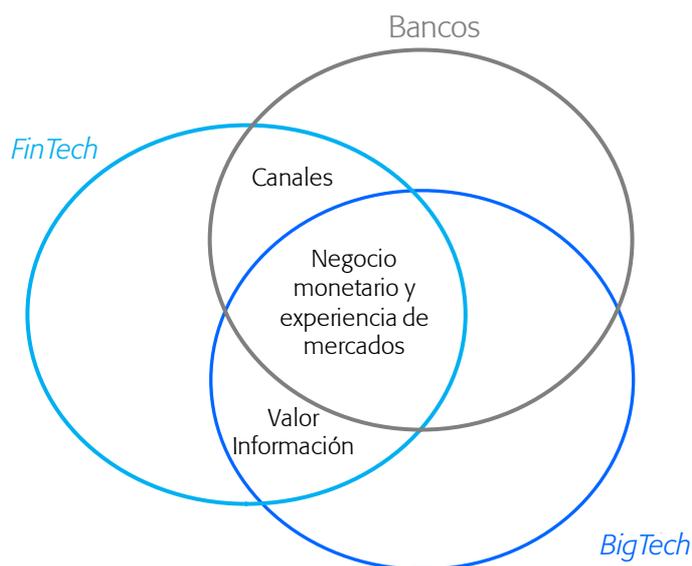
nales, sus competidores del entorno *FinTech* y las grandes tecnológicas *BigTech* (como Apple, Google, Facebook o Amazon). Existen coincidencias en canales, negocio y valor de la información que pueden afrontarse mediante diferentes opciones competitivas más allá de la natural rivalidad, como la cooperación, la integración o el *outsourcing* de procesos.

En este análisis cualitativo, el sector bancario español es un caso de estudio particularmente interesante por varios motivos:

- En España se ha producido (y sigue en marcha) una intensa reestructuración del sector, al tiempo que emergen iniciativas de digitalización tanto en bancos tradicionales como de otros operadores. Desde el punto de vista estructural, este entorno competitivo supone una relativización de variables como la concentración de oficinas como indicadores de poder de mercado o de rivalidad. Lo que se genera –y España es un ejemplo cada vez más evidente de ello– es una competencia

Gráfico 3

La intersección de valor entre bancos, *FinTech* y *BigTech*



Fuente: Elaboración propia.

tanto en variables precio como no-precio cuya identificación geográfica es cada vez más difícil, teniendo en cuenta la importancia decreciente de la distancia física entre cliente y proveedor.

- La estructura física (oficinas) del sector financiero español y su elevado grado de especialización generaron en el pasado una banca con un componente relacional muy importante para la cadena de valor. Ese componente relacional se está redefiniendo ahora con la dimensión digital.
- La competitividad en costes de la banca española (véase sección anterior) es un buen punto de partida para aprovechar las posibilidades de la digitalización para lograr llevar esa eficiencia más allá y mantener la pujanza en el ámbito de los servicios financieros en Europa.

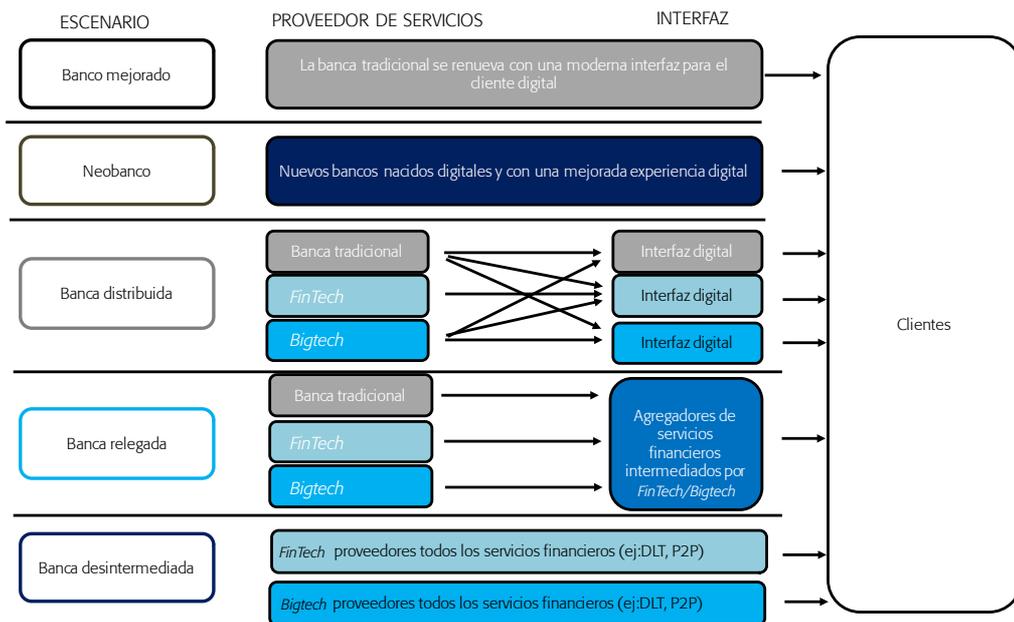
Una de las dificultades de la nueva estructura del sector bancario es que, aunque los bancos

tradicionales siguen dominando, las posibilidades para competir como entidad financiera se han multiplicado. Conviene recurrir a alguna taxonomía intuitiva que permita aproximar hacia dónde se avanza. El Banco Internacional de Pagos (BIS,

Si no se adoptan cambios en relación con nuevos canales y proveedores digitales, el BIS advierte que algunas entidades pueden convertirse en “banca relegada”, pero la cooperación y desarrollo de interfaces digitales les permite tener la oportunidad de ser una “banca distribuida”, con procesos propios y subcontratados con nuevos proveedores.

por sus siglas en inglés) publicó en febrero un informe (BIS, 2018) en el que se ofrecía una clasificación muy intuitiva, tal y como se reproduce en el gráfico 4. En la parte inferior estaría la “banca desintermediada”, la que teóricamente perdería su espacio de intermediación por no dar respuesta alguna frente a los desafíos de las *FinTech* y *BigTech*. En la parte superior, en el extremo con-

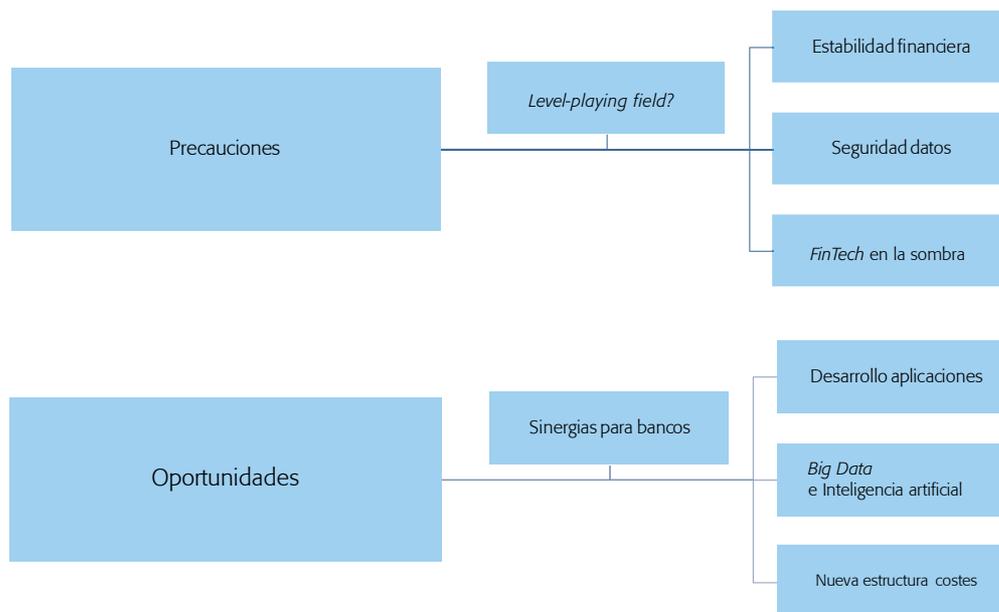
Gráfico 4
El panorama bancario en cinco escenarios y sus actores



Fuente: Banco de Pagos Internacionales, BIS (2018).

Gráfico 5

Precauciones y oportunidades de la intersección competitiva con otros actores digitales para la cadena de valor bancaria



Fuente: Elaboración propia.

trario, encontramos a los “bancos mejorados”, que son aquellos proveedores tradicionales que internalizan de forma completa el cambio que les exige el reto digital. Estas entidades compiten con los llamados “neobancos”, nacidos como puramente digitales, sin la trayectoria de los tradicionales pero sin necesidad de transformación de su modelo. La parte intermedia del gráfico muestra la situación en la que se encuentra un número importante de entidades en medio del proceso de transformación. Si no adoptan cambios interactuando con canales y proveedores digitales pueden convertirse en “banca relegada”, pero la cooperación y desarrollo de interfaces digitales les permite tener la oportunidad de ser una “banca distribuida”, con procesos propios y subcontratados con nuevos proveedores.

Finalmente, cabe destacar que este nuevo campo de juego implica precauciones y oportunidades, como se resume en el gráfico 5. La propia regulación introduce importantes condicionantes. Normativas como la PSD2 ofrecen un marco legal de referencia pero no consiguen garantizar la competencia en un marco equitativo (*level-playing*

field). Aunque la mayor parte de nuevos proveedores ofrece una competencia que, a la postre, debe mejorar la calidad de servicio del conjunto del sector, la dificultad de determinar un origen legal o la verdadera naturaleza de las actividades de algunos proveedores, también suscita inquietudes potenciales respecto a aspectos de estabilidad financiera, seguridad o el desarrollo de *Fintech* “en la sombra”. En todo caso, el terreno digital está abonado a las oportunidades con el mundo bancario, por las sinergias que ofrece tanto en materia de costes como en el desarrollo de productos y servicios más a la medida del cliente.

Referencias

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2018), *Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, <https://www.bis.org/bcbcs/publ/d431.pdf>

EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA) (2018), *2018 EU-wide stress test and macroeconomic scenarios*, <http://www.eba.europa.eu/-/eba-launches-2018-eu-wide-stress-test-exercise>

Las condiciones de acceso a la financiación bancaria de las micro y pequeñas empresas: España en el contexto europeo

Joaquín Maudos*

Un rasgo del tejido productivo en España es el elevado peso que tienen las micro y pequeñas empresas, ya que generan el 60% del empleo y el 44% del PIB total de la economía, muy por encima de la UE. El reducido tamaño de las empresas constituye una barrera no solo para invertir en las variables determinantes de la productividad (I+D, capital humano, internacionalización, etc.), sino también para acceder a la financiación. Así, la encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación muestra que las micro y pequeñas empresas se enfrentan a condiciones financieras más duras, sobre todo en el caso de las primeras. Si bien en los últimos años han mejorado mucho esas condiciones, la percepción de mejora es menos intensa en las empresas de menos de 50 empleados. La buena noticia es que se han reducido las diferencias en el tipo de interés de los préstamos bancarios según el tamaño del préstamo, y el acceso a la financiación solo es el principal problema para un porcentaje muy reducido de las empresas españolas (en torno al 7%), independientemente del tamaño. Además, han mejorado las condiciones de la financiación en términos de tipo de interés, pero se han endurecido en comisiones y garantías, en mayor medida en las micro y pequeñas empresas.

Es ampliamente conocida la importancia que en el tejido productivo de la economía española tienen las pymes, siendo en consecuencia centro de atención en los análisis y en las propuestas de política económica. Así, en nuestro país las pymes concentran el 99,9% de las empresas, aportan el 72,6% del empleo y explican el 61,8% del valor añadido de la economía. En estas dos últimas variables, la importancia que en España

tiene este tipo de empresas es manifiesta, ya que aportan 6 y 5 puntos porcentuales (pp) más que en la Unión Europea (UE) al empleo y al PIB, respectivamente.

No obstante, el rasgo en que más se distingue nuestro tejido productivo del de otros países no es solo el peso de las pymes, sino sobre todo el de las micro y pequeñas empresas¹. En el primer caso,

* Catedrático de análisis económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo forma parte del proyecto de investigación ECO2017-84828-R del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

¹ Las microempresas son las que tienen menos de 10 empleados y 2 millones de facturación o balance. Las pequeñas tienen entre 10 y 49 empleados y entre 2 y 10 millones de facturación o balance. Las medianas entre 50 y 249 empleados y entre 10 y 50 millones de facturación o balance inferior a 43 millones. Las grandes empresas tienen 250 o más empleados y más de 50 millones de facturación o 43 millones de balance.

Cuadro 1

Distribución del tejido empresarial por tamaño, 2016

(Porcentaje)

	<i>Empresas</i>		<i>Empleados</i>		<i>Valor añadido</i>	
	España	UE	España	UE	España	UE
Micro	94,9	93,0	41,2	29,8	25,9	20,9
Pequeñas	4,4	5,8	18,3	20,0	18,1	17,8
Medianas	0,6	0,9	13,1	16,7	17,8	18,2
Pymes	99,9	99,8	72,6	66,6	61,8	56,8
Grandes	0,1	0,2	27,4	33,4	38,2	43,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Comisión Europea (2017).

las empresas de menos de 10 empleados crean el 41,2% del empleo total de la economía española, 11,4pp más que en la UE, siendo España el cuarto país de la UE28 en el *ranking* de mayor peso de este tipo de empresas en la creación de empleo (gráfico 1). Y en el caso del valor añadido, el peso es menor (25,9%, lo que es indicativo de su menor productividad), pero 5pp superior a la UE, siendo de nuevo España uno de los países donde más importancia tienen estas empresas. En lo que se refiere a las pequeñas empresas (las que tienen de 10 a 49 trabajadores), las diferencias con Europa son menores y el peso está por debajo en España en términos de valor añadido pero no en términos de empleo.

En suma pues, dentro del colectivo de pymes, las más importantes con diferencia en España son las más pequeñas, hasta el punto que en términos de empleo y a diferencia de la UE, aportan más al total de la economía que las grandes empresas. Si consideramos las empresas de menos de 50 empleados, en España generan el 59,5% del empleo (10pp más que en la UE) y el 44% del PIB (5,3pp más).

El tamaño confiere ventajas a las empresas en términos de las condiciones en el acceso a

la financiación. Para empezar, el acceso a los mercados financieros es muy difícil si no se dispone de un tamaño mínimo que compense por los costes de emitir deuda. De hecho, en España, aunque se creó el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) para facilitar a las pymes el acceso al mercado, únicamente once empresas han conseguido participar. Por otro lado, la llamada financiación alternativa es muy poco importante en España. En consecuencia, este tipo de empresas (en mayor medida las micro y pequeñas) son muy dependientes del crédito bancario, de ahí la importancia de analizar las condiciones en el acceso a la financiación bancaria.

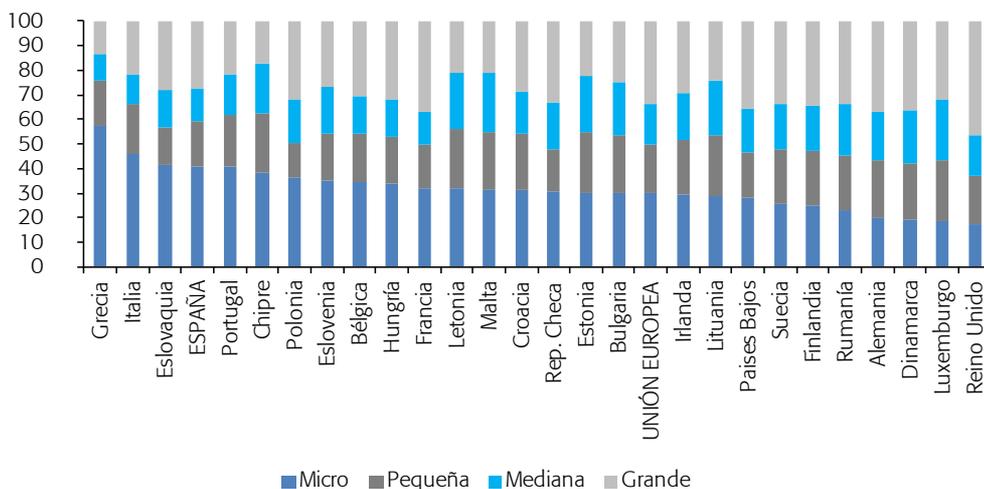
Existen motivos que justifican que el tamaño confiera ventajas en el acceso a la financiación bancaria. Así, la información de la que disponen los bancos de las empresas de tamaño reducido es más escasa y de peor calidad, para empezar porque muchas no están auditadas. El mayor problema derivado de la asimetría de información en la relación bancaria justifica la mayor prima de riesgo que exigen los bancos, y es un hecho que se constata viendo el tipo de interés de los préstamos en función del importe de los mismos.

Gráfico 1

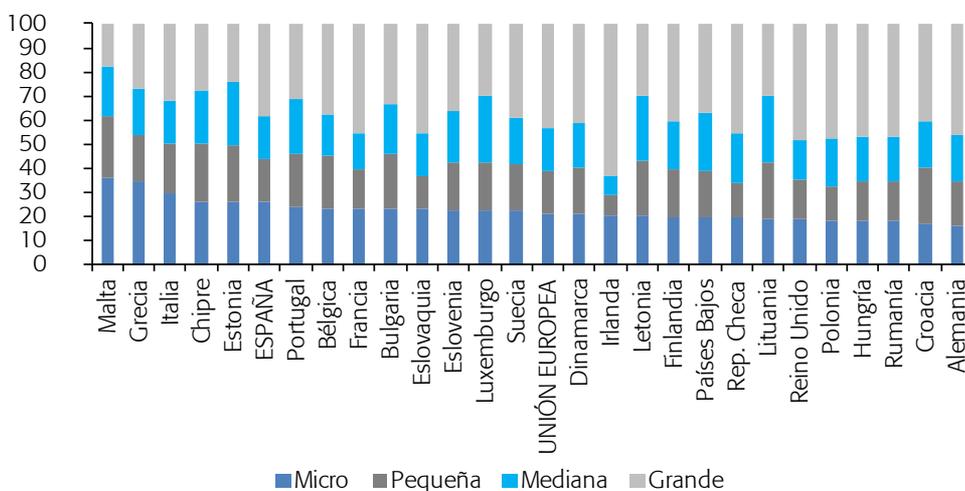
Distribución del empleo y el valor añadido, 2016

(Porcentaje)

a) Empleo



b) Valor añadido



Nota: Los países están ordenados de mayor a menor según el peso de las microempresas.

Fuente: Comisión Europea.

Como muestra el gráfico 2, tanto en España como en la eurozona, el tipo de interés disminuye con el tamaño de la operación, siendo las microempresas las que soportan el mayor coste. Así, en diciembre de 2017, un préstamo de menos de 250.000 euros conlleva en España un sobrecoste de 65 puntos básicos (pb) respecto a un prés-

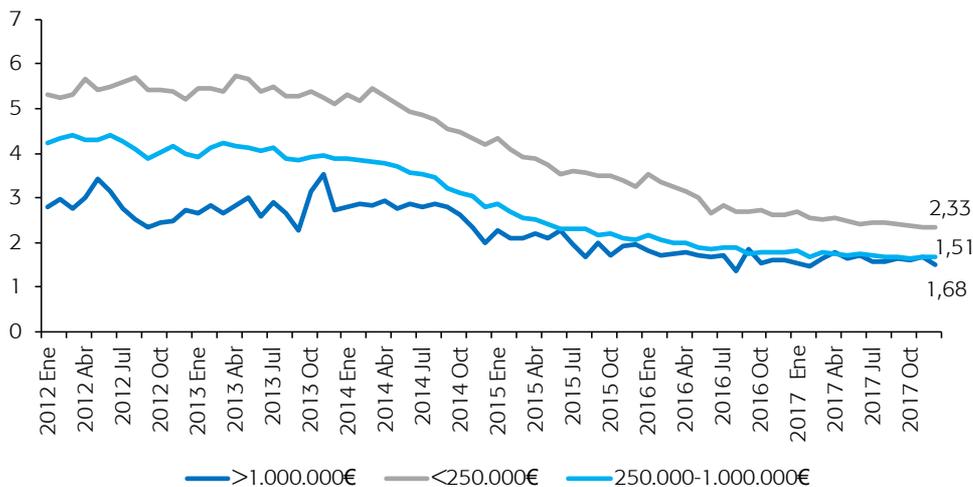
tamo de entre 250.000 y 1.000.000 de euros (2,33% versus 1,68%), aumentando a 82pb para cuantías superiores (2,33% versus 1,51%). Lo mismo ocurre en la eurozona, con sobrecostes de 71pb (2,39% versus 1,68%) y 103pb (2,39% versus 1,36%), respectivamente. La buena noticia es que en España se ha reducido la brecha de tipo

Gráfico 2

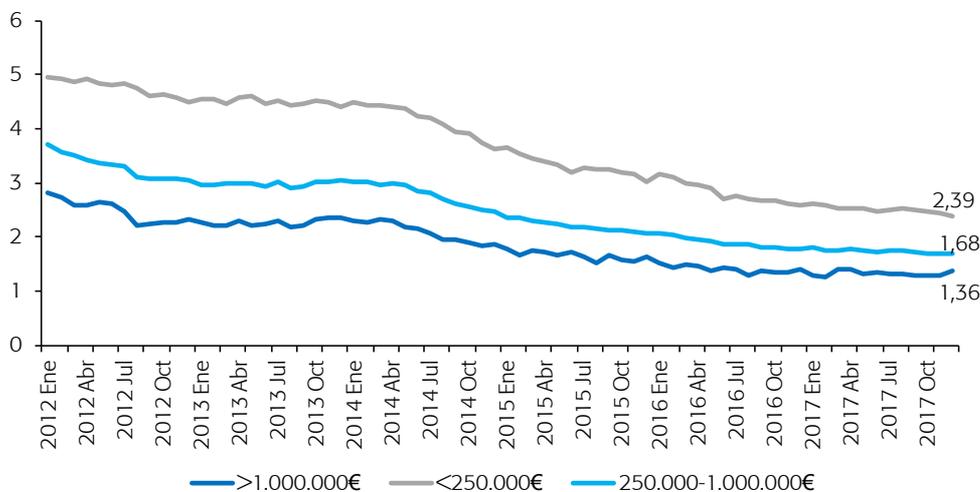
Tipo de interés del préstamo (nuevas operaciones) a las sociedades no financieras

(Porcentaje)

a) España



b) Eurozona



Fuente: Banco Central Europeo.

de interés de préstamos a las empresas según el importe de la operación. Además, en la actualidad la diferencia entre el tipo de interés de España y la eurozona es muy reducida con independencia del tamaño del préstamo, siendo inferior el coste en el caso de las microempresas.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente de las condiciones en el acceso a la financiación bancaria de las micro y pequeñas empresas españolas en comparación con el resto, así como con sus homólogas de la eurozona, utilizando para ello la información

que ofrece la encuesta del Banco Central Europeo (BCE). Esta encuesta contiene información desagregada por países y por tamaño de empresa, lo que permite cumplir con el objetivo del artículo. El periodo cubierto abarca de 2012 a la actualidad, dado que ese año supone un punto de inflexión en las condiciones en el acceso a la financiación como consecuencia de las medidas de política monetaria expansiva del BCE. La última oleada de la encuesta sobre el acceso a la financiación disponible está referida al periodo que transcurre de abril a septiembre de 2017.

El problema del acceso a la financiación bancaria

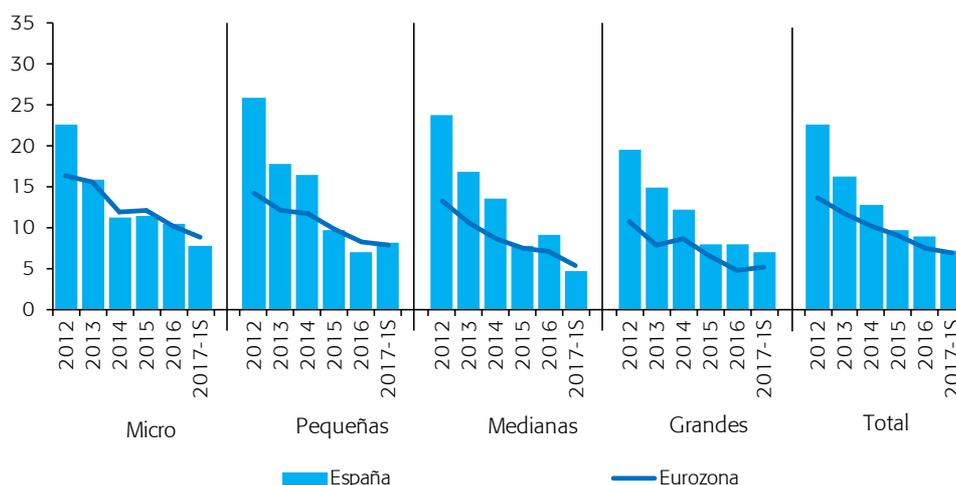
Un primer indicador que muestra la importancia que el tamaño tiene a la hora de obtener financiación se obtiene cuantificando el porcentaje de empresas en cada grupo de tamaño que manifiesta que su principal problema es el acceso a la financiación, por delante de otros problemas como encontrar clientes, hacer frente a la competencia, disponer de mano de obra cualificada, cumplir con la regulación o poder soportar un aumento de los costes de producción.

En la actualidad únicamente para el 7,2% de las empresas españolas el acceso a la financiación es su principal problema, porcentaje prácticamente similar al promedio de las empresas de la eurozona (7%). Ese porcentaje ha ido cayendo de forma ininterrumpida desde 2012 y se ha ido cerrado la diferencia con la eurozona. Así, mientras que en 2012 el porcentaje en España era del 22,7%, en la eurozona era 9pp inferior. Desde que el BCE ofrece información, es en la última encuesta cuando el porcentaje alcanza su mínimo valor, tanto en España como en la eurozona, siendo el valor correspondiente a España inferior al de Italia (7,4%) y Francia (8,3%), aunque superior al de Alemania (4,8%).

La información desagregada por tamaño de empresa (gráfico 3) muestra que en las micro y pequeñas empresas es mayor el porcentaje de las que identifican el acceso a la financiación como su principal problema, tanto en España como en la eurozona. Así, mientras que en España estas empresas presentan en la actualidad porcentajes del 7,9% y 8,1%, respectivamente, en las medianas y grandes empresas sus valores son de 4,7% y 7%, respectivamente. En la eurozona, también los porcentajes son mayores en las micro y pequeñas empresas.

Gráfico 3

Porcentaje de empresas cuyo principal problema es el acceso a la financiación, España y eurozona 2012-2017



Nota: De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo abril-septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

Disponibilidad de financiación bancaria

Otro aspecto de la financiación donde se manifiesta la importancia que supone el tamaño empresarial es su disponibilidad, es decir, la cantidad de préstamo o de línea de crédito. En el primer caso, la diferencia entre el porcentaje de empresas españolas que manifiesta que ha aumentado y el que opina que ha disminuido es en la actualidad de 29pp, valor muy superior a los 18,3pp de las empresas de la eurozona. Atrás han quedado pues los años de racionamiento de crédito, ya que desde 2012 siempre es muy superior el porcentaje de empresas que considera que aumenta el crédito disponible.

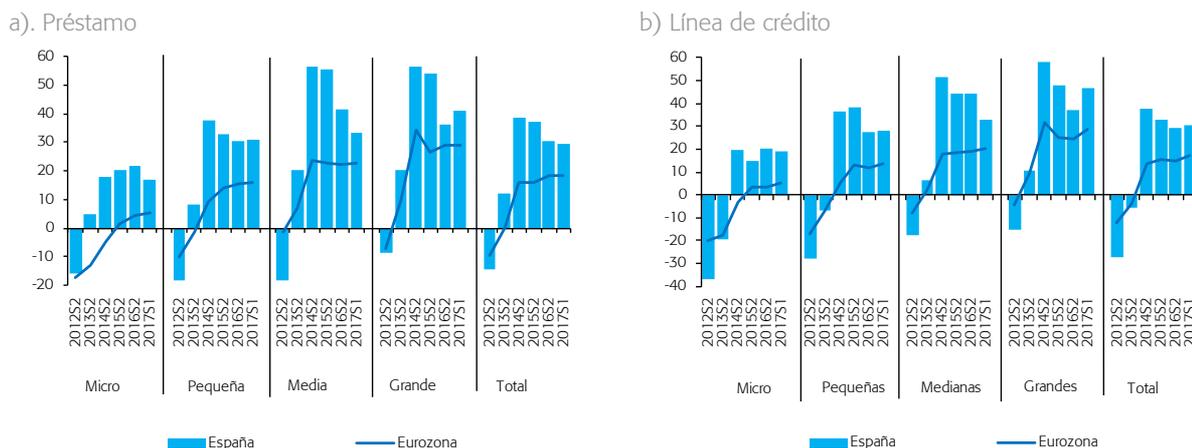
En la actualidad solo para el 7,2% de las empresas españolas el acceso a la financiación es su principal problema, porcentaje similar al promedio de las empresas de la eurozona, y que ha ido cayendo ininterrumpidamente desde 2012, cuando llegó a ser del 22,7%. En las micro y pequeñas empresas españolas el porcentaje es ligeramente superior a la media: 7,9% y 8,1% respectivamente.

Como muestra el gráfico 4, existen importantes diferencias entre empresas de distinto tamaño en

el porcentaje neto de respuesta en este indicador de disponibilidad de préstamo bancario, aumentando el porcentaje neto con el tamaño empresarial. En concreto, mientras que en las grandes empresas el porcentaje de empresas que percibe que hay más crédito es 41pp superior al que opina lo contrario, en las micro, pequeñas y medianas empresa es de 16,8pp, 30,8pp y 33,5pp, respectivamente. Es de destacar que las diferencias entre grandes y medianas empresas es reducida, por lo que todo parece indicar que es a partir de 10 empleados (umbral que separa las micro de las pequeñas empresas), cuando más mejora la disponibilidad de financiación. Las microempresas son con diferencia las que presentan el porcentaje neto más reducido con independencia del año analizado. Este es un rasgo compartido con las empresas de la eurozona, también en todos los años analizados.

En el caso de la disponibilidad de financiación a través de una línea de crédito, los rasgos anteriormente descritos se repiten: i) la disponibilidad de financiación aumenta con el tamaño de la empresa; ii) apenas existen diferencias en la percepción de la disponibilidad de crédito una vez la empresa supera el umbral de 50 trabajadores; iii) el porcentaje neto de respuestas de las

Gráfico 4
Porcentaje neto de respuestas sobre si ha aumentado la disponibilidad de financiación, España y eurozona 2012-2017



Nota: De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo de abril a septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

microempresas es en la actualidad 28pp inferior al de las grandes empresas; y iv) mientras que en las medianas y grandes empresas la mejora en la disponibilidad de línea de crédito se produce a partir de 2013, en las pequeñas y microempresas se retrasa a 2014. Finalmente, un rasgo positivo a destacar es que la mejora en la cantidad de financiación disponible es mayor en España que en la eurozona en todos los tamaños empresariales desde 2014.

caída ha sido similar, situándose en la actualidad 25pb por debajo de España.

El tipo de interés que declaran las microempresas es claramente superior al que soportan las demás, situándose en el 4,12% frente a valores del 2,20% en las grandes, 1,91% en las medianas y 2,35% en las pequeñas.

Costes de la financiación empresarial

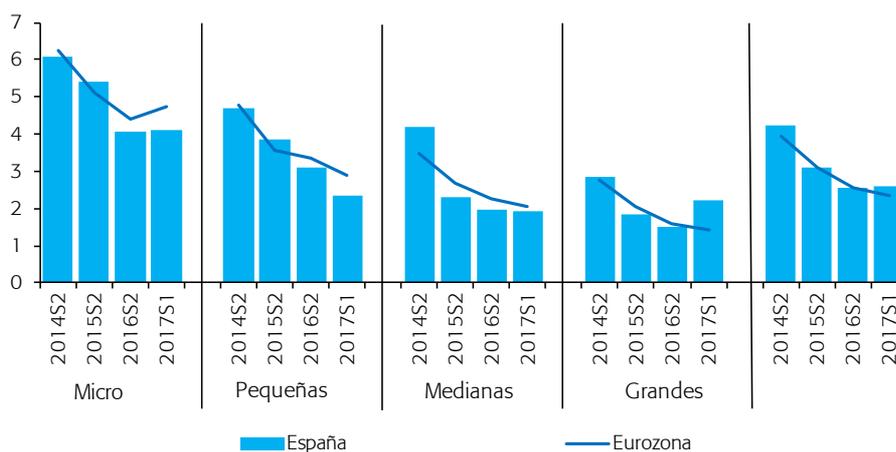
En 2014, el BCE incluyó en su encuesta una pregunta de gran interés para analizar las condiciones en el acceso a la financiación de las empresas: el tipo de interés aplicado en la operación. Como es lógico, ese coste ha ido disminuyendo en paralelo la reducción del tipo de interés de intervención del BCE y de los tipos del mercado monetario. En concreto, para el total de empresas, en España el tipo de interés que estas declaran ha caído de 2014 a 2017 en 1,6pp, pasando del 4,2% al 2,6%. En la eurozona la

Si centramos la atención en las diferencias entre tamaños empresariales, el coste que soportan las microempresas siempre es muy superior, situándose en la última encuesta en el 4,12%, frente a valores de 2,2% en las grandes, 1,91% en las medianas y 2,35% en las pequeñas. La buena noticia es que salvo las grandes empresas, el resto soportan hoy día un coste del crédito inferior a sus homólogas europeas, siendo mayor la diferencia entre micro y pequeñas empresas. Es de destacar que en cuanto al tipo de interés del crédito se refiere, es la barrera de los diez empleados la que marca la mayor diferencia, ya que el

Gráfico 5

Tipo de interés cargado por el banco, España y eurozona 2014-2017

(Porcentaje)



Nota: De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo de abril a septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

mayor salto en el coste de la financiación tiene lugar de pasar de micro a pequeña empresa, con un sobrecoste de 177pb, mientras que de una pequeña a un gran empresa es de solo 15pb. En cambio, en la eurozona, la brecha entre micro y pequeña empresa (183pb), y entre pequeña y gran empresa (147pb) es parecida. Por tanto, en España, el alivio en el coste de la financiación bancaria se produce sobre todo cuando una empresa consigue dejar de ser micro empresa.

Obstáculos a la financiación bancaria

Una de las preguntas del cuestionario del BCE que aporta información muy rica para valorar las condiciones en el acceso de las empresas a la financiación es la referida a los obstáculos con los que se ha encontrado la empresa, siendo el indicador global la suma de los porcentajes de empresas que reportan que: i) la petición es rechazada; ii) se obtiene una cantidad limitada de financiación; iii) el tipo de interés ofrecido es excesivo y por tanto la empresa no acepta la oferta; y iv) la empresa no solicita financiación por miedo al rechazo.

En el caso concreto de un préstamo bancario (gráfico 6), los obstáculos cada vez son menores en España, ya que frente a un porcentaje del 22,1% en 2012, en la última encuesta el valor ha caído a la tercera parte (7,5%), situándose tan solo un punto por encima de la eurozona. Nuevamente, es clara la relación entre tamaño empresarial y condiciones en el acceso a la financiación, siendo las micro y pequeñas empresas las que presentan los mayores obstáculos. En concreto, la última información disponible indica que esos obstáculos afectan al 8,5% y 10,3% de estos dos tipos de empresas, respectivamente, mientras que en las medianas y grandes el porcentaje es del 6,6% y 4,9%. Es en las microempresas donde más se han reducido los obstáculos en el acceso a la financiación, con una caída de 2012 a 2017 de 16pp.

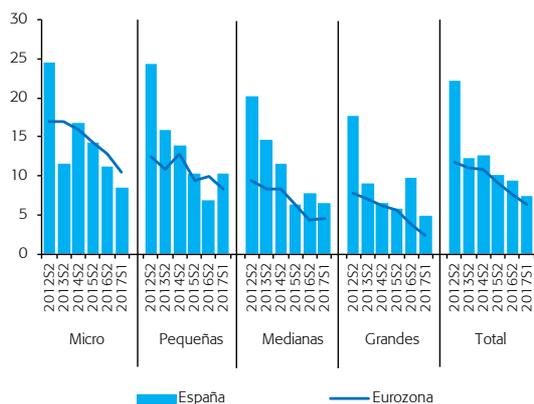
Los porcentajes de empresas que reportan obstáculos en el acceso a la financiación son mayores en el caso de solicitar una línea de crédito, en concreto 3pp más en 2017 (10,5% versus 7,5%) y 3,2pp por encima de las empresas de la eurozona. En esta ocasión lo sorprendente es que sean las grandes empresas (13,2%) las que presenten los

Gráfico 6

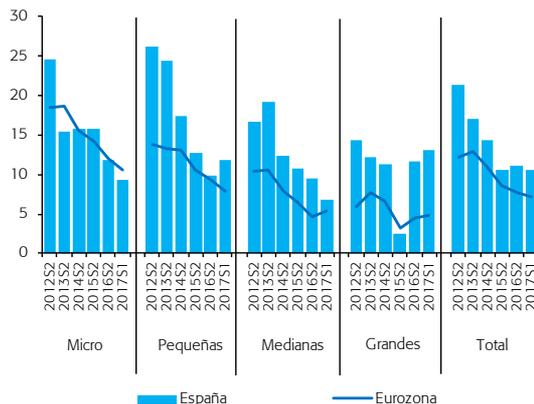
Obstáculos a la financiación, España y eurozona 2012-2017

(Porcentaje de empresas)

a) Préstamo bancario



b) Línea de crédito



Notas: El indicador es la suma de los porcentajes de empresas que reportan que la petición ha sido rechazada; se obtiene una cantidad limitada de financiación; el tipo de interés ofrecido fue excesivo y por tanto la empresa no aceptó la oferta; y la empresa no pidió financiación por miedo al rechazo. De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo de abril a septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

mayores porcentajes, lo que contrasta por completo con las empresas de la eurozona (4,9%).

tipo de interés, comisiones y garantías) las que definen las condiciones de la financiación.

Condiciones en el acceso a la financiación

¿Qué condiciones fijan los bancos en la financiación que conceden a las empresas?, ¿ha mejorado la cantidad de financiación?, ¿y el tipo de interés?, ¿y las comisiones que cobra el banco?, ¿exige la banca más garantías a la hora de conceder un préstamo? Son estas variables (cantidad,

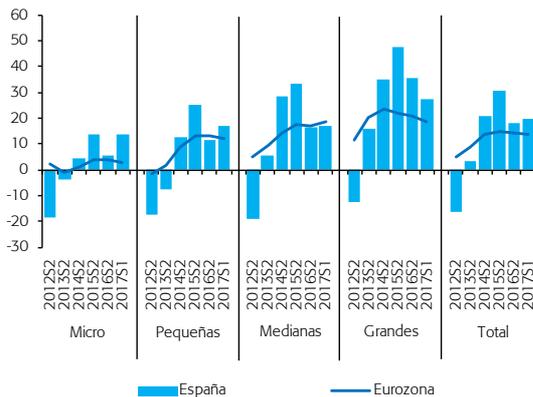
El gráfico 7 muestra la diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que el aspecto analizado ha aumentado y el que declara que ha disminuido. Por tanto, para tipos de interés, comisiones y garantía, un porcentaje neto positivo implica que las condiciones se han endurecido, mientras que para la cantidad de préstamo, ese porcentaje neto supone una mejora en las condiciones.

Gráfico 7

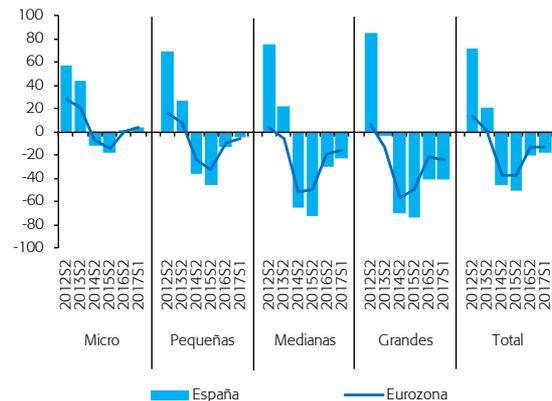
Condiciones en el acceso al crédito, España y eurozona 2012-2017

(Porcentaje neto de respuestas)

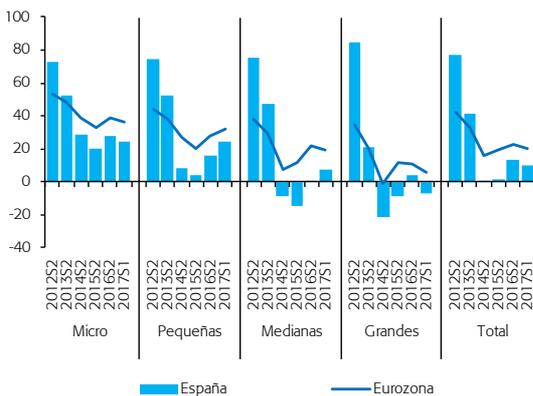
a) Cantidad de préstamo



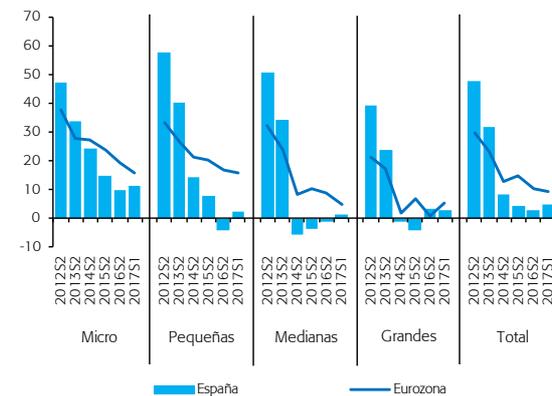
b) Tipo de interés



c) Comisiones



d) Exigencia de garantías



Nota: De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo de abril a septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

En el caso de la cantidad de préstamo, los porcentajes netos de respuestas son positivos desde 2013, con un valor de 19,9pp en 2017, lo que implica que predominan las empresas que perciben que cada vez hay más crédito. Es un valor superior a los 13,9pp de la eurozona. Donde más bajos son los porcentajes netos de respuesta es en las microempresas (13,9pp), siendo parecido en pequeñas (17,3pp) y medianas (17,1pp), y muy superior en las grandes (27,2pp). Por tanto son las grandes empresas con diferencia las que reportan los mayores aumentos en la cantidad de crédito disponible y las micro las que menos.

Si nos centramos ahora en el precio del préstamo bancario, es desde 2014 cuando predominan las empresas españolas que reportan caídas del tipo de interés, con un porcentaje neto de respuestas en la actualidad de -18,4pp, superior a los -13pp de la eurozona. Lo sorprendente y preocupante es que las microempresas son las únicas en las que sigue siendo superior el porcentaje que opina que los tipos han subido que las opinan que han caído, con una diferencia neta de 3pp, rasgo que comparten las empresas españolas con las de la eurozona. La situación cambia por completo cuando se supera el umbral de los diez trabajadores, con porcentajes netos negativos de -4.3pp en las pequeñas empresas españolas y de -5.6pp en las de la eurozona. Por tanto, si el análisis del coste de la financiación se hubiera realizado a nivel agregado de pymes, hubiéramos llevado a la errónea conclusión de que en todas las empresas de menos de 250 empleados predominan las que han visto reducir el coste del crédito, algo que no es así en el caso de las microempresas.

También las comisiones que aplica un banco afectan al coste de la financiación. En este caso el tamaño importa, siendo las grandes empresas las únicas que reportan en la actualidad porcentajes netos de respuesta negativos, es decir, que predominan las que opinan que han caído las comisiones. Los mayores porcentajes netos de respuesta positivos tienen lugar en las micro (24,3pp) y pequeñas empresas (24,7pp), siendo mucho más reducidos en las medianas (7pp). Para el total de empresas españolas, aunque los porcen-

tajes netos son menores a los de 2012 y 2013, siguen siendo positivos, por lo que son más las empresas que opinan que la banca aplica más comisiones que las que declaran lo contrario. En cualquier caso, esos porcentajes son en la actualidad menores en España que en la eurozona (10,2 versus 19,9pp), rasgo que es común en todos los tamaños de empresas.

Finalmente, en cuanto a la exigencia de garantías, aunque las condiciones han mejorado, sigue siendo mayor el porcentaje de empresas que opina que la banca exige más colaterales, con un porcentaje neto de respuesta en 2017 de 4,8pp en España, frente a 9,6pp en la eurozona. Las micro son las empresas con mayores porcentajes netos positivos (11,5pp en 2017, valor inferior a los 15,8pp de la eurozona), seguido a cierta distancia de las pequeñas (2,4pp), medianas (1,3pp) y grandes (2,7pp). Por tanto, también en este aspecto tan importante del acceso a la financiación, como son las garantías que exigen los bancos, las condiciones son más duras para las microempresas y han aumentado en los últimos años.

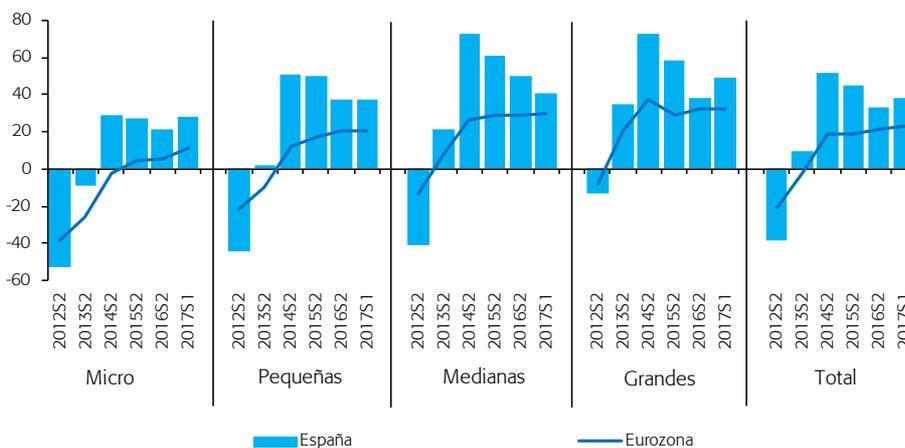
Disposición de los bancos a dar financiación

La predisposición de la banca a dar financiación (gráfico 8) ha aumentado de forma continua en España desde 2013, ya que siempre es muy superior el porcentaje de empresas que reportan que la disposición ha aumentado que las que declaran lo contrario. El último dato muestra un porcentaje neto de 38pp, 15pp más que en la eurozona. Las diferencias por tamaño empresarial son acusadas, siendo el porcentaje neto de las microempresas 20,5pp inferior al de las grandes. La diferencia entre una micro y una pequeña empresa es ya importante (9,2pp menor en la micro), mientras que el salto a las medianas es inferior. Por tanto, simplemente pasar la barrera de los diez empleados supone un salto importante en la mejora de la financiación, ya que aumenta sustancialmente la predisposición de los bancos a dar préstamos a las empresas. Un rasgo a destacar

Gráfico 8

Disposición de los bancos a dar crédito, España y eurozona 2012-2017

(Porcentaje neto de respuestas)



Nota: De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo de abril a septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

en la comparativa europea es que la mejora en la disposición de la banca a dar crédito es mayor en España en todos los tamaños de empresa, situándose la mayor diferencia en las microempresas.

¿Cuáles son las expectativas de las empresas sobre la disponibilidad de financiación bancaria en los próximos meses?

En el caso del préstamo, desde 2013, la expectativa de las empresas españolas es que mejore la disponibilidad de crédito. El último dato de 2017 indica que la diferencia entre el porcentaje de empresas cuya expectativa es que aumente el crédito y el que anticipa lo contrario es de 21.4pp, junto el doble que en la eurozona. A diferencia del resto de indicadores hasta ahora manejados, en este caso las diferencias por tamaño de empresa son muy reducidas, siendo las más optimistas las medianas y las menos las pequeñas. En el caso de las micro, las españolas tienen una expectativa de aumento del crédito mucho más optimista que

sus homólogas europeas, con porcentajes netos de respuesta de 21.3 y 6.8pp, respectivamente.

La expectativa de las empresas españolas es que en los próximos meses mejore la disponibilidad de crédito. Las diferencias por tamaño de empresas son muy reducidas, siendo las más optimistas las medianas y las menos las pequeñas. En el caso de las microempresas, las españolas tienen una expectativa de aumento del crédito mucho más optimista que sus homólogas europeas.

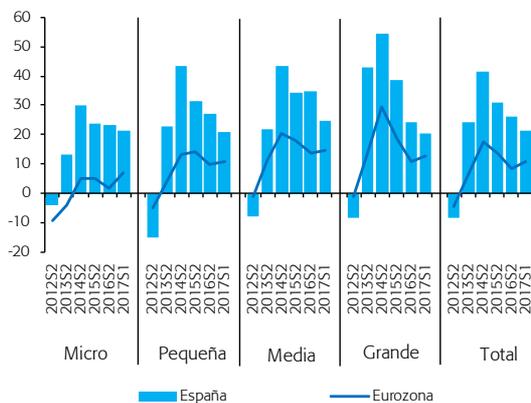
La visión es muy parecida cuando se analizan las expectativas sobre la disponibilidad en los próximos meses de financiación en forma de línea de crédito, aunque las expectativas optimistas son algo más moderadas. También en esta ocasión, tal y como se constató anteriormente en las líneas de crédito, son las grandes empresas las que presentan los menores porcentajes netos de respuesta (12,2pp), con valores bastante por debajo del resto de tamaños empresariales. Este no es un

Gráfico 9

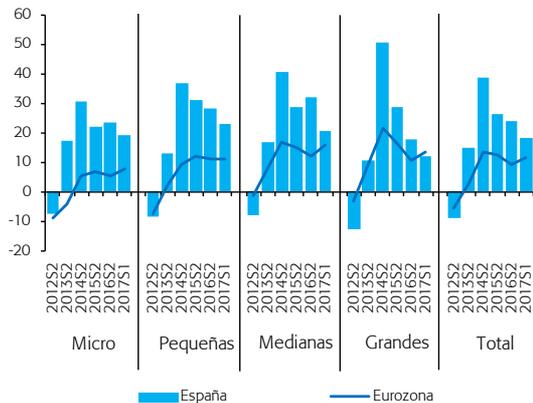
Expectativas sobre la disponibilidad de crédito, España y eurozona 2012-2017

(Porcentaje neto de respuestas)

a) Préstamo bancario



b) Línea de crédito



Nota: De 2012 a 2016, la información está referida de octubre de cada año a marzo del siguiente, mientras que la de 2017 se refiere al periodo de abril a septiembre.

Fuente: Banco Central Europeo (2018) y elaboración propia.

rasgo compartido con las grandes empresas de la eurozona, ya que en esa área el optimismo de estas empresas es mayor que el de las micro y pequeñas empresas.

Conclusiones

Se dice con acierto que España es un país de pymes, lo que constituye una debilidad para alcanzar mayores niveles de productividad, dada la barrera que supone el tamaño para los principales determinantes de la productividad (esfuerzo en I+D, internacionalización, inversión en formación, etcétera). Pero dentro del colectivo de las pymes se agrupan empresas de muy distinto tamaño, y es en las micro (menos de 10 empleados) y pequeñas (entre 10 y 49) donde más destaca España en el contexto internacional. Son las micro las que más peso tienen en términos de empleo, ya que generan el 41,2% del total, siendo el cuarto país de la UE28 con mayor contribución a la ocupación. Aunque en términos de valor añadido su peso está por debajo del que aportan las grandes

empresas, España destaca nuevamente en la posición sexta del *ranking* europeo.

Además de la barrera que no alcanzar un determinado tamaño tiene sobre las variables determinantes de la productividad, las restricciones que sufren las micro y pequeñas empresas también se materializan en el acceso a la financiación. Sin embargo, un mayor coste en términos de tipo de interés no debe interpretarse como una penalización, ya que es lógico que los bancos apliquen una prima como consecuencia del mayor riesgo que supone financiar a estas empresas como consecuencia de la mayor asimetría de información (la información de la que disponen es menos abundante y en general de peor calidad).

La información manejada en este trabajo muestra que efectivamente las micro y pequeñas empresas soportan peores condiciones en el acceso a la financiación, rasgo que comparten con sus homólogas europeas. La buena noticia es que la mejora que se ha producido en los últimos años coincidiendo con la instrumentación de las

medidas de política monetaria expansiva del BCE, también les ha beneficiado. En concreto, los principales resultados obtenidos muestran que:

- En la actualidad, la diferencia entre el tipo de interés que soportan las empresas españolas más pequeñas (aproximado por el de un préstamo de menos de 250.000 euros) en relación a otras de mayor tamaño (préstamos por encima de ese importe) es la menor desde 2012, con un diferencia de 65pb en el caso de un préstamo de entre 250.000 y 1.000.000 de euros y de 82pb en el de más de 1.000.000 de euros. Estos diferenciales contrastan con valores de 160pb y 320pb, respectivamente, que se alcanzaron en 2012.
- La mejora en el acceso a la financiación es manifiesta viendo que cada vez es menor el porcentaje de empresas para las que el acceso a la financiación es su principal problema, siendo en la actualidad el 7,2% en España, nivel similar al de la eurozona. En las micro y pequeñas empresas el porcentaje (en torno al 8%) hoy día es muy similar al de las grandes (7%).
- Donde sí se muestra la barrera que supone el tamaño es en la disponibilidad de préstamo bancario. Así, la última información disponible indica que en España la diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que ha aumentado esa disponibilidad y el que opina lo contrario es de 16,8pp en la microempresas, frente a valores de 33,5pp en las medianas y 41 en las grandes empresas. El mensaje es común en el caso de la financiación en forma de línea de crédito.
- El tamaño también es relevante para explicar los obstáculos en el acceso a la financiación, siendo mayores en las empresas de menor dimensión. No obstante, es en las

microempresas donde más han disminuido esos obstáculos.

- Las condiciones en el acceso a la financiación bancaria han mejorado mucho en los últimos años para cualquier tipo de empresa. No obstante, en las microempresas la percepción de mejora es menos intensa, y llama la atención un aspecto de esas condiciones como es el relativo al tipo de interés. Así, en 2016 y 2017 es mayor el porcentaje de microempresas que declara un aumento del tipo de interés que el que reporta una caída, aunque el rasgo es común a las microempresas europeas.
- Un rasgo preocupante en el acceso a la financiación es que salvo en las grandes empresas españolas, en el resto de tamaños predominan las empresas que declaran un aumento de las comisiones, siendo mayor el aumento entre las micro y pequeñas empresas. En la misma línea, las empresas reportan que la banca cada vez exige más garantías, siendo de nuevo las microempresas las que más sufren esa exigencia.
- Finalmente, la mejora en el acceso a la financiación bancaria es manifiesta viendo que es mayoritario el porcentaje de empresas que opina que la banca está más dispuesta a dar crédito, aunque los porcentajes son menores en las micro, con una diferencia de 20pp con respecto a las grandes.

Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2017), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, abril-septiembre.

COMISIÓN EUROPEA (2017), *SME Performance Review 2017*.

La banca española ante el *MREL*: emisiones para su cumplimiento

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas*

Tras digerir las exigencias de capital en el marco de Basilea III, las entidades se enfrentan también a la exigencia de contar con pasivos que sean capaces de soportar pérdidas en caso de resolución bancaria. En los últimos meses se han dado avances en la concreción de esas exigencias en el caso de las entidades europeas, conformando el denominado *MREL* (*Minimum Requirement of Eligible Liabilities*), lo que nos permite estimar las necesidades de emisión a que se enfrentan los bancos españoles. Con información al cierre de 2016, estimamos que esas necesidades se situarían entre 65 y 79 mil millones de euros, de los que solamente en 2017 ya se habrían cubierto más de la cuarta parte, en un contexto de mercado muy favorable a las emisiones de paivos *bailinables*, y muy especialmente de bonos senior *non preferred*, instrumento específicamente regulado en España en junio de 2017 como especialmente apropiado para cumplir los requisitos del *MREL*.

Antecedentes: el *MREL* como complemento de los requerimientos de capital

Como complemento a las mayores exigencias de capital que el nuevo marco de Basilea III ha traído consigo en respuesta a la crisis, la regulación bancaria internacional, y más específicamente la europea, han incorporado unos requisitos adicionales en cuanto a la estructura de pasivos de las entidades bancarias, en el sentido de incorporar pasivos capaces de soportar pérdidas en caso de resolución bancaria.

La racionalidad de dichos nuevos requerimientos descansa en el intento de evitar las masivas

inyecciones de capital público que en numerosos países –no solo España, sino la práctica totalidad de países europeos, así como Estados Unidos– trajo consigo la crisis bancaria entre 2008 y 2012, pretendiendo que esta situación no se vuelva a repetir. Una primera providencia en esa dirección es la exigencia de más capital y de mejor calidad, siendo estos los dos principios básicos tras el nuevo marco de Basilea III (véase Rojas, Sánchez y Valero, 2018).

Pero no se trata solo de tener más capital, sino que las entidades cuenten con una segunda línea de pasivos que, no siendo estrictamente capital, pueda actuar ante un evento de resolución bancaria como colchón de absorción de pérdidas,

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

así como de recapitalización, para que la entidad pueda seguir operando con los requisitos exigidos.

Se trata, en suma, de sentar las bases para que, en futuras crisis bancarias, la recapitalización (así como la absorción de pérdidas que precede a dicha recapitalización) se haga con cargo a fuentes internas del propio banco (*bail-in*) de tal manera que se minimice la apelación a fuentes públicas (*bail-out*), que tan masivamente se utilizó en la última crisis.

Es con ese objetivo en mente que las autoridades reguladoras internacionales (concretamente el Financial Stability Board, FSB) desarrollaron el conocido como *TLAC* (*Total Loss Absorption Capacity*) exigible a las entidades sistémicas; y en el caso europeo el conocido como *MREL* (*Minimum Requirement of Eligible Liabilities*) aplicable a todas las entidades europeas, salvo las que explícitamente se asuma que serían objeto de liquidación, por no desempeñar ninguna función crítica en el sistema financiero. Dada esa exigibilidad a la práctica totalidad de entidades financieras europeas, en el presente trabajo nos centraremos en el *MREL*, en los avances en su concreción, el posicionamiento de las entidades españolas ante el mismo y las emisiones que recientemente han ido realizando en aras de avanzar hacia su cumplimiento.

En este sentido, conviene resaltar que numerosos parámetros del *MREL* se hallan todavía sin concretar; y de hecho los requerimientos tendrán un cierto componente “a medida” para cada entidad, en función de su grado de “resolubilidad”, y probablemente no se harán públicos por parte de las autoridades de supervisión. Sin menoscabo de ese carácter abierto, existen ya suficientes elementos en los que basarnos para estimar el orden de magnitud aproximado de los requerimientos.

Novedades en la definición del *MREL*

El pasado 20 de diciembre, la Autoridad de Resolución Europea (*Single Resolution Board, SRB*) publicaba una nueva guía, perfeccionando

la anterior de 2016, sobre el *MREL*, incluyendo la base de cálculo para el mismo, así como la desagregación de sus dos componentes básicos: la absorción de pérdidas y la recapitalización interna tras dicha absorción.

Como base para los requerimientos del *MREL*, aunque en un primer momento se planteó la posibilidad de tomar los activos totales, la versión definitiva se decanta por los activos ponderados por riesgos (*APR*), análogamente al instrumento definido por el FSB para las entidades sistémicas (*G-SIIs*), el *TLAC* (*Total Loss Absorption Capacity*). Con ello se asegura una mayor coherencia entre ambas exigencias para aquellas entidades que deberán cumplirlas.

Por otro lado, para el cálculo de los requerimientos mínimos para absorber pérdidas, situaba el volumen como el máximo entre las tres siguientes medidas (gráfico 1):

- La suma de los requerimientos mínimos de capital fijados por el supervisor en el pilar 1, el pilar 2 *requirements* y la ratio combinada de los colchones de capital *fully-loaded*,
- El volumen requerido para cumplir con el suelo de Basilea I,
- Adicionalmente, y como novedad, se considera en esta fórmula de máximos la ratio de apalancamiento, aunque no estará en vigor hasta que sea de obligado cumplimiento en la eurozona.

El segundo de los pilares que definió el *SRB* para el *MREL* es la denominada recapitalización necesaria para la continuidad de las operaciones de la entidad, consistente en el máximo entre:

- La suma de los requerimientos mínimos de capital fijados en el pilar 1 y el pilar 2 *requirements*,
- El volumen requerido para cumplir con el suelo de Basilea I,

- Y la ratio de apalancamiento, también como como novedad.

Adicionalmente a los dos componentes básicos, el MREL incorpora la necesidad de generar confianza al mercado después del proceso de absorción de pérdidas y posterior recapitalización, y para ello añade un requerimiento adicional, consistente en el volumen de la ratio combinada de los colchones de capital menos 125 puntos básicos (pb).

Sin menoscabo de esos tres componentes agregados del MREL, cuya cuantificación realizaremos más adelante, conviene aclarar algunos aspectos específicos del mismo.

El primero se refiere a las exigencias de subordinación, en el sentido de que, para cumplir los requerimientos de pasivos elegibles se establece subordinación en ciertas emisiones de pasivo, es

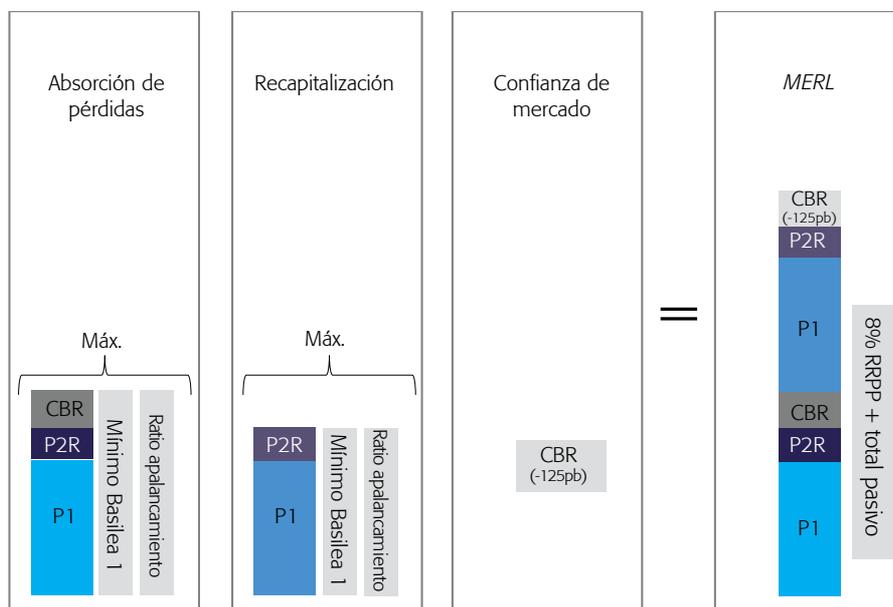
decir, las entidades tendrán que ir al mercado para emitir instrumentos *bailinables* en función de la categoría donde se clasifiquen las entidades en cuestión. Concretamente, las exigencias de subor-

El nivel de subordinación que le exige el SRB a las entidades dependerá de la clasificación que tengan y será de 13,5% para las globalmente sistémicas (G-SIIs) y del 12% para las otras entidades de importancia sistémica (O-SIIs). Para el resto, se analizará caso por caso.

dinación se elevan, en el caso de las entidades globalmente sistémicas (G-SIIs), al 13,5% de sus activos ponderados por riesgos, más la ratio combinada de los colchones de capital. Esa exigencia de subordinación se fija en el 12% para las otras entidades sistémicas (OSIIs), mientras que para el resto se analizará caso por caso (gráfico 2).

Gráfico 1

Aproximación del MREL propuesto por el SRB en 2016 y 2017



Notas: P1= exigencias Pilar 1. P2R= exigencias Pilar 2. CBR= exigencias colchones capital.

Fuente: Single Resolution Board (2017a) y Afi.

Por otra parte, en los debates en curso sobre el *MREL* se está teniendo en cuenta también las diferentes estrategias de resolución que parecen razonables para unas y otras entidades, así como sus implicaciones para las exigencias de *MREL*. Concretamente, para aquellas entidades no sistémicas, y en las que cabe anticipar que la estrategia de resolución descansaría en la venta a un tercero, parece razonable asumir que, tras la absorción de pérdidas, la recapitalización la realizaría la entidad compradora – como así ocurrió en el caso de Popular, cuya recapitalización ha sido realizada por Santander como adquirente–. Si esa es la premisa básica para ese tipo de entidades, no tiene sentido exigirles íntegramente el componente recapitalización del *MREL*.

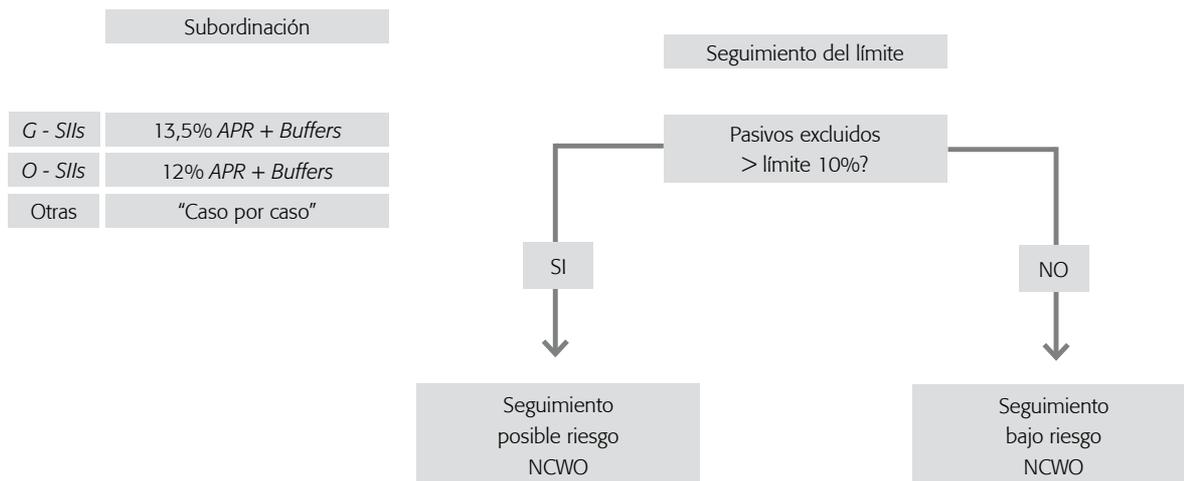
En este sentido, el último informe sobre la actualización del impacto cuantitativo del *MREL* realizado por la *EBA* (2017), asumía que para las entidades que fueran por resolución y que no estuvieran catalogadas como sistémicas, las necesidades de emisión se reducirían al 50%

de lo definido teóricamente, por entenderse que esas entidades se resolverían en su mayor parte a través del procedimiento de venta de negocio, por lo que no tendrían que tener pasivos *bailinables* para la recapitalización por entenderse que este proceso lo haría el comprador de la entidad. En este artículo, en el apartado del cálculo de las necesidades de pasivos *bailinables* por entidades, se recoge este hecho porque se entiende que no se les puede exigir los mismos requerimientos a estas entidades que a las catalogadas como sistémicas.

Adicionalmente, en la guía publicada por el SRB quedan excluidos, como pasivos computables para el cálculo del *MREL*, los depósitos a largo plazo (horizonte superior a un año) no garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos, así como los que tengan posibilidad de reembolso con anterioridad a un año, o de los cuales no se tienen suficientes evidencias de que no van a ser retirados. Por otro lado, reafirma la exclusión de instrumentos estructurados e instrumentos emiti-

Gráfico 2

Política del SRB de instrumentos subordinados para 2017



Nota: APR, Activos ponderados por riesgos. NCWO, Non Creditor Worse Off principle.

Fuente: Single Resolution Board (2017a) y Afi.

dos por entidades localizadas fuera de la Unión Europea.

Posicionamiento de las entidades españolas ante el MREL

De la revisión realizada en la sección anterior cabe concluir que la versión final del MREL por parte del SRB no está definitivamente concretada, y en todo caso la exigencia del mismo para cada entidad tendrá un cierto componente idiosincrático, vinculado a la resolubilidad y/o criticidad de las funciones desempeñadas por cada entidad.

Sin menoscabo de ello, y tomando como base los tres componentes del MREL definidos hasta la fecha, hemos realizado una estimación de los requerimientos en que el mismo se traduciría para cada una de las entidades españolas sometidas a supervisión directa por el Mecanismo Único de Supervisión (SSM).

La estimación se ha realizado sobre la base de la posición de cada una de las catorce entidades

más significativas del sector (representan más del 85% del activo del sector bancario español) a cierre de 2016, publicada en las memorias anuales

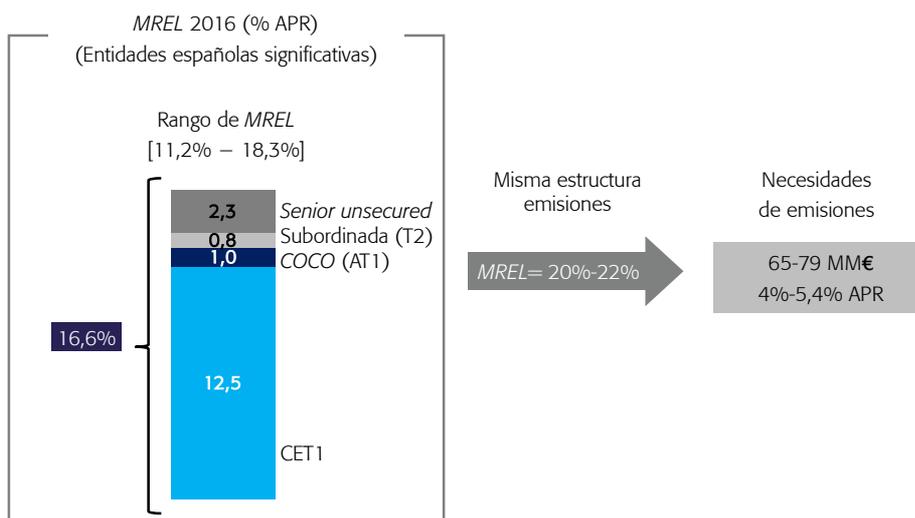
Con datos a 31 de diciembre de 2016, las entidades españolas tendrían que emitir cerca de 80.000 millones de euros para cumplir con un nivel de MREL situado en el 22%.

de dicho ejercicio, como dato último disponible en la actualidad.

En este sentido, la primera fuente de heterogeneidad en las exigencias de MREL para las diferentes entidades radica en el componente del mismo vinculado al pilar 2 requerido y a los colchones de capital, ambos definidos de forma específica para cada entidad. Teniendo en cuenta esa especificidad en los requerimientos de pilar 2 y de colchones de capital estimamos que, para el componente de absorción de pérdidas el porcentaje exigido oscilaría entre el 10 y el 12%, mientras que el componente de recapitalización lo haría entre el 8% y el 10%, y finalmente el

Gráfico 3

Necesidades de instrumentos *bailinables*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por las entidades.

componente asociado a recuperar la confianza de mercado supondría entre un 1,5% y un 2,5%. La suma agregada de los tres componentes se traduciría, en media de las entidades significativas, en una exigencia aproximadamente de un 20% a 22% de instrumentos *bailinables* sobre el total de APR.

Como se puede observar en el gráfico 3, a 31 de diciembre de 2016 el agregado de esas catorce entidades significativas contaba con un nivel de pasivos *bailinables* que representaban un 16,6% de sus APR (con un rango de oscilación entre el 11,2% y el 18,3%), es decir, entre 4 y 5,4 puntos porcentuales por debajo del nivel que estimamos como un requerimiento medio.

De esos pasivos *bailinables* de las catorce entidades, el 75% lo aportaría el capital ordinario de nivel 1 (*CET 1*), los bonos convertibles aportarían el 6%, los bonos subordinados el 5% y el 14% restante los bonos senior.

Tomando como punto de partida el nivel de pasivos *bailinables* con que cada entidad cuenta, y asumiendo que todas ellas tuviesen que alcanzar el rango de 20% a 22% estimado

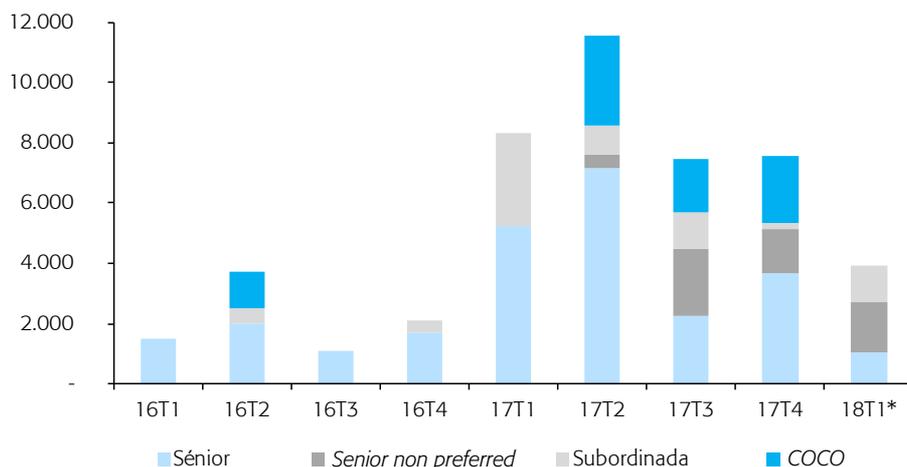
como nivel de referencia medio para el conjunto del sector, las necesidades de emisión para cumplir con el requerimiento se elevarían entre unos 65.000 y 79.000 millones de euros, tomando como base diciembre de 2016. A continuación analizamos cómo las entidades han realizado ya en 2017 un importante avance para cerrar esa brecha entre los pasivos *bailinables* con que cuentan, y los que serán requeridos cuando el *MREL* sea vinculante.

La respuesta de las entidades ante el *MREL*

Como muestra el gráfico 4, en 2017 las entidades españolas han intensificado su apelación al mercado para emitir pasivos elegibles para la ratio *MREL*, alcanzando un volumen total de cerca de 35.000 millones de euros, más del triple de las emisiones realizadas en el año anterior.

En términos de tipología de emisión cabe destacar que la normativa española aprobó a través del Real Decreto 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera, la posibi-

Gráfico 4
Emisiones *bailinables* de las entidades españolas
(Millones de euros)



Nota: *18T1 es la suma de las emisiones en enero y febrero

Fuente: Bloomberg, Afi.

lidad de poder emitir un nuevo instrumento que computaría a efectos del cumplimiento del MREL, las denominadas senior no preferente (*senior non-preferred*).

Ese respaldo legal otorgado a un nuevo instrumento claramente dirigido a cumplir con las exigencias de MREL ha propiciado que las emisiones de la senior no preferente tuvieran un importante protagonismo, sobre todo en las entidades más grandes del sector bancario español, alcanzando un volumen de más de 4.000 millones de euros de este nuevo instrumento en 2017, evolución que continúa en 2018, con un volumen emitido de más de 1.600 millones de euros hasta mediados de febrero de 2018. Cabe esperar que esta tipología de emisiones sea uno de los pilares sobre el que las entidades sustenten sus planes de financiación.

Por otro lado, cabe analizar las condiciones de mercado a las que han accedido las entidades españolas. En este sentido, destaca la mejora de las condiciones de emisión que se han visto reflejadas en unas emisiones a unos tipos de interés (TIR) mucho más reducidos de lo que había

sido el caso en 2016, evidenciando la mejora de la confianza de mercado en el sector bancario y en las entidades españolas.

Las entidades españolas han emitido 35.000 millones de emisiones bailinables en 2017, lo que representa un aumento de más de un 300% respecto a 2016, en respuesta a una mayor aclaración regulatoria del MREL, además de que las condiciones para acceder al mercado han mejorado de manera generalizada

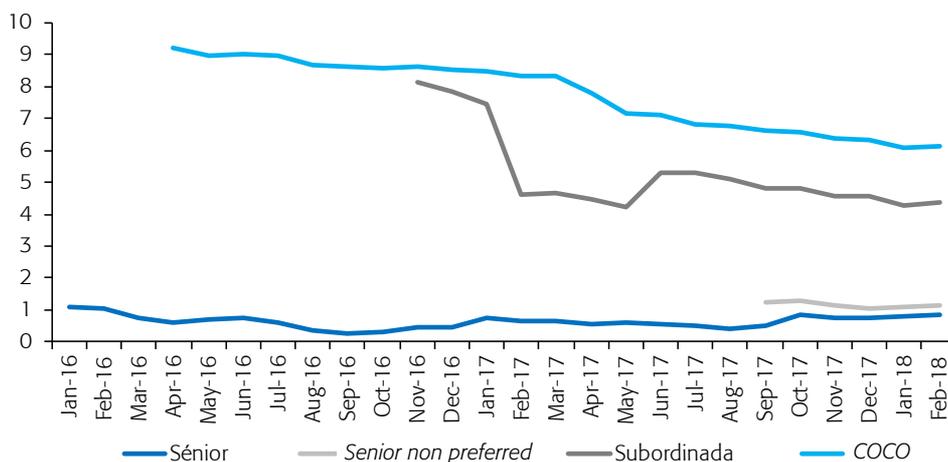
En el gráfico 5 se hace evidente durante todo el año 2017, que se experimentaron unas condiciones mucho más propicias que en 2016, con una mejora sustancial en los instrumentos que computan como capital, como son bonos convertibles contingentes (COCO) y bonos subordinados.

En este contexto de mejora de las condiciones financieras, y a modo de resumen, en el gráfico 6 se pone en evidencia el volumen de emisiones por tipología y las TIR medias de emisión en 2017.

Gráfico 5

TIR media por emisión

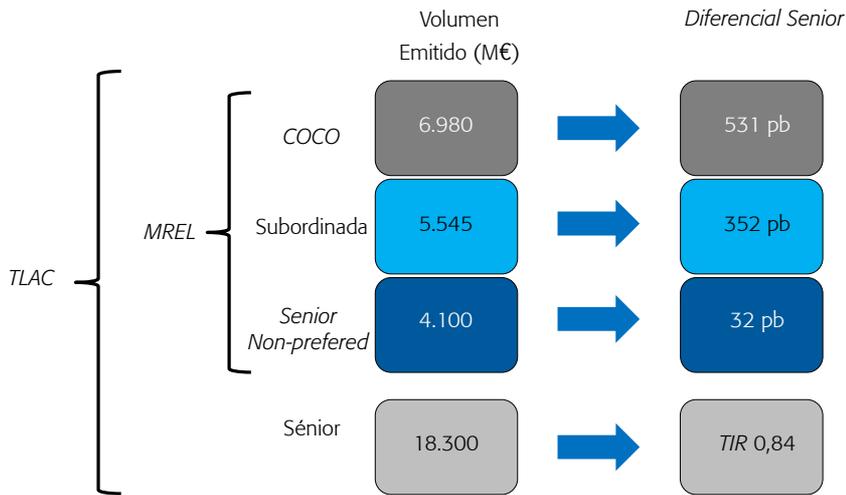
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 6

Volumen y diferencial por instrumento



Fuente: Bloomberg, Afi.

Cabe reseñar que, respecto a la senior no preferente, al ser objeto de computar a efectos de *bail-in*, el mercado las ha valorado con un diferencial respecto a la senior tradicional de aproximadamente 30 pb.

La mejora de las condiciones financieras ha propiciado que las entidades puedan hacer frente a las necesidades de subordinación que les ha exigido la nueva regulación. Por tanto, mientras la curva se mantenga en mínimos históricos, es previsible que las entidades continúen emitiendo para cumplir con dichas necesidades instrumentos *bailinables*.

Conclusiones

Tras la regulación prudencial referida a los requerimientos de solvencia, la referida a los instrumentos elegibles para estrategias de resolución (MREL) está dando los últimos pasos para ultimar su total definición.

En este sentido, a finales de 2017 se concretaron mucho más los componentes del MREL (absorción de pérdidas, recapitalización, y confianza del mercado) y los integrantes de los mis-

mos, sin menoscabo de las particularidades que su concreción asuma en cada entidad. Sobre dichas bases generales, estimamos las necesidades que cabe identificar para las entidades españolas en cuanto a emisión de pasivos *bailinables*, y analizamos la actividad de emisión desplegada en 2017 para cumplir con esa expectativa de requerimientos.

Según nuestras estimaciones, al cierre de 2016 las entidades significativas españolas mostrarían unas necesidades de emisión entre 65 y 78 miles de millones para alcanzar el MREL, cuando este sea exigible, que no lo sería antes de cuatro años de su comunicación a cada entidad. Pues bien, solamente en 2017 se han realizado emisiones que representan el 25% de dicha cifra, siendo especialmente destacable las emisiones de bonos senior no preferentes (*senior non preferred*), instrumento específicamente regulado en España, siguiendo el ejemplo de otros países, como especialmente apropiado para cumplir con el MREL.

Pero no solo cabe resaltar la intensa actividad de emisión realizada, sino que el apetito inversor por dichos instrumentos se refleja en una condi-

ciones de emisión muy favorables, en términos de tipos de interés, que con gran probabilidad se van a mantener en el presente año, como los dos primeros meses transcurridos parecen apuntar.

Referencias

- EUROPEAN BANKING AUTHORITIES, EBA (2016), *Quantitative update of the EBA MREL report*.
- ROJAS, F.; SÁNCHEZ E., y F. J. VALERO (2018), "El cierre de Basilea III desde la perspectiva española", *Cuadernos de Información Económica*, 262, enero-febrero: 27-39.
- SINGLE RESOLUTION BOARD (2017a), *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities (MREL). SRB Policy for 2017 and next steps*.
- (2017b), *MREL: Approach taken in 2016 and next steps*.

Reforma de la gobernanza económica europea: superando las *políticas de poder*

Erik Jones*

Los gobiernos europeos discrepan sobre la manera de reformar sus instituciones comunes de gobernanza económica. Dicha discrepancia es, además, sustancial, pues nace de la diversidad de hipótesis sobre cuáles fueron los factores causantes de la reciente crisis, quién es responsable de formular una solución y qué obstáculos hay que superar para su aplicación efectiva. El análisis de la reforma de la gobernanza económica europea suele poner especial énfasis en quién gana y quién pierde en las negociaciones intergubernamentales. Por desgracia, esta perspectiva tiende a alejar el foco de atención de las ideas, hipótesis y principios subyacentes que son cruciales para hacer que el sistema funcione. Estas visiones enfrentadas son difíciles de conciliar; una solución de compromiso, que conjugue elementos de las diferentes posiciones, resultaría en contradicciones y vulnerabilidad. En consecuencia, el reto no es tanto hacer que las negociaciones avancen por los cauces diplomáticos como encontrar la manera de forjar un consenso sobre cuál, de entre todas las visiones competidoras, debería adoptarse para resolver los temas que es necesario abordar y por qué. Para conseguir unas reformas exitosas se necesita mucho más que *políticas de poder (power politics)*.

Las instituciones y procesos que sustentan la gobernanza económica europea necesitan ser reformados. Las razones no requieren mayor explicación: las reglas fiscales son complicadas, los procedimientos aplicables a los “desequilibrios” son asimétricos, la unión bancaria está incompleta –al igual que la unión monetaria–, y los diversos regímenes nacionales del Estado de bienestar adolecen de complejas patologías. El resultado de todo ello es la dificultad de los líderes europeos para gestionar de forma cómoda y estable sus

economías dentro del mercado único; una gobernanza económica a nivel europeo sigue siendo una aspiración, no una realidad. Este problema no desaparecerá por arte de un compromiso político o de una política de poder (*power politics*). Los líderes políticos europeos pueden llegar a un acuerdo sobre qué hacer, pero dicho acuerdo no garantizará que las nuevas instituciones funcionen conforme a lo planeado (Jones, Kelemen y Meunier, 2016). Al contrario, cualquier acuerdo podría ocultar contradicciones de fondo sobre la clase de

* Catedrático de *European Studies and International Political Economy* de la Johns Hopkins School of Advanced International Studies y *senior research fellow* del Nuffield College, Oxford.

modelo económico que los responsables políticos desean para Europa y lo que se necesita para alcanzar sus objetivos a nivel doméstico.

¿Demasiado pesimista?

Tal vez sea excesivamente pesimista afirmar simplemente que una solución de compromiso no puede funcionar ni a nivel político ni económico. Un enfoque “constructivo” o más optimista sería centrarse en los puntos de complementariedad. El paquete de propuestas formuladas el 6 de diciembre de 2017 por el presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, y su equipo podría ser un buen punto de partida. El equipo de Juncker ha urgido a adoptar un amplio abanico de medidas reformistas –de muy distinto calado– para mejorar el proceso de coordinación de las políticas macroeconómicas y reforzar la respuesta a la crisis, clarificando al mismo tiempo las líneas de control y rendición de cuentas. Las propuestas incluyen:

- Nombrar un ministro europeo de Economía y Finanzas, que asumiría además la función de vicepresidente de la Comisión Europea y de presidente del Eurogrupo;
- Incorporar el tratado sobre el “Pacto fiscal” a la legislación de la Unión Europea;
- Convertir gradualmente el Mecanismo Europeo de Estabilidad en un Fondo Monetario Europeo que pueda integrarse en el marco institucional basado en tratados;
- Asignar recursos financieros específicamente vinculados a la Unión Europea mediante una línea presupuestaria, a la que se pueda recurrir para promover reformas a nivel de los Estados miembros (Comisión Europea, 2017).

El enfoque de la Comisión se centra en las instituciones. Un enfoque alternativo podría centrarse en lograr objetivos específicos. Recientemente, catorce economistas franceses y alemanes realizaron una propuesta integral con ese enfoque

(Bénassy-Quéré *et al.*, 2018). A lo largo de todo el informe, dicha propuesta defiende que “la disciplina de mercado y la mutualización de los riesgos deberían verse como pilares complementarios de la arquitectura financiera de la eurozona” (pág. 2), que “[una] disyuntiva entre la mitigación de la crisis y la prevención de la crisis suele plantear una falsa dicotomía” (pág. 3), que se puede “mejorar

El enfoque de la Comisión se centra en las instituciones: un ministro europeo de Economía y Finanzas, incorporar el “Pacto fiscal” a la legislación europea, convertir el Mecanismo Europeo de Estabilidad en un Fondo Monetario Europeo, y crear una línea presupuestaria a la que se pueda recurrir para promover reformas en los Estados miembros.

la disciplina y mutualizar los riesgos en la eurozona” simultáneamente (pág. 4), y que “la clave del éxito es asegurar que la reducción del riesgo, la disciplina de mercado y la mutualización de los riesgos vayan de la mano” (pág. 5). Además, merece aplaudirse la ambición de los autores, ilustrada en un paquete de seis propuestas concretas. Dichas propuestas vienen debatiéndose desde hace tiempo en distintas formas y –tomadas en su conjunto– ofrecen un buen resumen de las múltiples dimensiones que implica el debate sobre políticas. De modo resumido, Bénassy-Quéré *et al.* (2018: 20-21) argumentan que:

- Los bancos de la eurozona deben tener incentivos muy fuertes para reducir los riesgos en sus balances antes de poder beneficiarse de un esquema paneuropeo de garantía de depósitos y de resolución bancaria.
- Los gobiernos deben recibir instrucciones claras para estabilizar sus presupuestos públicos, y contar con fuertes incentivos para asegurar su cumplimiento.
- Los inversores deben someterse a un marco transparente de absorción de pérdidas en

sus exposiciones tanto a los bancos como a los instrumentos de deuda soberana, en caso de necesidad.

- Deben crearse nuevos instrumentos financieros para ayudar a estabilizar la situación económica nacional, con la exigencia de una clara condicionalidad a los gobiernos para participar en dicho esquema y para beneficiarse de él en caso de necesitarlo.
- También deben crearse nuevos instrumentos financieros para ofrecer un activo seguro común a los inversores europeos y para minimizar las distorsiones que surgen en la regulación de las carteras de deuda soberana en poder de bancos y otras entidades financieras.
- La aplicación de las reglas sobre política fiscal, estabilidad financiera y estabilización macroeconómica debería estar más a salvo de la injerencia política.

Bénassy-Quéré *et al.* (2018) apoyan cada uno de estos puntos con iniciativas específicas que han desarrollado durante los últimos años, y las respaldan con nuevas y en general muy válidas sugerencias sobre cómo habrían de diseñarse o implementarse dichas reformas para garantizar un resultado equilibrado. Comparado con otros paquetes de reformas integrales, es difícil encontrar uno mejor. La única duda es si será efectivamente adoptado. Los autores dejan clara su opinión en la última frase del informe: “Nuestros líderes no deberían conformarse con menos” (pág. 21).

Ya hemos estado aquí antes

Esa conclusión infunde esperanza, pero no está exenta de retos. Si bien, teóricamente, los responsables europeos deberían sean capaces de acordar una visión concreta de cómo debería funcionar la coordinación de las políticas macroeconómicas (McNamara, 1998), las soluciones de compromiso entre visiones competidoras que se han ensayado no han superado la prueba del

tiempo. Esta desalentadora observación es fruto de una larga experiencia. La dificultad de gobernar las economías de Europa no es un problema nuevo; se remonta hasta el periodo de la “euroesclerosis” de los años setenta o incluso a la crisis cambiaria de mediados y finales de la década de los

Aunque es posible que los dirigentes europeos logren un consenso sobre una visión concreta de cómo debería funcionar la coordinación de las políticas macroeconómicas, ha sido imposible construir un compromiso entre visiones competidoras que haya superado la prueba del tiempo.

sesenta. En momentos concretos desde entonces, los líderes europeos han logrado hitos importantes en términos de construcción institucional. Dicho proceso comenzó con el primer plan para crear una unión económica y monetaria como parte del “espíritu de La Haya” y culminó hace poco con la batería de medidas adoptadas durante la reciente crisis económica y financiera, incluyendo los acuerdos fiscales denominados *two-pack*, *six pack*, y el Mecanismo Único de Supervisión.

Distintos actores han jugado papeles cruciales en este desarrollo institucional. Aunque muchos de ellos no procedían ni de gobiernos nacionales ni de los Estados miembros grandes, el relato convencional suele enfocarse en el binomio franco-alemán (Brunnermeier, James y Landau, 2016). Según esta tesis, solo estos dos países tenían la fuerza suficiente para impulsar a Europa. Por tanto, la mayor parte de las grandes innovaciones se produjeron cuando Francia y Alemania, gobernados por líderes afines y con predisposición y capacidad para cooperar, trabajaron en común. Como ejemplos de estas insignes parejas cabe mencionar a Georges Pompidou y Willy Brandt, o a Nicolas Sarkozy y Angela Merkel. A su manera, cada una de ellas siguió los pasos de Charles De Gaulle y Konrad Adenauer (McCarthy, 2001).

La alianza franco-alemana no siempre mostró una sintonía total. Las perspectivas de ambos

países a menudo diferían. Al inicio del proceso de integración monetaria a principios de los setenta, los franceses profesaban la fe “monetarista” de que la unión monetaria llevaría a la convergencia económica, mientras que los alemanes defendían el credo “economista” de que la convergencia económica debía ser una condición previa para acometer la unión monetaria (Tsoukalis, 1977). Sus iniciativas conjuntas se basaron, por tanto, en la transacción. Según la narrativa convencional, los franceses consiguieron arrancar de los alemanes concesiones que solo estos tenían el poder de realizar. La hipótesis central de esta narrativa es que aquella de las dos potencias que en cada momento ostentaba la hegemonía tenía más probabilidades de influir en el diseño de reglas e instituciones comunes (Brunnermeier, James y Landau, 2016). Un ejemplo paradigmático es el valor de referencia incluido en los protocolos del Tratado de Maastricht de 1992 para considerar un déficit “excesivo”: Alemania deseaba establecer el nivel en torno al 2% del PIB, mientras que Francia quería que estuviese cerca 4%; el nivel finalmente acordado fue del 3%, que los franceses interpretaron como un objetivo al que tender desde valores superiores, en tanto que para los alemanes debía entenderse como valores iguales o inferiores al 3%.

Con estos antecedentes, no es raro que algunos periodistas, como Wolfgang Munchau, se hayan fijado en el liderazgo político actual de Francia y Alemania para tratar de vislumbrar el próximo paso en el proceso de reforma de la gobernanza económica. El presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, ha lanzado una propuesta ambiciosa y bien argumentada, pero en último término, serán los jefes de estado o de gobierno quienes decidan. Durante el verano y principios del otoño de 2017, el presidente francés, Emmanuel Macron, intervino en la escena con una batería de valientes propuestas. Ahora todos los ojos están en la posible respuesta de la canciller alemana, Angela Merkel. Mucho dependerá de la coalición que consiga articular a nivel interno. Como asegura la sabiduría convencional, la política de poder (*power politics*) es un juego que se desarrolla en muchos tableros diferentes.

¿Poder sin un propósito?

Este relato convencional deja de lado un aspecto crucial del proceso de reforma. El poder sin un propósito carece de dirección; solo si entendemos los objetivos que persiguen las reformas podremos intuir adónde conducirá ese proceso. Dichos objetivos son difíciles de averiguar a juzgar por los altibajos de la relación franco-alemana. También son difíciles de descifrar a tenor de las

Una manera de avanzar sería consensuar una visión coherente sobre lo que la unión monetaria debe ofrecer y, a partir de ahí, articular las instituciones y los mecanismos que más se adecuasen a ese objetivo común. En otras palabras, el camino no se hará a base de una colección de compromisos aislados sobre figuras institucionales concretas, sino que requerirá un consenso más fundamental sobre lo que significa una moneda única.

propuestas realizadas por los diversos actores. Demasiado a menudo, los nombres, las reglas y los procedimientos parecen intercambiables. Un ministro europeo de Economía y Finanzas, un Fondo Monetario Europeo o una línea presupuestaria para la eurozona son buenos ejemplos. La etiqueta dice muy poco sobre el contenido de la propuesta, que podría provenir igualmente del lado alemán que del francés. Dicha fungibilidad sería bienvenida desde una perspectiva de *política de poder*. Componentes intercambiables son fáciles de combinar y mezclar dependiendo de hacia dónde se incline la balanza de la influencia. Pero objetivos a los que subyazca un propósito concreto son más limitados, ya que implican hipótesis fijas sobre cuál es el desequilibrio que se debe corregir, quién debe actuar para ello y por qué podrían ser incompatibles entre sí las distintas propuestas competidoras.

Una vez que se define el propósito subyacente a la agenda reformadora, aplicar una solución de compromiso se vuelve más difícil y menos efectivo.

Esa es la razón de que los catorce economistas franceses y alemanes se esfuercen denodadamente en afirmar que su plan de seis puntos consigue un equilibrio de fondo (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018). Pero aunque los responsables políticos puedan casar y mezclar instituciones, ello no significa que dichas instituciones consigan los objetivos para los que fueron creadas. Es más, podrían contradecirse mutuamente o dejar sin abordar vulnerabilidades importantes. El actual proceso de reforma es particularmente propenso a dichas limitaciones. Los objetivos y opiniones de los distintos participantes son mutuamente excluyentes, tanto en términos de diagnóstico (dónde reside la raíz del problema de la gobernanza económica) como prácticos (qué deberían hacer sobre ello los europeos). Negar esta tensión fundamental no la hará desaparecer; y buscar sutiles soluciones de ingeniería agravará probablemente el conflicto. Una manera de avanzar sería que los líderes europeos consensuasen una visión coherente sobre lo que la unión monetaria completa debe ofrecer y, a partir de ahí, articularsen las instituciones y los mecanismos que más se adecuasen a ese objetivo común. En otras palabras, el camino no se hará a base de una colección de compromisos aislados sobre figuras institucionales concretas, sino que requerirá un consenso más fundamental sobre lo que significa una moneda única.

Dicotomías y diagnósticos

Para entender las diferencias, conviene comenzar analizando dos dicotomías que enmarcan la

narrativa sobre la reciente crisis económica y financiera. Dependiendo de la perspectiva adoptada, la crisis tuvo muy diferentes orígenes. Por ejemplo, se puede argumentar que la crisis surgió de un comportamiento irresponsable de los agentes o de unas instituciones deficientes; pero también que la crisis fue un problema asociado a la evolución de las finanzas o de la economía real (Jones, 2015). Combinadas, estas dicotomías conducen a cuatro escenarios diferentes, que han figurado de forma prominente en las diversas explicaciones dadas a la crisis: excesiva asunción de riesgos, finanzas públicas débiles, competitividad, y *sudden stops* (cuadro 1).

El relato de la excesiva asunción de riesgos se centra en una conducta irresponsable en el ámbito financiero. Tanto bancos como reguladores bancarios hicieron caso omiso a la acumulación de apalancamiento y no se aseguraron de que hubiese suficiente capital con capacidad de absorber pérdidas. La crisis estalló cuando estos fallos quedaron al descubierto. Islandia, Irlanda y Chipre son buenos ejemplos de economías nacionales relativamente pequeñas arrastradas al borde del precipicio por unos bancos desproporcionadamente grandes.

El relato de las cuentas públicas de los gobiernos combina la conducta irresponsable con la economía real. El problema en este caso es que el endeudamiento público aumenta para cualquier nivel de actividad económica. Los gobiernos recaudan insuficientes impuestos y gastan por encima de sus posibilidades. Este problema puede camu-

Cuadro 1

Doble dimensión en la reciente crisis

	Conductual	Estructural
Economía real	Indisciplina fiscal en el gasto	Pérdida de competitividad
Economía financiera	Excesiva asunción de riesgos	<i>Sudden stops</i>

flarse mientras los tipos de interés sean bajos, pero saldrá a la superficie cuando el coste de la financiación aumente. Bélgica, Grecia e Italia son buenos ejemplos de países que pasarían apuros en caso de ver incrementados bruscamente los costes de financiación de su deuda pública.

El relato de la competitividad se refiere a la estructura de la economía real. Aquí, el problema no tiene tanto que ver con los bancos o los gobiernos, como con la noción más general del endeudamiento externo. La productividad total de los factores debe aumentar para reembolsar los fondos tomados a préstamo del exterior. En caso contrario, los inversores extranjeros perderán la confianza y provocarán una crisis de balanza de pagos. Los ejemplos típicos son Portugal y España, pero prácticamente cualquier país que acumule un déficit por cuenta corriente podría ser acusado de una mala asignación del capital.

Por último, el relato del *sudden stop* tiene que ver con la estructura de los mercados financieros. Lo que importa no es tanto el comportamiento de los participantes de los mercados financieros, como su carácter interdependiente. También importa la actividad de transformación del ahorro a corto plazo en inversión a largo plazo que realizan las entidades financieras. Si todos los clientes tratasen de liquidar simultáneamente sus activos en el marco de un episodio de una "huida a la liquidez", las perturbaciones resultantes en la economía financiera podrían desembocar en un *sudden stop* (cierre de las vías de financiación) para una o varias economías de los países miembros. Cualquiera de los países afectados por la crisis podría ejemplificar este desenlace potencial. El reto es distinguir entre huidas de capitales que se producen debido al temor general en los mercados, de las que se deben a una preocupación más justificada por la solvencia o la liquidez de la economía nacional que sufre la fuga.

Sobredeterminación

Estos relatos no son incompatibles ni excluyentes entre sí. Como suele ocurrir en el ámbito de la

formulación de políticas públicas, la crisis económica está sobredeterminada. Existen distintas combinaciones posibles de instituciones deficientes y comportamientos irresponsables que pueden lastimar a las economías europeas. Los distintos relatos de la crisis reclaman, no obstante, diferentes soluciones, muchas de las cuales se encuentran en las propuestas de reforma económica objeto actualmente de debate. El problema de la asunción de excesivos riesgos financieros puede atajarse, al menos en parte, mediante la dotación de provisiones dinámicas para pérdidas en los activos de riesgo y el establecimiento de un máximo a la exposición a los instrumentos de deuda soberana emitidos por el propio país. El gasto público excesivo puede contrarrestarse sometiendo los presupuestos a la estrecha supervisión de un ministro europeo de Economía y Finanzas y estableciendo condicionalidad para que los Estados que la soliciten puedan recibir asistencia financiera del Fondo Monetario Europeo.

A primera vista, algunas soluciones podrían responder simultáneamente a distintos problemas. Una supervisión europea más estricta de las políticas nacionales y una regulación más rigurosa de las entidades financieras podría impulsar el proceso de reformas estructurales. Otras propuestas podrían conceder un margen de tiempo hasta que los problemas se resuelvan. El reaseguro de las prestaciones nacionales por desempleo ayudaría a suavizar las pérdidas temporales de competitividad en un país, lo mismo que una línea presupuestaria específica de la eurozona disponible para la estabilización fiscal. Por último, la solución a la dinámica de *sudden stop* pasa por completar la unión bancaria europea con fondos de reestructuración y resolución bancaria comunes y un sistema de garantía de depósitos común para Europa. A ser posible, tal solución incluiría también un activo seguro común europeo.

Las propuestas de la Comisión presidida por Juncker van en la línea de este tipo de agenda integral. Los documentos de reflexión publicados en la primavera de 2017 aluden a los numerosos factores y la diversidad de perspectivas que fueron tenidos en cuenta. El discurso sobre el Estado de

la Unión pronunciado por Juncker en septiembre expone las prioridades de actuación y el orden en que se acometerán; por otro lado, de la lectura de los documentos que acompañan a dicho discurso cabe deducir que ni siquiera aquellas políticas no priorizadas por el presidente de la Comisión Europea caerán en saco roto. Por último, las propuestas concretas anunciadas el 6 de diciembre confirman el derecho formal de la Comisión Europea a liderar el proceso legislativo en Europa mediante la generación de textos legales concretos llamados a ser considerados en el proceso de reforma. Dicho de otro modo, los catorce economistas franceses y alemanes no son los únicos comprometidos en la búsqueda de una solución que satisfaga los objetivos de los principales grupos de interés.

Cambiando la perspectiva

La dificultad para la Comisión de Juncker y para Bénassy-Quéré *et al.* (2018) es que, incluso si los diagnósticos de los problemas subyacentes son compatibles (o al menos no excluyentes entre sí), las soluciones no lo son, y hay que elegir. Para entender por qué, es útil mirar a las dicotomías fundamentales desde una perspectiva diferente. Por ejemplo, la economía real y el sector financiero se pueden ver como dos realidades diferentes más por una cuestión de escala que de concepto. Las economías reales tienden a venir definidas por un marco regulador e instituciones de mercado nacionales, lo que las hace bastante idiosincráticas. Poner en común mejores prácticas e intentar mejorar el desempeño nacional es posible, pero es poco probable que dos entramados institucionales nacionales lleguen a ser idénticos. De hecho, tal hipótesis forma parte integral de los procesos europeos de reforma estructural que inspiraron la Estrategia de Lisboa y de los distintos intentos de coordinar las reformas estructurales que se han derivado de ella, incluido el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos imperante en estos momentos.

Frente a esto, los mercados financieros tienden a operar a nivel europeo. Ello no es fruto del azar, sino de una elección deliberada. Durante los últimos cincuenta años, las autoridades europeas

adoptaron una serie de decisiones para posibilitar el libre movimiento de capitales entre unos países y otros (Helleiner, 1996). También tomaron decisiones para animar a las entidades financieras a sacar partido de las oportunidades generadas por esta liberalización de los mercados de capitales y para adaptarse al entorno competitivo que ello trajo consigo. Casi de inmediato, los responsables europeos se percataron de que la liberalización del mercado de capitales alteraría de manera fundamental sus entidades financieras, al dotarlas de una escala y una complejidad que trascendían las fronteras nacionales. Como quiera que dichos vínculos tuvieron ramificaciones al otro lado del océano, en un primer momento descartaron una solución exclusivamente europea. Más bien, recabaron el apoyo de instituciones globales para gestionar la interdependencia entre autoridades regulatorias nacionales (Story y Walter, 1997). Las instituciones europeas solo entraron en escena cuando se comprobó que estos acuerdos más globales para gestionar la interdependencia eran incapaces de estabilizar unos mercados financieros integrados (Mügge, 2010).

Este cambio de perspectiva que busca contraponer idiosincrasia a interdependencia no ofrece una dicotomía tan clara como la división teórica entre la economía real y los mercados financieros. Las economías reales están profundamente interconectadas y son, por tanto, también interdependientes, en tanto que las entidades financieras siguen sujetas en parte a la regulación nacional de sus jurisdicciones de origen, conservando con ello cierto carácter idiosincrático. Y sin embargo, ambas vertientes de la economía representan los dos extremos en el espectro que va de la idiosincrasia a la interdependencia, una tendencia que comparten los relatos sobre la crisis que enfatizan estas diferencias entre las finanzas y la economía real. Precisamente por esto, las explicaciones que giran en torno a las cuentas públicas o la competitividad nacional tienden a subrayar la dimensión cultural de los casos individuales (por ejemplo, Grecia), mientras que las explicaciones que giran en torno a la asunción de riesgos o los *sudden stops* suelen buscar factores más comunes (por ejemplo, Islandia).

También es posible adoptar un cambio de perspectiva respecto a la dicotomía entre comportamiento y estructura. El problema del comportamiento radica básicamente en el riesgo moral, con énfasis en la palabra “moral”. Existe siempre en las personas el impulso de aprovecharse de cualquier sistema o dispositivo institucional. La única manera de evitarlo es mediante preceptos claros acompañados de la voluntad política para exigir su cumplimiento. En ocasiones, dichos preceptos imponen ciertos comportamientos, y en otras prevén consecuencias específicas en caso de infringirlos. Lo que importa es que las reglas se cumplan. Esta perspectiva hace hincapié en el aspecto “moral” porque dota al cumplimiento de las reglas de una dimensión ética: seguir las reglas es hacer “lo correcto”; saltarse las reglas es moralmente “reprobable”. Cuando la infracción de las normas comporta un coste para los demás, la reprobabilidad del acto aumenta. De ahí que al hablar aquí de riesgo moral no nos refiramos tanto a asumir riesgos que conlleven pérdidas potenciales desproporcionadas, pues es posible hacerlo mientras se observan las reglas imperantes. El comportamiento no admisible consiste en asumir riesgos que comporten el potencial de pérdidas desproporcionadas, pero cuando ello sea incompatible con las normas.

El problema de la estructura es diferente. La estructura tiene que ver con la ingeniería técnica y los incentivos que se derivan del diseño institucional. Este concepto de ingeniería se ve complicado por el hecho de que las instituciones no existen de forma aislada (Ostrom, 2005). Al contrario, se engarzan en sistemas complejos e incentivos

El reto es diseñar instituciones aptas para cumplir su cometido, pero también lo bastante resilientes para absorber shocks imprevistos y lo bastante flexibles para adaptarse a los cambios a medida que se produzcan.

superpuestos (Meadows, 2008). Peor incluso, estos sistemas están en constante evolución debido a cambios en la tecnología y las normas

sociales. De ahí que el reto sea diseñar instituciones aptas para cumplir su cometido, pero también lo bastante resilientes para absorber *shocks* imprevistos y lo bastante flexibles para adaptarse a los cambios a medida que se produzcan.

De nuevo, la dicotomía resultante no es tan tajante como la que existe entre comportamiento y estructura. Las reglas que definen el comportamiento apropiado, por ejemplo, son instituciones, y también lo es la norma de que debe exigirse el cumplimiento de las reglas. De un modo parecido, solo las personas pueden atribuir a las instituciones un “propósito” o hacerlas funcionar. Incluso la mejor ingeniería institucional requiere el compromiso de aquellos que operan las instituciones, las utilizan o interactúan con ellas para hacer que funcionen según lo pretendido. La tendencia es, sin embargo, a considerar categorías distintivas: quienes se preocupan por el comportamiento reproducible buscarán probablemente maneras de limitar el riesgo moral, y quienes se preocupan por unas instituciones disfuncionales tratarán de ingeniar una solución para el problema.

Implicaciones diferentes

Este cambio en la perspectiva arroja diferentes implicaciones que resultan de las distintas narrativas utilizadas sobre la crisis. Mediante la combinación de los conceptos de idiosincrasia e interdependencia y los de riesgo moral e ingeniería institucional, quedan configurados los principales temas que han surgido en el debate sobre la reforma de la gobernanza económica. En particular, estas nuevas perspectivas subrayan el papel de la reducción de los riesgos y la condicionalidad, pero también el de la identificación nacional y la mutualización de los riesgos (cuadro 2).

El énfasis en la “reducción de los riesgos” prevalece en el cruce entre las categorías de riesgo moral e interdependencia. El objetivo, por tanto, no es reducir los riesgos *per se*. Cierta reducción es inevitable y la disposición a asumir riesgos es importante para la innovación. Más bien, el objetivo es asegurar que las consecuencias de la asunción de

Cuadro 2

Soluciones competidoras para las crisis futuras

	Riesgo moral	Ingeniería técnica
Idiosincrasia	Condicionalidad	Identificación nacional
Interdependencia	Reducción de riesgos	Mutualización de riesgos

riesgos queden circunscritas o bien al grupo tomador del riesgo en primer lugar o bien, in extremis, a la comunidad nacional responsable de velar por que se cumplan las reglas que regulan las conductas de asunción de riesgos. La estructura para la absorción de pérdidas se deriva de la noción de que el peor tipo de infracción de una regla es aquel que comporta costes para terceros. Dicha estructura se encuentra también informada por la lógica de la acción colectiva (Olson, 1965): a medida que el tamaño de los grupos crece, los incentivos para que cada individuo concreto cumpla las normas se difuminan, lo que no solo provoca un aumento de los intentos de abuso del sistema (*free-riding*) sino que también alienta el riesgo moral. Para muchos de los defensores de esta tesis, las fronteras nacionales constituyen un conveniente —y políticamente justificable— nivel último de agregación, incluso si ello opera en contra de la integración del mercado.

El énfasis en la “condicionalidad” surge de la intersección entre el riesgo moral y la idiosincrasia. No puede negarse que diferentes países tienen entornos institucionales diferentes. Sin embargo, según esta visión, tales idiosincrasias no son excusa para trasladar a terceros los costes de las malas prácticas. Por consiguiente, cuando la posibilidad de riesgo moral sea evidente —es decir, siempre que un gobierno nacional no pueda hacerse cargo de los riesgos con sus propios recursos— será necesario tomar medidas correctoras. Dichas medidas pueden diseñarse para adaptarlas a las idiosincrasias nacionales, pero no pueden eludirse. Lo ideal es que las medidas se adopten de manera profiláctica, esto es, tan pronto como

la posibilidad de pérdidas futuras sea evidente. De este modo, las condiciones podrían ir ligadas a la amenaza de sanciones antes de que la crisis se materialice, en lugar de simplemente ligarse a la asistencia una vez producido el desenlace no deseado. En el mejor de los escenarios, la asistencia no resultaría nunca necesaria porque se habría conseguido evitar el riesgo moral.

El área en que se solapan ingeniería técnica e idiosincrasia es muy diferente. El motivo es la importancia de conseguir el respaldo de la población nacional. No basta con proponer un sistema institucional bien diseñado, ni siquiera con adaptar dicha institución a las circunstancias locales. El verdadero reto es conseguir que la gente integre

El objetivo es fomentar la identificación nacional con el proceso de reforma, de modo que tanto los líderes políticos como el resto de la sociedad se comprometan a largo plazo con el cambio. A menudo esto significa adaptar tanto el proceso como las prioridades de reforma a las circunstancias nacionales, lo que resulta especialmente relevante cuando hay una fuerte resistencia al cambio entre uno o más grupos de interés.

cualquier reforma en los otros muchos elementos que conforman su existencia social y económica (Ostrom, 2005). Parte de este reto puede abordarse a través del liderazgo político nacional, pero ese liderazgo debe mantenerse en el poder durante un tiempo lo bastante largo como para las

reformas surtan efecto. De ahí que el objetivo sea fomentar la identificación nacional con el proceso de reforma, de modo que tanto los líderes políticos como el resto de la sociedad se comprometan a largo plazo con el cambio. A menudo esto significa adaptar tanto el proceso como las prioridades del proceso de reforma a las circunstancias nacionales. Esto es especialmente relevante cuando los gobiernos esperen encontrar fuerte resistencia al cambio entre uno o más grupos de interés.

Las soluciones paneuropeas emergen cuando la ingeniería técnica se combina con la interdependencia. Algunas de estas soluciones giran en torno a reglas y a su aplicación. En ese sentido, la solución de ingeniería tiende a parecerse mucho a una solución al riesgo moral. La diferencia estriba en que el énfasis recae en la lógica de la interdependencia. La hipótesis es que algunos riesgos sencillamente no pueden ser eliminados o contenerse dentro de las fronteras nacionales, dados unos mercados integrados. Por tanto, si el objetivo es apoyar la integración del mercado –y aceptar la interdependencia que lleva aparejada– debe haber algún mecanismo de mutualización de los riesgos. Además, este mecanismo tiene que ser lo bastante amplio como para preservar la integración del mercado ante perturbaciones imprevistas. Esto cobra especial relevancia dado que los mercados europeos no constituyen una entidad cerrada en sí misma, sino expuesta a las influencias externas. Alternativamente, existe un peligro de que una perturbación externa común provoque diferentes repercusiones en los diversos participantes del mercado europeo y, por tanto, les aboque a unas pérdidas que no sean capaces ni de absorber ni de acotar en su recorrido.

Progreso institucional

Este cambio de perspectiva no niega que se ha logrado un importante progreso institucional. La creación del Mecanismo Único de Supervisión, por ejemplo, fue un paso decisivo en la construcción de la unión bancaria; otro fue la elaboración de los mecanismos de toma de decisiones en materia de reestructuración y resolución bancaria. Este marco

no es perfecto, y los recientes programas de resolución de entidades adoptados en Italia demuestran que sigue quedando trabajo por hacer en la articulación del nuevo sistema. Con todo, se trata de pasos en la dirección correcta.

Además, la experiencia de la integración de otros mercados financieros nacionales puede servirnos para trazar el rumbo aproximado al que debería tender este progreso. Mediante un análisis de la culminación de la integración del mercado financiero nacional en el Reino Unido, Estados Unidos y Canadá (Jones y Underhill, 2014), observamos que los tres países experimentaron con reformas institucionales en diversos campos hasta dar con un marco que incluía, como común denominador, seis elementos:

- i) un activo sin riesgo común (divisa e instrumentos de deuda) admitido como garantía para el acceso a la liquidez y la compensación, y con el papel de refugio donde cobijarse el capital en casos de “huidas a la calidad” durante episodios de tensiones;
- ii) un sistema central de gestión de la deuda soberana;
- iii) entidades centrales de contrapartida, como Bolsas o agentes de compensación y de depósito;
- iv) un marco común de supervisión prudencial;
- v) una línea de liquidez de emergencia que incluya facilidades de prestamista de última instancia para el sistema financiero y los gobiernos;
- vi) procedimientos comunes y mecanismos de resolución ordenada para las entidades financieras y del sector público (Jones y Underhill, 2014: 5).

Hay razones de peso para que Europa no haya avanzado aún hacia un activo sin riesgo común, pese al fuerte deseo de volver a poner ese tema sobre la mesa (Jones, 2017a). Los recientes esfuerzos de reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de refuerzo del semestre europeo apuntan en cierta medida al objetivo de una gestión centralizada de la deuda. El plan sobre la unión de los mercados de capitales plantea algunas de las cuestiones relativas a las entidades centrales de contrapartida, si bien los aspectos sobre el presta-

mista de última instancia o la línea de financiación de respaldo se han agudizado durante las negociaciones para la salida del Reino Unido de la Unión Europea, y siguen pendientes de acuerdo. Con el Mecanismo Único de Supervisión y las autoridades de resolución se da respuesta a algunos de los puntos restantes de la agenda, al igual que con el Mecanismo Europeo de Estabilidad (tanto si acaba convirtiéndose en un Fondo Monetario Europeo como si no).

Los líderes europeos han realizado notables progresos pero se encuentran en un impasse. Ello no es por falta de un diseño institucional o de una solución de ingeniería apropiada. Más bien se debe a un desacuerdo más fundamental de si el problema que afrontan los europeos es una cuestión de ingeniería o de ética.

Conflictos fundamentales

Las implicaciones del cambio de perspectiva tienen difícil conciliación. Esto es especialmente cierto en el caso de la antítesis entre riesgo moral e ingeniería técnica. La condicionalidad tiene más probabilidades de alentar rechazo contra las instituciones europeas que de generar una sensación de identificación nacional. Cuanto más alejada esté la aplicación de la condicionalidad de la rendición de cuentas política, mayor será la sensación de fracaso. Por esto la sexta propuesta (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018) será muy difícil de asumir para muchos gobiernos de Estados miembros. La tensión entre condicionalidad e identificación nacional también explica por qué los detalles para aprobar la constitución de un Fondo Monetario Europeo o la asignación de una línea presupuestaria para la eurozona revestirán una importancia exacerbada. Un ligero retoque en una dirección u otra marcará la diferencia entre su percepción como incentivo o como castigo.

Naturalmente, esa tensión entre condicionalidad y rendición de cuentas política no es siempre predominante. Italia es el clásico ejemplo de país que hizo valer las restricciones externas como banderín de enganche para su proceso de

reformas internas. Con todo y con eso, conviene detenerse a considerar qué tipo de objetivos hicieron aceptable para los italianos la imposición de esas restricciones europeas. Unirse a la moneda única fue un potente motivador; ahora los italianos no tienen esa clase de objetivo superior. Además, resulta difícil utilizar como sustituto el lema de “convertirse en una Italia mejor” cuando son terceros (es decir, no italianos) los encargados de dictarles tanto el contenido de las reformas como el ritmo al que deben ejecutar los cambios. No se trata de criticar propuestas de reforma bien intencionadas y cuidadosamente pensadas para la economía italiana, sino solo de constatar que una restricción externa no siempre es bienvenida, y puede resultar incluso contraproducente. De hecho, ese es el problema hoy en día en Italia, y explica por qué la actitud del pueblo italiano hacia Europa ha sufrido un deterioro tan significativo respecto a otros países (Jones, 2017). Es también (al menos en parte) la razón de que el único partido político abiertamente europeísta y pro-reformas haya perdido tantos apoyos en las últimas elecciones legislativas.

La tensión entre la reducción de los riesgos y su mutualización es menos obvia pero aun así importante. Lo que está en discusión es si la amenaza de riesgos irreducibles ligados a perturbaciones externas o a características ocultas de la integración del mercado entraña mayores peligros que la amenaza de que los participantes del mercado utilicen las instituciones comunes para asumir riesgos que conduzcan a pérdidas que no podrán absorber ni contener dentro de sus fronteras geo-

Desde antiguo, el proceso de integración europea ha tenido que aprender a combinar unidad y diversidad, una tensión que a día de hoy sigue sin resolverse.

gráficas. En términos empíricos, esta discusión es casi imposible de resolver. Los riesgos irreducibles son prácticamente imposibles de cuantificar y las características ocultas son, por definición, ocultas

hasta que quedan al descubierto. Estamos, pues, en el terreno de la incertidumbre “Knightiana”. Como señaló Frank Knight (1921), dicha incertidumbre solo puede mitigarse a través de la experiencia y el seguro. No puede ser despejada a priori. En contraste con esta ambigüedad empírica, el cálculo moral es claro. El riesgo moral es censurable y debe ser abordado; cualquier cosa que amenace con aumentar el riesgo moral debería evitarse. Ahí estriba la razón de que las propuestas cuarta y quinta –dotarse de un fondo de estabilización macroeconómica e introducir un activo seguro común– formuladas por Bénassy-Quéré *et al.* (2018) resulten problemáticas. Tratan la rectitud moral como un problema de ingeniería; para los que recelan del riesgo moral, no lo es.

La conciliación de la dualidad idiosincrasia-interdependencia es menos complicada, pero aun así plantea retos. Desde antiguo, el proceso de integración europea ha tenido que aprender a combinar unidad y diversidad, una tensión que a día de hoy sigue sin resolverse. De hecho, continúa teniendo implicaciones políticas familiares. La propuesta de la Comisión Europea de un ministro europeo de Economía y Finanzas supranacional no tuvo demasiado buena acogida entre los ministerios de finanzas de los Estados miembros; la propuesta inicial alemana de reformular el Mecanismo Europeo de Estabilidad como un Fondo Monetario Europeo con un mandato apolítico e intergubernamental tampoco concitó grandes apoyos en la Comisión Europea ni en el Banco Central Europeo. Sería fácil achacar estos conflictos a una cuestión de ego institucional. La realidad es que, en el fondo, laten argumentos serios sobre cuáles son las vulnerabilidades en el marco de gobernanza económica y cómo deberían abordarse.

La primera de las propuestas de Bénassy-Quéré *et al.* (2018) también entra dentro de esta categoría. Los autores se esforzaron mucho en mostrar cómo los costes de ajuste a un régimen común pueden ser mitigados para los Estados miembros que afronten las mayores dificultades para avanzar hacia un sistema bancario nacional con menores posiciones en deuda soberana del propio país y una reducción más rápida de los préstamos dudo-

sos, en aplicar un programa de consolidación fiscal a gran escala y en colocar nueva deuda soberana (o bonos bancarios) entre inversores privados. Además, hay razones sólidas para realizar esos ajustes. No obstante, no es posible garantizar que los gobiernos que tomen estas medidas y paguen los elevados costes de ajuste se verán recompensados con un seguro paneuropeo de depósitos, fondos de resolución bancaria o la recapitalización directa de sus bancos. Ese intercambio ya fue asumido una vez en junio de 2012 al comienzo de las primeras discusiones serias sobre la unión bancaria, cuando se reclamó la introducción de un mecanismo único de supervisión como condición previa para la recapitalización directa de los bancos en dificultades. Llevó menos de un año al presidente del Eurogrupo aclarar que su objetivo era asegurarse de que semejante “recapitalización directa” nunca tendría lugar (Jones, 2013). El argumento que esgrimió para ello fue una cuestión de principio. Ese argumento ha sido invocado de manera constante, más recientemente en octubre de 2017 en el *non-paper* alemán sobre la reforma de la gobernanza macroeconómica.

Es improbable que los jefes de estado y de gobierno de Europa logren un consenso sobre una única visión para el diseño de la gobernanza económica de la Unión Europea. El motivo no tiene que ver con la *power politics*, ni siquiera con el fracaso de los gobiernos francés y alemán en ponerse de acuerdo. Hay divisiones profundas y de principio entre los diferentes *stakeholders* de los Estados miembros y en el seno de cada una de las principales instituciones. Dichas divisiones deben reconocerse y abordarse. Idear una solución de compromiso no es una opción. La única opción es elegir. Los europeos deben llegar a un consenso de calado en torno al fondo de las reformas de la gobernanza económica. Esto implica elegir entre las distintas visiones coherentes en liza. Más concretamente, significa elegir entre la creencia de que la gobernanza macroeconómica es una cuestión ética que gira en torno a la amenaza del riesgo moral, o bien un problema de ingeniería susceptible de resolverse con unas instituciones fiscales y financieras diseñadas apropiadamente. Reconocer las diferentes perspectivas y sus impli-

Los determinantes de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la Unión Europea: implicaciones para el CEP 20-20-20*

Juan Ignacio Peña, Rosa Rodríguez y Shanshan Yuan**

Este trabajo analiza la capacidad explicativa de los determinantes del precio promedio mensual de la electricidad en los mercados mayoristas de diez países de la Unión Europea en el período 2008-2016. Los determinantes son: el consumo, los precios de los combustibles, la cuota de producción generada por energía renovable, la temperatura, el precio de las emisiones de carbono y el balance neto entre exportaciones e importaciones. El único determinante con capacidad explicativa en todos los países es la cuota de producción por renovables, cuyo aumento está asociado con bajadas en el nivel de precios. Sin embargo, el tamaño del impacto es diferente según los países, siendo España y Portugal los mercados donde su impacto es mayor. Los precios de los combustibles son el factor más influyente en Austria, Dinamarca, Francia y Alemania. La demanda es el factor clave en Finlandia e Italia, mientras que la temperatura lo es en Suecia y el balance neto en Grecia. El aumento en la generación de energías renovables disminuye los precios al por mayor y, por lo tanto, la parte de energía de los precios minoristas. Las caídas en los precios minoristas estimulan el consumo. Esto ocasiona un conflicto entre los objetivos del Paquete de Energía y Clima de la UE (CEP 20-20-20) de reducir el consumo y de aumentar la producción de fuentes renovables.

El acuerdo CEP 20-20-20 sobre clima y energía adoptado a finales de 2008 exige a los Estados miembros de la Unión Europea (UE) reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en un 20%, producir el 20% de la energía de fuentes renovables y reducir el consumo bruto de energía

primaria en un 20%. En octubre de 2014, los Estados miembros acordaron establecer objetivos para 2030: reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en un 40%, producir el 27% de la energía procedente de fuentes renovables y reducir el consumo de energía en un 27%. Compre-

* Agradecemos la financiación de Funcas (PRELEC2020-2017/00085/001) y del Ministerio de Economía y Competitividad (ECO2016-77807-P). Este artículo forma parte de un trabajo más amplio publicado por Funcas (Peña, Rodríguez y Yuan, 2018).

** Universidad Carlos III de Madrid.

der el impacto de estas medidas en los precios de la electricidad, así como en los servicios públicos y los consumidores, es de suma importancia para los agentes del mercado, los inversores y los reguladores.

En este artículo pretendemos arrojar luz sobre el posible impacto de estas medidas en los precios de la electricidad mediante el estudio de los determinantes de los precios en los mercados mayoristas¹ en diez países de la UE en el período 2008-2016. El objetivo es modelar el impacto de las variables relevantes en el comportamiento de los precios promedio mensuales de la electricidad al por mayor en diez países de la UE (Austria, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal, España y Suecia) de 2008 a 2016.

El Paquete de Energía y Clima CEP 20-20-20 adoptado a finales de 2008 exige a los Estados miembros de la UE reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en un 20%, producir el 20% de la energía de fuentes renovables y reducir el consumo bruto de energía primaria en un 20%. En 2014, los Estados miembros acordaron objetivos aún más exigentes para 2030, con porcentajes respectivos del 40%, 27% y 27%.

El análisis empírico sugiere que el consumo (carga), los precios de los combustibles, la producción basada en energías renovables, el precio de las emisiones de carbono, las variables climáticas y el saldo neto entre exportaciones e importaciones explican los precios mayoristas mensuales. Pero el impacto económico de cada

factor fundamental varía según los países. La parte de la generación de energías renovables es el único elemento significativo en todos los países, especialmente en Portugal y España, pero el tamaño de su impacto en Finlandia es cuatro veces mayor que en Alemania. Los precios del combustible son el factor determinante en Austria, Dinamarca, Francia y Alemania, pero tienen poco poder explicativo en Finlandia, Grecia y España. La demanda es el ingrediente clave en Finlandia e Italia, pero su impacto es modesto en Austria, Francia o Grecia. La temperatura es un factor clave en Suecia y Dinamarca, pero marginal en Austria, Portugal o España. El saldo neto entre las exportaciones y las importaciones es relevante en los países nórdicos, Grecia y Portugal, pero apenas relevante en Francia, Alemania o Italia. Finalmente, el precio de las emisiones de carbono tiene poder explicativo de los precios en Austria, Alemania, Grecia, Portugal y Suecia, pero no en el resto de los países. Estos resultados enfatizan el hecho de que el modelado de los precios de la electricidad se realiza mejor a nivel de país individual. La imposición de respuestas comunes al impacto de las variables fundamentales en los precios de la electricidad, como hacen los modelos de datos de panel (véase Comisión Europea, 2015; Pereira da Silva y Cerqueira, 2017), puede producir interpretaciones y conclusiones engañosas.

El análisis muestra un punto importante sobre la consistencia mutua de los objetivos del CEP 20-20-20. El aumento en la generación de energías renovables disminuye los precios al por mayor en todos los países. Por lo tanto, la parte de energía de los precios minoristas, basada en los precios al por mayor, disminuye en consecuencia. Las caídas en los precios minoristas estimulan el consumo.

¹ Los precios mayoristas se fijan en mercados competitivos y pueden verse afectados por varios factores (carga, temperatura, precios del combustible, participación de las energías renovables y precios del carbono). Los precios de mercado de los combustibles fósiles disminuyeron desde que los precios del petróleo alcanzaron su punto máximo en 2008. Debido a la fuerte caída del precio del carbono (derechos de emisión de CO₂) no se ha desalentado la producción de energía de las centrales de alta emisión de carbono. Las decisiones de cambio de combustible para las plantas existentes están influenciadas por la demanda, los costos relativos de la entrada de energía (carbón, gas) y la producción relativa de fuentes de energía renovables. Por otra parte, los precios minoristas contienen dos elementos: el costo de la energía (basado en los precios al por mayor e incluidos los costos de distribución y transmisión) y la "cuña del gobierno" (impuestos, subsidios, políticas públicas). En la UE, desde 2008 la primera parte disminuyó, pero, en la mayoría de los países, la segunda parte aumentó más. Con el crecimiento de la producción de electricidad renovable, su apoyo fue financiado por los consumidores a través de gravámenes sobre los precios minoristas de la electricidad. Como resultado, los precios minoristas aumentaron para los hogares y, en cierta medida, para las industrias.

Se produce un conflicto entre el objetivo del CEP 20-20-20 de reducir la demanda de energía y el objetivo del CEP 20-20-20 de aumentar la producción de electricidad basada en fuentes renovables.

Determinantes del precio de la electricidad

El precio de la electricidad tiene unas características diferentes a las de otras mercancías energéticas (véase Escribano, Peña y Villaplana, 2011) y puede explicarse por varios factores fundamentales. Las respuestas de precios a la demanda, los precios del combustible, la temperatura, la precipitación, el viento, el precio del carbono y otros se han estudiado en la literatura (para una revisión general véase Weron, 2014). El viento y la energía

La literatura muestra que las variables fundamentales que han demostrado ser útiles para explicar los precios de la electricidad son: precios del combustible, variables meteorológicas, demanda, precios de las emisiones de carbono, proporción de energías renovables y saldo neto entre exportaciones e importaciones de electricidad.

solar tienen una fuerte influencia en los precios de la energía debido a diferencias fundamentales con otras fuentes de energía. Además, el bajo costo marginal, casi cero, de ambas energías (y de otras renovables) puede desplazar la función de suministro hacia la izquierda. Los resultados de muchos estudios respaldan la idea de incluir la generación de energías renovables (eólica, solar) como un factor influyente en el precio de la electricidad. Por lo tanto, la literatura muestra que las siguientes variables fundamentales han demostrado ser útiles para explicar los precios de la electricidad².

- Precios del combustible (petróleo crudo, gas natural, carbón).

- Variables meteorológicas (temperatura, velocidad del viento).
- La demanda medida por el consumo (carga).
- Precios del certificado de emisión (precios del carbono).
- Proporción de generación por energías renovables.
- Diferencia entre exportaciones e importaciones de electricidad (saldo neto).

Además, y dependiendo de la frecuencia de los datos, se deben considerar otros factores micro y macro para modelar los precios de la electricidad (véase Peña, 2012). Cuanto menor es el intervalo de tiempo, los efectos transitorios (por ejemplo, cortes de producción, mantenimiento de la planta no planificado, cortes en las redes de distribución) y factores microestructurales (diseño y estructura del mercado) se vuelven dominantes. Estos factores pueden nublar la medición del impacto de los factores fundamentales. La razón es que algunos de ellos evolucionan con alta inercia. Por ejemplo, varios estudios muestran que los costos del combustible pueden no influir en los precios de electricidad de alta frecuencia (Guirguis y Felder, 2004). Cuanto mayor sea el intervalo de tiempo, más importantes serán los factores fundamentales (por ejemplo, la demanda, los precios del combustible). En este artículo nos enfocamos en una perspectiva de medio a largo plazo y, por lo tanto, usamos datos mensuales.

Datos

Los datos mensuales del precio *spot* de electricidad se calculan como promedios de precios diarios (precio mayorista, *one-day-ahead*, carga base, €/MWh) de diez países de la UE: Austria, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia,

² Los precios de contratos de derivados negociados en mercados líquidos y eficientes podrían actuar como indicadores adelantados de los precios de contado. Sin embargo, la evidencia en Peña y Rodríguez (2016) sobre la eficiencia en tiempo cero de varios mercados de derivados europeos sobre electricidad, sugiere que solamente el mercado alemán cumple esas condiciones de eficiencia.

Italia, Portugal, España y Suecia, que representan el 95% de la cantidad total de electricidad utilizada en la UE. Los datos mensuales para las variables explicativas se calculan tomando promedios

de datos diarios. El tamaño de la muestra es de 108 datos desde enero de 2008 hasta diciembre de 2016. Los precios al por mayor se muestran en el gráfico 1.

Gráfico 1

Precios mensuales al por mayor de la electricidad en €/MWh

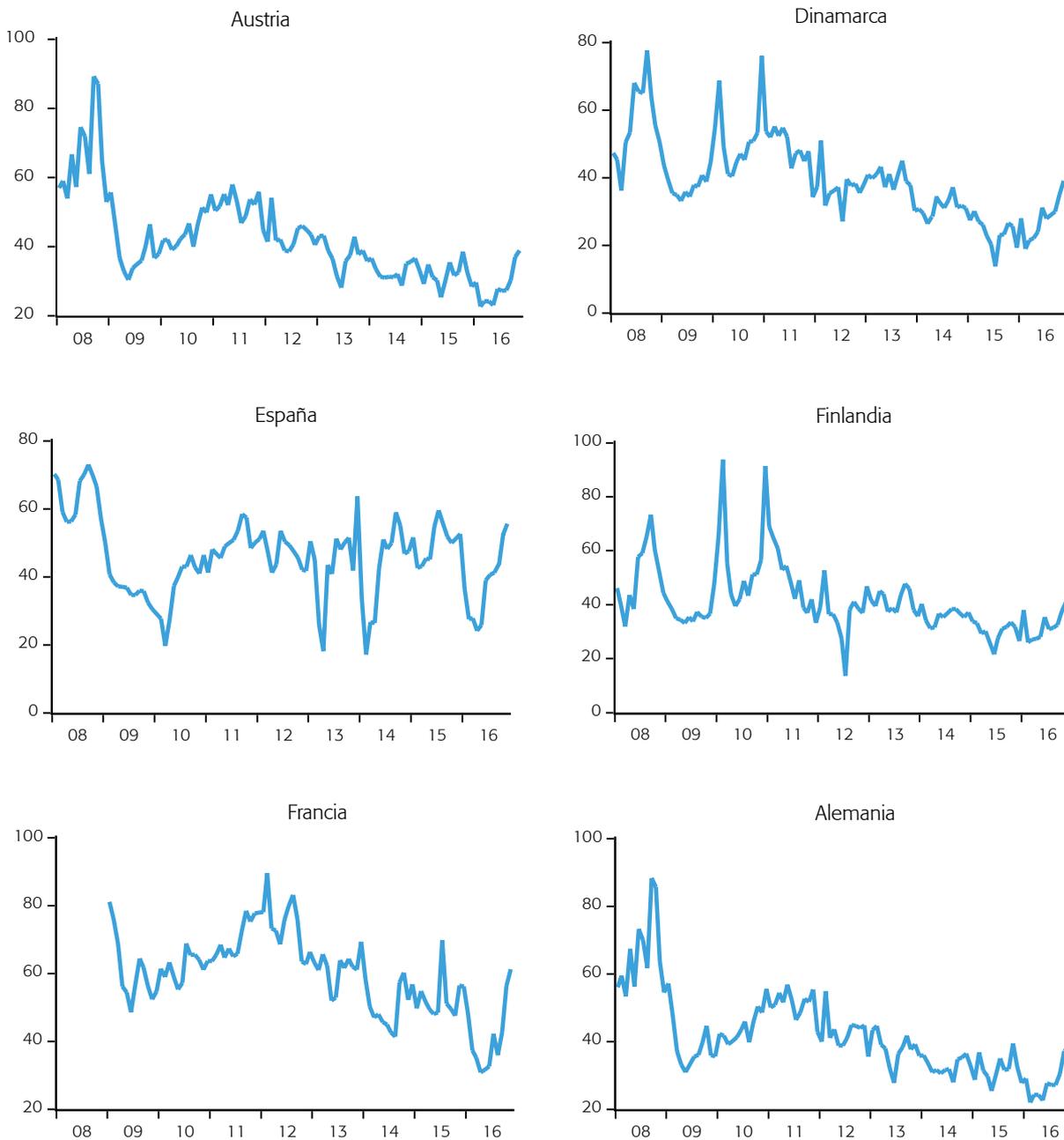
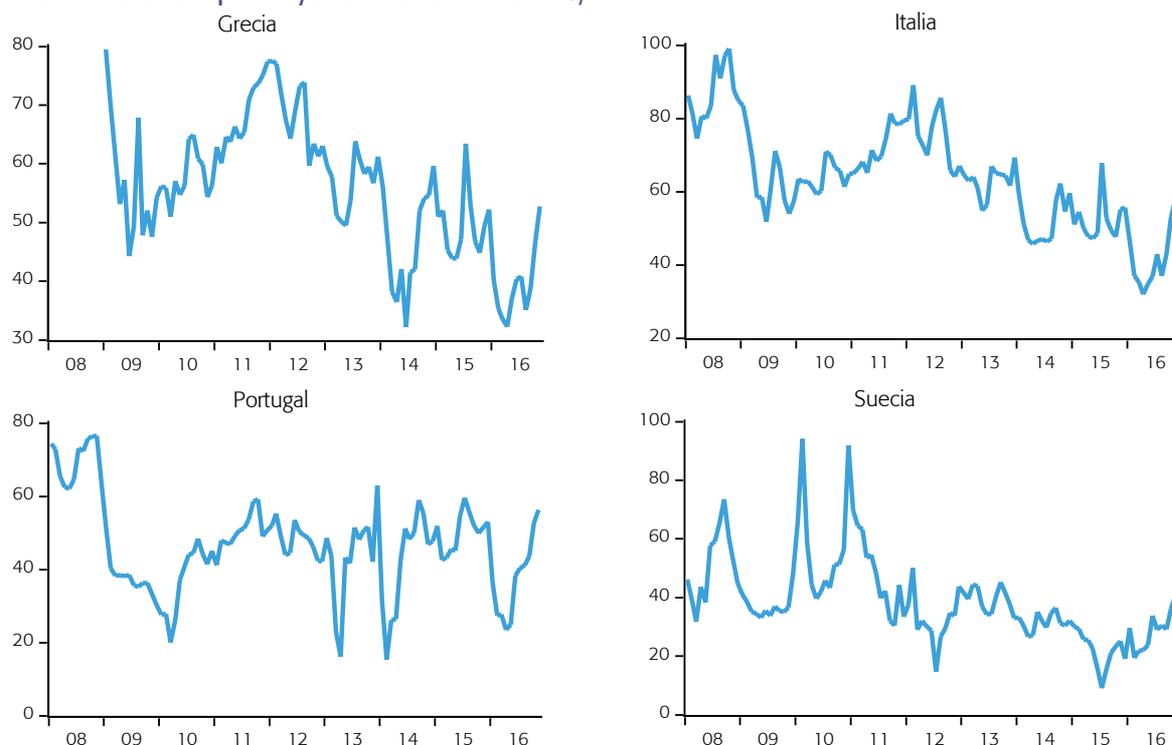


Gráfico 1 (continuación)

Precios mensuales al por mayor de la electricidad en €/MWh



Fuentes: Austria EXAA <http://www.exaa.at/en/marketdata/historical-data>. Dinamarca ENERGINET <https://en.energinet.dk/Electricity/Energy-data>. Finlandia NORDPOOL <http://www.nordpoolspot.com/Market-data/1/Elspot/Area-Prices/FI/Monthly/?view=table>. Alemania ENERGINET <https://en.energinet.dk/Electricity/Energy-data>. Grecia GME <http://www.mercatoelettrico.org/En/Download/DatiStorici.aspx>. Francia GME <http://www.mercatoelettrico.org/En/Download/DatiStorici.aspx>. Italia GME <http://www.mercatoelettrico.org/En/Download/DatiStorici.aspx>. Portugal OMIP <http://www.omip.pt/Downloads/tabid/104/language/en-GB/Default.aspx>. España OMIP <http://www.omip.pt/Downloads/tabid/104/language/en-GB/Default.aspx>. Suecia ENERGINET <https://en.energinet.dk/Electricity/Energy-data>

En el gráfico 1 podemos ver una caída en los precios en todos los países alrededor de 2008, coincidiendo con el período de la crisis financiera. Sin embargo, el proceso de recuperación es dife-

La proporción de generación de energías renovables es el único elemento significativo en todos los países, especialmente en Portugal y en España. Los precios del combustible son el factor determinante en Austria, Dinamarca, Francia y Alemania, pero tienen poco poder explicativo en Finlandia, Grecia, España y Portugal.

rente para cada país. Dinamarca, Finlandia y Suecia experimentaron picos de precios en 2010-2011. En Austria y Alemania, los precios se recuperaron hasta

2011 y disminuyen desde entonces. En Francia, Grecia e Italia, los precios de la electricidad se recuperan alrededor de 2011-2012, pero también disminuyeron desde entonces. Los precios de España y Portugal se recuperaron alrededor de 2011 y aparecen como estacionarios desde esas fechas.

Modelos

Como estamos interesados en el impacto de las variables fundamentales en los precios al por mayor, utilizamos una regresión lineal basada en los factores de mercado fundamentales definidos con anterioridad, que capta la formación de precios promedio durante el período de muestra.

$$P_{t,j} = \beta_0 + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{t,j} + \eta_t \quad [1]$$

La variable dependiente $p_{j,t}$ es el precio medio mensual de la electricidad en el país j en el momento t , y $X_{t,j}$ son las variables explicativas. El proceso estocástico η_t sigue el modelo:

$$\phi(B)\eta_t = \theta(B)\sigma_t \varepsilon_t \quad [2]$$

$$\phi(B) = 1 - \sum_{l=1}^{\phi} \phi_l B^l; \theta(B) = 1 - \sum_{l=1}^{\theta} \theta_l B^l \quad [3]$$

Las funciones $\phi(B)$ y $\theta(B)$ son polinomiales del operador de retardo B , ($Bx_t = x_{t-1}$) σ_t es la volatilidad y las innovaciones ε_t son $Niid(0, \sigma)$. La volatilidad sigue un proceso EGARCH(1, 1)

$$\log(\sigma_t^2) = \omega + \alpha_1 \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| + \gamma_1 \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \phi_1 \log(\sigma_{t-1}^2) \quad [4]$$

El modelo [4] incluye efectos de apalancamiento exponencial en la varianza y garantiza que las predicciones de la volatilidad son siempre no negativas.

Las variables explicativas son³:

Load, el promedio mensual de consumo final. Esperamos que incrementos en *Load* estén asociados con incremento en precios.

Brent Oil, Coal and Gas Prices. Esperamos que incrementos en el precio de los combustibles estén asociados con incrementos en precios.

Carbon Prices. Aumentos del precio del CO₂ eleva el coste del uso de plantas convencionales; si no hay otras fuentes alternativas, su efecto debería ser incrementar los precios de la electricidad.

Temp. Es el promedio diario de la temperatura en grados Celsius. En países con bajas temperaturas promedio, el signo esperado es negativo (disminución de la demanda y los precios debido a las altas temperaturas) y es positivo en el caso contrario.

Renew. La parte de las energías renovables sobre la generación bruta es nuestra medida del impacto de las energías renovables. Varios estudios (por

ejemplo, Würzburg, Labandeira y Linares, 2013) documentan que el aumento de la generación a partir de las energías renovables está asociado con la disminución de los precios al por mayor.

Netbal. Definimos el saldo neto (*Netbal*) como la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de electricidad. Si los precios internos están por debajo (por encima) de los precios en los países vecinos conectados, es rentable exportar (importar) energía a (de) otros países. Por lo tanto, el impacto de *Netbal* puede depender de dos situaciones diferentes. Si en el mercado interno hay una demanda alta (baja) y el saldo neto es positivo, deberíamos ver una correlación positiva (negativa) entre los precios al por mayor nacionales y *Netbal*, porque hay menos (más) electricidad neta disponible en el mercado interno. Pero, si en el mercado interno hay una demanda alta (baja) y el saldo neto es negativo, debería observarse una correlación negativa (positiva) entre los precios mayoristas nacionales y *Netbal* porque las importaciones (aumento) netas (de las exportaciones) disminuyen los precios internos.

Seasonality. Una parte estacional es importante como *proxy* para el patrón anual de precios del combustible. Las variables ficticias mensuales y los coeficientes autorregresivos estacionales son la representación más adecuada para esta muestra de datos.

Los resultados de la estimación del modelo [1]-[4] por máxima verosimilitud están en Peña, Rodríguez y Yuan (2018). Las pruebas convencionales de multicolinealidad, correlación serial residual, residuos cuadrados, influencia de datos extremos (*outliers*), endogeneidad, normalidad y exceso de ajuste, muestran que no hay problemas significativos en la especificación elegida. El grado de ajuste del modelo, medido por el R² ajustado, varía entre el 91,8% para Dinamarca y el 77% para España o el 76,6% para Finlandia.

El cuadro 1 presenta las medidas de impacto económico⁴ (EI) de cada variable explicativa en

³ Las definiciones y fuentes de todas las variables están en Peña, Rodríguez y Yuan (2018), cuadro 1.

⁴ $EI(X) = (\beta_x * \sigma(X)) / \text{Mean}(Y)$. Este coeficiente mide el efecto de un incremento de una desviación típica de la variable explicativa, multiplicada por la pendiente de la línea de regresión, como proporción del nivel medio de la variable dependiente. Es una medida más adecuada que la pendiente β_x ya que tiene en cuenta el diferente nivel de volatilidad de cada variable explicativa.

Cuadro 1

Impacto económico (EI) de los determinantes de los precios al por mayor

	AU	DK	FI	FR	ALE	GR	IT	PT	ESP	SUE
Brentoil	0,000	0,000	0,000	0,099	0,000	0,000	0,077	0,000	0,000	0,019
Coal	0,147	0,189	0,000	0,000	0,212	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Gas	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,014
Renew	-0,101	-0,086	-0,116	-0,059	-0,032	0,000	-0,068	-0,095	-0,085	-0,075
Load	0,000	0,061	0,364	0,000	0,000	0,000	0,133	-0,101	0,000	0,000
Carbon	0,077	0,000	0,000	0,000	0,075	0,062	0,000	0,042	0,000	-0,011
Temp	0,000	-0,150	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,321
Netbaldiv	0,000	0,113	0,101	0,000	0,000	0,077	0,000	-0,092	0,000	-0,170

Notas: Este cuadro presenta los EI del modelo en ecuaciones [1] – [4]. $EI(X) = \beta_x \sigma(X) / \text{Mean}(Y)$. Los coeficientes son significativos al 1%. En negrita figura el coeficiente asociado con la variable de mayor impacto.

cada país, utilizando los coeficientes significativos al 1%. Cuanto mayor (en valor absoluto) es el EI de una variable, mayor es el impacto sobre la variable dependiente de cambios en el factor fundamental.

Un primer aspecto por resaltar es que el impacto económico de cada factor fundamental varía según los países. La parte de la generación de energías renovables es el único elemento significativo en todos los países⁵, especialmente en Portugal (-0,095) y en España (-0,085), donde es el factor con mayor EI. Esto quiere decir que (*ceteris paribus*), si en un mes determinado la producción de renovables aumenta en una desviación típica, la bajada de precio de la electricidad es del 9,5% y 8,5% sobre el nivel medio de los precios. En el caso de España, como el nivel promedio de los precios en este período 2008-2016 ha sido 45,73 €/MWh, esto implica una bajada promedio de 3,88 €/MWh. Nótese que el tamaño del impacto en Finlandia (-0,116) es cuatro veces mayor que en Alemania (-0,032). Los precios del combustible son el factor determinante en Austria (carbón, 0,147), Dinamarca (carbón, 0,189), Francia (brentoil, 0,099) y Alemania (carbón, 0,212), pero tienen poco poder explicativo en Finlandia,

Grecia, España y Portugal. La demanda es el ingrediente clave en Finlandia (0,364) e Italia (0,133) y en menor medida, en Dinamarca (0,061). La temperatura es el factor más importante en Suecia (-0,321) y Dinamarca (-0,150), y con efecto negativo, como se esperaba. El saldo neto entre las exportaciones y las importaciones es negativo en Suecia (-0,170) y Portugal (-0,092) y positivo para Dinamarca (0,113) y Finlandia (0,101) y además es el factor de mayor EI para Grecia (0,077). Finalmente, incrementos en el precio de las emisiones de carbono están asociados con aumentos de precios en Austria (0,077), Alemania (0,075), Grecia (0,062) y Portugal (0,042) y con disminuciones de precio en Suecia (-0,011), pero su efecto no es significativo en el resto de los países.

Conclusiones

En este trabajo estudiamos si las variables fundamentales tienen poder explicativo para los precios de electricidad al por mayor mensuales para diez países de la UE en el período 2008-2016. Variables como la demanda, los precios del combustible, la producción basada en energías renovables, las variables climáticas, los precios del

⁵ En el caso de Grecia, el EI es de -0,036, significativo al 5%, pero no significativo al 1%.

carbono y el saldo neto entre las exportaciones y las importaciones ayudan a explicar los precios mensuales al por mayor. Pero la importancia y el tamaño de su impacto varía notablemente entre los países. El único determinante con capacidad explicativa en todos los países es la cuota de producción por renovables, cuyo aumento está asociado con bajadas en el nivel de precios.

La disminución de precios mayoristas causada por el aumento de generación a partir de fuentes renovables reduce, en relación con el peso relativo de aquellos, los precios minoristas, lo cual estimula el consumo. La consecuencia es un choque entre dos de los objetivos del CEP 20-20-20: reducir el consumo y una mayor producción de energías renovables.

Además, los resultados plantean dudas sobre la consistencia mutua de dos de los objetivos del Paquete de Energía y Clima de la UE (CEP 20-20-20). La evidencia empírica sugiere que el aumento en la generación a partir de fuentes renovables disminuye significativamente los precios mayoristas en todos los países. Por lo tanto, la parte de energía de los precios minoristas, basada en los precios al por mayor, también disminuye. Las caídas en los precios minoristas estimulan el consumo. La consecuencia es un choque entre el objetivo del CEP 20-20-20 de reducir el consumo y el objetivo del CEP 20-20-20 de una mayor producción de energías renovables. Si los gobiernos ponen más peso en el objetivo de recortar el consumo y aumentar la parte no energética de los precios minoristas, crecerá el descontento de los consumidores con el mercado de la electricidad liberalizado. Si los gobiernos apoyan los aumentos en la generación renovable, la presión a la baja sobre los precios crecerá, haciendo que el recorte en el consumo sea aún más problemático. Además, en 2017 la Comisión Europea ha propuesto objetivos vinculantes para 2030 en conflicto con el acuerdo del Consejo Europeo de 2014 de que no habría objetivos vinculantes para la eficiencia energética.

En resumen, los resultados son relevantes para entender la evolución de los mercados de electricidad liberalizados en Europa y señalan que los ambiciosos objetivos de política de integración de los mercados europeos de electricidad se enfrentan a grandes desafíos, tales como objetivos del CEP-20-20-20 (disminución del consumo y apoyo a las renovables) que son difícilmente compatibles entre sí.

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2015), Investment perspectives in electricity markets, *European Economy Institutional Paper* 003, ISSN 2443-8014 (online).
- ESCRIBANO, A.; PEÑA, J. I., y P. VILLAPLANA (2011), "Modelling Electricity Prices: International Evidence", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 73 (5): 622-650.
- GUIRGUIS, H., y F. FELDER (2004), "Further Advances in Forecasting Day-Ahead Electricity Prices Using Time Series Models", *KIEE International Transactions on Power Engineering*, 4: 159-166.
- PEÑA, J. I. (2012), "A Note on Panel Hourly Electricity Prices", *The Journal of Energy Markets*, 5(4): 81-97.
- PEÑA, J. I., y R. RODRÍGUEZ (2016), "Time-Zero Efficiency of European Power Derivatives Markets", *Energy Policy*, 95: 253-268.
- PEÑA, J. I.; RODRÍGUEZ, R., y S. YUAN (2018), The Determinants of EU Electricity Prices: Wholesale and Retail, *Documentos de Trabajo*, 797, Funcas, Madrid.
- PEREIRA DA SILVA, P., y P. A. CERQUEIRA (2017), "Assessing the determinants of household electricity prices in the EU: a system-GMM panel data approach", *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 73: 1131-1137.
- WERON, R. (2014), "Electricity Price Forecasting: A Review of the State-of-the-Art with a Look into the Future", *International Journal of Forecasting*, 30 (4): 1030-1081.
- WÜRZBURG, K.; X. LABANDEIRA, y P. LINARES (2013), "Renewable generation and electricity prices: Taking stock and new evidence for Alemania and Austria", *Energy Economics*, 40, Supplement 1: S159-S171.

La reforma fiscal Trump: un comentario de sus aspectos más destacados*

Santiago Álvarez García**

El 22 de diciembre de 2017 se produjo la firma de la *Tax Cuts and Jobs Act*, ley en que se materializa la reforma fiscal promovida por el gobierno Trump desde el acceso de éste a la presidencia de los Estados Unidos. Los efectos de la reforma tienen un alcance más limitado del inicialmente planteado en la imposición sobre la renta de las personas físicas, a pesar de suponer una reducción en los tipos de gravamen y de incorporar cambios significativos en la regulación de exenciones y deducciones, y su vigencia se restringe temporalmente hasta el año 2025. Los cambios son más profundos en la imposición societaria, con un recorte sustancial de los tipos impositivos hasta el 21% y la adopción de medidas que suponen avanzar hacia un sistema de tributación de los beneficios empresariales mediante la aplicación del principio de territorialidad. En conjunto, la reducción de impuestos aprobada, con un importante coste en términos de recaudación, constituye la mayor reforma del sistema tributario de los Estados Unidos desde el año 1986 y se orienta a favorecer el crecimiento, la creación de empleo y la inversión doméstica, desincentivando la deslocalización de la actividad y el beneficio de las empresas multinacionales en el extranjero.

Desde la reforma fiscal realizada por el presidente Reagan en el año 1986, no se había vuelto a acometer una revisión global de la normativa tributaria de los Estados Unidos. En la reforma de ese año, se produjo un recorte sustantivo de los tipos impositivos del impuesto sobre la renta de las personas físicas, pasando el marginal máximo del 50 al 28%¹, aunque no se realizó ninguna modificación

de los tipos de gravamen aplicables en el impuesto sobre sociedades, con una tarifa progresiva que tiene su máximo en el 35% para bases imponibles superiores a 10 millones de dólares.

Es evidente que esta situación implicaba situarse al margen de las tendencias de reforma de la imposición societaria que se han seguido en la mayor

* Agradezco los comentarios de Desiderio Romero a la versión previa de este artículo. No obstante, la responsabilidad sobre su contenido es exclusivamente mía.

** Universidad de Oviedo.

¹ Medida que fue acompañada de una drástica reducción de beneficios fiscales, con el objetivo de que los cambios, en términos estáticos, es decir, sin considerar los efectos derivados de la respuesta de los contribuyentes al nuevo marco fiscal, no supusieran un coste en términos de recaudación tributaria.

parte de los países de la OCDE, en los que se han realizado importantes recortes en los tipos impositivos nominales a lo largo de las dos últimas décadas.

La reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas es menos profunda que la del impuesto sobre sociedades, y además los cambios están limitados en el tiempo, ya que la mayor parte de los mismos revertirán en 2025.

Por otra parte, a pesar de los efectos positivos de la reforma del impuesto personal sobre la renta², desde el año 1986, para paliar los elevados niveles de déficit derivados de la expansión experimentada en el gasto público, se produjeron varias subidas de los tipos de gravamen, hasta alcanzar un marginal máximo del 39,6%.

Estos dos factores explican la necesidad de una reforma, que ha tenido como objetivo principal corregir las mayores ineficiencias de la imposición societaria, aunque a diferencia de la anterior va a suponer una importante pérdida recaudatoria. Los aspectos más relevantes de la ley definitivamente aprobada³ se pueden sintetizar en los siguientes puntos.

Impuesto sobre la renta de las personas físicas

Como ya se ha destacado anteriormente, la reforma es menos profunda⁴ que la del impuesto sobre sociedades y, además, los cambios⁵ están limitados en el tiempo, ya que la mayor parte de los mismos revertirán en el ejercicio 2025, en que volverá a aplicarse la norma anterior. Esta limitación temporal se debe a que el procedimiento legislativo seguido en el Senado no permite aprobar medidas que supongan una pérdida de recaudación que se prolongue más allá de un determinado período de tiempo, generalmente diez años (PwC, 2017: 2).

En primer lugar, en lo que se refiere a la escala de tipos de gravamen, se mantiene una tarifa con siete tramos, pero se procede a una reducción de los tipos en la mayor parte de los mismos⁶, recorriéndose el marginal máximo del 39,6 al 37%⁷, como se recoge en el cuadro 1. Para las ganancias de capital a largo plazo y dividendos se sigue aplicando la tarifa vigente, con tres tipos: 0, 15 y 20%.

En segundo lugar, en lo que se refiere a las deducciones, se introducen también modificacio-

² Feldstein (1995) considera que la reforma de 1986 constituye un buen experimento natural para evaluar la respuesta de los contribuyentes ante los cambios en los tipos impositivos marginales.

³ En un tiempo relativamente corto gracias a la utilización del denominado “procedimiento de reconciliación presupuestaria”, que permite acortar el procedimiento de tramitación de una ley y su aprobación por mayoría simple. El texto definitivo fue aprobado el día 20 de diciembre por 51 votos a favor y 48 en contra en el Senado y 224 a favor frente a 201 en contra en la Cámara de Representantes.

⁴ A pesar de que los planteamientos iniciales del gabinete Trump eran más ambiciosos. Entre otras propuestas, destacan la aplicación de una tarifa de tipos impositivos con tres tramos, con un marginal máximo del 33%, la supresión del tipo mínimo alternativo, y la eliminación del gravamen sobre las herencias; aunque las plusvalías no materializadas de los bienes del causante en el momento de su fallecimiento estarían sujetas a tributación, siempre que el valor de los mismos fuera mayor de diez millones de dólares.

⁵ Para el análisis de los mismos hemos seguido el trabajo de Michel (2017: 3-7).

⁶ A pesar de que no se modifica el tipo mínimo del 10%, y de algunas disfunciones provocadas por los cambios en los umbrales de renta en la delimitación de cada uno de los escalones. Por ejemplo, para matrimonios que declaran conjuntamente, las rentas comprendidas entre 400.000 y 424.950 dólares pasan de tributar a un tipo de 33 a ser gravadas al 35%; lo mismo sucede en la tributación conjunta de matrimonios, para las rentas comprendidas entre 20.000 y 424.950 dólares.

⁷ Resulta destacable que este tipo más elevado se aplica, en términos generales, sobre rentas que superan el medio millón de dólares. En España, por ejemplo, el marginal máximo se aplica a los contribuyentes con bases liquidables superiores a 60.000 euros, si tenemos en cuenta la tarifa estatal del IRPF. Sin considerar las modificaciones introducidas por las comunidades autónomas, el gravamen sobre la renta que exceda de esta cantidad es del 45% (en Estados Unidos 60.000 dólares estaría en el tramo de tributación al 22%).

Cuadro 1

Tipos de gravamen aplicables en el impuesto sobre la renta de las personas físicas antes y después de la reforma

a) Antes de la reforma

<i>Solteros (renta gravable)</i>	<i>Casados tributando conjuntamente (renta gravable)</i>	<i>Casados que tributan de forma separada (renta gravable)</i>	<i>Familias monoparentales (renta gravable)</i>	<i>Tipo de gravamen (porcentaje)</i>
0-9.525	0-19.050	0-9.525	0-13.600	10
9.526-38.700	19.051-77.400	9.526-38.700	13.601-51.850	15
38.701-93.700	77.401-156.150	38.701-78.075	51.851-133.850	25
93.701-195.450	156.151-237.950	78.076-118.975	133.851-216.700	28
195.451-424.950	237.951-424.950	118.976-212.475	216.701-424.950	33
424.951-426.700	424.951-480.050	212.476-240.025	424.951-453.350	35
426.701-	480.051-	240.026-	453.351-	39,6

b) Después de la reforma

<i>Solteros (renta gravable)</i>	<i>Casados tributando conjuntamente (renta gravable)</i>	<i>Casados que tributan de forma separada (renta gravable)</i>	<i>Familias monoparentales (renta gravable)</i>	<i>Tipo de gravamen (porcentaje)</i>
0-9.525	0-19.050	0-9.525	0-13.600	10
9.526-38.700	19.051-77.400	9.526-38.700	13.601-51.850	12
38.701-82.500	77.401-165.000	38.701-82.500	51.851-82.500	22
82.501-157.500	165.001-315.000	82.501-157.500	82.501-157.500	24
157.501-200.000	315.001-400.000	157.501-200.000	157.501-200.000	32
200.001-500.000	400.001-600.000	200.001-300.000	200.001-500.000	35
500.001-	600.001-	300.001-	500.001-	37

nes relevantes. La más importante es el incremento registrado en la deducción estándar o fija, que prácticamente se duplica, pasando a ser de 24.000 dólares para matrimonios que tributan conjuntamente, 18.000 para familias monoparentales y 12.000 en el caso de solteros y de casados que tributan separadamente. Este cambio, que tiene carácter permanente, amplía el ámbito de aplicación del gravamen a tipo cero para los contribuyentes cuyos ingresos son inferiores al importe de la deducción.

Por otra parte, esta deducción sigue siendo incompatible con la aplicación de la mayor parte de

las exenciones y las reducciones personales, que experimentan importantes recortes con la reforma⁸, aunque se mantienen algunas de las más utilizadas por los declarantes, como la de donativos o las de gastos médicos o educativos. La deducción por intereses hipotecarios pagados en la adquisición de la residencia habitual, para aquellos que optan por aplicar la deducción de gastos personales, también se mantiene, aunque se reduce su límite máximo de 1 millón a 750.000 dólares.

Se estima que con estos cambios solamente el 10% de contribuyentes de rentas más altas

⁸ Así, por ejemplo, se elimina la exención personal de 4.050 dólares.

seguirá optando por deducir gastos concretos en vez de aplicar la deducción estándar, frente al porcentaje del 30% que lo hacían antes de la reforma. Esto, a su vez, va a simplificar el cumplimiento de las obligaciones fiscales de aquellos que opten por la deducción estándar, ya que no requiere de ninguna justificación para su aplicación. También tendrá una contribución positiva desde el punto de vista de la eficiencia económica, ya que disminuirán los incentivos a realizar determinadas operaciones única o principalmente porque constituyen un gasto fiscalmente deducible (Feldstein, 2018: 2).

No se elimina el “impuesto mínimo alternativo”, que supone una tributación mínima en el caso de que los contribuyentes tengan derecho a aplicar beneficios fiscales demasiado elevados, aunque se incrementa sustancialmente la renta que se encuentra exenta de aplicación del mismo, ni el impuesto sobre herencias, a pesar de que en este caso también se duplica la cantidad exenta de tributación.

Se mantiene el actual sistema de tributación de las rentas obtenidas por autónomos y por ciertas entidades, como las sociedades personales, obligadas a aplicar un régimen de transparencia fiscal e incluir sus ingresos en el impuesto personal sobre la renta de sus socios, mediante la aplicación de la tarifa general de tipos impositivos, aunque se exime de tributación el 20% de su beneficio neto con algunos límites. Este cambio implica una menor tributación para las personas que realizan actividades por cuenta propia frente a los asalariados, por lo que podrían producirse cambios en la forma jurídica en que muchos profesionales ejercen su actividad.

Por último, destacar que se limita la deducción en el impuesto federal de los impuestos estatales y

locales sobre la renta a un máximo de 10.000 dólares. Esta limitación va a suponer una importante presión sobre los Estados que tienen unos impuestos sobre la renta más elevados —en su mayoría gobernados por el Partido Demócrata— por parte de los contribuyentes que no van a poder deducir totalmente el importe de los mismos, como sucedía hasta el ejercicio 2017⁹.

Impuesto sobre sociedades

Las medidas aprobadas, en este caso con carácter permanente, tienen como objetivo favorecer la inversión empresarial en Estados Unidos, desincentivando los traslados de actividad y la retención de beneficios en el extranjero por motivos esencialmente fiscales.

El primer cambio consiste en una reducción sustancial de tipo de gravamen, desde el máximo del 35%¹⁰, a un tipo proporcional del 21%. Si al impuesto federal sobre sociedades añadimos los impuestos que se aplican de media en los diferentes Estados, la reforma supone pasar de una tributación media en el conjunto del país del 40 al 25%¹¹.

Si comparamos estos tipos impositivos con los existentes en los países europeos, recogidos en el cuadro 2, podemos constatar que, antes de la reforma, Estados Unidos aplicaba un tipo nominal sustancialmente más elevado, sobre todo teniendo en cuenta la reducción generalizada experimentada por los mismos desde comienzos del siglo XXI, impulsada principalmente por la deslocalización empresarial que ha favorecido el avance en el proceso de integración europea. El nuevo tipo de gravamen se sitúa todavía por encima de la media de la Unión Europea, pero por debajo del de países como Alemania o Francia, y en el entorno del tipo

⁹ Es previsible que estas presiones conduzcan a una disminución de los impuestos estatales y locales sobre la renta y la propiedad inmobiliaria.

¹⁰ Con la normativa anterior se aplicaba una tarifa de tipos progresiva con cuatro tramos y tipos de gravamen entre el 15 y el 35%. El tipo impositivo del 34% se aplicaba sobre las bases imponibles superiores a 75.000 dólares y el del 35% a partir de diez millones de dólares.

¹¹ Según los cálculos de Feldstein, partiendo de que el tipo medio aplicado en los impuestos estatales sobre sociedades es del 9% y que estos impuestos son deducibles en la base imponible del impuesto federal sobre sociedades federal; véase Feldstein (2017b: 31).

Cuadro 2

Tipos de gravamen nominales en el impuesto sobre sociedades en los países del Espacio Económico Europeo

<i>País</i>	<i>2000</i>	<i>2010</i>
Malta	35,0	35,0
Francia	37,8	34,4
Bélgica	40,2	34,0
Alemania	51,6	30,2
Portugal	35,2	29,5
Grecia	40,0	29,0
Italia	41,3	27,8
Luxemburgo	37,5	27,1
España	35,0	25,0
Holanda	35,0	25,0
Austria	34,0	25,0
Noruega	28,0	24,0
Dinamarca	32,0	22,0
Suecia	28,0	22,0
Eslovaquia	29,0	21,0
Estonia	26,0	20,0
Finlandia	29,0	20,0
Islandia	30,0	20,0
Rep. Checa	31,0	19,0
Polonia	30,0	19,0
Eslovenia	25,0	19,0
Reino Unido	30,0	19,0
Croacia	35,0	18,0
Rumanía	25,0	16,0
Letonia	25,0	15,0
Lituania	24,0	15,0
Irlanda	24,0	12,5
Chipre	29,0	12,5
Hungría	19,6	10,8
Bulgaria	32,5	10,0
<i>Media simple</i>		
UE-28	32,0	21,9
UE-27	31,7	21,4

Nota: Para algunos países con impuestos regionales y/o locales sobre sociedades, el tipo impositivo que recoge el cuadro es el global.

Fuente: Comisión Europea (2017).

medio nominal de los países de la OCDE, que es también del 25%.

Los efectos positivos de esta reducción de los tipos nominales serán mayores en función de la parte de su actividad que las sociedades realizan en

el mercado doméstico, ya que las multinacionales tienen otras vías para reducir sus pagos impositivos, y va a haber un grupo de empresas damnificadas por la reforma. Se trata de aquellas sociedades que en los últimos ejercicios han sufrido pérdidas (en muchos casos sociedades del sector financiero como

consecuencia de la crisis) y arrastran créditos fiscales pendientes de compensación. En esos supuestos se produce un deterioro en el valor de sus activos fiscales, que se aplicarán al nuevo tipo de gravamen, por lo que sus resultados del ejercicio 2017 se resentirán al tener que provisionar dicha pérdida.

Si al impuesto federal sobre sociedades añadimos los impuestos que se aplican de media en los diferentes Estados, el nuevo tipo de gravamen se situará todavía por encima de la media de la Unión Europea, pero por debajo de países como Alemania o Francia, y en el entorno del tipo medio nominal de los países de la OCDE, que es también del 25%.

La reducción alcanza también al tipo impositivo efectivo, ya que se ha aprobado un régimen de libertad de amortización para las inversiones nuevas en plantas y equipos que se realicen en los próximos cinco años Feldstein (2017b: 31). De forma adicional, y a diferencia de lo que ha pasado en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, en el caso de las sociedades se ha eliminado el impuesto mínimo alternativo, que suponía la fijación de un tipo mínimo efectivo después de la aplicación de los distintos beneficios fiscales.

En segundo lugar, se produce un avance hacia la aplicación del impuesto siguiendo el principio de territorialidad. Hasta el año 2017, el impuesto se aplicaba en función del principio tradicional de residencia. Las sociedades residentes en Estados Unidos tenían que incluir en su base imponible la totalidad de los beneficios obtenidos, tanto en el país como en el extranjero, corrigiendo en este supuesto la doble imposición resultante mediante un crédito fiscal por el importe del impuesto soportado en el extranjero. Cuando la sociedad opera en países con tipos de gravamen más reducidos —como por ejemplo Irlanda, que tiene un tipo del 12,5%—, este sistema incentiva la creación de filiales en el extranjero y la no repatriación de los beneficios obtenidos, para evitar hacer frente al

pago del impuesto más elevado en el país de residencia.

Con el nuevo sistema, los dividendos procedentes de filiales en el extranjero están exentos de tributación y pueden ser repatriados sin coste fiscal. Al mismo tiempo, se establece un gravamen transitorio, para los beneficios acumulados en filiales en el extranjero entre 1986 y noviembre de 2017, que tendrán que tributar a un tipo de 15,5% cuando se trate de dinero y activos líquidos, y del 8% cuando se encuentren materializados en otro tipos de activos, distribuyéndose el pago de este impuesto en un período de ocho años.

Con el nuevo sistema, los dividendos procedentes de filiales en el extranjero están exentos de tributación y pueden ser repatriados sin coste fiscal. Al mismo tiempo se establece un gravamen transitorio para los beneficios acumulados en filiales en el extranjero entre 1986 y noviembre de 2017.

Esta modificación ha propiciado algunas de las noticias más relevantes sobre los efectos de la reforma, como al anuncio de Apple de que deberá pagar un impuesto en el entorno de 38.000 millones de dólares por los beneficios retenidos en el extranjero y que repatriará aproximadamente 200.000 millones de dólares.

Por otra parte, el hecho de que no existan incentivos para que las multinacionales retengan sus beneficios en el extranjero¹², no solamente va a contribuir a fortalecer la estructura de capital de las matrices en Estados Unidos y a favorecer una mayor inversión financiada con recursos propios, sino que también es razonable esperar que estimule un incremento sustancial en la distribución de dividendos en el próximo año. En efecto, la retención de una parte sustancial de los beneficios en el extranjero condicionaba las políticas de

¹² Los cálculos del Tesoro estiman que los beneficios retenidos en filiales en el extranjero asciende a 2,5 trillones (americanos) de dólares.

reparto de dividendos, que en algunos casos se financiaban recurriendo a préstamos.

Para incentivar la producción nacional se ha aprobado una ventaja fiscal para las exportaciones, denominada *foreign derived intangible income (FDII)*, que supone que las rentas procedentes de la provisión de bienes y servicios a personas y empresas situadas fuera de Estados Unidos tributarán a un tipo efectivo reducido del 13,125%.

También se han aprobado medidas antiabuso, para evitar la erosión de bases imponibles, como la *base erosion and antiabuse tax (BEATT)*, que supone un gravamen de los pagos por servicios realizados a filiales extranjeras de un grupo multinacional, o el *global intangible low tax income (GILTI)*, con el objetivo de penalizar fiscalmente el traslado de beneficios a países de baja tributación.

La última medida que queremos destacar es que se introduce una limitación en la consideración como gasto deducible de los intereses pagados por la utilización de capitales ajenos a un máximo del 30% de la renta ajustada sometida a tributación¹³. Hasta el ejercicio 2022 este concepto se corresponderá con el resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (*EBITDA*) y a partir de ese año se tomará en consideración el resultado antes de depreciaciones y amortizaciones (*EBIT*).

Una valoración de los efectos de la reforma

Como hemos expuesto en apartados anteriores, la *Tax Cuts and Jobs Act* supone la revisión más completa y profunda de la legislación tributaria de los Estados Unidos realizada en los últimos treinta años, afectando a la totalidad de los contribuyentes, personas físicas o sociedades, aunque en el primer caso los cambios sean temporales y limitados hasta el año 2025.

Es evidente que esta reforma va a tener un importante impacto recaudatorio y sobre un déficit público ya de por sí elevado. Para el impuesto sobre sociedades, partiendo de que su recaudación supone actualmente el 1,6% del producto interior bruto, el profesor Martin Feldstein (2017b: 32) estima que la bajada de tipos impositivos supondrá una pérdida recaudatoria equivalente al 0,8% del PIB.

Las simulaciones realizadas por la Tax Foundation (2017: 9) cifran la caída de la recaudación para el período 2018-2027, en términos estáticos, en 1,4 billones de dólares, de los que 1,3 corresponden al impuesto personal sobre la renta y 373.000 millones al de sociedades. Para el mismo período, teniendo en cuenta los efectos dinámicos de la reforma, la pérdida total de recaudación se estima en 448.000 millones de dólares, cálculo en el que se incluye una previsión de un incremento en la recaudación del Impuesto sobre sociedades de 408 mil millones.

Es evidente que la reforma va a tener un importante impacto recaudatorio sobre un déficit público ya de por sí elevado. Feldstein estima que la bajada de tipos en el impuesto sobre sociedades supondrá una pérdida recaudatoria equivalente al 0,8% del PIB. Y la Tax Foundation cifra la caída de recaudación en renta y sociedades en 1,4 billones de dólares para el periodo 2018-2027, en términos estáticos.

A pesar de los efectos que esta caída en la recaudación pueden tener sobre el déficit público, si no se adoptan medidas de reducción de gastos, la reforma se justifica por las importantes distorsiones y el exceso de gravamen provocado por los elevados tipos impositivos, tanto en el impuesto personal sobre la renta como en el de sociedades. En relación con este último, los cambios se orien-

¹³ Michel (2017: 2). El artículo 26 de la Ley 26/2014 del impuesto sobre sociedades establece en nuestro país una limitación en la deducción de los gastos financieros netos al 30% del beneficio operativo del ejercicio, siendo en todo caso deducibles los gastos financieros hasta un millón de euros.

tan a fomentar la formación de capital y la inversión doméstica y la creación de empleo, así como promover la inversión empresarial dentro de país, que se verá estimulada por la repatriación de beneficios en el extranjero y la posibilidad de mayores repartos de dividendos (Feldstein, 2018: 2).

Volviendo a la simulación realizada por la Tax Foundation (2017: 9), el impacto económico de la reforma se cifra en un incremento de un 0,44% en el crecimiento esperado del PIB para 2018, y del 2,86% para la próxima década, con una creación de empleo equivalente a 339.000 trabajadores a jornada completa.

Otras estimaciones, como las del profesor Robert Barro (2018), consideran que los efectos a corto plazo de la reforma sobre el crecimiento, el 1,1% del PIB en 2019, se derivarán fundamentalmente del recorte de tipos impositivos en el impuesto sobre la renta personal, mientras que los efectos de largo plazo, con una contribución al crecimiento del PIB entre un 0,2 y un 0,3% anual, se originarán fundamentalmente en el incremento de la inversión derivado del menor coste de uso del capital que supone la reforma para el sector societario. Como suele ser habitual en estos casos, estas valoraciones han originado una importante controversia, no faltando aportaciones como la de Furman y Summers (2017) que consideran que sobrestiman ampliamente los efectos de la reforma sobre la inversión y el crecimiento.

Referencias

BARRO, R (2018), *Tax Reform Will Pay Growth Dividends*, https://scholar.harvard.edu/files/barro/files/tax_reform_will_pay_growth_dividends_wsj_1-4-18.pdf

COMISIÓN EUROPEA (2017), *Taxation Trends in the EU 2017*, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo, https://ec.europa.eu/taxation_customs/business/economic-analysis-taxation/taxation-trends-eu-union_en

FELDSTEIN, M. S. (1995), "The effect of marginal tax rates on taxable incomes: A panel study of the 1996 tax reform act", *Journal of Political Economy*, 103(3): 551-572.

— (2017a), "Options for Corporate Tax Reform", *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, September 7-8.

— (2017b), "The Tax reform agenda", *Business Economics*, 52(4): 28-215.

— (2018), "The Tax Reform Legislation of 2017", *Allied Social Science Meeting*, January 2018, www.nber.org/feldstein/ASSApublicationTax

FURMAN, J., y L. SUMMERS (2017), *Robert Barro's Tax-Reform Advocacy: A Response*, <https://www.project-syndicate.org/onpoint/robert-barro-s-tax-reform-advocacy-a-response-by-jason-furman-and-lawrence-h--summers-2017-12>

MICHEL, A. N. (2017), *Analysis of the 2017 Tax Cuts and Jobs Act*, The Heritage Foundation, <https://report.heritage.org/ib4800>

PwC (2017), *Las propuestas de reforma fiscal en Estados Unidos para 2017*, PriceWaterhouseCoopers Spain-International Tax Services, enero de 2017, www.pwc.com

TAX FOUNDATION (2017), *Preliminary Details and Analysis of the Tax Cuts and Jobs Act*, www.taxfoundation.org

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												
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	2,4	1,6	5,0	4,6	8,3	1,5	5,4	5,0	4,7	2,8	0,3
2018	2,8	2,2	1,2	5,5	5,6	8,3	3,1	5,4	5,0	4,9	2,6	0,2
2019	2,4	2,0	1,0	4,5	4,7	7,2	2,1	4,3	4,8	4,8	2,3	0,1
2017 I	3,0	2,2	1,0	4,9	4,5	6,1	3,0	5,4	5,6	4,5	2,5	0,5
II	3,1	2,4	1,5	3,9	4,3	8,4	0,7	3,6	4,5	3,1	2,5	0,6
III	3,1	2,4	1,4	5,6	5,1	9,2	1,6	6,2	5,6	5,9	3,0	0,1
IV	3,1	2,5	2,4	5,6	4,8	9,5	0,5	6,4	4,4	5,2	3,2	-0,1
2018 I	2,9	2,6	1,4	4,7	4,3	7,8	1,1	5,1	3,2	2,8	2,7	0,2
II	2,7	2,2	1,2	5,6	5,1	8,2	2,1	6,1	4,0	4,1	2,7	0,1
III	2,7	2,0	1,1	5,6	6,4	9,2	3,8	4,8	5,5	5,2	2,5	0,2
IV	2,6	1,9	0,8	6,1	6,7	8,0	5,5	5,5	7,4	7,4	2,4	0,2
2019 I	2,5	1,9	0,9	5,2	5,7	7,2	4,1	4,7	6,2	6,1	2,3	0,2
II	2,4	1,9	0,9	4,6	4,9	7,0	2,8	4,3	5,5	5,4	2,3	0,1
III	2,3	2,0	0,9	4,3	4,3	7,1	1,5	4,2	4,1	4,2	2,3	0,1
IV	2,3	2,1	1,1	4,0	3,9	7,5	0,1	4,1	3,3	3,5	2,3	0,0
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2017 I	3,2	1,8	4,4	11,5	10,3	18,5	3,3	12,8	10,1	15,7	4,4	-1,2
II	3,5	3,3	1,9	2,5	3,9	7,1	1,1	1,1	4,2	1,8	2,6	0,9
III	2,8	2,8	1,7	5,6	1,0	3,2	-1,0	10,4	2,3	4,1	3,3	-0,5
IV	2,7	2,2	1,7	2,9	4,0	9,9	-1,2	1,9	1,1	0,0	2,4	0,3
2018 I	2,7	2,0	0,5	7,7	8,3	11,0	5,5	7,1	5,4	5,3	2,6	0,1
II	2,7	1,9	1,0	6,2	7,2	9,0	5,5	5,1	7,3	7,0	2,5	0,3
III	2,6	1,8	1,2	5,6	6,2	7,0	5,5	5,0	8,6	8,7	2,4	0,2
IV	2,5	1,8	0,7	5,1	5,2	5,0	5,5	5,0	8,5	8,7	2,3	0,2
2019 I	2,3	2,0	0,9	3,9	4,1	8,0	0,1	3,7	0,8	0,4	2,1	0,1
II	2,3	2,0	1,0	3,9	4,1	8,0	0,1	3,7	4,1	4,2	2,2	0,1
III	2,3	2,2	1,2	4,2	3,9	7,5	0,1	4,5	3,3	3,8	2,4	-0,1
IV	2,4	2,2	1,5	4,0	3,4	6,5	0,1	4,5	5,2	5,6	2,4	0,0
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2010	1.080,9	572	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.070,4	578	20,5	21,5	12,5	5,7	6,8	9,0	28,9	29,2	100,2	-0,2
2012	1.039,8	58,8	19,7	19,8	10,9	4,9	6,0	8,9	30,7	29,2	98,5	1,5
2013	1.025,7	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	1.163,7	57,7	18,5	20,6	10,4	5,1	5,3	10,2	34,1	31,4	97,3	2,7
2018	1.212,7	57,4	18,1	21,3	10,9	5,5	5,3	10,5	34,9	32,3	97,4	2,6
2019	1.258,3	57,2	17,8	21,8	11,2	5,9	5,3	10,6	35,5	32,9	97,4	2,6

* 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

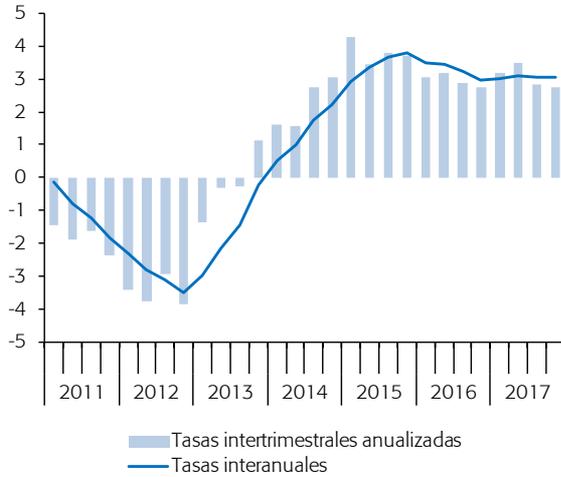


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

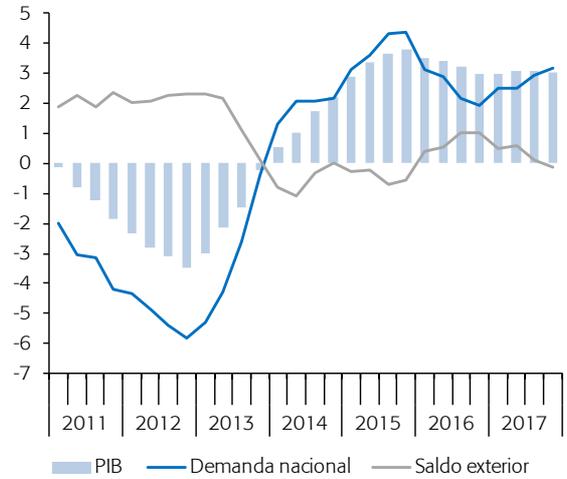


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

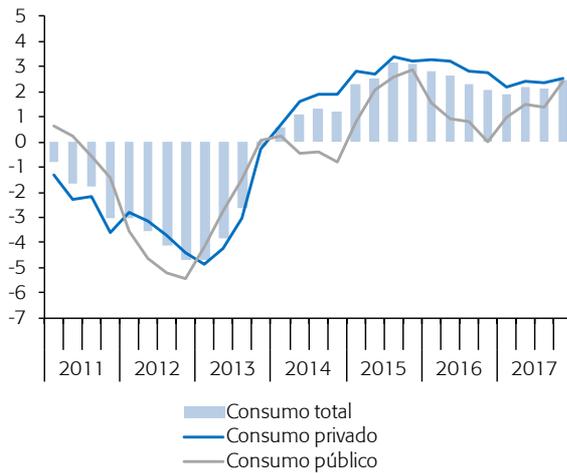
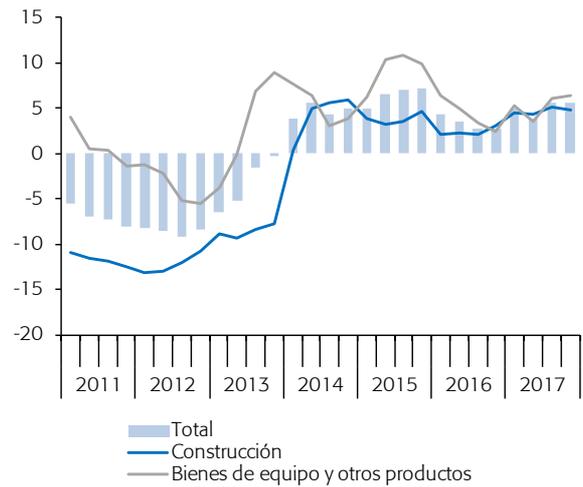


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



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										
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	
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	5,0	3,0	2,6	4,5	2,7	1,3	3,2	4,1
	II	2,9	3,7	3,4	3,5	4,9	2,6	1,2	3,1	4,6
	III	2,9	4,2	3,9	4,3	4,9	2,5	1,3	2,9	4,2
	IV	3,0	2,0	4,6	4,7	5,4	2,5	1,6	2,8	3,7
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas										
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	3,2	9,9	3,3	3,0	6,4	2,7	1,7	3,1	2,8
	II	3,2	-1,3	4,8	5,0	4,5	2,8	1,2	3,4	7,0
	III	2,8	4,5	2,6	3,9	4,6	2,7	1,5	3,1	2,6
	IV	2,7	-4,4	7,6	6,9	6,2	1,6	2,1	1,4	2,6
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes								
2011	972,9	2,5	17,5	13,5	7,5	72,5	18,7	53,8	8,8	
2012	1.025,6	2,5	17,4	13,2	6,7	73,5	18,5	54,9	9,0	
2013	1.006,1	2,8	17,5	13,4	5,8	74,0	19,0	55,0	9,6	
2014	989,9	2,7	17,6	13,7	5,6	74,1	18,8	55,4	9,9	
2015	983,7	2,8	18,0	14,2	5,6	73,6	18,8	54,8	10,2	
2016	954,0	2,8	17,9	14,2	5,6	73,8	18,7	55,0	10,2	
2017	935,6	2,9	18,1	14,4	5,8	73,3	18,3	55,0	10,3	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE (CNTR).

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

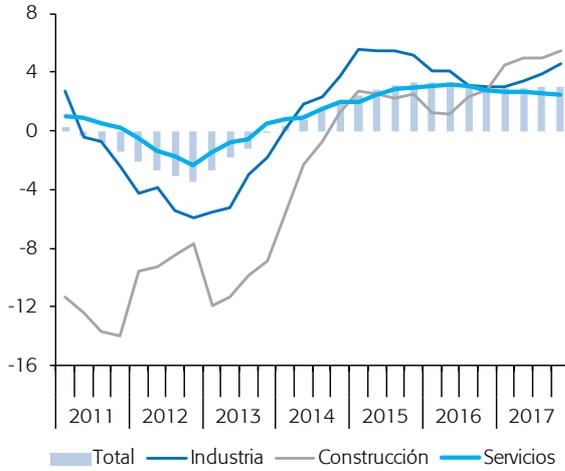


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

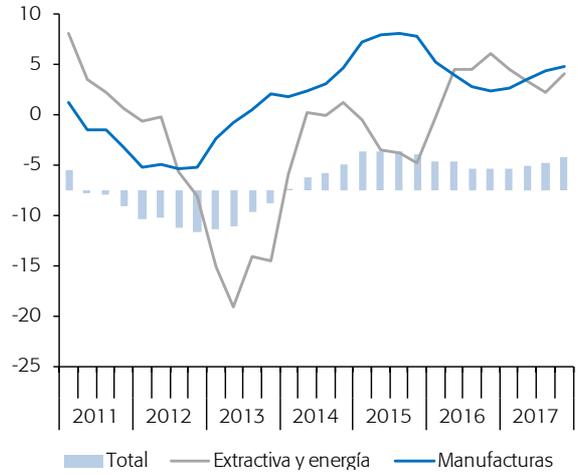


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

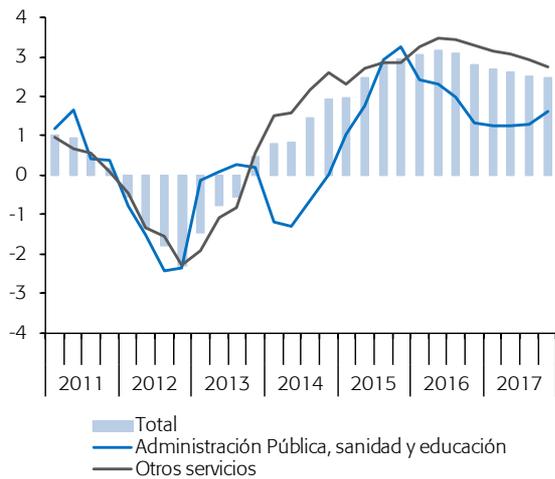
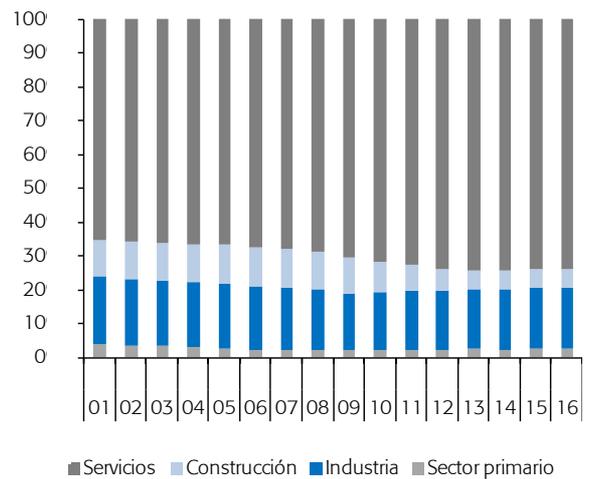


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

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												
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	112,5	116,7	150,5	128,9	94,0	111,4	72,5	153,7	168,5	109,7	84,1
2018	134,9	115,2	117,1	152,0	129,8	93,3	--	--	--	--	--	--
2019	138,1	117,6	117,5	153,5	130,7	92,7	--	--	--	--	--	--
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	150,6	128,9	94,6	109,4	71,6	152,8	168,4	110,2	84,7
II	130,9	112,2	116,7	150,2	128,7	94,0	110,8	72,2	153,5	168,3	109,6	84,0
III	131,8	113,0	116,6	150,5	129,0	94,0	111,8	72,8	153,7	168,5	109,7	84,3
IV	132,7	113,5	116,9	150,8	129,0	93,4	113,7	73,5	154,7	168,8	109,1	83,3
Tasas de crecimiento interanuales												
2011	3,8	-2,8	6,7	0,9	-5,5	-5,5	1,9	-3,8	5,9	2,2	-3,5	-5,5
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	2,8	0,2	0,1	-0,1	-1,0	3,8	3,3	0,5	0,6	0,1	-1,6
2018	2,8	2,4	0,3	1,0	0,7	-0,7	--	--	--	--	--	--
2019	2,4	2,1	0,3	1,0	0,7	-0,7	--	--	--	--	--	--
2016 I	6,5	3,4	3,0	-0,4	-3,3	-3,3	5,2	3,5	1,7	0,4	-1,3	-0,1
II	6,9	2,8	4,0	-0,1	-3,9	-4,2	4,0	2,8	1,1	0,1	-1,0	-0,6
III	7,0	3,1	3,8	-0,4	-4,1	-4,4	2,7	3,1	-0,3	0,2	0,6	0,3
IV	6,9	2,7	4,1	-0,5	-4,3	-4,8	2,3	3,8	-1,4	0,0	1,5	0,6
2017 I	3,0	2,6	0,4	0,3	0,0	-0,8	2,6	3,1	-0,5	0,7	1,2	-0,7
II	3,1	2,9	0,2	-0,2	-0,3	-1,3	3,5	3,4	0,1	0,5	0,4	-1,7
III	3,1	2,9	0,2	0,3	0,0	-0,9	4,3	3,3	1,0	0,5	-0,5	-1,9
IV	3,1	2,9	0,2	0,2	0,0	-1,2	4,7	3,3	1,4	0,6	-0,8	-2,2

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

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

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

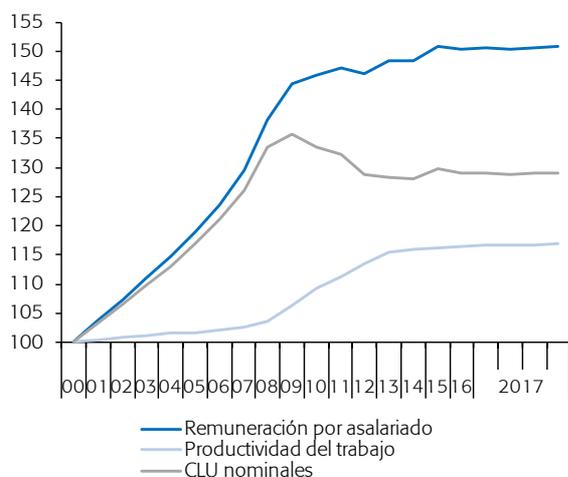
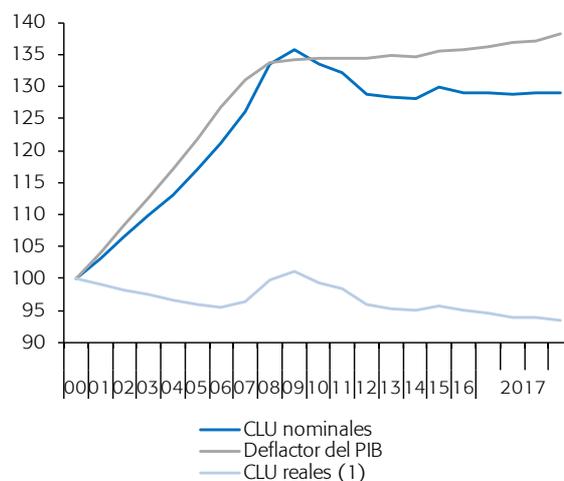


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

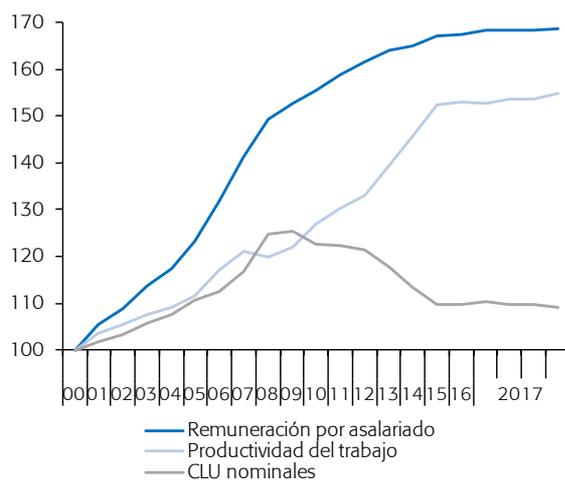
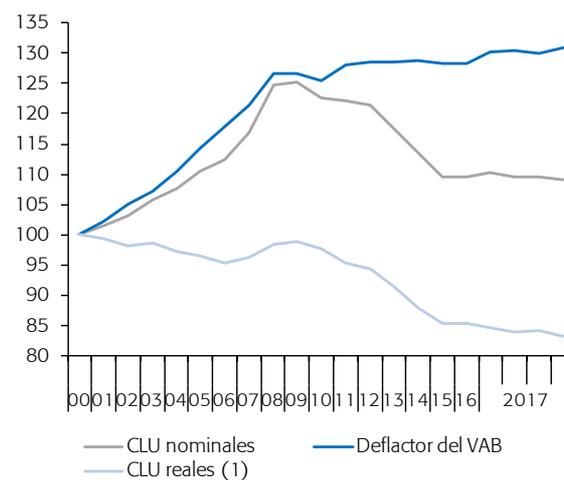


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

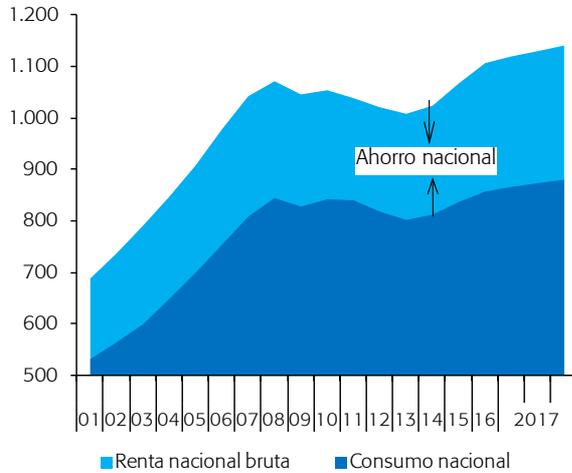
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Producto nacional bruto	Renta nacional bruta	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta 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	1.163,7	550,3	493,6	1.163,2	1.152,0	886,6	265,4	246,1	47,3	42,4	22,8	21,1	1,7
2018	1.212,7	570,7	515,3	1.214,4	1.203,2	915,7	287,4	265,3	47,1	42,5	23,7	21,9	1,8
2019	1.258,3	589,6	535,7	1.260,0	1.248,8	943,5	305,3	281,6	46,9	42,6	24,3	22,4	1,9
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	1.129,5	536,6	476,3	1.130,1	1.118,9	864,5	254,4	232,9	47,5	42,2	22,5	20,6	1,9
II	1.140,6	540,5	482,1	1.141,2	1.129,2	871,8	257,4	236,1	47,4	42,3	22,6	20,7	1,9
III	1.151,1	545,4	486,6	1.152,1	1.140,1	878,4	261,6	240,7	47,4	42,3	22,7	20,9	1,8
IV	1.163,7	550,3	493,6	--	--	886,6	--	246,1	47,3	42,4	--	21,1	--
	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	4,0	3,3	4,8	4,0	4,2	3,6	6,0	7,4	-0,4	0,3	0,4	0,7	-0,2
2018	4,2	3,7	4,4	4,4	4,4	3,3	8,3	7,8	-0,2	0,1	0,9	0,7	0,2
2019	3,8	3,3	4,0	3,8	3,8	3,0	6,2	6,1	-0,2	0,1	0,6	0,5	0,1
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	6,4	4,3	-0,4	0,4	0,6	0,1	0,4
III	3,8	3,0	4,6	4,0	4,0	3,3	6,2	5,7	-0,4	0,4	0,5	0,4	0,1
IV	4,0	3,3	4,8	--	--	3,6	--	7,4	-0,4	0,3	--	0,7	--

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

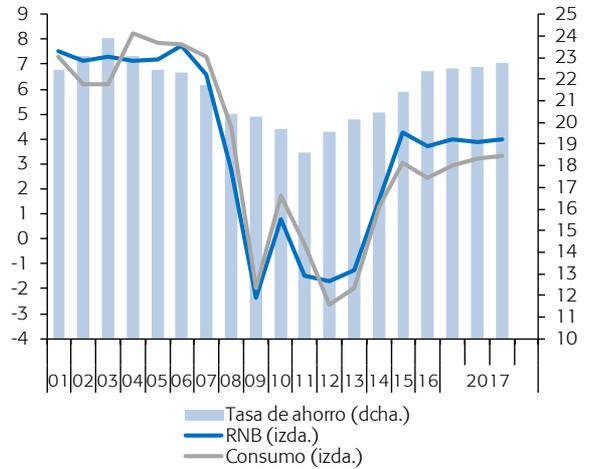
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

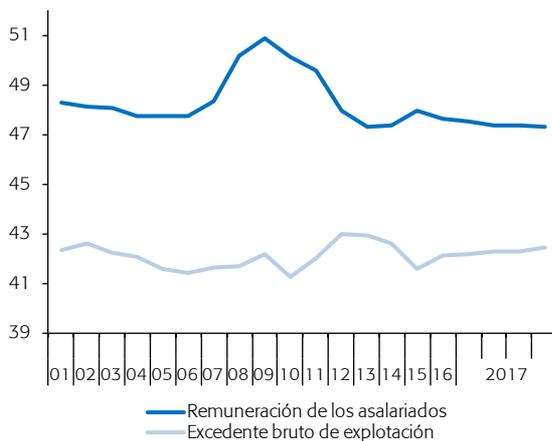
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

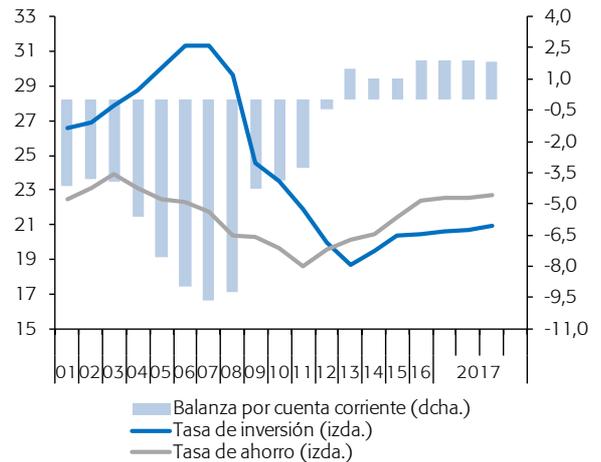
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**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)

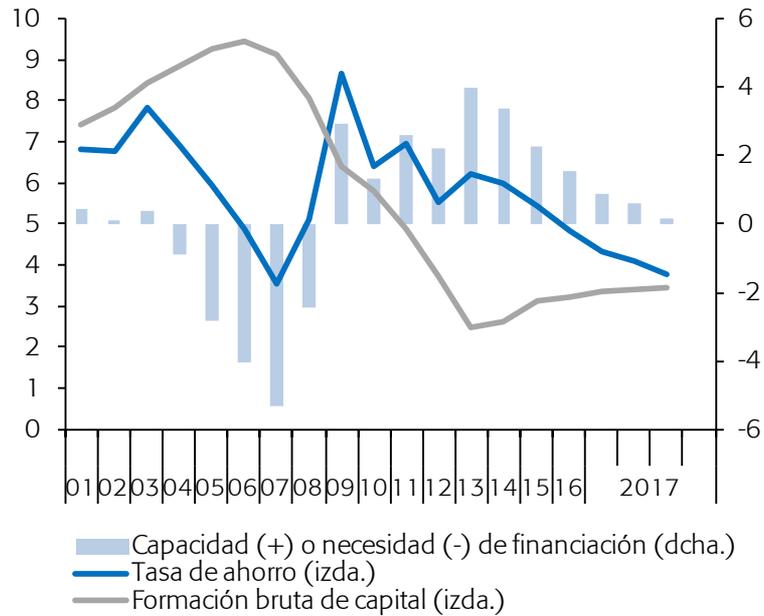
Previsiones en azul

	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													
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	715,0	671,7	41,9	40,6	5,9	3,5	0,1	271,3	205,1	177,8	17,6	15,3	2,8
2018	741,4	696,2	43,8	46,2	5,9	3,8	-0,2	282,8	215,7	190,2	17,8	15,7	2,7
2019	766,4	719,5	45,5	51,3	5,9	4,1	-0,5	293,6	225,4	200,2	17,9	15,9	2,5
2015 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	702,7	652,5	48,7	37,9	6,9	3,4	0,9	261,6	199,7	168,6	17,7	14,9	3,3
II	707,7	659,5	46,8	38,8	6,6	3,4	0,6	264,9	197,9	172,2	17,4	15,1	2,8
III	709,7	665,2	43,2	40,0	6,1	3,5	0,2	267,7	199,4	174,2	17,3	15,1	2,7
Tasas de crecimiento interanuales					Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior		
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	2,1	4,2	-22,4	13,5	-1,9	0,3	-1,5	5,0	5,6	7,0	0,3	0,4	-0,2
2018	3,7	3,6	4,5	13,7	0,0	0,3	-0,3	4,3	5,2	7,0	0,2	0,4	-0,2
2019	3,4	3,3	4,0	10,9	0,0	0,3	-0,3	3,8	4,5	5,3	0,1	0,2	-0,2
2015 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	-17,0	13,9	-1,6	0,3	-1,4	6,4	11,1	7,2	1,2	0,5	0,5
II	1,8	3,9	-20,7	12,0	-1,9	0,3	-1,6	5,7	5,6	8,6	0,3	0,7	-0,6
III	1,9	4,1	-23,4	13,8	-2,0	0,3	-1,7	5,2	3,3	6,7	-0,1	0,4	-0,6

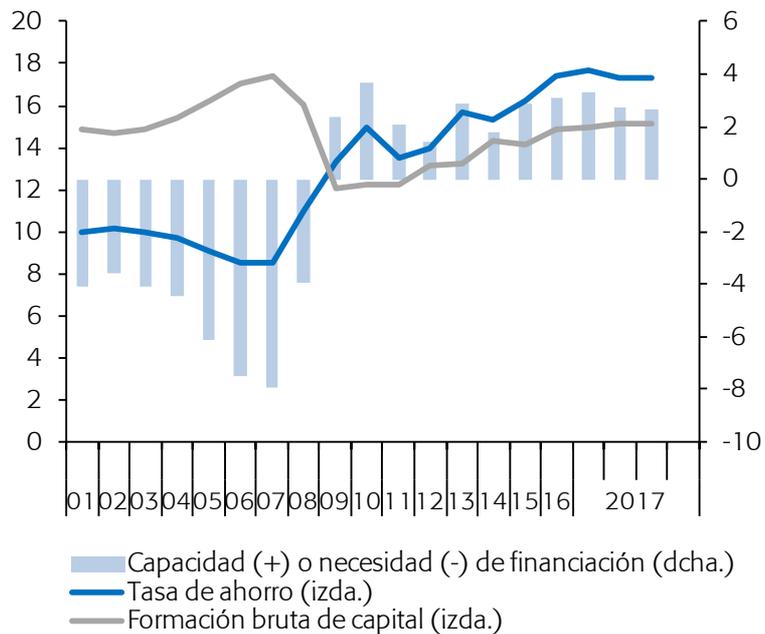
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

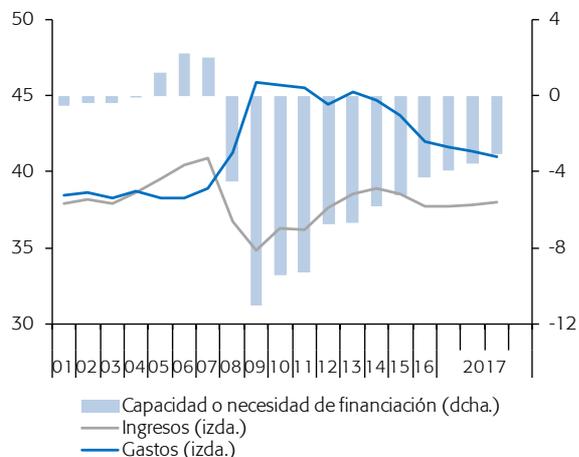
Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

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														
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	151,7	135,6	115,8	142,5	123,6	21,5	176,1	21,2	203,2	214,8	-11,6	24,5	-36,1	-35,7
2018	154,4	143,0	120,5	147,7	126,3	19,1	180,4	21,7	218,2	219,5	-1,3	25,2	-26,5	-26,5
2019	157,1	150,0	124,6	152,3	128,9	20,0	185,3	22,3	227,4	224,0	3,4	26,0	-22,6	-22,6
2015 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	19,6	191,7	211,8	-20,1	26,8	-46,9	-44,2
II	149,7	132,2	114,7	139,6	121,4	22,8	175,0	20,6	196,3	212,0	-15,7	25,7	-41,4	-40,5
III	150,3	133,5	118,3	141,3	121,9	22,6	175,9	20,7	202,4	212,8	-10,4	25,3	-35,7	-35,1
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
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	12,2	10,6	1,8	15,1	1,8	17,5	18,5	-1,0	2,1	-3,1	-3,1
2018	12,7	11,8	9,9	12,2	10,4	1,6	14,9	1,8	18,0	18,1	-0,1	2,1	-2,2	-2,2
2019	12,5	11,9	9,9	12,1	10,2	1,6	14,7	1,8	18,1	17,8	0,3	2,1	-1,8	-1,8
2015 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	-4,2	-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	2,3	-3,6	-3,5
III	13,1	11,6	10,3	12,3	10,6	2,0	15,3	1,8	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,1	-3,0

Fuente: 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

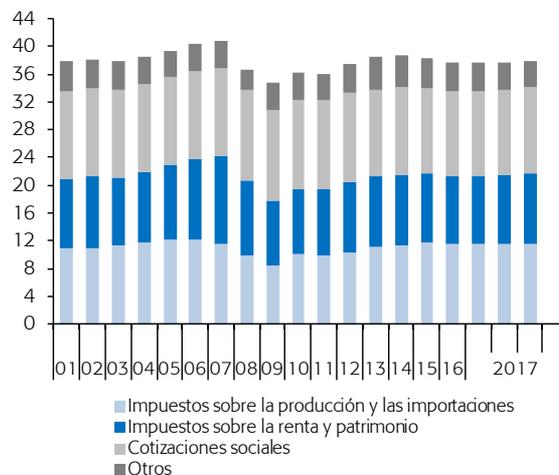


Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

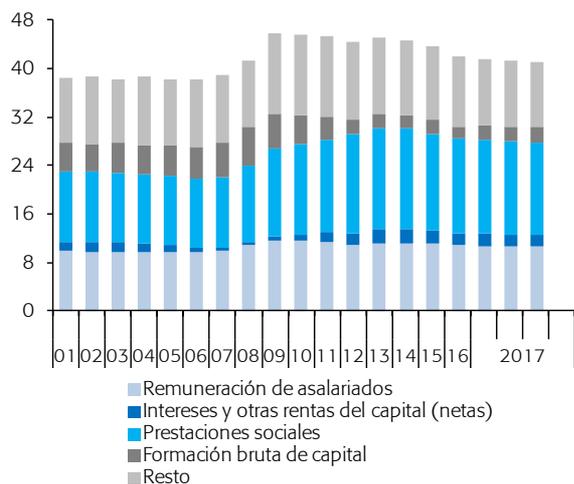
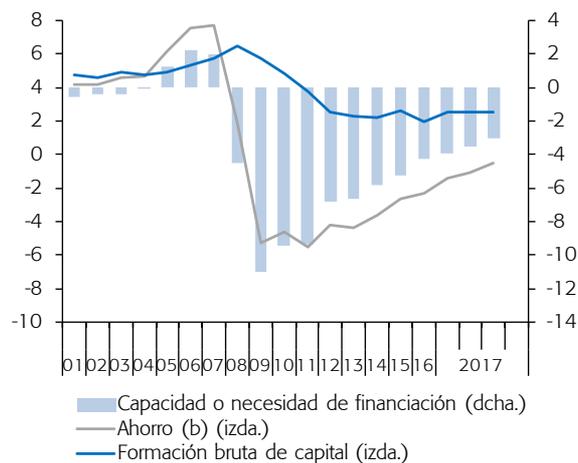


Gráfico 6.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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				
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	-15,3	-7,0	2,9	-16,4	-35,7	--	--	--	--	1.144,6
2018	-7,1	-3,6	2,4	-18,2	-26,5	--	--	--	--	1.171,1
2019	-8,1	0,0	1,9	-16,4	-22,6	--	--	--	--	1.192,7
2015 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	-10,1	7,1	-18,2	-44,2	987,9	279,4	31,7	17,2	1.129,0
II	-20,4	-10,0	7,3	-17,4	-40,5	996,1	285,9	32,4	17,2	1.137,9
III	-17,8	-6,3	7,4	-18,4	-35,1	1.000,1	284,4	30,6	23,2	1.136,2
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
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	-1,3	-0,6	0,3	-1,4	-3,1	--	--	--	--	98,4
2018	-0,6	-0,3	0,2	-1,5	-2,2	--	--	--	--	96,6
2019	-0,6	0,0	0,2	-1,3	-1,8	--	--	--	--	94,8
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	100,0
II	-1,8	-0,9	0,6	-1,5	-3,5	87,3	25,1	2,8	1,5	99,8
III	-1,5	-0,5	0,6	-1,6	-3,0	86,9	24,7	2,7	2,0	98,7

(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

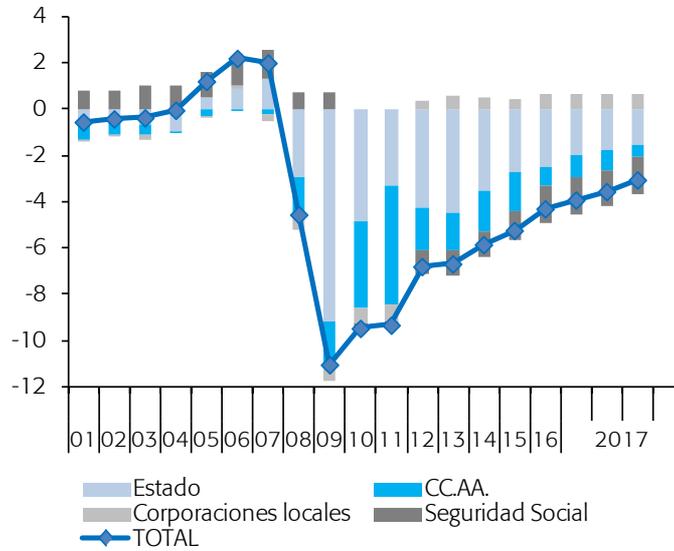
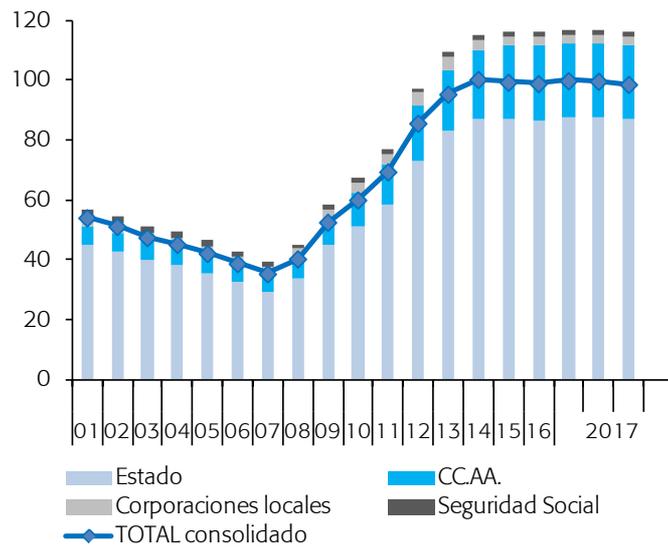


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

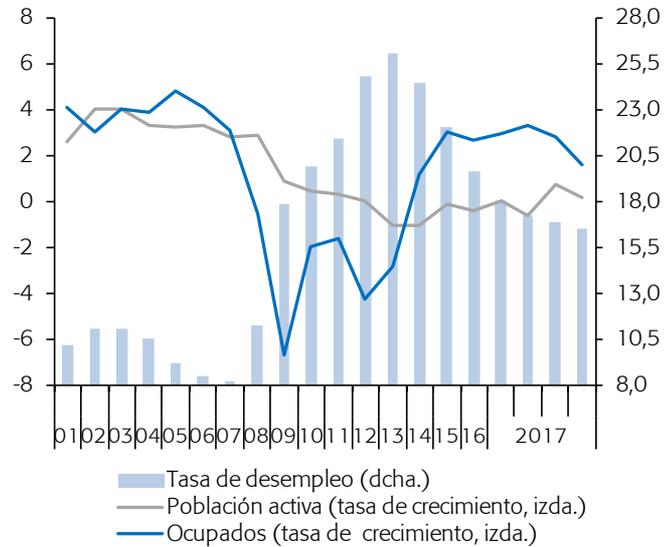
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
		Millones							Porcentaje					
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	30,1	22,7	--	18,8	--	3,9	--	75,1	62,1	17,2	38,7	16,3	23,8	
2018	30,1	22,7	--	19,3	--	3,4	--	74,9	63,6	15,1	--	--	--	
2019	30,1	22,7	--	19,7	--	3,0	--	74,7	64,8	13,2	--	--	--	
2016	I	30,1	22,8	22,9	18,0	18,2	4,8	4,6	75,3	59,4	20,3	45,4	19,2	28,2
	II	30,1	22,9	22,8	18,3	18,3	4,6	4,6	75,5	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	75,5	61,1	19,3	43,5	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	42,6	17,8	24,8
2017	I	30,0	22,7	22,7	18,4	18,6	4,3	4,1	75,0	60,8	18,0	40,5	17,2	24,0
	II	30,0	22,7	22,7	18,8	18,8	3,9	3,9	75,1	62,0	17,2	38,9	16,4	23,8
	III	30,0	22,8	22,7	19,0	18,9	3,7	3,8	75,2	62,8	16,8	37,6	15,9	23,5
	IV	30,1	22,8	22,8	19,0	19,0	3,8	3,8	75,1	62,6	16,5	37,1	15,5	23,7
		Tasas de crecimiento (d)							Diferencia sobre el año anterior en pp					
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		0,0	-0,4	--	2,6	--	-12,6	--	-0,3	1,6	-2,4	-5,8	-2,4	-2,8
2018		0,1	-0,2	--	2,4	--	-12,6	--	-0,2	1,5	-2,1	--	--	--
2019		0,2	-0,1	--	2,1	--	-12,8	--	-0,2	1,2	-1,9	--	--	--
2016	I	-0,5	-0,3	0,0	3,3	3,1	-12,0	-10,9	0,0	2,1	-2,8	-4,8	-2,6	-3,8
	II	-0,4	-0,6	-0,3	2,4	1,2	-11,2	-6,2	-0,2	1,6	-2,4	-2,8	-2,2	-3,6
	III	-0,3	-0,2	-0,4	2,7	2,9	-10,9	-12,8	0,1	1,8	-2,3	-4,5	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,4	2,3	2,1	-11,3	-15,1	-0,2	1,5	-2,3	-3,5	-2,1	-3,7
2017	I	-0,2	-0,6	0,0	2,3	3,0	-11,2	-12,1	-0,3	1,4	-2,3	-4,9	-2,0	-4,2
	II	-0,1	-0,6	-0,6	2,8	3,3	-14,4	-17,0	-0,5	1,7	-2,7	-6,9	-2,6	-3,7
	III	0,0	-0,3	0,8	2,8	2,8	-13,6	-8,5	-0,3	1,7	-2,5	-5,9	-2,6	-2,1
	IV	0,1	0,1	0,2	2,6	1,6	-11,1	-6,4	-0,1	1,5	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1

(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.

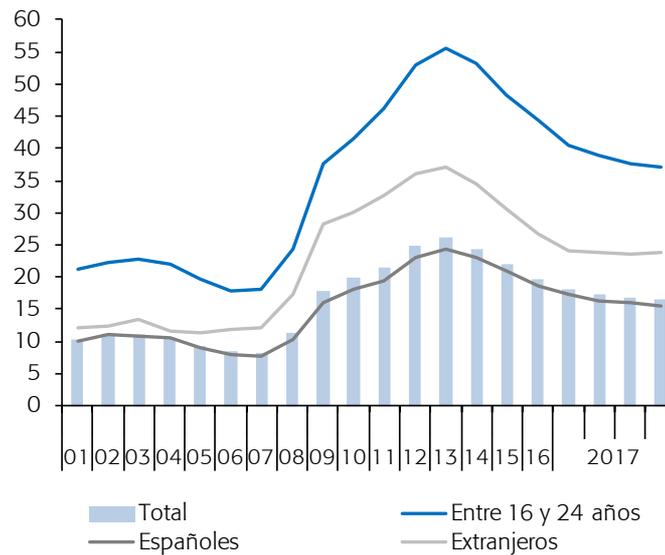
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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

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

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

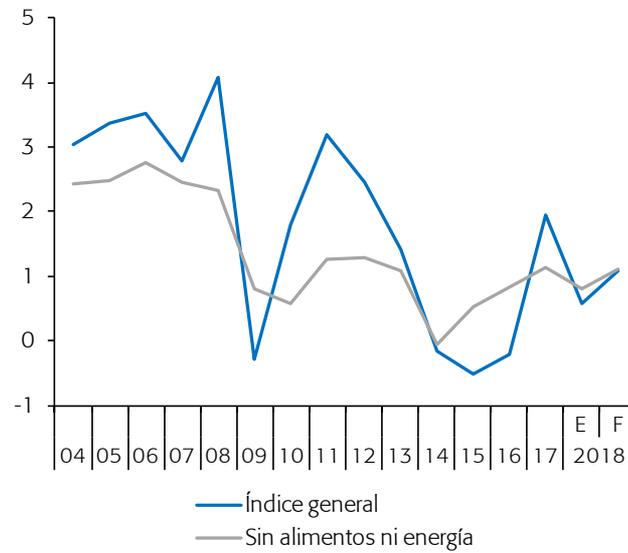
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2017	100,00	66,15	81,20	24,82	41,33	15,06	7,34	11,46	22,40	
Índices, 2016 = 100										
2011	97,1	96,4	95,6	98,2	95,3	92,1	91,8	111,4	92,0	
2012	99,5	97,6	97,1	99,0	96,8	94,9	93,9	121,2	94,6	
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97,7	
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,4	102,4	102,3	100,7	103,3	101,7	104,6	111,3	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	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,5	1,2	1,2	0,5	1,7	1,0	1,9	3,0	1,3	
2017	Ene	3,0	1,2	1,1	0,8	1,3	0,3	2,7	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	1,7	0,8	0,8	-0,3	1,5	1,2	4,3	5,9	2,2
	Dic	1,1	0,7	0,8	-0,3	1,3	1,2	2,8	2,6	1,7
2018	Ene	0,6	0,8	0,8	-0,2	1,3	1,1	1,6	-1,7	1,3
	Feb	1,1	1,1	1,1	0,0	1,7	1,4	0,3	1,4	1,0
	Mar	1,3	1,2	1,2	0,1	1,8	1,3	0,7	2,8	1,1
	Abr	0,9	0,6	0,7	0,2	0,8	1,2	1,4	2,0	1,3
	May	1,3	1,0	1,0	0,2	1,5	1,0	1,4	3,3	1,1
	Jun	1,6	1,0	1,0	0,3	1,5	0,8	2,5	5,4	1,4
	Jul	1,8	1,2	1,1	0,6	1,6	0,7	3,2	6,2	1,5
	Ago	1,9	1,4	1,2	0,7	1,8	0,6	4,7	5,4	1,9
	Sep	2,0	1,6	1,4	0,8	2,0	0,9	3,6	4,8	1,8
	Oct	1,7	1,7	1,6	0,9	2,2	0,9	0,4	3,5	0,8
	Nov	1,6	1,7	1,6	1,0	2,2	0,8	1,4	1,6	1,0
	Dic	1,7	1,8	1,6	1,1	2,2	0,8	2,3	2,0	1,3

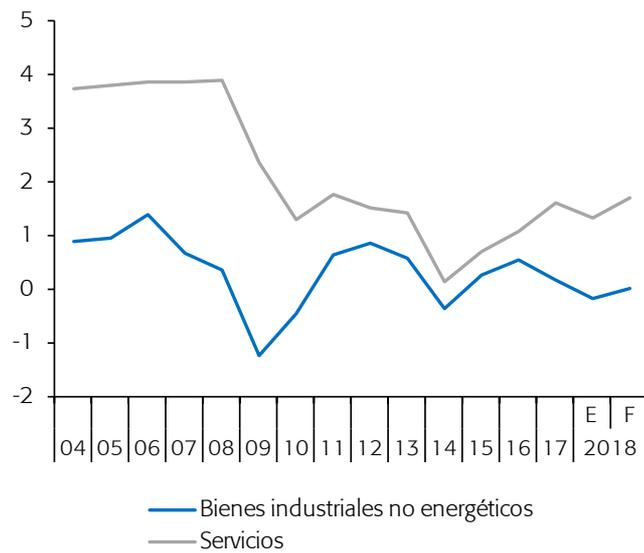
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

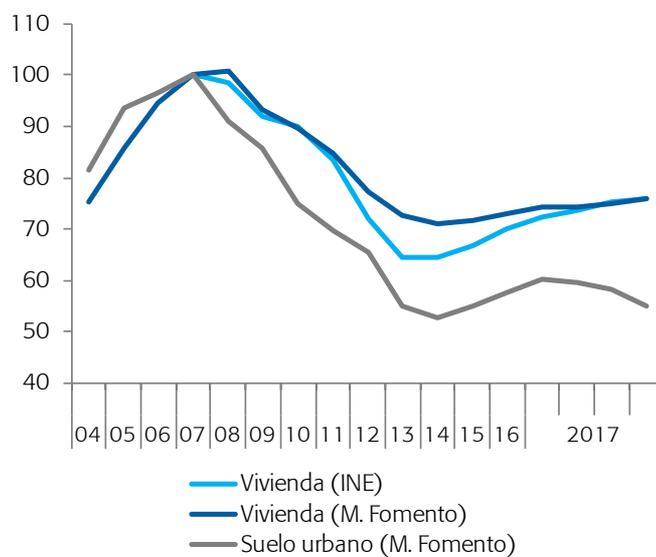
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2011	100,0	99,1	98,1	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,8	--
2012	100,1	102,9	99,8	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,5	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	100,3	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,9	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	101,2	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,4	156,2	--
2017	102,1	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,3	--
2018 (b)	--	102,6	102,7	--	--	--	--	--	--	--	--
2016 II	101,0	95,8	99,4	69,9	73,3	58,7	146,2	145,5	148,4	154,5	--
III	101,2	97,3	99,9	70,5	72,9	54,2	138,2	135,1	147,7	159,4	--
IV	101,7	99,5	100,1	70,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,3	163,7	--
2017 I	101,5	101,4	101,4	72,4	74,2	60,1	140,2	137,0	150,1	147,1	--
II	101,9	100,4	101,9	73,8	74,4	59,7	146,1	145,5	148,2	154,4	--
III	102,2	100,5	102,0	75,2	74,9	58,2	138,7	135,5	148,7	158,9	--
IV	102,9	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,9	151,3	149,6	164,9	--
2018 I (b)	--	102,6	102,7	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 Dic	--	102,4	102,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2018 Ene	--	102,6	102,7	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (c)											
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	0,7	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,1
2017	1,0	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,1	1,4
2018 (d)	--	0,1	1,6	--	--	--	--	--	--	--	1,5
2016 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	0,7	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	1,3
II	0,9	4,8	2,5	5,6	2,0	1,8	0,0	0,0	-0,2	-0,1	1,3
III	1,0	3,3	2,1	6,6	1,8	7,4	0,4	0,3	0,7	-0,3	1,4
IV	1,2	2,6	2,1	7,2	0,9	-10,9	0,7	0,5	1,5	0,7	1,4
2018 I (e)	--	1,2	1,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 Dic	--	1,7	1,9	--	--	--	--	--	--	--	1,4
2018 Ene	--	0,1	1,6	--	--	--	--	--	--	--	1,5
Feb	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,5

(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.

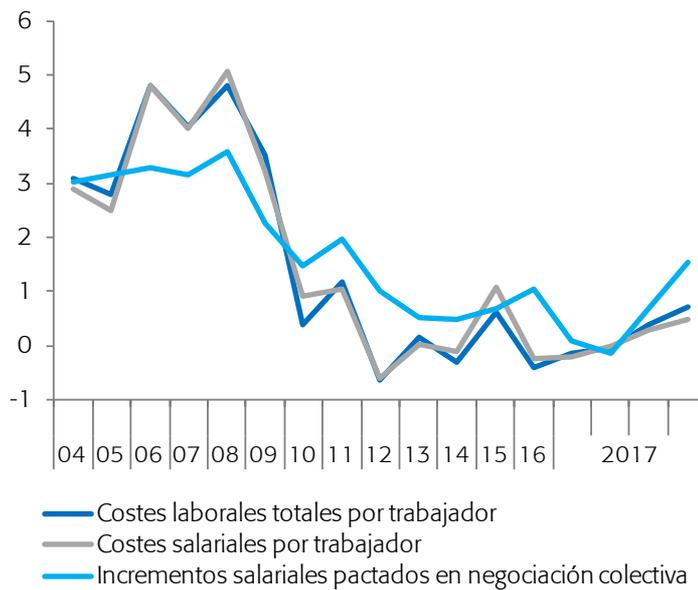
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

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

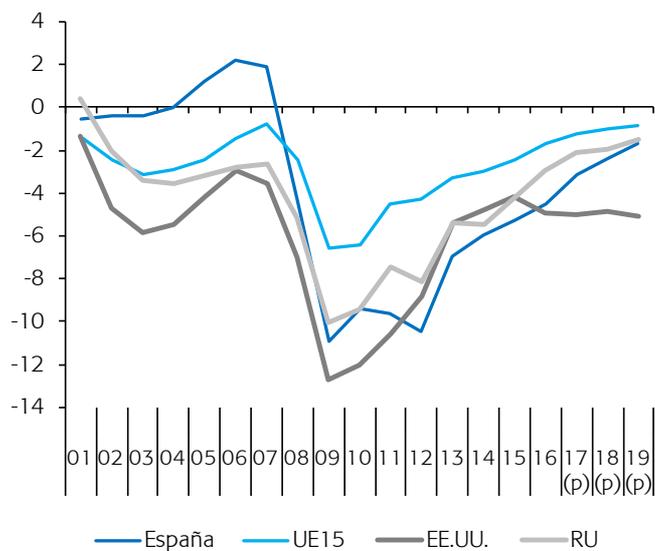
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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												
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
2019	-21,5	-131,0	-1.068,3	-32,1	1.197,9	12.398,1	22.993,0	1.823,2	24,3	292,8	-	-94,6
Porcentaje del PIB												
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
2019	-1,7	-0,9	-5,1	-1,5	95,5	82,9	108,8	84,2	1,9	2,0	-	-4,4

Fuente: Comisión Europea, *Previsiones Otoño 2017*.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

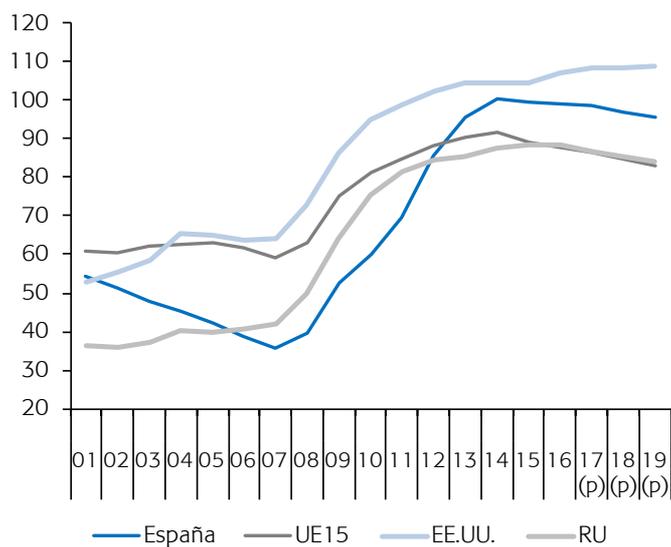
Porcentaje del PIB



(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	46.572.132	42,9	18,8			53,2	28,8	13,3		
Fuentes:	PMC	PMC	PMC	ID INE	ID INE	PMC	PMC	PMC	EVR	EVR

ID INE: Indicadores Demográficos INE. PMC: Padrón Municipal Continuo. EVR: Estadística de Variaciones Residenciales.

Tasa de dependencia: población menor de 16 + población mayor de 64/ población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Tasa de dependencia mayores de 64 años: población mayor de 64 años/población mayor de 15 y menor de 65 años, en %.

Cuadro 2
Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2006	15.856	2,76	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	18.512	2,52		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio (hombres)	Edad media al primer matrimonio (mujeres)	Matrimonios del mismo sexo (%)
2006	9,3	9,5	2,86	32,2	29,7	2,08
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	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	45,8	10,4	65,8
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. 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.

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	21,4	6,6	28,5	41,2
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.

● Datos provisionales.

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	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	805.972●	5.885.974♦	1.076♦	949.125♦	940♦	2.358.339♦	652♦

Fuentes: BEL 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	902.193	256.187	199.120	19.019
2018●	912.779	256.299	198.197	17.623

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO BEL

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

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

● Los datos se refieren a enero.

♦ Los datos se refieren al periodo enero-febrero.

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 OCDE OCDE

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Personal y recursos				
	Médicos atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os atención especializada (por 1.000 hab.)	Enfermeras/os atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Puestos en hospitales de día (por 1.000 hab.)
2006	1,6	0,7	2,8	0,6	0,2
2008	1,8	0,8	3,0	0,6	0,2
2010	1,8	0,8	3,2	0,6	0,4
2012	1,8	0,8	3,1	0,6	0,4
2014	1,8	0,8	3,1	0,7	0,4
2015	1,9	0,8	3,2	0,6	0,4
2016		0,8		0,6	

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 (febrero 2012-febrero 2018)



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).

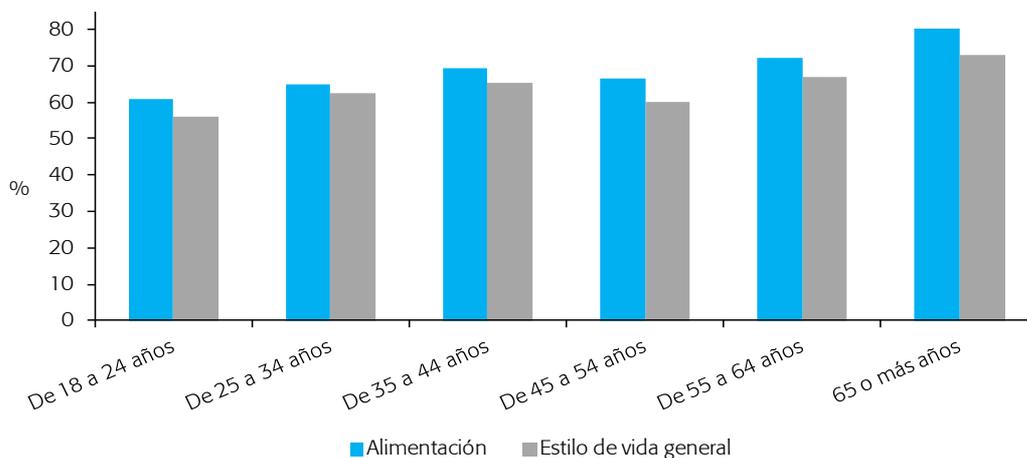
3. FLASH SOCIAL. Dos tercios de los mayores españoles nunca o casi nunca se sienten solos

Los mayores españoles cuidan su estado físico: aproximadamente tres de cada cuatro (73%) de quienes cuentan 65 o más años califican su estilo de vida general como muy o bastante saludable, mientras que cuatro de cada cinco (80%) consideran que llevan una alimentación muy o bastante saludable. Estas proporciones, extraídas de una encuesta representativa efectuada en febrero de 2018 por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), son mayores que las de otros grupos de menor edad (gráfico 2). Llama asimismo la atención que más de la mitad de ellos (55%) afirmen realizar una actividad física o deportiva todos los días o varias veces a la semana (frente a un 30% que reconoce no realizarla nunca o casi nunca).

Los resultados de la misma encuesta sugieren que esos elevados niveles de cuidado físico concurren con sentimientos de bienestar bastante extendidos. Así, apenas uno de cada cinco (19%) confiesa haberse sentido, en los últimos doce meses, muy a menudo o a menudo triste o deprimido, mientras que uno de cada dos (49%) declara no haberse sentido así nunca o casi nunca durante ese periodo. Y los que nunca o casi nunca se han sentido solos (67%) son casi seis veces más que los que han experimentado la soledad muy a menudo o a menudo (12%). Aun cuando los porcentajes de quienes dicen no haber experimentado tristeza/depresión o soledad en los últimos doce meses son más altos entre los grupos de menos edad, las respuestas de los mayores dan cuenta de que estos son sentimientos minoritarios entre la población mayor española (gráfico 3).

Gráfico 2

Valoración del estilo de vida y de alimentación propios: “muy saludable” o “bastante saludable” (febrero de 2018)

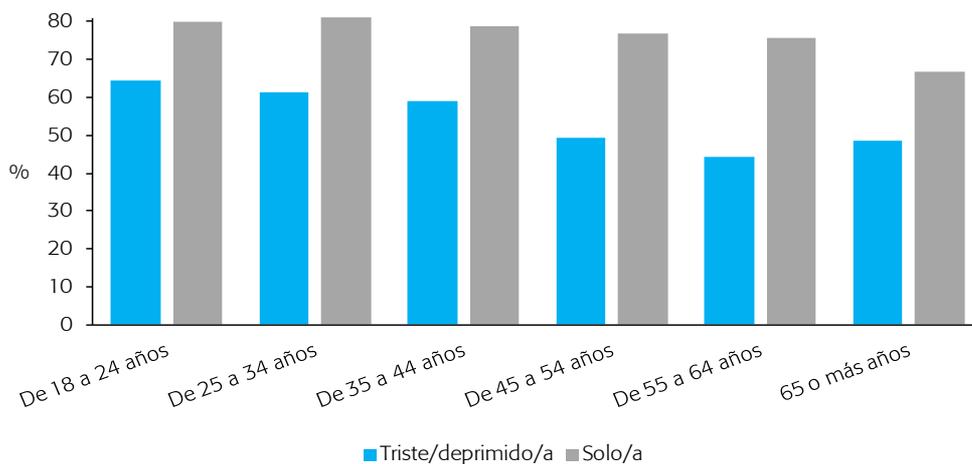


Preguntas: “¿Diría Ud. que lleva una alimentación muy saludable, bastante saludable, algo saludable, poco saludable o nada saludable? Y ¿diría Ud. que su estilo de vida general es muy saludable, bastante saludable, algo saludable, poco saludable o nada saludable?”.

Fuente: Estudio 3205 (febrero de 2018), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 3

Sentimientos de tristeza/depresión y soledad experimentados durante los últimos doce meses: “nunca” o “casi nunca” (febrero de 2018)



Pregunta: “A continuación le voy a leer una lista de sentimientos o comportamientos que quizá Ud. haya tenido durante los últimos 12 meses. Utilizando esta tarjeta, por favor, dígame ¿con qué frecuencia, durante los últimos 12 meses se ha sentido...? Triste/deprimido/a; solo/a”.

Fuente: Estudio 3205 (febrero de 2018), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de marzo de 2018

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,4	Diciembre 2017
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	2,4	Diciembre 2017
Dudosos (% var. mensual medio)	-3,8	Diciembre 2017
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	760.643	Febrero 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	169.933	Febrero 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	43	Febrero 2018
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	57,22	Junio 2017
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.429,18	Junio 2017
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	46.215,17	Junio 2017
Ratio "oficinas/entidades"	135,64	Junio 2017

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017	2018 15 marzo	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,4	4,7	5,0	4,7	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,2	-0,1	-0,26	-0,329	-0,327	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,5	0,2	-0,03	-0,186	-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	1,4	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	4,3	2,1	2,3	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": Los tipos de interés interbancarios han evolucionado de forma dispar en la primera quincena de marzo. El euríbor a 3 meses ha aumentado hasta el -0,327% desde el -0,329% de febrero y el euríbor a 12 meses se ha mantenido en el -0,191%, mismo nivel de febrero. El BCE ha sugerido que el programa de compra de activos podría no ampliarse, sobre todo teniendo en cuenta la evolución de las condiciones monetarias en Estados Unidos. La rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha reducido al 1,4%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2014	2015	2016	2017 diciembre	2018 enero	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	39,0	75,5	102,6	54,60	106,41	(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	27,60	64,86	(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	3,46	0,17	(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	4,76	2,25	(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	-0,7	-0,5	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	1.127,71	1.136,38	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	-1,3	3,5	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	2,2	-	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	1.055,4(a)	982,6(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.750,4	10.647,2	8.790,9	10.451,5(a)	9.684,2(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	15,8(a)	14,2(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 octubre	2017 noviembre	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	-	-	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	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,6	1,3	-0,4	0,6	0,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	8,9	17,7	5,8	107,0	-26,8	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de marzo de 2018.

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 106,41% y de las de obligaciones del Estado, hasta el 64,86%. El IBEX-35 ha caído en la primera quincena de marzo hasta los 9.684 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid hasta los 982 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 0,6% y las opciones financieras sobre este mismo índice se redujeron un 26,8%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017 III 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	1,3	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	288,7	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 III T.	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	81,4	72,4	67,5	64,4	61,8	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	-0,3	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	-1,2	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el tercer trimestre de 2018 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 1,3% 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 61,8% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de: 2001-2014	Media	2015	2016	2017 noviembre	2017 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,5	-4,0	-4,1	0,6	-0,4	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	6,8	2,4	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	-1,5	-3,7	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	-0,7	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	-1,2	-1,7	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 noviembre	2017 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	39,8	-22,4	-13,6	-0,9	-3,8	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-2,1	-30,8	-22,2	7,7	-3,5	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	8,8	-1,8	-0,3	0,8	-1,2	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En diciembre de 2017 se observó una disminución del crédito al sector privado del 0,4% y un aumento de los depósitos del 2,4%. Los valores de renta fija redujeron su peso en balance un 3,7% y las acciones y participaciones aumentaron un 0,7%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 3,8% 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	2017 septiembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	199	138	135	124	124	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	73	86	82	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	189.280(a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	40.703	31.817	30.921	28.807	27.810(b)	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	760.643(b)	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	169.933(b)	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	2017 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	22.794	21.115	10.515	1.408	43(b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Junio de 2017.

(b): Último dato a febrero de 2018.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En enero de 2018, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 169.946 millones de euros.

PROMEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En febrero de 2018, el importe de estos programas en España era 310.821 millones de euros y 2,43 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	2017 junio	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,18	57,22	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	6.429,18	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	46.215,17	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	139,84	135,64	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,21	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,93	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,26	0,31	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	3,87	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 semestre de 2017 se constató un ligero aumento de la rentabilidad en el sector bancario español. La eficiencia y productividad siguen mejorando, como viene sucediendo desde que se implementó el proceso de reestructuración y saneamiento.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**Últimos números publicados:****PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

N.º 154. La teoría económica de las reformas fiscales: análisis y aplicaciones para España

PANORAMA SOCIAL

N.º 26. La inclusión de las personas con discapacidad en España

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 262. Agenda 2018 de regulación financiera

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 7, N.º 1 (2018). Spain: A closer look at the regional dimension

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 4. Diciembre (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
Versión electrónica íntegra
en: www.funcas.es/Publicaciones

