

La empresa española: crecimiento y competitividad

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

La empresa: crecimiento
y resultados

¿Hubo un milagro
exportador?

Coyuntura presupuestaria

Crédito al consumo

Bancos y deuda soberana

La Bolsa y los programas
de estabilidad

El impuesto sobre
bebidas azucaradas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El mercado de la vivienda
en Europa

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

© Funcas

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

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente)

José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente)

Fernando Conlledo Lantero (Secretario)

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

266

septiembre/octubre 2018

CARTA DE LA REDACCIÓN

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Crecimiento y competitividad de la empresa española: evolución reciente y perspectivas
Jorge Rosell Martínez
- 15 ¿Se ha producido un milagro exportador en España?
Juan de Lucio, Raúl Mínguez, Asier Minondo y Francisco Requena
- 27 Coyuntura presupuestaria: un escenario presidido por la incertidumbre
Santiago Lago Peñas
- 37 Evolución reciente del crédito al consumo en España: comparativa europea
Joaquín Maudos
- 49 Nexo “bancos-deuda soberana” en España (II): la perspectiva bancaria
Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas
- 59 Divulgación de información por parte del gobierno y reacción del mercado de valores: análisis del caso español
Andrea Bafundi, Claudio Columbano y Nieves Carrera
- 73 ¿Un impuesto sobre las bebidas azucaradas en España? Estimación de elasticidades precio y renta
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 81 El mercado de la vivienda en Europa: viejas costumbres y nuevos desafíos
Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 94 Indicadores económicos
Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 117 Indicadores sociales
Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 125 Indicadores financieros
Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

La trayectoria seguida por la economía española desde el comienzo de siglo permite dibujar tres etapas bien definidas: una primera de carácter expansivo, que se inicia ya a mediados de los años noventa y que alcanza hasta 2007; una segunda marcada por el impacto de la Gran Recesión, desde 2008 hasta 2013; y una tercera, de recuperación, que tiene en 2014 su punto de partida y que se prolonga hasta la actualidad. El análisis macro revela cómo se han comportado las principales magnitudes que configuran el ciclo económico: la producción, la demanda interna, el sector exterior, el empleo, los precios, el sector público y la financiación de la economía. Dicho análisis nos ha permitido conocer, entre otras cosas, el modelo de crecimiento existente antes y después de la crisis, los determinantes de la competitividad de la economía española, los cambios en la composición de la estructura productiva o las interrelaciones entre el sector real y el sector financiero. Sin embargo, los agregados macroeconómicos, contemplados desde el lado de la oferta, no son sino el resultado de las múltiples decisiones de cientos de miles de empresas en aspectos como la inversión en activos fijos, la contratación o despido de trabajadores, el endeudamiento, la búsqueda de mercados exteriores o, en el peor de los casos, el cierre de la actividad. En último término, las referencias macro a la productividad, costes laborales unitarios, tasa de endeudamiento privado o competitividad de la economía derivan de la agregación de dichas variables en el universo de las empresas españolas. Por eso es importante complementar la perspectiva macroeconómica con un análisis micro a partir de la información contable de las propias empresas. La conversión de las cifras presentes en los balances y cuentas anuales de las empresas, en magni-

tudes equivalentes a las utilizadas en el análisis macro, permite relacionar ambos enfoques, extrayendo conclusiones relevantes tanto para los gestores empresariales como para los responsables de la política económica.

El artículo de JORGE ROSELL MARTÍNEZ que abre el presente número de *Cuadernos de Información Económica* adopta precisamente esta metodología y ofrece un examen pormenorizado de la coyuntura económica de los últimos veinte años con datos provenientes de la Central de Balances del Banco de España. En los años de la expansión, la disminución de los costes de capital, unida a la disponibilidad de mano de obra, dio lugar a un modelo de crecimiento que se basaba principalmente en la incorporación de capital y trabajo a costes decrecientes en el tiempo, financiándose también a costes financieros decrecientes. Todo ello permitía –aunque con una visión de corto plazo– alcanzar unos buenos resultados económicos sin necesidad de arriesgar en inversiones en capital tecnológico o en capital humano. La caída de la actividad productiva y la destrucción de empleo durante la Gran Recesión ofrecen una imagen de reducción de la productividad –parcial y total de los factores– que contrasta con los análisis macroeconómicos y que dan lugar a unos resultados muy negativos en términos económicos. Finalmente, a partir de 2014 se observa un descenso del endeudamiento empresarial, una recuperación de la senda de crecimiento y una mejora de resultados, aunque todavía modesta. A destacar también el renovado protagonismo de la industria manufacturera, que va recuperando con rapidez los niveles de eficiencia y costes unitarios previos a la entrada de España en el euro.

Precisamente, uno de los cambios experimentados por la economía española a partir de 2009, entrados ya de lleno en la etapa de crisis, es el que conforman el fuerte crecimiento de las exportaciones, el saldo positivo de la balanza comercial y el aumento del número de empresas exportadoras, y de la ampliación de la cartera de productos y mercados. El artículo de JUAN DE LUCIO, RAÚL MÍNGUEZ, ASIER MINONDO y FRANCISCO REQUENA se pregunta si, a la luz de todos estos datos sobre el sector exterior de la economía española, puede hablarse de un milagro exportador. Sin embargo, si se atiende a la variable más simple, el ritmo de crecimiento de las exportaciones, los registros obtenidos son similares a los de la etapa anterior a la crisis, y comparable a los países de la UE-15. Por ello, concluyen que puede ser exagerado hablar de milagro exportador. Ahora bien, existen elementos muy destacables que sí permiten calificar de muy bueno el desempeño exportador de las empresas españolas, como el aumento de la tasa de apertura, el equilibrio de la balanza comercial, el crecimiento del número de exportadores regulares y el esfuerzo de las empresas que ya exportaban en ampliar su gama de productos y mercados. Si todo esto se consolida, la economía española podrá sustentar una parte importante de su crecimiento en la capacidad de sus empresas para competir en los mercados internacionales.

Si bien el sector exterior ha sido una palanca fundamental en el sostenimiento de la actividad económica durante la crisis y en el crecimiento posterior durante la recuperación, el sector público presenta en su balance de actuación un déficit estructural difícil de dominar y un nivel de deuda pública que constituye un riesgo potencial de desestabilización del conjunto de la economía. En estas condiciones, la coyuntura presupuestaria, naturalmente vinculada al escenario político, se presenta con una dosis extraordinaria de complejidad y llena de incertidumbres. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS examina las vicisitudes del incumplimiento del objetivo de déficit fijado para 2018 y las alternativas que pueden contemplarse en los planes presupuestarios para 2019. Probablemente, el principal cambio en la estrategia presupuestaria del nuevo gobierno provenga del mayor protagonismo otorgado al aumento de los ingresos públicos en la senda de reducción del déficit —muy similar a la del anterior gobierno, una vez incorporada la elevación del listón en medio punto para este año—, frente al mayor acento que hasta ahora se ponía en la

reducción del peso del gasto sobre el PIB. En todo caso, la tarea es ardua desde el punto de vista político, dadas las dificultades para alcanzar una mayoría parlamentaria que permita aprobar el límite de gasto no financiero, los nuevos objetivos de déficit y deuda, y los Presupuestos de 2019.

La crisis financiera española fue en buena medida el resultado de un nivel de endeudamiento privado que situó a nuestro país a la cabeza de las economías más endeudadas del mundo. La fuerte expansión del crédito bancario, facilitada por los bajos tipos de interés de la eurozona, se convertiría, tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, en una fuente interminable de problemas para el sector financiero, que han sido sobradamente tratados en esta publicación. Quizá por ello, el seguimiento de cada una de las partidas de los balances bancarios se realiza ahora con minuciosidad y precisión, tratando de adelantarse a cualquier atisbo de problemas que pudiera debilitar la solvencia de las entidades. En los últimos trimestres, ha despertado la atención de analistas y reguladores el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo de los hogares españoles. El artículo de JOAQUÍN MAUDOS proporciona evidencia comparada con la eurozona sobre el peso de este tipo de crédito en el conjunto de la financiación de las familias (solo el 12%, similar a Alemania e inferior a Francia), la tasa de morosidad (descendente desde 2013 y situada ahora en el 3,4%), así como de los factores de demanda que explican este tipo de crédito. Por otra parte, aunque el margen aplicado por la banca española es algo superior al de la banca europea, ello se explica en parte por la mayor prima de riesgo y por el mayor nivel de endeudamiento de los hogares españoles. A la luz de todos estos indicadores, no parece por tanto preocupante el crecimiento experimentado hasta ahora por el crédito al consumo, que en buena medida ha estado vinculado al aumento de la demanda de bienes de consumo duradero tras el estancamiento de la misma durante los años de la crisis.

Mayor grado de preocupación se deriva del nexo “bancos-deuda soberana”, cuyo tratamiento fue iniciado en el anterior número de esta revista, desde la perspectiva del sector público. Ahora corresponde hacerlo desde la perspectiva bancaria, y ese es el objeto del trabajo de ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y FERNANDO ROJAS. En todo caso, la recuperación de la demanda

de crédito y el descenso de los tipos de interés de la deuda pública en los tramos más largos, han dado lugar a un intenso proceso de reducciones en la tenencia de deuda pública por parte de los bancos durante los últimos años. Mención aparte merece el debate sobre el posible tratamiento regulatorio dado a las exposiciones soberanas de los bancos. Aunque el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea concluye que no se ha alcanzado un consenso al respecto y que, por tanto, no procede iniciar un proceso formal de modificaciones del marco actual, se han barajado distintas alternativas que podrían dar lugar a exigencias adicionales de capital. En este contexto, los autores concluyen que propuestas como las cargas de capital o los límites cuantitativos a las tenencias de deuda pública tendrían un impacto reducido sobre las entidades españolas, por la reducción anteriormente señalada.

La reacción del mercado de valores español a la divulgación, por parte del gobierno, de la información económica y fiscal contenida en los Programas de Estabilidad es objeto de atención en el artículo de ANDREA BAFUNDI, CLAUDIO COLUMBANO y NIEVES CARRERA. Las perspectivas que dibujan los Programas de Estabilidad pueden afectar el comportamiento de los inversores y reflejarse así en los precios de las acciones, el volumen negociado y la volatilidad de los rendimientos. Los resultados del trabajo muestran que, aun manteniendo ciertas cautelas necesarias en este tipo de análisis, los Programas de Estabilidad sí poseen contenido informativo. Los días en torno a su divulgación se observan movimientos anormales en el mercado, con resultados generalmente negativos en las cotizaciones –lo que concuerda con posibles “malas noticias”–, y un aumento del volumen negociado y de la volatilidad de los rendimientos. En todo caso, la respuesta es asimétrica por parte de los participantes en el mercado, de modo que puede decirse que la información de los programas presentados por las autoridades españolas no reduce la incertidumbre existente.

El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ, con el que se cierra la sección de Economía y Finanzas Españolas, analiza la capacidad potencial de un impuesto sobre las bebidas azucaradas para reducir el consumo de este tipo de productos en España. La preocupación surge por el elevado porcentaje de población

afectado por problemas de sobrepeso y obesidad, con demostrados efectos perjudiciales para la salud y de consecuencias económicas también muy negativas para los sistemas sanitarios. Aunque una decena de países de la Unión Europea han implantado ya este impuesto, en España solo se ha adoptado en Cataluña. Desde un punto de vista económico, interesa contrastar si el aumento del precio de venta daría lugar a una reducción del consumo de este tipo de bebidas, con un determinado valor de la elasticidad precio. El análisis realizado por los autores termina computando una elasticidad precio de $-1,12$, lo que indica que, al margen de los efectos sustitución, un impuesto sobre las bebidas azucaradas en España resultaría potencialmente eficaz para reducir la ingesta de azúcar.

El sector de la vivienda ha estado, en países como España, Irlanda o Reino Unido, en el epicentro de la crisis económica y financiera. También por ello, existe una especial sensibilidad a la trayectoria del sector y a cualquier síntoma que pudiera advertir de la formación de una posible nueva burbuja. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ realiza un examen de las tendencias de los precios de la vivienda en Europa, para contextualizar la situación del mercado en la economía española. Si bien no es posible anticipar aún cuál es la tendencia a medio plazo, sí se observa una recuperación de los precios, con picos y valles, en los que predominan los primeros, pero con un comportamiento irregular. España se sitúa en una posición intermedia con un crecimiento moderado aunque ligeramente superior a la media de la eurozona, lo que se corresponde con una recuperación progresiva del sector, que se manifiesta también en la aparición de tasas de crecimiento positivas en la compraventa de vivienda a partir de 2014. Los problemas más acuciantes parecen situarse en el momento actual no tanto en el mercado de la vivienda en propiedad, sino en el de alquiler. El repunte de precios en este mercado ha dado lugar a un intenso debate sobre sus causas y al papel desempeñado, desde perspectivas diferentes, por las socimis y por los arrendamientos turísticos *online*, especialmente en las grandes ciudades. A estas alturas, sin embargo, resulta difícil discernir el impacto de los alojamientos turísticos en los precios de alquiler, y medidas como el control de rentas arrojan resultados desiguales en los países y momentos en que fueron aplicados.

Crecimiento y competitividad de la empresa española: evolución reciente y perspectivas*

Jorge Rosell Martínez**

El crecimiento de la economía española en los años previos a la crisis se apoyó en unos costes de los factores, trabajo y capital, decrecientes, que llevaron a medidas de productividad también decrecientes. Superada la fase más aguda de la crisis que tuvo lugar de 2009 a 2014, desde 2015 se está recuperando el crecimiento de la actividad y, al contrario de lo ocurrido en los primeros años del periodo, son las exportaciones y las manufacturas las que crecen con más fuerza, se incrementa la productividad y las rentas crecen en términos reales. Actualmente, las empresas se han desapalancado y tienen capacidad de autogenerar financiación, pero el escenario de costes laborales y del capital en niveles históricamente bajos no se sostendrá mucho tiempo. Las empresas tienen el reto de crecer en un entorno de salarios y tipos de interés reales crecientes, lo que únicamente es posible con mejoras de eficiencia.

Este trabajo presenta y analiza los resultados de la empresa española en el periodo 1999 a 2016 utilizando la información pública de la Central de Balances del Banco de España (CBBE). El objetivo final es ofrecer conclusiones relevantes acerca de la competitividad de la economía española a partir de la información agregada de sus empresas, cubriendo el análisis desde la anterior fase expansiva, hasta la prolongada crisis y reciente inicio de la recuperación. En esa dirección es relevante conocer, en primer lugar, cuál fue el modelo de crecimiento de las empresas antes de la crisis económica. En segundo lugar, interesa conocer cómo una crisis de naturaleza financiera y de tan larga duración e intensidad ha afectado a la estructura económica de las

empresas. En tercer lugar, se describe el modelo de crecimiento que las empresas españolas están adoptando durante los recientes años de crecimiento de la producción agregada y el empleo. A partir de este análisis de los últimos años, se pueden extraer lecturas acerca del modelo de crecimiento que podrá producirse en los próximos años.

Metodológicamente, el presente artículo se aprovecha del detalle que la información contable ofrece a la hora de analizar las decisiones empresariales, frente al uso de los agregados macroeconómicos para este fin. El manejo de la información contable para el análisis económico requiere de una metodología que, por un lado, permita aislar

* El autor agradece la financiación del proyecto ECO2016-77843-P (AEI/FEDER, UE) y del Grupo de investigación COMPETE S52_17R (Gobierno de Aragón/ FEDER, UE). Una versión más amplia de este artículo, en Rosell (2018).

** Universidad de Zaragoza.

las decisiones y resultados relevantes desde el punto de vista económico. Y, por otro, que permita una adecuada valoración tanto del capital utilizado, como de los rendimientos obtenidos. Esta metodología se ha adaptado de la descrita previamente en trabajos como Salas, Rosell y Delgado (2016) respecto al modelo de empresa y Salas (1992) respecto al análisis de la información contable. En este estudio se sigue un esquema conceptual inspirado en el proceso de toma de decisiones y en los resultados obtenidos por la empresa que trata de hacer máximo su valor presente y en función de ello toma sus decisiones de inversión (crecimiento). Bajo determinados supuestos simplificadores, ese tipo de decisiones son equivalentes a las de una empresa que maximiza su beneficio económico. La metodología aplicada permite leer e interpretar la información contable de las empresas en clave económica, lo cual homogeneiza la forma de presentar e interpretar los hechos con la forma que es habitual en el seguimiento de los datos macroeconómicos. Además, permite la incorporación de conceptos con un significado económico que no son inmediatos desde los puros datos contables de las empresas, como por ejemplo el coste de uso del capital y el beneficio económico. El análisis se aplica a la muestra total de empresas y al corte de empresas manufactureras, en el que de manera más evidente se observan los efectos de la competitividad por su mayor apertura a la competencia exterior.

Nota metodológica

La CBBE (Banco de España, 2017) se nutre principalmente de la información que las empresas elaboran como parte de sus estados contables, balance y cuenta de resultados. La información primaria que recoge la Central se refiere a la empresa individual, pero la que se hace pública se difunde en formatos agregados por sector de actividad, clases de tamaño y propiedad pública y privada. El Suplemento Metodológico de la CBBE contiene sucesivas notas donde puede encontrarse una descripción precisa de los procedimientos seguidos para obtener la información primaria, su depuración y poste-

rior presentación en los informes que acostumbran a ver la luz durante el mes de noviembre de cada año. En Ramírez, Rosell y Salas (1994) se detallan los procedimientos de adaptación de la información contable al análisis económico de la empresa que se aplica en el presente artículo.

Utilizando datos directamente de las empresas se asegura una mayor homogeneidad entre las partidas utilizadas en los análisis. Esto ocurre por ejemplo con la utilización de los activos en el balance de las empresas como medida del *stock* de capital empleado. Segundo, la CBBE permite analizar la evolución de los agregados económicos para diferentes agrupaciones de empresas, por sectores de actividad, con lo cual, a pesar de la agregación de los datos, podemos centrar nuestra atención en colectivos que quedan desdibujados en estudios de carácter macro. En este sentido, este trabajo distingue el sector de manufacturas y el total de la muestra. Las empresas manufactureras constituyen el colectivo más expuesto a la competencia exterior y un buen termómetro para analizar la competitividad de la empresa (economía) española. La muestra de empresas manufactureras (industria excluida energía) representa alrededor del 6% del VAB español, pero alrededor del 30% del VAB de las manufacturas.

Resultados empresariales

De acuerdo con el modelo económico, una empresa que maximiza su valor tomará decisiones de crecimiento (típicamente de inversión) cuando la rentabilidad de las inversiones actuales supera sus costes de oportunidad, pues ese crecimiento producirá en tal caso una contribución positiva al valor¹. Lo contrario hará (desinversión o decrecimiento) cuando la rentabilidad de los activos sea inferior a su coste de oportunidad. Por ello, el enfoque del presente apartado es estudiar los rendimientos empresariales previamente al crecimiento de las empresas.

¹ Es un supuesto simplificador, pues sería la rentabilidad marginal de las inversiones la que debiera superar los costes marginales del capital (Tobin, 1969).

La medición contable del beneficio omite costes importantes implícitos como la pérdida de poder adquisitivo de los activos monetarios o de la deuda debido a la inflación, o el coste de oportunidad de los capitales propios. La incorporación de dichos costes generaría muchos errores al hacerlo de manera individual para cada empresa, pero es factible hacerlo para los datos de grandes agregados empresariales para los que los deflatores de la economía o la prima de riesgo media resultan más representativos.

Desde 2009 hasta 2014, el agregado de las empresas se encuentra en pérdidas económicas y no se recuperan tasas superiores al 1% hasta el año 2016. A pesar de que ese último año, 2016, la rentabilidad medida con criterios contables es menor que la del año 2008, en términos económicos es algunas décimas superior (1,4% en 2016 frente a 1,15% en 2008).

El gráfico 1 presenta las tasas de rentabilidad de los activos de explotación, obtenidas exclu-

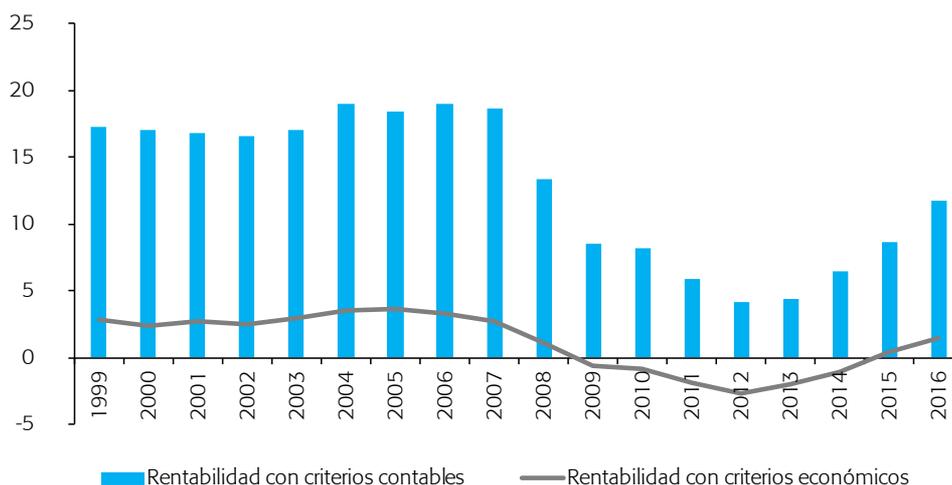
sivamente a partir de los ingresos y gastos no financieros de la empresa, y descontados proporcionalmente también aquellos activos declarados como de carácter financiero. Las tasas de rentabilidad medidas con criterios contables se mantienen elevadas, por encima del 15% del capital propio desde 1999 hasta 2007. Valoradas en términos económicos se mantienen positivas por encima de los 2,5 puntos porcentuales de los capitales propios. El año 2008 se produjo un acusado descenso de la rentabilidad, pero su valoración económica es todavía positiva, del orden del 1%. Desde 2009, el agregado de las empresas se encuentra en pérdidas económicas hasta 2014 y no se recuperan tasas superiores al 1% hasta el año 2016. A pesar de que ese último año, 2016, la rentabilidad medida con criterios contables es menor que la del año 2008, en términos económicos es algunas décimas superior (1,4% en 2016 frente a 1,15% en 2008).

Cuando las tasas de rentabilidad son calculadas para el agregado de manufacturas, aquellas son algo mayores a lo largo de todo el periodo, lo que podría reflejar que compensan un nivel de riesgo

Gráfico 1

Rentabilidad operativa de las empresas

(Porcentaje)



Nota: Rentabilidad con criterios contables es la tasa de rentabilidad del capital excluidos los activos financieros y sus correspondientes rendimientos. Rentabilidad con criterios económicos descuenta a la anterior el coste de oportunidad del capital propio y la depreciación monetaria.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y de la Bolsa de Madrid.

Cuadro 1

Rentabilidad media por periodos de las actividades no financieras

(Porcentaje)

	1999-2008	2009-2013	2014-2016
<i>Agregado total</i>			
Rentabilidad con criterios contables	17,3	6,2	8,9
Rentabilidad con criterios económicos	2,8	-1,6	0,3
<i>Manufacturas</i>			
Rentabilidad con criterios contables	20,2	7,9	15,6
Rentabilidad con criterios económicos	4,1	-1,4	2,7

Nota: Rentabilidad contable con criterios contables es la tasa de rentabilidad del capital propio excluidos los activos financieros y sus correspondientes rendimientos. Rentabilidad económica con criterios económicos descuenta a la anterior el coste de oportunidad del capital propio y la depreciación monetaria.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y de la Bolsa de Madrid.

algo mayor que no se ha incluido en el coste de oportunidad. En cualquier caso, las tasas del último trienio parecen acercarse más a las rentabilidades previas a los años de recesión en el agregado de empresas manufactureras. Estas se estarían adelantando a las de otros sectores en cuanto a su recuperación, quizá por ser el colectivo que puede mejor aprovecharse de la demanda externa como vía de crecimiento.

En 2016, a pesar de que la recuperación del crecimiento y su reflejo en la creación de empleo durante ese año se corresponden en el tiempo con la mejora de los resultados empresariales (beneficios económicos positivos), no se había producido una recuperación de los beneficios empresariales a niveles previos a la crisis. Pero también es cierto que en la medición económica de los resultados entra en juego la evolución de los precios. En el trienio 2014-2016, los precios de los productos se encuentran estabilizados en un entorno general de inflación cercana a cero. En comparación con los años previos de expansión, las empresas no disfrutaron de una depreciación monetaria de la deuda o, visto desde el punto de vista de los activos, no disfrutaron de las revalorizaciones implícitas de sus bienes de capital que sí tuvieron en la primera parte del periodo analizado y que pueden explicar las diferencias medidas en los beneficios económicos.

Crecimiento y demanda de los factores de producción

El cuadro 2 presenta las tasas de crecimiento real del valor añadido, del crecimiento del empleo y del inmovilizado, calculadas en todos los casos sobre empresas comunes año a año. El crecimiento real del agregado total de empresas en el periodo de 1999 a 2008 es en promedio inferior al 2%, menor que el crecimiento que en ese mismo periodo presenta el PIB, lo que indica que existe un sesgo de representación en la muestra. Uno de los sectores que está infrarrepresentado es el de construcción y sobre todo el de actividades inmobiliarias, que durante ese periodo experimentó una expansión muy notable. Esta afirmación se ve confirmada al aislar el agregado de empresas correspondientes a las manufacturas. El crecimiento de la producción de este grupo es -0,5% anual de media de 1999 a 2008, que es significativo de la composición sectorial del crecimiento en España durante esos diez años. Mientras que el sector de construcción e inmobiliario crecía a un ritmo muy fuerte, las manufacturas prácticamente se estancaron.

Por otro lado, las empresas incrementaron el empleo de manera muy significativa durante esos años, siendo el crecimiento del mismo en el agregado total de empresas un 3,3% en promedio

Cuadro 2

Crecimiento real de la producción y de los factores

(Porcentaje)

	1999-2008	2008-2013	2013-2016
<i>Agregado total</i>			
Crecimiento del valor añadido	1,8	-3,9	4,6
Crecimiento del empleo	3,3	-2,5	3,5
Crecimiento del inmovilizado	6,0	0,7	0,0
<i>Manufacturas</i>			
Crecimiento del valor añadido	-0,5	-4,2	6,5
Crecimiento del empleo	0,9	-3,1	2,7
Crecimiento del inmovilizado	4,4	-0,5	1,0

Nota: Crecimiento real de la producción utilizando en los tres agregados de empresas el defactor del PIB. Tasas calculadas sobre las mismas empresas año a año.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y de la Bolsa de Madrid.

hasta 2008, que se corresponde con un periodo de contención de los salarios, como se verá en el siguiente apartado. También es significativo el crecimiento de los activos de las empresas (inmovilizados) a tasas que representan un 6% para el agregado total.

En los tres últimos años, las tasas de crecimiento del valor añadido y del empleo son muy elevadas, destacando sobre todo las empresas manufactureras. Por el contrario, el crecimiento del inmovilizado no se ha producido, lo que parece indicar que las empresas se encontraban con una significativa cantidad de inversión ociosa y que el crecimiento por el lado del factor capital proviene de un incremento en el grado de utilización del mismo.

Los años de 2009 a 2013 en que España se encontraba en recesión económica, las empresas contraen su valor añadido a precios constantes en tasas que rondan los cuatro puntos porcentuales para el total de empresas y para las empresas manufactureras. Al mismo tiempo reducen de manera acusada el empleo. Sin embargo, en variación obtenida sobre las mismas empresas año a año, no se aprecia una disminución de los activos

inmovilizados, aunque sí una evidente congelación de la inversión. La contracción que se produjo durante esos años en la economía española vendría más de la desaparición de empresas que de las empresas que sobrevivían, mientras que el ajuste en el empleo sí fue drástico en las estas últimas (recordar que estas tasas se calculan sobre empresas comunes año a año).

En los tres últimos años de los que disponemos de datos, las tasas de crecimiento del valor añadido y del empleo son muy elevadas, destacando sobre todo la comparación del crecimiento en los agregados de empresas manufactureras, en esta fase inicial de recuperación, a tasas cercanas al 7% frente a tasas muy modestas de crecimiento en los años expansivos hasta 2008. Por el contrario, el crecimiento del inmovilizado en estos tres últimos años no se ha producido, lo que parece indicar que las empresas se encontraban con una significativa cantidad de inversión ociosa y que el crecimiento por el lado del factor capital proviene de un incremento en el grado de utilización del mismo. Comparando las tasas de crecimiento en el número de empleados (ya corregidos por dedicación), entre el total de empresas y el de manufacturas, de 1999 a 2008, las empresas manufactureras perdieron peso en el total del empleo de la economía con una dife-

Cuadro 3

Índices de precios del PIB y de la producción industrial

	1999	2008	2013	2016
<i>Deflactor del PIB</i>	100	138,2	139,4	140,3
<i>Crecimiento medio anualizado (en %)</i>		3,7	0,1	0,1
<i>Índice de precios industriales (manufacturas)</i>	100	127,2	143,0	140,2
<i>Crecimiento medio anualizado (en %)</i>		2,7	1,3	-0,2

Fuente: Índices calculados a partir de los deflatores correspondientes, obtenidos del Banco de España.

rencia de varios puntos porcentuales de crecimiento. Sin embargo, a partir de 2009, las tasas de crecimiento del empleo se distancian en unas décimas, por lo que este proceso de pérdida de peso del sector industrial no es tan evidente.

Las estimaciones del crecimiento real o de la productividad de las empresas se enfrentan siempre al problema de los precios a los que está valorado el *output*. Cuando se manejan agregados empresariales que tienen una significativa representatividad, como es el caso de la Central de Balances, el uso de un deflactor como el del PIB es adecuado pues es un buen reflejo de la propia composición de la producción de la muestra. Durante los años de 1999 a 2008, como se ve en el cuadro 3, el deflactor del PIB creció a una tasa que es un punto porcentual superior cada año a lo que hizo otro índice como el de precios industriales. Por el contrario, de 2013 a 2016, el deflactor del PIB apenas creció en el conjunto de los tres años (0,1% en términos anualizados), pero tampoco varió de manera significativa el de precios industriales (-0,2%). Por tanto, las cifras de crecimiento real para el sector manufacturero pueden ser reconsideradas, de manera que en el primer periodo (1999-2008) del cuadro 2 serían un punto porcentual mayores las tasas de crecimiento real de las empresas manufactureras +0,5% frente a -0,5% y al mismo tiempo, en los años de recesión, su contracción real fue mayor de lo presentado en el cuadro, -5,4% frente a -4,2% en relación al cálculo presentado previamente con el deflactor del PIB.

En cualquier caso, los cálculos del cuadro 2, deflactados con un mismo índice nos permiten observar directamente, comparando las tasas de crecimiento del valor añadido del agregado total y de las manufacturas que, en términos nominales, la industria perdió peso en la estructura productiva española de 1999 a 2008. Las manufacturas dejaron de perder peso durante los años de recesión (se contrajeron a un ritmo similar al del conjunto de sectores). Por el contrario, de 2014 a 2016 se revierte la situación y comienzan a ganar peso relativo al crecer a una tasa superior en dos puntos porcentuales al conjunto de los sectores, pero este proceso observado, por el momento, solamente dura tres años.

Productividad y costes unitarios

El cuadro 4 ofrece las estimaciones de las medidas de productividad de los factores y de sus costes unitarios, así como la evolución de la productividad total de los factores y el coste unitario total. Este último es la más completa medida de la evolución de la competitividad del agregado de empresas, pues la evolución de la eficiencia productiva se integra con la evolución de los precios de los factores y con su nivel de utilización.

El coste laboral unitario es el cociente entre el salario medio real y la productividad del trabajo, por tanto, la tasa de variación del coste laboral unitario es aproximadamente la variación del salario real menos la variación de su productividad parcial. Análogamente, el coste de factor capital se descom-

pone en el coste de uso del capital dividido entre la productividad de los activos utilizados más el coste de los activos no utilizados. En tasas de variación, la del coste unitario del capital es aproximadamente igual a la variación del coste de uso menos la variación de la productividad del capital menos la variación en el nivel de uso del capital (activos de explotación). Finalmente, en la última fila de estos cuadros, se presenta la tasa de variación de la productividad total de los factores, que podría definirse como el promedio de las productividades parciales de ambos factores ponderado por la aportación de cada factor a la producción total.

En el periodo comprendido entre los años 1999 y 2007 el coste total unitario de producción presentó una tasa media de variación del 0,1% anual, es decir, durante esos años el agregado de empresas mantuvo casi estable su competitividad en términos de costes totales de producción (cuadro 4). El coste laboral unitario se incrementó en esos años a una tasa de medio punto porcentual al año en promedio, pero fue compensado por la disminución anual media del coste unitario de capital a una tasa del 0,8% (el peso del coste laboral es mayor en el coste unitario total que el del capital). Sin embargo, es destacable que el incremento en el coste laboral unitario no se debió a un incremento real del coste por trabajador (su salario real), sino a que el precio por trabajador disminuyó y al mismo tiempo su

productividad parcial cayó de manera aún más acusada. Desde una visión agregada, las cifras aparentan que el crecimiento de la producción que se observa durante ese periodo de expansión se logra a través de la incorporación de personal con un menor coste que el promedio y que ese personal es menos productivo también que el promedio, siempre tomando el deflactor del PIB como referencia de la evolución de los precios del agregado de empresas. Algo similar ocurrió con el factor capital durante ese mismo periodo expansivo de 1999 a 2007, pues el coste de uso del capital disminuyó de manera significativa debido sobre todo a la caída en los costes financieros reales, el coste de uso disminuyó a una tasa del

En los últimos años, la ganancia de productividad se ha mostrado compatible con crecimientos en el empleo y en los salarios reales. Sin embargo, la crisis fue tan acusada que para que se recuperara el nivel de productividad total perdido entre 2007 y 2012 (según la muestra común) aún sería necesario mantener hasta 2019 el ritmo medio de 2012 a 2016 en el crecimiento de la productividad.

1,8% anual. Pero también lo hizo la productividad aparente del capital, que bajó a una tasa del 1,3%.

Cuadro 4

Variación anual media de la productividad y de los costes de producción. Total empresas

(Tasas anualizadas, en porcentaje)

	1999 - 2007	2007 - 2012	2012 - 2016
<i>Coste total unitario</i>	0,1	6,1	-4,9
<i>Coste laboral unitario</i>	0,5	3,1	-2,4
Coste por trabajador	-1,3	1,2	1,0
Productividad trabajo	-1,9	-1,9	3,4
<i>Coste de capital unitario</i>	-0,8	11,3	-8,8
Coste de uso	-1,8	4,8	-5,9
Utilización del capital	0,2	-2,4	1,9
Productividad del capital	-1,3	-3,5	1,3
<i>Productividad total</i>	-1,7	-2,5	2,6

Fuente: Elaboración propia a partir de la CBBE.

Es decir, la disminución en el coste unitario del capital se debió más a la caída en el coste de uso, que compensó la disminución de productividad de este factor. La productividad total del periodo 1999 a 2007 disminuyó a una tasa anual del 1,7% en media anual, cálculo resultante de la disminución tanto de la productividad del trabajo como de la del capital durante esos años. Se puede reconocer que la composición de la muestra agregada de la CBBE puede estar penalizando la estimación de la evolución de la productividad. El deflactor de precios que correspondería a esta muestra es imposible de conocer, pero tendría un peso relativo menor de los sectores relacionados con las actividades de construcción e inmobiliarias. Pero, aun suponiendo que la evolución de ese deflactor desconocido se situara entre el del PIB y el de la producción industrial (que se han comparado en el cuadro 3), la disminución media de la productividad en esos ocho años, estaría alrededor del 1% anual en promedio. El modelo de crecimiento empresarial que describen los datos estuvo basado en ese periodo en la incorporación de factores de producción con rendimientos marginales decrecientes y precios económicos también menores en términos marginales. Los incrementos deseados de producción por parte de las empresas se logran sin incrementos en los costes de producción (el coste unitario total prácticamente no se modifica en todo el periodo) a pesar de que las medidas de eficiencia total son decrecientes.

El siguiente periodo es el de 2007 a 2012, año en el que se dan los máximos costes totales unitarios de producción (mínimo beneficio económico). En 2007 las empresas se encontraban en una situación razonablemente buena, pues sus beneficios son altos y los costes de producción se mantienen en niveles muy bajos, siempre considerados en términos económicos. Ya en el año 2007 se inicia un repunte en los costes del capital, al subir los tipos de interés reales y esta subida se prolonga en los años posteriores en Europa, pero en especial en España, conforme se eleva de manera extraordinaria la prima de riesgo. La brusca caída de la demanda como consecuencia de la crisis financiera lleva a las empresas a ajustar la demanda de factores con el conocido efecto de

elevación abrupta de la tasa de paro en España durante esos años. El coste unitario total de las empresas crece a una tasa muy fuerte, superior al 6% anual en promedio del quinquenio, como resultado sobre todo del incremento en los costes del capital. Tanto la productividad del capital como la del trabajo descienden de manera acusada en esos años y por tanto lo hace también la productividad total de los factores, que disminuye a una tasa del 2,5% anual de 2007 a 2012. Son años, como es conocido, de una recesión históricamente profunda que llevan al agregado de empresas a unos resultados también históricamente negativos en términos económicos.

El último periodo que se analiza es el de 2012 a 2016. Precisamente por ser el año de partida excepcionalmente malo en términos de resultados económicos, las tasas de variación que se muestran para estos cuatro años deben interpretarse con cautela a la hora de extrapolarlos a un periodo de expansión más largo, pero permiten vislumbrar el modelo de crecimiento en el que las empresas se encuentran en los años más recientes. Durante estos últimos años, el coste unitario total ha disminuido de manera muy destacable y esa disminución se debe en mayor medida a la disminución del coste del capital unitario (-8,8% anual). Sin duda esta disminución se debe a la caída en el coste de uso de casi un 6% anual por la disminución de la prima de riesgo-país sobre todo, pero también se explican en casi otros dos puntos por el incremento en la utilización de los activos y, en menor medida, por el aumento en la productividad de los activos. También hay una contribución de los costes laborales a la disminución del coste unitario total, no tanto por la disminución de los salarios reales (como sí ocurrió en el periodo expansivo hasta 2007), sino como resultado del incremento en la productividad del trabajo a una tasa del 3,4% anual de media. De hecho, la productividad total de los factores (combinada del trabajo y del capital) medida en esos años de 2012 a 2016 crece a una tasa del 2,6% anual de media. El crecimiento de la productividad es uno de los rasgos distintivos de este último subperiodo en que se ha dividido el análisis de costes y productividad. Es necesario, sin embargo, ser

cautelosos en las conclusiones pues puede estar corrigiéndose una infrautilización de los factores que no se haya capturado con las estadísticas del grado de utilización de la capacidad productiva.

Este análisis, basado sobre muestras no comunes a lo largo de los años, tiene la ventaja de reflejar cambios que, dentro del sesgo de cualquier muestra, se producen en la población de empresas, como puede ser el nacimiento o desaparición de empresas, el cambio en la composición sectorial de la propia economía, o el cambio de segmentos de tamaño por parte de algunas empresas. Sin embargo, al mismo tiempo surgen dudas acerca de si las variaciones interanuales son en todos los casos representativas de un agregado homogéneo de empresas. En el cuadro 5 se presentan las estimaciones de la productividad de las empresas manufactureras con muestra común año a año y utilizando como deflactor de precios el índice de precios industriales.

Estas estimaciones permiten complementar y matizar algunos de los resultados obtenidos del cuadro anterior. El salario real (coste por trabajador) en los años de 1999 a 2007 apenas varía en términos medios anuales, mientras que en la estimación del cuadro 4, disminuía a una tasa anual superior al 1%. La diferencia, tal como se explicó más arriba, es en buena medida por el efecto del deflactor utilizado. Lo mismo ocurre con la estimación en ese periodo de la productividad del trabajo, que permanece casi constante en el primer periodo y su diferencia con la estimación

del cuadro 4 se explica precisamente por la diferencia en los deflatores utilizados. Se puede apreciar por tanto que es la productividad del capital la que disminuye durante el periodo, pero que podría ser una respuesta previsible al incremento en la demanda de un factor que presenta un rendimiento marginal decreciente en un entorno de disminución de su precio (disminución sostenida y acusada del coste de capital en términos reales). De acuerdo con esta estimación, la pérdida de productividad total de los factores de 1999 a 2007 se produjo a un ritmo de medio punto porcentual anual. En esta nueva estimación se ve que en la muestra común de empresas manufactureras no hay crecimiento en el salario medio real por empleado en los años de 2007 a 2012, sino al contrario, hay una disminución en el coste real por trabajador. El hecho de que la muestra no común presentara crecimientos reales en este coste nos lleva a una conclusión interesante: las empresas que desaparecen de la muestra en la fase de contracción tienen en promedio un salario por trabajador más bajo y por ello generan el efecto aparente de incremento de los salarios reales medios en la muestra. La variación negativa de la productividad de 2007 a 2012 es más amplia en la muestra común de empresas. Con respecto a los últimos cuatro años, aunque las tendencias son las mismas que las obtenidas sobre la muestra no común, con la muestra común de empresas el salario real crece algo menos. También es algo menor el crecimiento de la productividad parcial del trabajo, aunque se estima en un 3,8%, bien por encima del crecimiento de los salarios rea-

Cuadro 5

Media de las tasas de variación de la productividad sobre muestras comunes año a año. Manufactureras

(Porcentaje)

	1999 - 2007	2007 - 2012	2012 - 2016
Coste por trabajador	-0,0	-0,5	1,2
Productividad trabajo	0,1	-4,5	3,8
Productividad del capital	-1,5	-5,9	2,5
<i>Productividad total</i>	-0,5	-5,0	3,3

Nota: Promedio para el periodo de las tasas de variación anual sobre muestras comunes. Cálculo a valores reales mediante el índice de precios industriales.

Fuente: Elaboración propia a partir de la CBBE.

les. El crecimiento de la productividad total es del 3,3% en el periodo final.

En estos últimos años, la ganancia de productividad se ha mostrado compatible con fuertes crecimientos en el empleo y en los salarios reales. Sin embargo, nuevamente se debe ser cauteloso en la lectura de las cifras. La profundidad de la crisis es tan acusada que para que se recuperara el nivel de productividad total perdido entre 2007 y 2012 (según la muestra común) aún sería necesario mantener hasta 2019 el ritmo medio de 2012 a 2016 en el crecimiento de la productividad. Es también posible que en estas estimaciones no se haya corregido totalmente el efecto que la infrautilización de los factores (a través del grado de utilización media del capital) tiene sobre las mediciones de la productividad total y por ello, tanto las pérdidas como las ganancias de productividad efectivas sean realmente algo inferiores.

Pese a todas las cautelas, también pueden extraerse algunos mensajes positivos respecto a la recuperación de la actividad empresarial y en particular de las manufacturas, como el hecho

conocido de que las empresas están creciendo en sus exportaciones a un ritmo elevado en comparación con otros países de su entorno, y los beneficios económicos de las empresas en 2016 se encuentran en valores comparables a los del año 2008. Los avances de datos que hasta la fecha de redacción ha publicado la CBBE a partir de su publicación trimestral (primer trimestre de 2018) permiten comprobar que las tendencias observadas en este análisis para la base anual hasta 2016 están, en líneas generales, confirmándose en los meses posteriores y hasta el momento de redacción de este artículo.

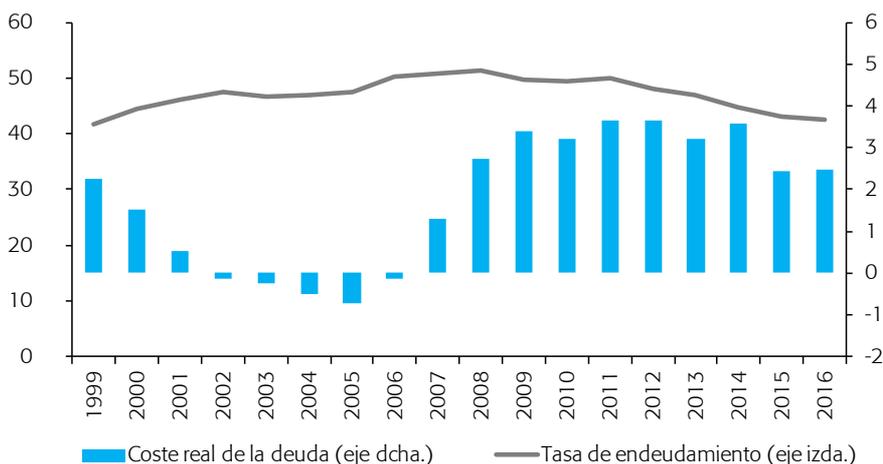
Coste financiero y financiación

El gráfico 2 presenta el coste medio real de la deuda y la tasa de endeudamiento medida como deuda con coste sobre activo neto. La evolución del coste medio de la financiación del agregado total de empresas traza una senda con similitudes con la evolución de los tipos de interés reales de los bonos y obligaciones a diez años, pero amor-

Gráfico 2

Tasa de endeudamiento y coste medio real de la deuda. Total empresas

(Porcentaje)



Nota: Coste real de la deuda calculado como el coste medio de las deudas con coste, descontando la pérdida de poder adquisitivo con el deflactor del PIB. Tasa de endeudamiento calculada como deuda con coste entre activo menos deuda sin coste.

Fuente: Elaboración propia a partir de la CBBE.

tiguada por el hecho de que las empresas tienen parte de su deuda contratada a precios históricos y su valor contable no ha sido ajustado a su precio de reposición. De 1999 a 2005 el coste real de la deuda disminuye de manera persistente hasta situarse en valores negativos en el último de esos años, desde valores superiores al 2% en 1999 a alrededor de -0,7% en 2005. En paralelo se produce una senda de incremento del endeudamiento también persistente, que va incrementándose desde niveles algo superiores al 40% en 1999 hasta acercarse al 50% en 2005 y continuar su ascenso hasta el año 2008 en que se supera el 50% sobre el activo neto. El coste real de la deuda por su parte comienza a subir en 2006 hasta 2009. De 2009 a 2014 se mantiene en los mayores valores de todo el periodo. Durante esos años, el coste medio nominal es muy cercano al real, pues el deflactor del PIB en el promedio de 2009 a 2014 es del 0,1%. Los dos últimos años, 2015 y 2016, nuevamente se reducen los costes financieros reales, en parte porque los precios suben muy ligeramente y por el descenso en el coste nominal medio de la deuda, quedando el coste real por debajo del 2,5%, lo que contribuye a la mejora de los resultados de las empresas. La tasa de endeudamiento, que había marcado su máximo en 2008, inicia una senda prácticamente continua de descenso hasta 2016, año en el que se sitúa en valores muy cercanos a los de 1999, ligeramente por encima del 40%.

Discusión y perspectivas de las empresas no financieras

La información económico financiera de la CBBE ofrece oportunidades para conocer mejor la situación de la economía española a partir de un estudio económico de las variables de beneficios, relaciones de capital y trabajo y estructura financiera, que no son fáciles de combinar a partir de los datos de Contabilidad Nacional. Este trabajo aporta un análisis de la información por grandes colectivos de empresas y bajo un enfoque de análisis que quiere acercarse a unas relaciones entre las variables próximas a las que se utilizan para los análisis más habituales de corte macroeconómico.

Especial atención se presta también a la comparación de la situación actual de las empresas españolas con respecto a la que mostraban antes de la reciente recesión.

El trabajo identifica como uno de los factores determinantes del modelo de crecimiento de la economía española en los primeros años dos mil, la evolución diferencial de los precios en España respecto al resto de la eurozona. Al mismo tiempo que se producía una reducción de los tipos de interés nominales a valores desconocidos en España en décadas, la inflación llegaba a dejar el interés real en valores negativos. El consiguiente crecimiento en el valor de los activos inmobiliarios dirigió el protagonismo del crecimiento y los recursos hacia la construcción y el sector inmobiliario. Pero además, la disminución de los costes del capital, unida a la disponibilidad de mano de obra, generó un modelo de crecimiento en las empresas de todos los sectores basado en la incorporación de factores de producción capital y trabajo a un coste marginal que tendía a decrecer. Un crecimiento en el que no se observan ganancias de eficiencia en el conjunto de ocho años de crecimiento económico, cuya competitividad se basaba en la disminución de los precios de los factores de producción. Por otra parte, no puede decirse que el comportamiento de las empresas no fuese racional durante ese periodo. La evolución de los costes financieros decrecientes y de los costes laborales a la baja permitían el crecimiento de la producción y al mismo tiempo mejorar la competitividad (los costes unitarios por unidad de producto descendían) sin necesidad de arriesgar en innovaciones de resultado incierto, ni incorporando nuevo capital tecnológico o invertir en formación del capital humano. Esta visión cortoplacista no cabe evidentemente imputarla a la totalidad de empresas, pero es lo que se observa en el análisis del agregado. Las empresas incrementaron también durante esos años su endeudamiento, coincidiendo con la acusada disminución de los tipos de interés reales de manera sensible tanto en el consolidado total como en el de manufacturas.

Con la llegada de la crisis financiera en 2008 y sobre todo a partir de 2009, las empresas entran

en una senda de reducción de tamaño que se manifiesta especialmente en la reducción de empleo a tasas elevadas (y en la destrucción de empresas que en el agregado no se puede aislar), además de en la caída de actividad. Los resultados de las empresas empeoran rápidamente y se sitúan en pérdidas económicas que alcanzan su mínimo en los años 2012 y 2013. En términos de medidas de eficiencia, productividad parcial y total de los factores, caen a un ritmo muy severo y durante varios años de manera continuada, a la vez que los costes unitarios por cada euro producido, se disparan.

Las empresas han reducido los niveles de deuda que alcanzaron en los años previos a la recesión y han recuperado una senda de crecimiento y de mejora de resultados todavía modesta. El protagonismo del crecimiento en los años más recientes se ha desplazado hacia el sector manufacturero y se van recuperando rápidamente los niveles de eficiencia y costes unitarios previos a la recesión.

A partir de 2014, la evolución de los resultados cambia de tendencia, el beneficio económico todavía es negativo, pero gradualmente va subiendo hasta valores positivos hacia el final del periodo de análisis en 2016. Con todo, en ese año, los beneficios de las empresas medidos en términos de rentabilidad están sensiblemente por debajo de los que disfrutaban en el año 2007, medidos tanto con criterios contables como económicos. Las tasas de crecimiento de la actividad durante los últimos tres años pasan a ser positivas y destaca en particular el crecimiento del empleo, y de la inversión en menor medida. Esto ocurre en especial en las empresas de manufacturas, al contrario de lo que había sucedido previamente desde 1999, cuando crecían menos que el agregado total de empresas. Probablemente ahora apoyan su crecimiento en el sector exterior y actúan como motor del resto de las empresas. Las medidas de eficiencia empresarial presentan evoluciones muy positivas, al igual que las de costes unitarios, y el crecimiento del empleo se mues-

tra compatible con un incremento en los salarios reales, que tampoco se había observado hasta los últimos años, en todo el periodo de estudio. Las empresas han reducido los niveles de deuda que alcanzaron en los años previos a la recesión y han recuperado una senda de crecimiento y de mejora de resultados todavía modesta. El protagonismo del crecimiento en los años más recientes se ha desplazado hacia el sector manufacturero y se van recuperando rápidamente los niveles de eficiencia y costes unitarios previos a la recesión.

El aspecto más favorable de la situación empresarial en el año 2016 es que las empresas han reducido su endeudamiento a niveles similares a los de 1999. Los resultados agregados son positivos y comienzan a generar mayor autofinanciación y expectativas de beneficio. Al mismo tiempo se abren algunas dudas que se irán despejando en los próximos años y que señalarán si el modelo de crecimiento ha cambiado respecto a los años anteriores de expansión, tal como parecen mostrar estos datos, incorporando mejoras de la productividad de las empresas. O si, por el contrario, estas mediciones son únicamente el ajuste tras una crisis muy aguda en los años previos y se explican por la mejor utilización de los recursos previamente ociosos.

En el momento presente, 2018, los costes financieros nominales se mantienen históricamente bajos y aparecen algunas señales de inflación moderada, lo que supondría que los tipos de interés reales son negativos y que las empresas pueden disfrutar de financiación a un coste efectivo muy bajo. A la vez, las restricciones de crédito a las empresas pueden estar disipándose. La evolución de los salarios reales en los últimos años ha sido favorable para las empresas, manteniendo el coste de este factor también en niveles muy contenidos. Nos encontraríamos por tanto en un escenario de precios de los factores de producción muy similares a los de los primeros años de este siglo, que sin duda ha favorecido la recuperación de los resultados de las empresas.

Sin embargo, los tipos de interés nominales ya solo pueden subir y a ello señalan los mensajes

de los analistas para un medio plazo. Ello elevará el coste del capital en términos marginales, desde su situación actual. Y al mismo tiempo, se elevarán las expectativas de beneficios y rentabilidad empresarial mínima que, a su vez, arrastrará a otras rentas como las del trabajo. Por tanto, un crecimiento sostenido de las empresas españolas solamente existirá si se produce al mismo tiempo una mejora de la eficiencia productiva que haga compatible la mejora de las rentas (incremento en los precios reales de los factores) con la competitividad frente a las empresas en su entorno. En otro caso, el previsible incremento de los precios de los factores llevará a que las empresas ajusten a la baja su demanda de trabajo y capital.

Los gestores empresariales deberían tomar sus decisiones presentes de crecimiento no solo atendiendo a la situación actual de los precios de los factores, sino a su previsible evolución en los próximos años. Más allá de las mediciones de la productividad, las empresas deben buscar un escenario en el que sean capaces de agregar cantidades mayores de valor a los productos. O de crecer en entornos donde los factores productivos no estén subempleados (es decir, no exista un paro tan elevado o deje de haber un bajo grado de utilización de la capacidad instalada). Las recetas de incorporación de capital tecnológico, formación del capital humano e innovación están perfectamente contrastadas como palancas de crecimiento a largo plazo y de sostenibilidad de los beneficios empresariales.

Los responsables de las políticas públicas y, en concreto, de la política industrial deben enviar ahora las señales adecuadas al sector empresarial, a través de la promoción de la innovación y en general de la I+D empresarial, así como mejo-

rando la adecuación formativa de los desempleados y de las futuras generaciones. Las medidas dirigidas a flexibilizar el mercado de trabajo y a mantener contenidos los precios del factor trabajo pueden estar agotando su capacidad de estimular el crecimiento, conforme las empresas recuperan su capacidad de generar beneficios y autofinanciación previas a la crisis.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2017), *Central de Balances. Resultados Anuales de las Empresas no Financieras, 2016*, Banco de España.
- (2018), "Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2018", *Boletín Económico*, 2/2018.
- RAMÍREZ, M.; ROSELL, J., y V. SALAS (1994), "Análisis Económico de la Empresa Española, 1983-1992", *Ekonomiaz*, 30 (3): 63-86.
- ROSELL, J. (2018), "Crecimiento y competitividad en la empresa española financiera", en *Innovación y competitividad: desafíos para la industria española*, E. HUERTA y M. J. MORAL (eds.), Funcas: 505-538.
- SALAS, V. (1992), "Beneficio Contable y Beneficio Económico. Propuestas Metodológicas de Aproximación" en G. MATO y V. SALAS (eds.), *Valoración Económica del Beneficio y del Capital*, Fedea.
- SALAS, V.; ROSELL, J., y J. M. DELGADO (2016), "Capacity, investment and market power in the economic value of energy firms", *Energy Economics*, 53.
- TOBIN, J. (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money Credit and Banking*, 1.

¿Se ha producido un milagro exportador en España?*

Juan de Lucio**, Raúl Mínguez**, Asier Minondo*** y Francisco Requena****

Algunos autores han calificado de milagroso el crecimiento de las exportaciones españolas a partir de 2009. Para contrastar la validez de esta afirmación, en este trabajo identificamos qué elementos del desempeño exportador español son comunes al periodo anterior a la crisis y al periodo posterior a la crisis, y qué elementos son específicos a esta última etapa. Entre los elementos comunes hallamos el ritmo de crecimiento de las exportaciones, la cuota de España en las exportaciones mundiales y la expansión de las exportaciones españolas a mercados no tradicionales. Entre los elementos distintivos, destacamos el fuerte incremento de la tasa de apertura por exportaciones, el saldo positivo de la balanza comercial, y el aumento tanto del número de exportadores regulares como de las relaciones de exportación regulares. Desde 2009 las empresas exportadoras españolas han hecho un gran esfuerzo por diversificar sus exportaciones a nuevos mercados y productos. Aunque hablar de milagro exportador puede ser exagerado, si esta base exportadora más amplia se consolida, España logrará un aumento permanente en el valor de sus exportaciones.

Entre los años 2009 y 2016, el valor de las exportaciones españolas de bienes y servicios creció un 51%. Este fuerte aumento se produjo, además, en un contexto en el que los destinos tradicionales de las exportaciones españolas cre-

cieron de forma moderada. Por ello, autores como Eppinger *et al.* (2018) han calificado de milagroso el desempeño exportador español durante este periodo, un apelativo que ha recibido amplia cobertura por varios medios de comunicación

* Agradecemos al Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria por darnos acceso a los datos de exportación. Agradecemos la financiación recibida por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (MINECO ECO2015-68057-R y ECO2016-79650-P, cofinanciado con FEDER), del Departamento de Educación, Política Lingüística y Cultura del Gobierno Vasco (IT885-16), y de la Generalitat Valenciana (Prometeo 2017/052).

** Universidad Nebrija.

*** Universidad de Deusto.

**** Universidad de Valencia.

nacionales¹. El objetivo de este trabajo es analizar el desempeño exportador español desde 2009, tras la conocida como Gran Recesión, y compararlo con los años anteriores a la crisis. Este contraste nos permite identificar qué elementos son comunes a la etapa más reciente y a la etapa anterior, y qué elementos son distintivos del periodo que comienza con la Gran Recesión, y así valorar si realmente se ha producido un milagro exportador.

En la primera parte del trabajo, examinamos el desempeño exportador mediante seis indicadores: el valor de las exportaciones, la cuota de España en las exportaciones mundiales, el destino de las exportaciones españolas, la tasa de apertura por exportaciones, el saldo de la balanza comercial y el número de exportadores y de relaciones de exportación. Nuestro análisis muestra que: (i) el ritmo de crecimiento de las exportaciones españolas fue similar antes y después de la crisis, y que este es comparable al de los países de la Unión Europea 15 (UE-15); (ii) desde 2009, España ha perdido cuota en las exportaciones mundiales de bienes y servicios, y se aleja del máximo alcanzado en 2003; y (iii) los mercados no tradicionales han seguido ganando peso en las exportaciones españolas. Asimismo, identificamos dos rasgos distintivos de la etapa que comienza con la Gran Recesión: (i) se produce un aumento muy importante de la tasa de apertura por exportaciones; y, (ii) observamos un crecimiento en el número de exportadores y de relaciones comerciales regulares a partir de la crisis económica. Además, y aunque no sea estrictamente un indicador de desempeño exportador, destacamos el hecho de que, a diferencia de periodos anteriores, la recuperación económica no ha generado un déficit en la balanza comercial.

Para complementar el análisis anterior, en la segunda parte del trabajo descomponemos el crecimiento de las exportaciones de mercancías españolas en sus diferentes márgenes, y comparamos el periodo anterior y posterior a la crisis. En ambas etapas, la contribución de las relaciones de exportación regulares es muy importante

y de magnitud similar. Sin embargo, durante la etapa más reciente la contribución de las nuevas relaciones de exportación al crecimiento ha sido muy notable. Este resultado indica que un rasgo distintivo de la etapa más reciente es el esfuerzo de las empresas españolas para encontrar nuevos clientes en nuevos mercados o productos. Nuestros análisis muestran que los esfuerzos de diversificación se han dirigido a los mercados de la UE-15, y se han concentrado en sectores en los que España tiene una marcada ventaja comparativa revelada.

En resumen, nuestro análisis muestra que en el periodo 2009-2016, el desempeño exportador de España tiene elementos comunes a los de la etapa anterior, pero también elementos distintivos. Si atendemos solamente al ritmo de crecimiento de las exportaciones, parece exagerado hablar de milagro exportador español. Sin embargo, si se consolida la expansión de la base exportadora que se ha producido durante los últimos años, España podrá aumentar de forma permanente el valor de sus exportaciones. En resumen, aunque todavía no podemos hablar claramente de un milagro exportador, tenemos los elementos para se produzca.

El desempeño exportador antes y después de la crisis

En esta sección analizamos diferentes indicadores del desempeño exportador antes de la crisis y a partir de la crisis. Este contraste nos ayuda a identificar qué elementos son comunes a ambos periodos y cuáles son distintivos de la etapa que comienza con la Gran Recesión.

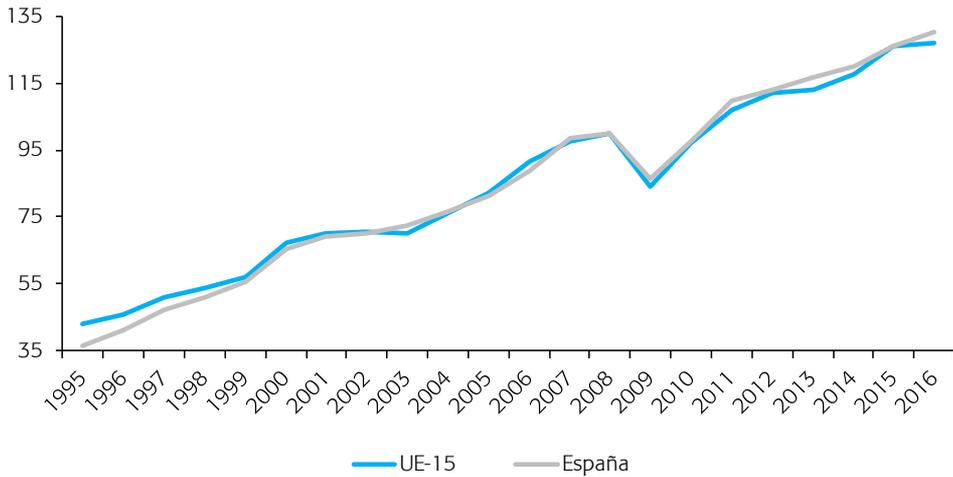
El primer indicador que presentamos es el valor de las exportaciones de bienes y servicios de España durante el periodo 1995-2016 (gráfico 1). Entre 2009 y 2016, las exportaciones de bienes y servicios crecieron en España un 51%. Como se puede observar en el gráfico, parte del crecimiento que se produce a partir de 2009 es una

¹ Véase, como ejemplos, <https://www.elconfidencial.com/economia/2015-04-13/espana-vive-un-milagro-exportador-tras-la-crisis-financiera>; <http://www.blogscapitalbolsa.com/article/12931/el-milagro-de-la-economia-espanola.html>

Gráfico 1

Exportaciones de bienes y servicios, 1995-2016

(Base 100 en 2008)



Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Eurostat.

recuperación de los niveles de exportación que se habían alcanzado antes de la crisis. Las exportaciones españolas crecieron a una media anual del 5% durante el periodo 2010-2016. Este ritmo de crecimiento es inferior al obtenido durante los seis años anteriores a la crisis (6%), y sustancialmente inferior al alcanzado durante el periodo

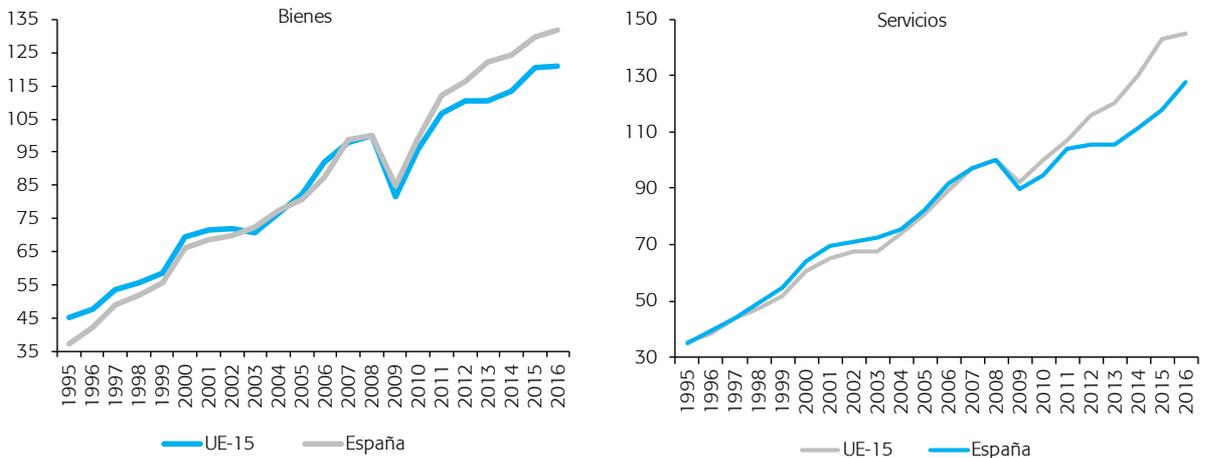
1995-2008 (8%). El gráfico también muestra que la evolución de las exportaciones de bienes y servicios en España ha sido similar a la de los países de la UE-15.

En el gráfico 2 distinguimos la evolución de las exportaciones de bienes y las exportaciones

Gráfico 2

Exportaciones de bienes y exportaciones de servicios, 1995-2016

(Base 100 en 2008)



Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Eurostat.

de servicios. Como en el gráfico anterior, observamos un aumento de las exportaciones españolas tanto de bienes como de servicios a partir del año 2009. Sin embargo, los ritmos de crecimiento no son superiores a los alcanzados antes de la crisis. Para los bienes, el ritmo de crecimiento de las exportaciones en España a partir de 2009 ha sido superior al de los países de la UE-15; sin embargo, en los servicios las exportaciones españolas han crecido a un menor ritmo que en la UE-15. En suma, los gráficos 1 y 2 muestran que no hay diferencias notables en el ritmo de crecimiento de las exportaciones antes y después de la crisis, y entre España y los países de la UE-15.

El gráfico 3 muestra la evolución de la participación de España en las exportaciones mundiales de bienes y servicios durante el periodo 1980-2016. Para facilitar el análisis, hemos otorgado el valor 100 al índice de participación en 1980. España gana peso en las exportaciones mundiales desde 1980 a 2003. En concreto, durante este periodo, la tasa de participación de España pasa del 1,3% al 2,4% de las exportaciones mundiales. A partir

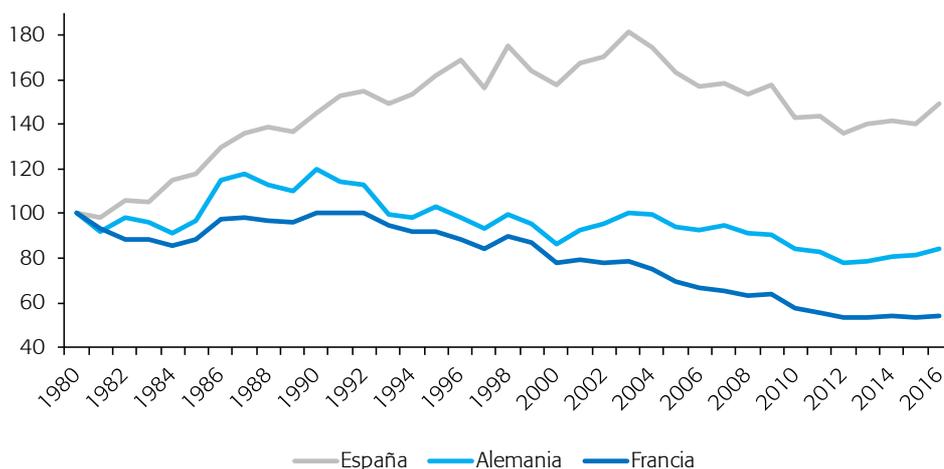
de ese momento, se produce una caída, que se mantiene hasta el año 2012; en el periodo 2013-2016 vuelve a crecer la participación de España en las exportaciones mundiales. De acuerdo a este indicador, si ha existido un milagro exportador español, éste se produjo en la década de 1980 y de 1990. Este milagro es, si cabe, más notable si tenemos en cuenta que se produce cuando China irrumpe en el mercado internacional². El gráfico muestra también que el crecimiento de la participación de España en las exportaciones mundiales de bienes y servicios coincide con una caída en la participación de Alemania y, de forma más acusada, de Francia.

Algunos autores han destacado que durante los últimos años ha crecido el peso de los mercados no tradicionales como destino de las exportaciones españolas (García-Legaz, 2016). Para contrastar este argumento, el gráfico 4 muestra el peso de diferentes destinos en las exportaciones españolas de mercancías durante el periodo 1995-2016. Si tomamos a la UE-15 como referencia del mercado tradicional de las exportacio-

Gráfico 3

Participación en las exportaciones mundiales de bienes y servicios, 1980-2016

(Base 100 en 1980)



Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de la Organización Mundial de Comercio.

² La participación de China en las exportaciones mundiales de bienes y servicios pasó del 0,9% en 1980 al 11,1% en 2016, un crecimiento del 1200%.

nes españolas, observamos que, efectivamente, su peso se ha reducido de un 72% del total de exportaciones de mercancías en el año 1995, a un 61% en el año 2016. Sin embargo, el gráfico muestra que el peso de la UE-15 comienza a caer antes de estallar la crisis. Como referencia de los mercados no tradicionales, elegimos los países incluidos en los planes integrales de desarrollo de mercado (PIDM) del Ministerio de Economía,

desarrollados, como Australia, EE.UU., Japón y Singapur; países emergentes, como Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía; países mediterráneos cercanos geográficamente a España como Argelia y Marruecos; y países petrolíferos como Arabia Saudí, Bahrein, Catar, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait y Omán. La participación de estos mercados crece del 13% en 1995 al 19% en el año 2016. Sin embargo, no observamos que durante la crisis se haya producido una aceleración en el ritmo de crecimiento en la participación de estos mercados en las exportaciones de mercancías españolas.

La participación de España en las exportaciones mundiales de bienes y servicios aumentó con especial intensidad en la década de 1980 y 1990. Se trata de un hecho muy notable porque se produce cuando China irrumpe en el mercado. Adicionalmente, ese crecimiento coincide con una caída de la participación de Alemania y, de forma más acusada, de Francia.

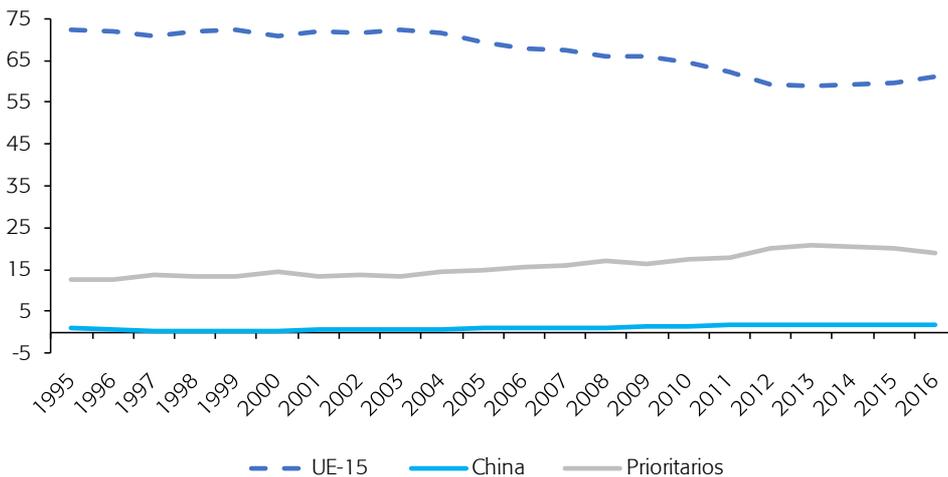
Aunque ya está incluido en el grupo de mercados no tradicionales, debido al gran peso que ha adquirido en la economía mundial, el gráfico también muestra, de forma independiente, el peso de China como destino de las exportaciones españolas. A pesar de que este mercado ha doblado su participación en las exportaciones españolas, todavía su peso en 2016 era pequeño (2%). Sin embargo, en este mercado sí se produce una aceleración en el ritmo de crecimiento a partir del año 2008³. En

Industria y Competitividad del Gobierno de España en el año 2015. Este programa incluye a países

Gráfico 4

Peso de diferentes destinos en las exportaciones españolas de mercancías, 1995-2016

(Porcentaje sobre el total de exportaciones)



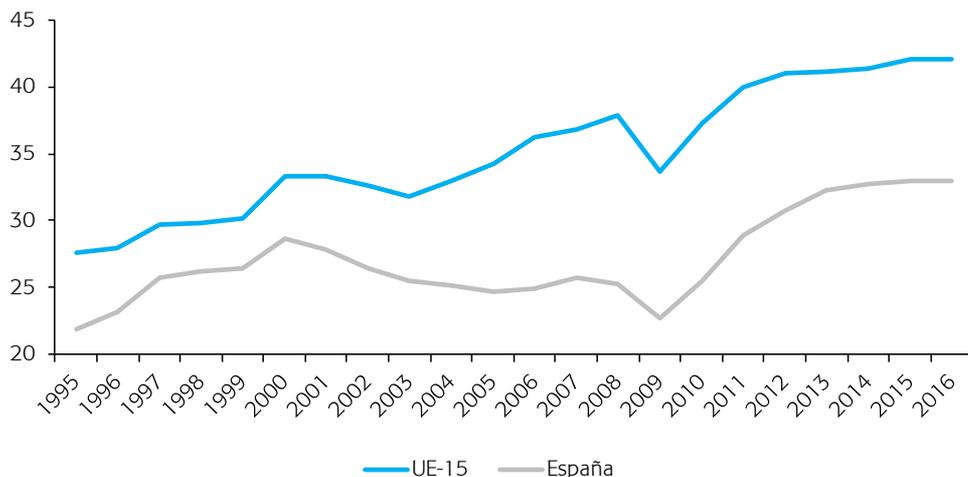
Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Aduanas.

³ El peso de China como destino de las exportaciones españolas creció a una tasa media anual del 1,4% entre 1995 y 2008, y del 6,4% entre 2008 y 2016.

Gráfico 5

Tasa de apertura de las exportaciones, 1995-2016

(Exportaciones de bienes y servicios/PIB)



Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Eurostat.

resumen, los mercados no tradicionales han ido ganando peso en las exportaciones españolas. Sin embargo, este crecimiento en la participación ya se estaba produciendo antes de la crisis.

Hay tres variables que sí apuntan a un cambio de tendencia en el sector exterior español a partir de la crisis. La primera es la tasa de apertura por exportaciones de la economía española. Como muestra el gráfico 5, a partir del año 2009 observamos un crecimiento muy acusado de la tasa de apertura, que pasa del 23% en 2009 al 33% en 2016. Además, la crisis marca claramente un cambio de tendencia en la tasa de apertura por exportaciones. Entre los años 2000 y 2009, la tasa de apertura se redujo del 29% al 23%, y se separó de la tendencia de la UE-15 durante ese periodo. En cambio, a partir de 2009 se produce un crecimiento muy notable. El gráfico también muestra que la tasa de apertura de España es menor que la de la UE-15. Sin embargo, esto se debe al mayor tamaño de la economía española con relación a la media de la UE-15. Si comparamos la tasa de apertura por exportaciones de España con la de los otros países grandes (Alemania, Francia,

Italia y Reino Unido), solamente Alemania supera a España en este indicador.

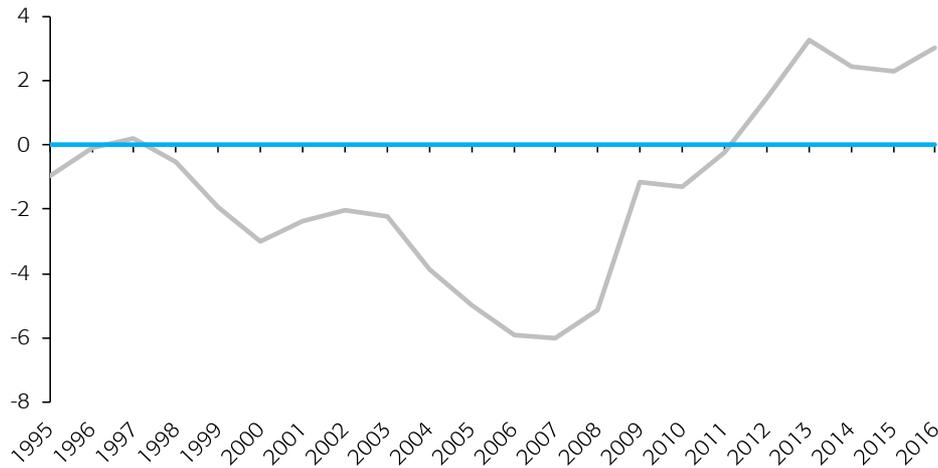
La segunda variable que muestra un cambio de tendencia a partir de la crisis económica es el saldo de la balanza comercial. Como muestra el gráfico 6, durante la década de 2000 se produjo un empeoramiento muy notable de la balanza comercial, cuyo déficit alcanzó un récord en 2007, al situarse en el 6% del PIB. A partir de ese año, se produce un ajuste muy importante, y la balanza comercial pasa a tener superávit a partir de 2012. Gran parte del ajuste se debió a la enorme caída de las importaciones, provocada por la profunda recesión que experimentó la economía española entre 2009 y 2013. El verdadero cambio de tendencia se produce a partir de ese año. A pesar de la recuperación de la economía española, el saldo de la balanza comercial ha seguido siendo positivo. Como señala García-Legaz (2016), este hecho es inédito en la economía española.

El tercer elemento que marca un cambio de tendencia con respecto a etapas anteriores es el crecimiento del número de empresas exportado-

Gráfico 6

Saldo de la balanza comercial, 1995-2016

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos del Instituto Nacional de Estadística.

ras y de las relaciones de exportación regulares. Definimos como exportadoras a las empresas que exportan, al menos, 1.500 euros en un año⁴. Las relaciones de exportación se definen como una

relación de exportación regular es una combinación de una empresa, un producto y un destino que se ha mantenido viva, de forma ininterrumpida, durante cuatro años.

A pesar de la recuperación de la economía española, el saldo de la balanza comercial ha seguido siendo positivo, un hecho inédito en anteriores etapas de recuperación económica.

combinación de una empresa, un producto y un destino. Por ejemplo, las exportaciones de bicicletas que realiza una empresa española a Francia es una relación de exportación empresa-producto-país. Para identificar los productos utilizamos la clasificación a ocho dígitos de la Nomenclatura Combinada⁵. Asimismo, definimos como exportadores regulares a las empresas que exportan de forma ininterrumpida durante cuatro años. Una

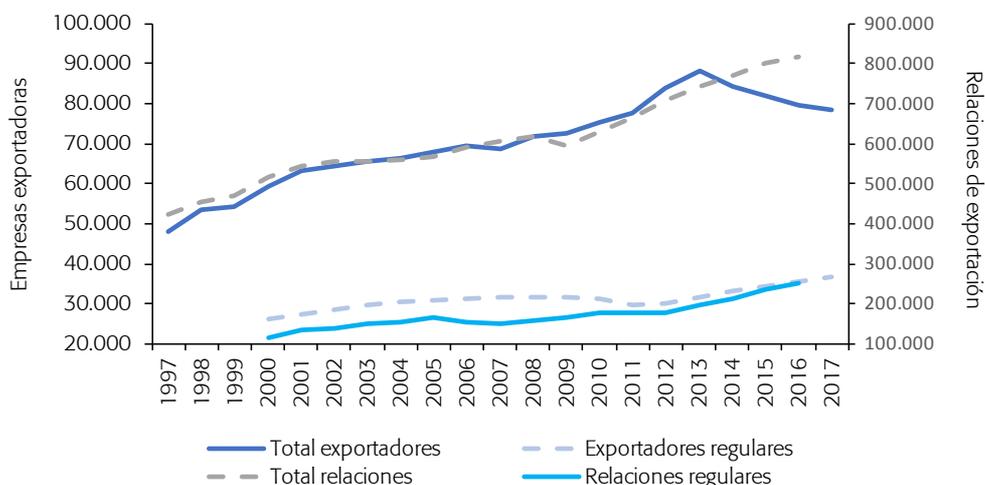
Como muestra el gráfico 7, desde el año 1997, se produce un crecimiento en el número de empresas exportadoras. En concreto, el número de empresas exportadoras pasa de 48.056 en 1997 a 79.643 en 2016. El crecimiento en el número de exportadores se acelera durante la crisis (2010-2013); sin embargo, durante el periodo de recuperación (2013-2016), se reduce el número de exportadores. La evolución durante estos últimos años estaría explicada por empresas que comienzan a exportar cuando caen sus ventas en el mercado doméstico, pero que dejan de exportar al recuperarse la demanda interna. Los análisis econométricos con datos de empresas realizados por Almunia *et al.* (2018) y de Lucio *et al.* (2018b) avalan esta hipótesis.

⁴ Este valor umbral reduce notablemente el número total de empresas exportadoras cada año pero no afecta al valor agregado de exportación.

⁵ Debido a que la Nomenclatura Combinada experimenta cambios en la clasificación de productos cada año, hemos utilizado el algoritmo de Van Beveren, Bernard y Vandebussche (2012) para obtener una clasificación de productos estable durante el periodo de análisis.

Gráfico 7

Empresas exportadoras y relaciones de exportación, 1997-2016



Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Aduanas.

Las relaciones de exportación también aceleran su ritmo de crecimiento a partir de 2010. A diferencia de las empresas exportadoras, este ritmo de crecimiento no se frena al recuperarse la demanda interna. El crecimiento de las relaciones de exportación podría explicarse también, en una primera etapa, por la caída de la demanda doméstica. Las nuevas empresas exportadoras crean

Muchas empresas han retornado a sus mercados tradicionales al recuperarse la demanda, pero otras han descubierto que pueden competir de forma regular en nuevos mercados internacionales.

nuevas relaciones de exportación, y las empresas que ya exportaban generan nuevas relaciones de exportación para compensar la caída de sus ventas domésticas. Por ejemplo, de Lucio *et al.* (2018b) muestran que, cuando se produce una caída en la demanda doméstica, las empresas aumentan más sus exportaciones a través de nuevas relacio-

nes de exportación que mediante las relaciones de exportación ya existentes.

Sin embargo, es llamativo que muchas de estas nuevas relaciones de exportación no hayan desaparecido al recuperarse la demanda interna. Según de Lucio *et al.* (2018a), la crisis forzó a muchas empresas, que eran reacias a entrar a nuevos mercados, a exportar para mantener su actividad y sobrevivir. Asimismo, empresas que ya exportaban se vieron obligadas a encontrar nuevos clientes ofreciendo nuevos productos o entrando en nuevos mercados. Muchas de estas empresas han retornado a sus mercados tradicionales al recuperarse la demanda, pero otras han descubierto que pueden competir de forma regular en nuevos mercados internacionales. Este comportamiento estaría en línea con el crecimiento que se observa en el número de exportadores y de relaciones de exportación regulares a partir de la Gran Recesión. Igualmente, de Lucio *et al.* (2018a) muestran que el crecimiento en el número de exportadores ha sido superior en las industrias donde mayor fue la entrada de nuevas empresas durante la crisis.

Los márgenes de crecimiento de las exportaciones españolas antes y después de la crisis

Para complementar el análisis realizado anteriormente, en esta sección descomponemos el crecimiento de las exportaciones españolas en sus diferentes márgenes en el periodo anterior a la crisis, y a partir de la crisis. Siguiendo la metodología introducida por Bernard *et al.* (2009), el cambio en el valor de las exportaciones se puede deber a la entrada neta de nuevas empresas exportadoras, a la diversificación en la cartera de productos y destinos de las empresas existentes, y a la variación en el valor de las relaciones comerciales que ya existían. Los dos primeros componentes representan el margen extensivo, y el tercer componente el margen intensivo⁶.

El cuadro 1 presenta la contribución de cada uno de los márgenes al crecimiento de las exportaciones. Durante el periodo 2009-2016 las exportaciones españolas crecieron en 92.280

millones de euros. Este incremento absoluto de las exportaciones es un 59% superior al registrado en el periodo anterior a la crisis (2001-2008). El margen intensivo fue el que más contribuyó al crecimiento de las exportaciones. Este margen recoge el cambio en el valor de las relaciones de exportación, definidas como combinaciones empresa+producto+destino que ya existían en 2009 y que seguían activas al final del periodo. La diversificación también tuvo una contribución muy importante al crecimiento de las exportaciones durante este periodo. Este margen incluye todas las relaciones de exportación que no existían en 2009 y que fueron introducidas por los exportadores regulares durante el periodo 2009-2016. La gran contribución de este margen al crecimiento indica que muchas empresas exportadoras realizaron un gran esfuerzo por ampliar su cartera de productos y destinos en los mercados foráneos a partir de 2009.

Como destacábamos en el gráfico 7, durante el periodo 2009-2013 aumentó el número de

Cuadro 1

Descomposición del crecimiento de las exportaciones

	Cambio absoluto exportaciones (millones de euros)		Contribución porcentual	
	2001-2008	2009-2016	2001-2008	2009-2016
Empresas				
Entran	37.683	38.411		
Salen	-20.949	-26.273		
Margen extensivo empresas	16.734	12.137	28,9	13,2
Diversificación				
Nuevas relaciones	54.582	73.329		
Relaciones que mueren	-37.894	-35.518		
Margen extensivo diversificación	16.688	37.811	28,8	41,0
Relaciones estables				
Aumentan ventas	52.321	77.027		
Disminuyen ventas	-27.784	-34.695		
Margen intensivo	24.537	42.332	42,3	45,9
Total	57.959	92.280	100,0	100,0

Nota: El margen extensivo tiene dos componentes: empresas que entran y salen del mercado de exportación, y diversificación en la cartera de productos y destinos de las empresas existentes. A su vez, el margen intensivo se define como la expansión o contracción en el valor de las relaciones comerciales ya existentes a nivel de empresa-producto-país.

Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Aduanas.

⁶ Véase de Lucio *et al.* (2011 y 2017) para aplicaciones de esta metodología al caso español.

empresas exportadoras. Sin embargo, la contribución neta de las nuevas empresas exportadoras al crecimiento de las exportaciones durante el periodo 2009-2016 fue menor, tanto en valores absolutos como en valores relativos, al del periodo anterior a la crisis. Estos datos sugieren que las empresas que entraron en el mercado exportador durante la crisis lo hicieron con un valor menor, y tuvieron una menor supervivencia y una mayor rotación, que en el periodo anterior a la crisis.

El cuadro 2 presenta los resultados de la descomposición por destinos. Como en el gráfico 4, tomamos a la UE-15 como referencia de los mercados tradicionales de las exportaciones españolas y los países PIDM como referentes de los no tradicionales. Asimismo, presentamos la descomposición para los países que no pertenecen ni a la UE-15 ni al grupo PIDM (Resto), y para China.

El cuadro 2 muestra que, aproximadamente, la mitad del crecimiento de las exportaciones españolas, tanto en el periodo anterior a la crisis, como en el periodo que comienza con la crisis, se explica por las exportaciones a la UE-15. Además, la contribución de este mercado tradicional al crecimiento de las exportaciones crece durante el periodo de

crisis y recuperación. La contribución de los PIDM al crecimiento se mantiene sobre el 26%, y la de China sobre el 3%. En la UE-15 el margen más importante es el de las relaciones estables, pero el que más crece es el margen de diversificación. En los países PIDM el margen más importante es de la diversificación, pero el que más crece es el de las relaciones estables. En el caso de China, los tres márgenes son importantes, aunque destaca el de las relaciones estables.

A partir de la crisis los sectores que más apoyaron el crecimiento de las exportaciones españolas de bienes fueron las manufacturas de tecnología baja (principalmente productos alimenticios) y las manufacturas de tecnología media-alta (donde destaca la fabricación de automóviles).

Finalmente, realizamos una descomposición del crecimiento de las exportaciones por categorías de productos. Separamos las manufacturas en cuatro categorías: baja tecnología, tecnología media-baja, tecnología media-alta y tecnología alta siguiendo la clasificación de Eurostat⁷. Asimismo,

Cuadro 2

Descomposición del crecimiento de las exportaciones por destinos

Absoluto (millones de euros)	2001-2008				2009-2016			
	UE-15	PIDM	Resto	China	UE-15	PIDM	Resto	China
Empresas	9.188	4.163	3.383	478	6.358	3.166	2.614	831
Diversificación	3.889	6.538	6.261	705	18.083	11.346	8.382	1.019
Estables	14.596	4.376	5.565	313	24541	9.386	8.405	1.117
Total	27.674	15.076	15.209	1.496	48.981	23.898	19.401	2.967
Relativo (%)	2001-2008				2009-2016			
	UE-15	PIDM	Resto	China	UE-15	PIDM	Resto	China
Empresas	15,9	7,2	5,8	0,8	6,9	3,4	2,8	0,9
Diversificación	6,7	11,3	10,8	1,2	19,6	12,3	9,1	1,1
Estables	25,2	7,6	9,6	0,5	26,6	10,2	9,1	1,2
Total	47,7	26,0	26,2	2,6	53,1	25,9	21,0	3,2

Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Aduanas.

⁷ Disponible en http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:High-tech_classification_of_manufacturing_industries.

Cuadro 3

Descomposición del crecimiento de las exportaciones por categorías de productos

Panel A Absoluto (millones de euros)	2001-2008						
	Agricultura	Minería y energía	Manufacturas con tecnología				Sin clasificar
			Baja	Media-baja	Media-alta	Alta	
Empresas	9.188	4.163	478	6.358	3.166	2.614	831
Diversificación	3.889	6.538	705	18.083	11.346	8.382	1.019
Estables	14.596	4.376	313	24541	9.386	8.405	1.117
Total	27.674	15.076	1.496	48.981	23.898	19.401	2.967
Relativo (%)							
Empresas	1,3	1,1	1,1	6,7	15,5	-0,5	3,6
Diversificación	0,8	0,3	6,3	11,8	5,4	2,0	2,2
Estables	1,8	0,4	6,2	14,7	11,8	0,0	7,4
Total	3,8	1,9	13,6	33,3	32,7	1,5	13,2
Panel B Absoluto (millones de euros)	2009-2016						
	Agricultura	Minería y energía	Manufacturas con tecnología				Sin clasificar
			Baja	Media-baja	Media-alta	Alta	
Empresas	2.144	687	3.257	1.682	2.480	-79	1.967
Diversificación	1.403	280	7.844	5.635	18.730	3.386	534
Estables	2.428	373	10.463	6.442	16.216	2.321	4.089
Total	5.975	1.340	21.563	13.759	37.426	5.628	6.589
Relativo (%)							
Empresas	2,3	0,7	3,5	1,8	2,7	-0,1	2,1
Diversificación	1,5	0,3	8,5	6,1	20,3	3,7	0,6
Estables	2,6	0,4	11,3	7,0	17,6	2,5	4,4
Total	6,5	1,5	23,4	14,9	40,6	6,1	7,1

Fuente: Cálculo de los autores a partir de los datos de Aduanas.

incluimos una categoría de productos agrícolas, pesca y silvicultura, que denominamos agricultura por brevedad; una categoría de minería y energía; y una categoría de productos sin clasificar⁸.

Como muestra el cuadro 3, a partir de la crisis los sectores que más apoyaron el crecimiento de las exportaciones españolas de bienes fueron las manufacturas de tecnología baja (23%) y las

manufacturas de tecnología media-alta (41%). En el primer grupo destacan los productos alimenticios, y en el segundo la fabricación de automóviles. En ambos sectores España tiene una ventaja comparativa revelada muy importante. Aunque los productos de tecnología alta solamente contribuyeron un 6% al crecimiento de las exportaciones en el periodo 2009-2016, su aportación se multiplicó por cuatro con relación al periodo anterior.

⁸ La agricultura recoge los grupos de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) 01 al 03; la minería y energía recoge los grupos CNAE 05 al 09 y 35; el grupo de productos sin clasificar agrupa las partidas de la Clasificación Armonizada de Comercio que no tienen equivalente en la CNAE.

Este grupo incluye al sector farmacéutico y al aeronáutico.

Conclusiones

Tras el colapso de 2009, las exportaciones españolas crecieron de forma notable, lo cual ha motivado que algunos autores hayan calificado esta etapa como milagrosa. Si atendemos, solamente, al crecimiento de las exportaciones, durante la última etapa el ritmo de crecimiento de las exportaciones ha sido similar al de la etapa anterior a la crisis, y comparable al de los países de la UE-15. Por ello, puede resultar exagerado hablar de milagro exportador.

Durante la etapa más reciente, el crecimiento de las exportaciones se ha apoyado de forma notable en el esfuerzo de las empresas que ya exportaban en ampliar su gama de productos y mercados. Esta diversificación se ha producido, sobre todo, en los mercados tradicionales de España, y en los sectores en los que España tiene una marcada ventaja comparativa revelada.

Sin embargo, sí han existido elementos que permiten destacar un buen desempeño exportador español a partir de 2009. En primer lugar, la tasa de apertura por exportaciones de la economía española ha aumentado notablemente. En segundo lugar, la recuperación de la demanda interna no ha generado hasta la fecha un déficit en la balanza comercial. En tercer lugar, observamos un crecimiento en el número de exportadores regulares y, especialmente, en el número de relaciones de exportación regulares durante los últimos años.

El análisis de descomposición del crecimiento de las exportaciones muestra que, durante la etapa más reciente, el crecimiento de las exportaciones se ha apoyado de forma notable en el esfuerzo de las empresas que ya exportaban en ampliar su gama de productos y mercados. Esta diversificación se ha producido, mayoritariamente, en los mercados tradicionales de España, y en los secto-

res en los que España tiene una marcada ventaja comparativa revelada.

Si se consolidan los nuevos exportadores y las nuevas relaciones de exportación que nacen con la Gran Recesión, España podrá aumentar de forma permanente el valor de sus exportaciones. Así, España podría transitar de un modelo de crecimiento basado en el mercado interno, y especialmente en la construcción, a otro cimentado sobre la capacidad de competir de sus empresas en los mercados internacionales.

Referencias

- ALMUNIA, M.; ANTRÁS, P.; LÓPEZ-RODRÍGUEZ, D., y E. MORALES (2018), *Venting out: Exports during a domestic slump*, mimeo.
- BERNARD, A. B.; JENSEN, J. B.; REDDING, S. J., y P. K. SCHOTT (2009), "The margins of US trade", *American Economic Review*, 99(2): 487-493.
- DE LUCIO, J. DE; MÍNGUEZ, R.; MINONDO, A., y F. REQUENA (2011), "The extensive and intensive margins of Spanish trade", *International Review of Applied Economics*, 25(5): 615-631.
- (2017), "Los márgenes del crecimiento de las exportaciones españolas antes y después de la Gran Recesión", *Estudios de Economía Aplicada*, 35(1): 43-62.
- (2018a), *Crisis, experimentation and the emergence of new regular exporters and export relations*, mimeo.
- (2018b), *The effect of the Great Recession on exports. Evidence from Spain*, mimeo.
- EPPINGER, P. S.; MEYTHALER, N.; SINDLINGER, M. M., y M. SMOLKA (2018), "The great trade collapse and the Spanish export miracle: Firm-level evidence from the crisis", *The World Economy*, 41(2): 457-493.
- GARCÍA-LEGAZ, J. (2016), "Logros y retos del sector exterior de la economía española", *Economistas*, 148: 6-8.
- VAN BEVEREN, I.; BERNARD, A. B., y H. VANDENBUSSCHE (2012), *Concording EU trade and production data over time*, *NBER Working Paper*, 18604, National Bureau of Economic Research.

Coyuntura presupuestaria: un escenario presidido por la incertidumbre*

Santiago Lago Peñas**

La actual coyuntura presupuestaria es extraordinariamente compleja. Por una parte, el objetivo de déficit fijado por el nuevo gobierno para este año debe pasar el examen de los Presupuestos Generales del Estado para 2019, que se presentarían ante la Unión Europea en otoño y en los que se debería retomar el camino de una reducción significativa del déficit estructural. Por otra, está pendiente la aprobación del límite de gasto no financiero y del acuerdo de objetivos de déficit y deuda pública de 2019 a 2021, incluyendo el reparto por niveles de gobierno. Las proyecciones elaboradas por distintas instituciones sitúan el cierre del ejercicio fiscal 2018 en un -2,7% de déficit respecto al PIB, medio punto por encima de la senda de estabilidad. El problema de fondo tiene que ver con la dinámica del déficit estructural y con el elevado volumen de deuda pública. La posible estrategia presupuestaria para 2019 pone el acento en la elevación del peso de los ingresos y no tanto en la reducción del peso del gasto. Una vez elevado el listón del déficit, por el efecto escalón de 2018, la senda propuesta por el nuevo gobierno es prácticamente coincidente con la anterior.

Una breve introducción al actual tablero fiscal

La coyuntura fiscal española en la primavera de 2018 no era fácil (Lago-Peñas, 2018). En un escenario de prórroga presupuestaria, las proyecciones mostraban la dificultad de cumplimiento de la senda de consolidación fiscal. Frente a un objetivo para el conjunto de las administraciones públicas (AA.PP.) de -2,2% del producto interior bruto (PIB), el Consenso de Funcas de mayo apostaba

por -2,5%. La propia Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) fijaba en -2,5% el punto central de su intervalo de confianza. Con meses de retraso, el Gobierno del Partido Popular, en minoría, afrontaba dificultades significativas para aprobar al fin los Presupuestos Generales del Estado para 2018 (PGE-2018). El anteproyecto presentado no permitía mejorar las expectativas de cumplimiento respecto a la simple prórroga de los PGE-2017. Y las posteriores concesiones en el trámite parlamentario para alcanzar una mayo-

* Agradezco los comentarios y sugerencias de Javier Pérez y Carlos Cuerpo, así como la asistencia de Fernanda Martínez y Alejandro Domínguez. La responsabilidad de cualquier error u omisión es, no obstante, exclusiva del autor.

** Universidad de Vigo.

ría en el Congreso de los Diputados elevaban las proyecciones de déficit al menos hasta -2,7%. Pero en medio de esa tramitación parlamentaria se produjo una inesperada moción de censura al Gobierno, que acabó con un cambio de Ejecutivo el 2 de junio.

En ese momento, el nuevo Gobierno del Partido Socialista (PSOE), presidido por Pedro Sánchez, se encuentra en una tesitura difícil. Hereda un proyecto de PGE-2018 que cuenta con un apoyo sustancial en el Congreso de los Diputados, pero que había sido rechazado por el propio PSOE unas semanas antes. Para evitar el posible bloqueo en el Senado y un cambio de voto en el Congreso de los Diputados del Partido Popular (PP) que conduzca a un escenario de prórroga de los PGE-2017, el Gobierno del PSOE opta por mantener un documento que, sin embargo, no hace suyo¹. Una situación nunca antes vista y que conduce como paso siguiente al intento de renegociación con la Comisión Europea del objetivo de déficit de las AA.PP. españolas para 2018. El principal argumento del Gobierno es que reconducir el déficit al -2,2% obligaría a tomar medidas de ajuste de gran magnitud que serían muy perjudiciales para la recuperación. El 13 de julio la ministra de Hacienda anuncia que la Comisión Europea abre la puerta a la elevación de la meta para 2018 hasta -2,7%, aunque con dos importantes matices. El primero es que es el Consejo de la Unión Europea y no la Comisión la que decide al respecto. Y el segundo es que todo pasa por el examen de los PGE-2019, que se presentarían ante la Unión Europea en otoño y en los que se debería retomar el camino de una reducción significativa del déficit estructural. En este sentido, el nuevo objetivo para 2018 viene acompañado por una revisión de la senda de consolidación fiscal en los años siguientes. La elevación de medio punto del objetivo de déficit supone una especie de "efecto escalón" que se traslada de forma natural al conjunto del período 2019-2021 (MHFP, 2018b): el objetivo para

2019 pasa a ser de -1,8%, lo que implica un margen de cinco décimas mayor al fijado en el Programa de Estabilidad enviado a Bruselas en abril por el anterior Ejecutivo. Para 2020 queda fijado en el 1,1%, seis décimas más que en la senda anterior y, finalmente, en 2021 la meta del déficit queda establecida en -0,4% (cuadro 1).

Cuadro 1

Saldos presupuestarios (2018-2021)

(En porcentaje del PIB)

	2018	2019	2020	2021
Senda de estabilidad PGE-2018	-2,2	-1,3	-0,5	0,1
Nueva senda de estabilidad (julio 2018)	-2,7	-1,8	-1,1	-0,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018b).

El siguiente paso, y punto de arranque para la discusión de los PGE-2019, es la presentación del límite de gasto no financiero y la aprobación del acuerdo de objetivos de déficit y deuda pública de 2019 a 2021, incluyendo el reparto por niveles de Gobierno (cuadro 2). La propuesta del Gobierno fue rechazada en el Congreso de los Diputados el 27 de julio por 173 votos, 86 abstenciones y 88 votos a favor. No obstante, el Gobierno ha seguido negociando con las cuatro formaciones que se abstuvieron. Hoy la aprobación en el Congreso en una segunda votación de la nueva hoja de ruta fiscal se percibe como factible, pero se vislumbra la oposición del Partido Popular en el Senado, donde cuenta con mayoría; una negativa que bloquearía el proceso. Por tal motivo, el PSOE, Unidos Podemos, Compromis y ERC presentaron el 24 de agosto una proposición de reforma urgente del artículo 15 de la Ley Orgánica 2/2012 de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera. Una reforma que, en esencia, elimina la vigente capacidad de veto

¹ Textualmente, la nota de prensa del Ministerio de Hacienda correspondiente a la comparecencia de la nueva ministra en el Senado (9 de junio de 2018) señala que "la ministra comparecerá en el Senado por voluntad propia y para mostrar la disposición al diálogo y a la rendición de cuentas del Gobierno ante las Cámaras. Y lo hará no para defender los PGE 2018, sino para acompañar su tramitación por el bien de la estabilidad del país".

Cuadro 2

Objetivos de necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de las administraciones públicas (2018-2019)

(En porcentaje del PIB)

	2018	2018*	2019	2019*
Total	-2,2	-2,7	-1,3	-1,8
Administración central	-0,8		-0,3	-0,4
Comunidades autónomas	-0,3		0,0	-0,3
Corporaciones locales	0,0	0,0	0,0	0,0
Seguridad Social	-1,1		-1,0	-1,1

Nota: *Cifras renegociadas con la Comisión Europea y propuesta de nueva senda fiscal del Gobierno 2019-2021 hecha en julio de 2018.

Fuente: Elaboración propia a partir del Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018b).

del Senado. Al ser tramitada por procedimiento urgente, podría tardar entre dos y tres meses, período durante el cual el Ejecutivo pospondría la presentación de los PGE-2019. En caso de que la reforma no llegase a tiempo o no fuese posible, el Gobierno ha sugerido que estaría dispuesto a mantener la senda de reducción fiscal anterior, aunque eso obligaría a realizar un ajuste en gastos e ingresos y, por tanto, alejaría la posibilidad de recabar apoyos en las formaciones políticas situadas a la izquierda.

En definitiva, estamos en una coyuntura presupuestaria extraordinariamente compleja, con un Gobierno en minoría en el Congreso de los Diputados (85 diputados de 350); dos de las cuatro formaciones mayoritarias (PP con 137 diputados y Ciudadanos con 32) con las que el consenso parece muy difícil; la tercera fuerza política en número de escaños (Podemos) que obliga al PSOE a girar hacia la izquierda; dos fuerzas políticas independentistas, que pueden vincular apoyos en el ámbito presupuestario con exigencias en la dimensión institucional; y una serie de partidos con menos diputados pero que se convierten en piezas clave dada la fragmentación existente. Formaciones de ideología diversa y, en general, con un fuerte anclaje territorial y que condicionan apoyos a la adopción de medidas que favorecen a un territorio específico. Por tanto, al eje izquierda-

derecha que domina siempre en el debate sobre asuntos presupuestarios y fiscales se le suma el eje territorial en un contexto político ya tensionado por el movimiento independentista en Cataluña.

Perspectivas de cierre para el ejercicio fiscal 2018

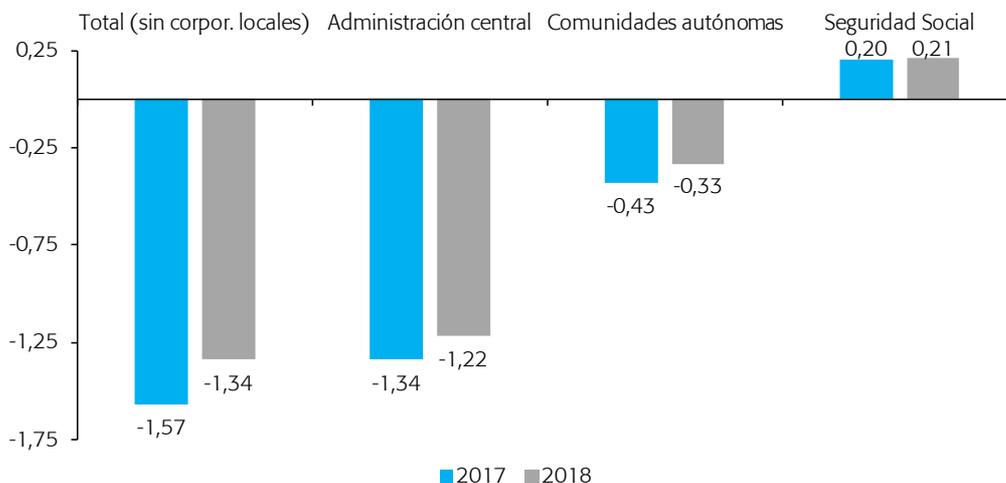
Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta el 31 de mayo muestran una reducción moderada en el déficit. Dejando al margen las corporaciones locales, el déficit acumulado registrado asciende a -1,34% del PIB, frente a -1,57% del ejercicio anterior hasta esa misma fecha. Un ajuste de -15% que está lejos de -29% que exige el objetivo inicial para 2018. Extrapolando estos datos y suponiendo que las corporaciones locales acabasen 2018 con un superávit similar al de 2017, el déficit público del conjunto de las administraciones públicas rondaría el -2,6%. Y hay que incidir en que estas cifras son anteriores a la aprobación de los PGE-2018, que incluyen medidas que tienden a elevar más el gasto que los ingresos (BBVA Research, 2018).

Las proyecciones elaboradas por las diferentes instituciones públicas y privadas para el conjunto del ejercicio van en la misma línea. El Consenso

Gráfico 1

Ejecución presupuestaria hasta 31 de mayo de 2018

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública (2018a).

de Funcas publicado en septiembre (Funcas, 2018) muestra un valor medio de -2,7%. Cifra que coincide con la adelantada por el Banco de España (2018a) y que es ligeramente superior al -2,6% previsto por la Comisión Europea (2018a).

Las proyecciones elaboradas por distintas instituciones sitúan el déficit conjunto de las administraciones públicas en 2018 en un -2,7% del PIB, medio punto por encima del objetivo fijado. La razón principal de esta desviación está en la Administración central, que acabará el ejercicio en el entorno del -1,4% (doble del objetivo inicial), y en la Seguridad Social, que se situará en un nivel similar al del año anterior, -1,5%, frente al objetivo de -1,1%.

El informe de la AReF (2018b) publicado en julio proyecta también el déficit total de las administraciones públicas en -2,7%, bajo el supuesto de políticas constantes, y cifra en un escaso 24%

la probabilidad de cumplir con el objetivo del -2,2%. Esa desviación de medio punto se explica fundamentalmente por la dinámica del gasto, ya que la probabilidad de obtener los recursos inicialmente esperados se mantiene desde el principio de año y alrededor del 50%. La reducción de gasto en desempleo e intereses de la deuda solo compensa parcialmente los incrementos que contemplan los PGE-2018 en remuneración de asalariados, transferencias sociales (pensiones) e inversión en infraestructuras². Un incumplimiento que, en todo caso, es muy dispar por subsectores. De acuerdo con los cálculos de la AReF, las corporaciones locales volverán a alcanzar un superávit significativo (+0,6%) frente al equilibrio presupuestario establecido como objetivo; y la probabilidad de cumplimiento del objetivo de -0,4% para las comunidades autónomas es alta (67%). Pero lo anterior no llega para equilibrar las desviaciones al alza de la Administración central que acabará el ejercicio en el entorno de -1,4% (el doble del objetivo inicial de -0,7%) y la Seguridad Social, que situará en un nivel similar al de 2017, en el entorno de -1,5%, frente al objetivo de -1,1%.

² Las estimaciones del Banco de España (2018b) van en la misma dirección y añaden el efecto de las rebajas en el IRPF, cuantificadas en cerca de 2 décimas de PIB a repartir entre 2018 y 2019.

En síntesis, la reducción del déficit público hasta -2,2% en 2018 es hoy un escenario en el que nadie confía. El consenso, liderado por la AIReF, el Banco de España y la Comisión Europea se está desplazando hacia el -2,7%, que es precisamente la cifra propuesta por el nuevo Gobierno a las autoridades comunitarias en un ejercicio de realismo presupuestario y político. Habiendo heredado unos PGE-2018 cuya ejecución aboca a esa cifra y con escaso margen político para ajustar, ha optado por asumir la desviación y pedir autorización para ello. En el apartado siguiente se examina si es razonable que España vaya a acabar 2018 con un déficit todavía próximo al -3%.

El déficit público español en perspectiva comparada

Cuando se observa la dinámica del saldo presupuestario de las administraciones públicas españolas en la última década, destaca la dificultad con la que se está volviendo al equilibrio presupuestario. Es verdad que la caída en el PIB no tiene paralelo en la España posterior a la Guerra Civil. Y España fue uno de los países de la OCDE que más sufrió los embates de la Gran Recesión. Sin embargo, ello no es suficiente para explicar la

dinámica fiscal del último lustro. En el cuadro 3 aparece el déficit registrado en el período que va de 2014 hasta el primer trimestre de 2018, tanto en España como en el conjunto de la eurozona. En 2014, el año en el que el crecimiento del PIB retorna a valores positivos, el déficit español se situaba en -6,0%. Solo Grecia mostraba peores registros. Desde entonces, la reducción ha sido gradual y moderada, de forma que desde 2016 España es el último de los 19 países. El correlato de lo anterior es el perfil plano de la deuda pública (100,4% del PIB en 2014 vs 98,8% en el primer trimestre de 2018) y la pérdida de dos posiciones en el *ranking* correspondiente: hoy solo cuatro países de la eurozona soportan una ratio deuda sobre PIB superior a España, por seis en 2013.

La dinámica anterior contrasta con la que ha seguido el llamado *output gap*, que mide la posición cíclica de la economía. Por construcción, se iguala a cero cuando la economía está en posición neutral; en valores positivos cuando la aportación del ciclo económico es positiva; y en valores negativos, cuando la economía se sitúa por debajo de su nivel potencial. Aunque la estimación del *output gap* es compleja y las cifras deben ser tomadas siempre con cierta cautela³, los resultados que aparecen en el cuadro 4 son llamativos. En el año 2014, España era el segundo país de la

Cuadro 3

Déficit y deuda pública de España y situación comparada en la eurozona

(En porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018*
Déficit/PIB	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-3,0
<i>Ranking</i> en la eurozona	18/19	18/19	19/19	19/19	19/19
Deuda/PIB	100,4	99,4	99,0	98,3	98,8
<i>Ranking</i> en la eurozona	13/19	14/19	14/19	15/19	15/19

Nota: * Datos para el primer trimestre del año.

Fuente: Elaboración propia a partir de *ECB Economic Bulletin*, 5/2018.

³ Por ejemplo, la AIReF (2018a) considera que el *output gap* en 2018 sería todavía ligeramente negativo (-0,7%) y pasaría a terreno positivo en 2019 (+0,4%). Las estimaciones del Ministerio de Hacienda en la *Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021* presentado en abril se emplazan en un punto intermedio (+0,1% en 2018 y +1,2% en 2019).

eurozona con un *output gap* más negativo. Frente al -2,7% para el conjunto, España registraba un -7,6%. Es decir, su PIB observado estaba un -7,6% por debajo de más bajo que su PIB potencial. La componente cíclica del déficit en ese año pesaba mucho. Pero la situación ha cambiado muy rápidamente. La expansión de la economía española ha sido de tal intensidad que, según los cálculos de la Comisión Europea, en 2018 España será el sexto país de la eurozona con un *output gap* más elevado; y el cuarto en las proyecciones para 2019. Por tanto, en 2017 la parte del déficit explicada

La economía española tiene un problema particularmente grave con su déficit público. A pesar de que el nivel de gasto público se sitúa por debajo de la media europea, la recaudación tributaria no es suficiente ni siquiera en momentos de expansión. Y esto es un problema, porque un déficit público estructural como el actual ralentiza la necesaria metabolización de la deuda pública.

por la mala coyuntura habría sido ya muy menor (inferior a una décima) y en 2018 será positiva. El

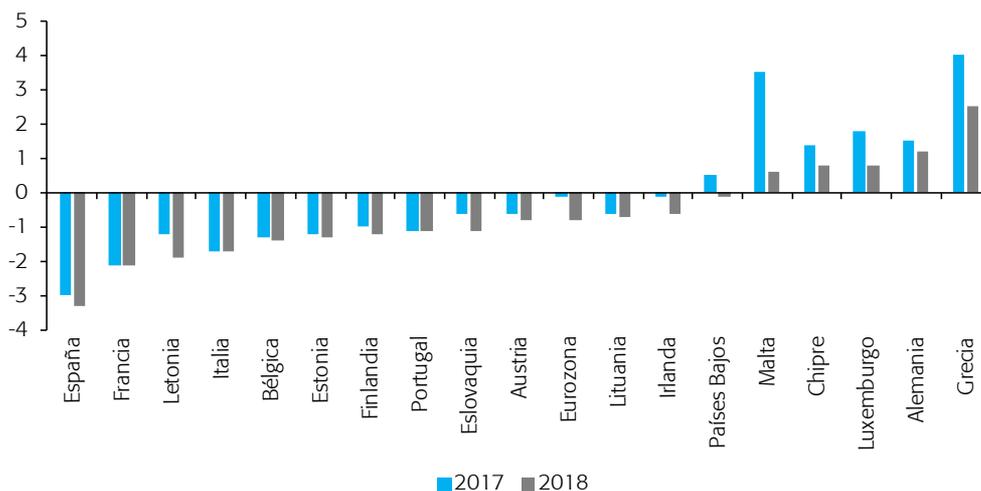
gráfico 2 abunda en esta idea. Las estimaciones de la Comisión Europea sitúan a España con el déficit estructural más elevado de la eurozona en 2017 y 2018. La expansión del PIB y los estímulos monetarios, que siguen abaratando la factura por intereses, han permitido pasar de déficit a superávit cíclico. Pero la componente estructural del saldo aumentaría tres décimas en 2018.

A la luz de estos resultados, se debe concluir que la economía española tiene un problema particularmente grave con su déficit público. Los buenos resultados alcanzados en los años anteriores a la crisis, cuando se registraron superávits significativos, fueron un espejismo asociado al *boom* inmobiliario: el superávit observado ocultaba un déficit estructural no bien identificado. A pesar de que el nivel de gasto público en España se sitúa por debajo de la media, la recaudación tributaria no es suficiente ni siquiera en momentos de expansión. Y esto es un problema, porque un déficit público estructural como el actual ralentiza la necesaria metabolización de la deuda pública (Escribá, 2018); lo que, a su vez, puede suponer un elevado coste en un escenario de normalización de tipos de interés y debilita la posición de la economía española ante una posible tormenta

Gráfico 2

Estimaciones de saldo presupuestario estructural en 2017 y 2018

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Comisión Europea (2018b).

Cuadro 4

Output gap (2014-2019)

(En porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*
España	-7,6	-4,7	-2,2	-0,2	1,4	2,3
Conjunto de la eurozona	-2,7	-2,0	-1,3	-0,5	0,4	0,9
Ranking en la eurozona	18/19	18/19	17/19	11/19	6/19	4/19

Nota: *Para 2017-2019 son proyecciones.

Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión Europea (2018b).

financiera, como las vividas en el pasado reciente. Además, se pone en cuestión la capacidad futura de la política fiscal como herramienta de gestión macroeconómica: un déficit estructural como el actual anula el margen de actuación disponible en el marco de la eurozona. En el apartado siguiente examinamos las perspectivas para los PGE-2019 desde un enfoque que prioriza la estabilidad fiscal.

Perspectivas para los PGE-2019

La información sobre el plan del Gobierno para los PGE-2019 es todavía parcial y fragmen-

El escenario presupuestario del nuevo gobierno para 2019 continúa la misma senda de reducción del déficit, si bien medio punto por encima del anterior objetivo debido a la elevación del listón en el ejercicio 2018. La diferencia estriba en el mayor protagonismo otorgado al aumento de los ingresos públicos frente a la anterior estrategia, que ponía el acento en la reducción del peso del gasto sobre el PIB.

tada, más allá de la nueva senda de déficit, los objetivos de deuda y el límite de gasto presenta-

dos en julio. A partir de lo anterior, el informe de la AIReF sobre el escenario macropresupuestario 2018-2019 (AIReF, 2018a) y la información que proporcionan diferentes declaraciones y notas difundidas por el propio Ministerio de Hacienda, el plan para el conjunto de las AA.PP. en 2019 sería el siguiente:

- Reducción del déficit público de nueve décimas de PIB (del -2,7% a -1,8%), de las que cinco procederían del efecto del ciclo económico, afectando sobre todo al lado del gasto público. Una cifra que se deriva del “escenario presupuestario a políticas constantes de 2019” elaborado por la AIReF. Las cuatro décimas restantes procederían de nuevas medidas tributarias, que reducirían el déficit estructural, que es la magnitud en la que se concentra la Comisión Europea para los países que abandonan el llamado “brazo correctivo” para situarse en el “brazo preventivo”, como será el caso de España en 2018. Por tanto, la reducción del déficit en 2019 se conseguiría elevando el peso de los ingresos sobre el PIB en el entorno de 38,8% y reduciendo el peso del gasto a 40,6%⁴.

- Las medidas tributarias por importe de cinco mil millones de euros incluirían la recauda-

⁴ Obviamente, esta reducción es compatible con un crecimiento del gasto en términos nominales. Puesto que el PIB nominal crecería en 2019 un 4.4% según las previsiones de la AIReF, el gasto público no financiero del conjunto de las administraciones públicas podría aumentar alrededor de 15 mil millones de euros corrientes de 2019.

ción por el nuevo impuesto sobre determinados servicios digitales⁵, una nueva figura fiscal sobre el sector bancario, la subida del tipo efectivo del impuesto sobre sociedades para los grandes grupos (con el objetivo de alcanzar un tipo mínimo del 15%), un incremento del impuesto especial sobre hidrocarburos en lo que se refiere al diésel, y un nuevo plan de lucha contra el fraude tributario.

Este escenario supone un cambio de estrategia respecto a las proyecciones del Gobierno del PP contenidas en el Programa de Estabilidad 2018-2021, que ponía el acento en la reducción del peso del gasto sobre el PIB para lograr el ajuste fiscal. En cambio, no es muy diferente en el ritmo: una vez elevado el listón en 2018, el perfil de la nueva senda propuesta por el Gobierno del PSOE es prácticamente coincidente. Por otro lado, es una estrategia que podría ser aceptada por las autoridades comunitarias. Por tanto, el principal escollo es interno y tiene que ver con la necesidad de sumar apoyos en el Congreso de los Diputados.

En primer lugar, el PP difícilmente va a apoyar esta estrategia⁶. Por su parte, la posición de Podemos supone una ruptura sustancialmente mayor con la estrategia presupuestaria del Partido Popular⁷. Entre otras medidas, propone elevar el objetivo de déficit para 2019 más allá del -1,8%; derogar la legislación sobre estabilidad presupuestaria y sostenibilidad fiscal; crear un nuevo impuesto de solidaridad a las grandes fortunas, eliminar las deducciones fiscales de los planes de pensiones e incrementar el tipo marginal para ingresos brutos superiores a 60.000 euros en el IRPF, y suprimir el tope en la base

máxima de las cotizaciones a la Seguridad Social. Hoy parece difícil que el PSOE atienda estas demandas, pero existe voluntad política de pacto. Un pacto que, en todo caso, alejaría la posibilidad de que el cuarto partido en número de escaños, Ciudadanos, apoyase también los PGE-2019. Eso conduciría al PSOE a necesitar el apoyo de varios partidos nacionalistas o regionalistas (ERC, PDeCAT, PNv, Compromis...) con ideologías dispares en materia presupuestaria y fiscal. El Gobierno tiene por delante una ardua tarea.

Referencias

- AIREF (2018a), *Escenario macroeconómico y presupuestario de 2018 y 2019 bajo el supuesto de políticas constantes*, 10-7-2018. Disponible en: www.airef.es
- (2018b), *Informe de cumplimiento de los objetivos de estabilidad, deuda y regla de gasto*, 23-7-2018. Disponible en: www.airef.es
- BANCO DE ESPAÑA (2018a), *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): Contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018*. Disponible en: www.bde.es
- (2018b), "Informe trimestral de la economía española", *Boletín Económico* 2/2018. Disponible en: www.bde.es
- BBVA RESEARCH (2018), "Las medidas expansivas compensarán la recuperación cíclica del déficit público en 2018", *Observatorio fiscal* 3T/2018, 30-7-2018. Disponible en: www.bbva-research.com
- COMISIÓN EUROPEA (2018a): *Assesment of the 2018 Stability Programme for Spain*, 23-5-2018.

⁵ En línea con la Directiva presentada en marzo de 2018 por la Comisión Europea: *Proposal for a Council Directive laying down rules concerning the corporate taxation of a significant digital presence* y que ya había sido considerada en el debate sobre la tramitación presupuestaria de los PGE-2018 para financiar parcialmente la subida extraordinaria de las pensiones (Lago-Peñas, 2018).

⁶ El 23 de agosto, su actual presidente criticaba: "que el aumento del techo de gasto, propuesto por el Gobierno de Pedro Sánchez y forzado por Podemos, oculte un "sablazo fiscal" para todos los ciudadanos [...] El PP no va a apoyar esta senda del déficit, porque es innecesaria. En un momento expansivo y en el que España crece gracias a las reformas del Partido Popular, hay que bajar los impuestos", http://www.pp.es/sites/default/files/documentos/18.08.23_casado_acto_en_mahon.pdf

⁷ Vid: el documento "Dejar atrás la austeridad. Propuestas para afrontar la senda de déficit" https://podemos.info/wp-content/uploads/2018/08/Docu_Dejar_Austeridad_OK.pdf

Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/09_es_sp_assessment_0.pdf

— (2018b), *European Economic Forecast. Spring 2018*, Disponible en: <https://ec.europa.eu>

ESCRIBÁ, J. L. (2018), "Lowering Fiscal Vulnerabilities in Spain", *Joint Conference Banco de España and International Monetary Fund Madrid*, 33-4-2018. Disponible en: www.bde.es

FUNCAS (2018), *Panel de previsiones de la economía española*, 18-9-2018. Disponible en: www.funcas.es

LAGO-PEÑAS, S. (2018), "Progress on fiscal consolidation: Risk of non-compliance and complacency", *SEFO*, 7(3). Disponible en: www.funcas.es

MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (MHFP) (2018a), *Ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de julio de 2017*, 31-7-2018. Disponible en: <http://www.hacienda.gob.es/>

— (2018b), *Objetivos de estabilidad 2019-2021 y límite del gasto no financiero del Estado para 2019*, 20-7-2018. Disponible en: <http://www.hacienda.gob.es/>

Evolución reciente del crédito al consumo en España: comparativa europea

Joaquín Maudos*

El elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo de los hogares españoles ha despertado el interés y la preocupación de los supervisores, tanto del Banco de España como del Banco Central Europeo. El objetivo de este artículo es profundizar en los análisis hasta ahora realizados, aportando una evidencia comparada con los países de la eurozona. Para ello, se presenta información reciente del crecimiento e importancia del crédito al consumo, de su tasa de morosidad, del tipo de interés, de los criterios y condiciones aplicados por los bancos, y de los factores de demanda que explican el aumento del crédito al consumo. El análisis concluye que la intensidad reciente del crecimiento del crédito al consumo en España no es preocupante, ya que solo significa el 12% del crédito de la banca a los hogares y presenta una tasa de morosidad reducida. Además, la intensidad del crecimiento se debe en parte a que la demanda de bienes de consumo duradero estuvo retenida en los años de crisis, por lo que una vez esa demanda se haya satisfecho, el crecimiento volverá a tasas más moderadas en un contexto en el que prevé que se ralentice el ritmo de crecimiento del PIB y del consumo. Por otra parte, aunque el margen que aplica la banca española en el crédito al consumo es mayor al de la banca europea, en parte se explica por la mayor prima de riesgo de la economía española y por el mayor riesgo que asumen los bancos cuando prestan a las familias españolas, que están más endeudadas que las europeas.

El elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo de los hogares españoles es un rasgo que contrasta con la caída que todavía se observa en el *stock* vivo de crédito al sector privado de la banca española y que ha despertado el interés y la preocupación de los supervisores, tanto del Banco de España como del Banco Central

Europeo (BCE). En el primer caso, el análisis realizado en el *Informe de Estabilidad Financiera* de mayo de 2018 concluía que "la evolución de este tipo de crédito y su morosidad habrá que seguirlas con atención en los próximos trimestres". En el segundo, el BCE publicó en noviembre de 2017 un artículo donde destacaba el fortalecimiento del

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se inscribe en el proyecto de investigación (ECO2017-84828-R) del Ministerio de Ciencia e Innovación.

crédito al consumo en la eurozona, señalando que en España "el crédito al consumo está registrando tasas de crecimiento de dos dígitos".

En este contexto, el objetivo de este artículo es profundizar en varias direcciones en los análisis hasta ahora realizados de la evolución del crédito al consumo en España, aportando evidencia comparada con los países de la eurozona. Para ello, se ofrece información reciente de: (i) el crecimiento del crédito al consumo; (ii) su importancia en el total del crédito a los hogares; (iii) su tasa de morosidad; (iv) el tipo de interés y su reciente evolución; (v) los cambios que se han producido en los criterios y en las condiciones que aplican los bancos a la hora de conceder este tipo de crédito y sus variables explicativas; y (vi) los factores que explican, por el lado de la demanda, el aumento del crédito al consumo.

El análisis realizado concluye que la intensidad reciente del crecimiento del crédito al consumo en España no es preocupante, ya que es un negocio que solo representa el 12% del crédito de la banca a los hogares y presenta una tasa de morosidad reducida (5,2% en el total del crédito al consumo y 3,3% en el caso de bienes de consumo duradero,

que es el que crece con mayor vigor). Además, la intensidad del crecimiento reciente en parte se debe a que la demanda de bienes de consumo duradero estuvo retenida en los años de crisis, por lo que una vez esa demanda se ha satisfecho, el crecimiento volverá a tasas más moderadas, en un contexto en el que prevé que se ralentice el ritmo de crecimiento del PIB (y del consumo) en los próximos años. Por otra parte, aunque el margen que aplica la banca española en el crédito al consumo es mayor al de la banca europea, en parte se explica por la mayor prima de riesgo de la economía española y por el mayor riesgo que asumen los bancos cuando prestan a las familias españolas que están más endeudadas que las europeas.

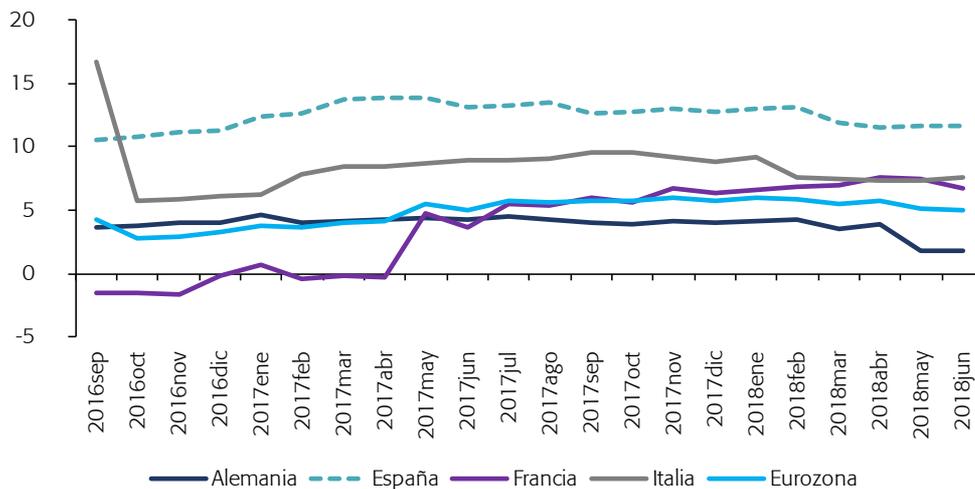
Evolución del crédito al consumo

Los datos que aporta el BCE referidos a las instituciones financieras monetarias (IFM) permiten analizar la evolución del crédito al consumo de los hogares de los países de la eurozona, así como su peso en el total del crédito a los hogares. Como muestra el gráfico 1, y centrando el análisis en el periodo más reciente,

Gráfico 1

Tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo de los hogares concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM)

(En porcentaje)

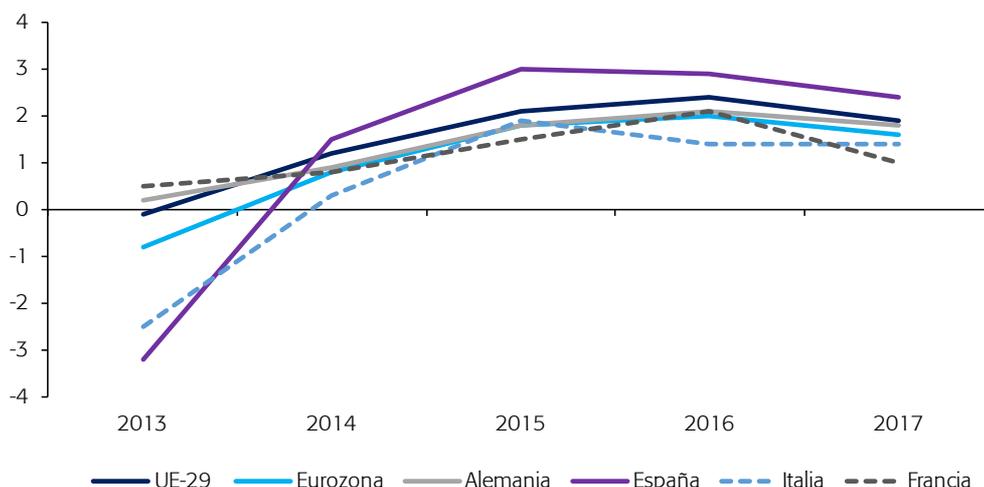


Fuente: BCE y elaboración propia.

Gráfico 2

Tasa de crecimiento anual del consumo de los hogares

(En porcentaje)



Fuente: Eurostat.

desde septiembre de 2016 en el que la tasa de crecimiento del crédito al consumo presenta dos dígitos en España, la economía española registra de forma continua tasas de crecimiento por encima de la eurozona y de sus principales economías, con una tasa media de crecimiento del 13% en 2017, y que se mantiene por encima del 10% en 2018. Además de por factores de oferta (mejora en las condiciones de la financia-

Desde finales de 2015 el crédito al consumo de bienes duraderos en España presenta una tendencia creciente en su tasa de crecimiento que, si bien se ha moderado en 2018 (alcanzó un máximo del 30% en septiembre de 2017), sigue siendo muy intensa.

ción bancaria¹) que analizaremos más adelante, el mayor vigor del crédito al consumo en España

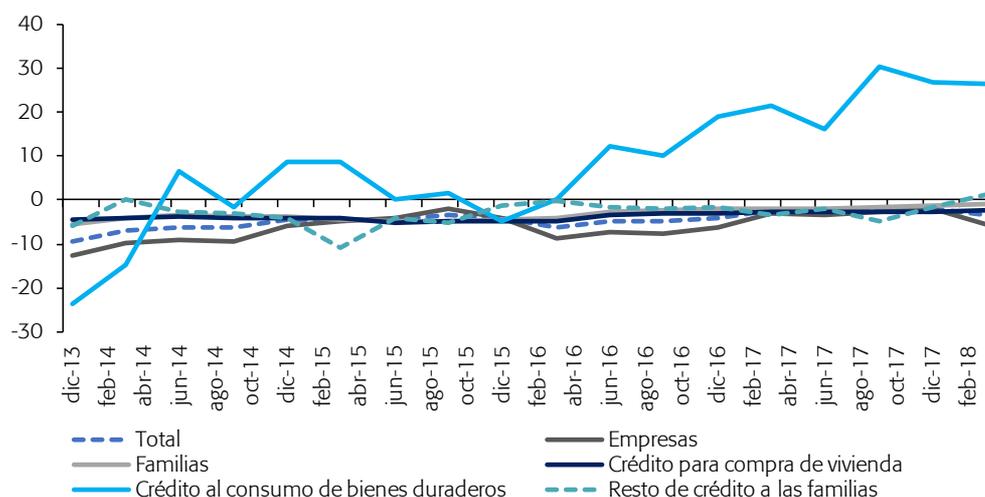
tiene que ver con el mayor crecimiento del PIB y con variables relacionadas, como la creación de empleo (y en paralelo la caída de la tasa de paro) y el aumento de la confianza de los consumidores. Todas estas variables explican que el consumo crezca en España con más intensidad que en la eurozona (gráfico 2) desde 2014 coincidiendo con la salida de la recesión en la segunda mitad de 2013. El último dato referido a 2017 muestra que el consumo de las familias ha crecido en España un 2,4%, por encima de la UE-29 (1,9%) y de la eurozona (1,6%), y también de las principales economías de la Unión Económica y Monetaria (1,8% en Alemania, 1,4% en Italia y 1,0% en Francia). El último dato disponible referido al segundo trimestre de 2018 (avance) muestra que el crecimiento se ha ralentizado, habiendo aumentado el consumo en tasa interanual el 2,2% (0,2% en tasa intertrimestral, frente al 0,7% del primer trimestre de 2018), por debajo del 2,4% de 2017.

¹ El efecto de una caída de tipos de interés sobre el consumo depende de su impacto sobre los intereses netos de los hogares, es decir, de la diferencia entre los intereses cobrados y pagados. Como señala el BCE (2018), en España, de 2008 a 2017, la caída de los intereses pagados ha sido superior a los cobrados, lo que tiene un efecto positivo sobre el consumo. La mayor caída de los intereses pagados se debe al elevado endeudamiento de las familias y a que un alto porcentaje de los préstamos hipotecarios son a tipo variable.

Gráfico 3

Tasa de crecimiento interanual del crédito (*stock*) de las entidades de depósito españolas

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

La elevada tasa de crecimiento del crédito al consumo en España contrasta con la caída que todavía experimenta el *stock* vivo de crédito al sector privado. Así, utilizando la información más desagregada que ofrece el Banco de España para las entidades de depósito (gráfico 3), el crédito al sector privado residente sigue cayendo en España, con una tasa de crecimiento del -3,5% en marzo de 2018 respecto al mismo mes del año anterior. El crédito a las empresas es el que más cae (-5,7%), siendo mucho más reducida la caída del crédito a los hogares (-0,8%). En este último caso, el más importante es el destinado a la compra de vivienda, que presenta una tasa de crecimiento negativa del -2,4%. En este contexto, contrasta por completo la evolución del crédito al consumo de bienes duraderos, con un aumento del 26,4% del primer trimestre de 2017 al mismo de 2018. Desde finales de 2015, este último presenta una clara tendencia creciente en su tasa de

crecimiento que, si bien se ha moderado en 2018 (alcanzó un máximo del 30,4% en septiembre de 2017), sigue siendo muy intensa. En el resto del crédito a los hogares² (distinto de compra de vivienda y de consumo de bienes duraderos), el crecimiento es del 1,3% en 2018.

¿Es preocupante el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo en España?

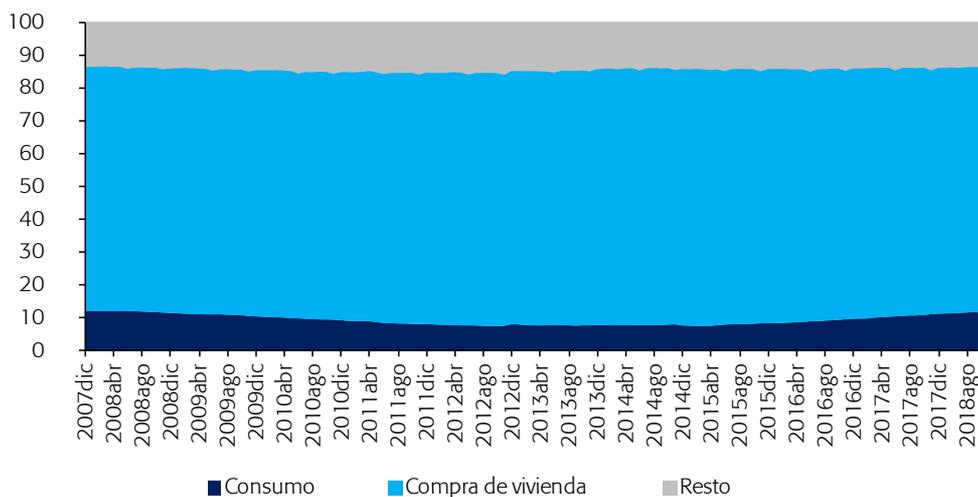
Hay que tener en cuenta que el *stock* vivo actual del crédito de las IFM al consumo de las familias españolas solo representa el 11,8% de la financiación total a las familias (idéntico porcentaje que en la eurozona y Alemania, e inferior al de Francia -13,4%- e Italia -15,6%-), a pesar de haber aumentado cuatro puntos porcentuales su participación desde el

² En este resto no solo está incluido el crédito al consumo de bienes no duraderos, sino también los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores. Desgraciadamente, el Banco de España no ofrece una serie de crédito al consumo total (da el asociado al consumo duradero por un lado, y un resto por otro, que incluye financiación cuyo destino no es consumo). Si, en lugar de manejar datos de *stock*, utilizamos flujo de nuevas operaciones, el Banco de España da datos de consumo financiado vía tarjetas de débito o crédito. Con esta información de nuevas operaciones, en 2017 la financiación bancaria al consumo aumentó un 17,3%.

Gráfico 4

Distribución por destino del crédito de las instituciones financieras monetarias a las familias españolas

(En porcentaje)



Fuente: BCE.

valor mínimo que tuvo en 2012³. Como muestra el gráfico 4, el endeudamiento con crédito bancario más importante de las familias españolas es para la compra de vivienda, que en la actualidad representa el 74,3% del crédito a las familias.

Lo preocupante sería observar un elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo acompañado de un aumento de su tasa de morosidad, pero este no es el caso viendo la información que contiene el gráfico 5. Para las entidades de depósito españolas, la morosidad del crédito al consumo de bienes duraderos presenta una tendencia decreciente desde que alcanzó su valor máximo del 7,6% en diciembre de 2013, situándose en marzo de 2018 en el 3,4%, de modo que ha caído a más de la mitad desde entonces. En valor absoluto, el volumen de préstamos morosos al consumo de bienes duraderos ha descendido un 61% desde principios de 2009, hasta situarse en 1.100 millones de euros. Si bien el Banco de España no ofrece en su base de datos información sobre el crédito al consumo de bienes no duraderos (porque aparece englobado junto con otros destinos del crédito al

consumo), en este último la morosidad es superior, ya que en el resto del crédito a las familias (distinto a la compra de vivienda y al consumo de bienes duraderos), la tasa de morosidad es del 12,3%

Lo preocupante sería que el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo fuese acompañado de un aumento de su tasa de morosidad. Sin embargo, este no es el caso. La morosidad del crédito al consumo de bienes duraderos presenta una tendencia decreciente desde su máximo del 7,6% en diciembre de 2013, hasta el 3,4% en marzo de 2018.

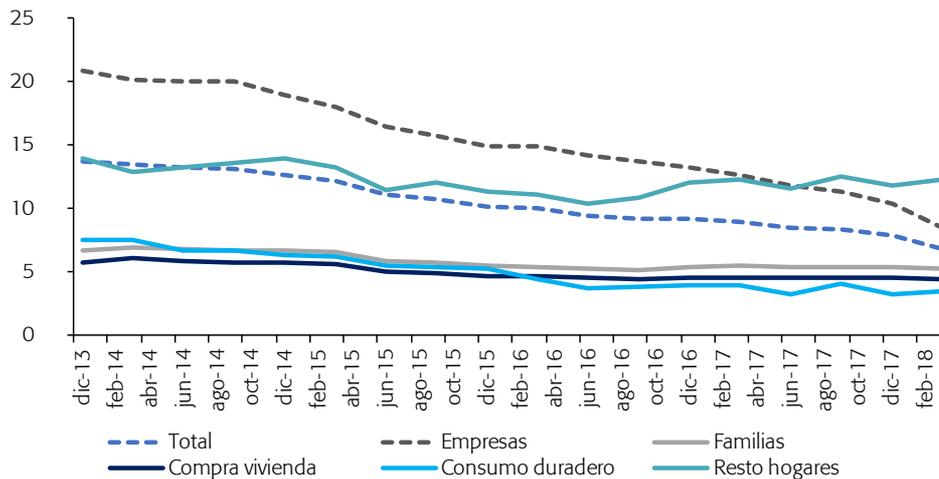
en marzo de 2018 y apenas ha caído desde su valor máximo del 13,9% en diciembre de 2014. En cualquier caso, según la información que ofrece el Banco de España (2018) en su *Informe de Estabilidad Financiera*, es el crédito no destinado al consumo (y distinto de la vivienda) el que presenta las mayores tasas de morosidad (15,4% en 2017), mientras que en el crédito al consumo, la morosidad es menor (5,2%): 3,3% en el caso de bienes

³ En relación al total del crédito al sector privado no financiero, el crédito al consumo de las IFM españolas representa el 7,1% en junio de 2018.

Gráfico 5

Tasa de morosidad del crédito de las entidades de depósito españolas

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

de consumo duradero y 7,3% en consumo de bienes no duraderos.

la caída del coste de la financiación. Desde noviembre de 2014 y hasta junio de 2018, el tipo de interés en nuevas operaciones ha caído 204 puntos básicos (pb) (ver gráfico 6), reducción mucho más intensa que en la eurozona (119 pb). La caída también supera a la que han experimentado las principales economías de la eurozona, siendo la diferencia muy

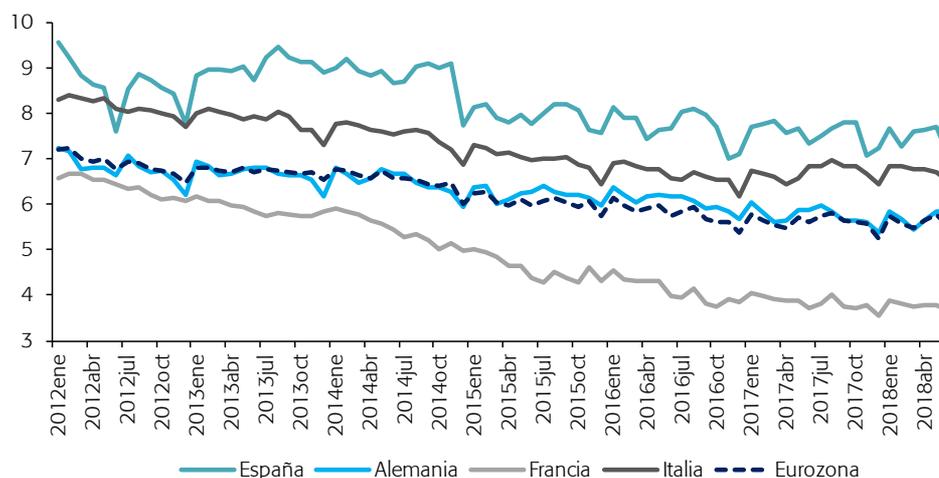
Tipos de interés del crédito al consumo

Uno de los motivos que explican el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo en España es

Gráfico 6

Tipo de interés (nuevas operaciones) del crédito al consumo de los hogares

(En porcentaje)



Fuente: BCE.

abultada con respecto a Alemania (cuyo tipo de interés ha caído 68 pb en el mismo periodo) e Italia (113 pb). No obstante, a pesar de la mayor reducción en España, el acceso al crédito al consumo siempre ha sido más caro en España que en la eurozona y sus principales economías (con alguna excepción puntual como Italia), aunque el diferencial de tipos de interés con la eurozona se ha reducido 104 pb desde finales de 2014.

En junio de 2018 (último dato disponible), el diferencial de tipo de interés de un préstamo al consumo es de 158 pb con respecto a la eurozona y 124 con respecto a Alemania. ¿Es excesivo este diferencial? Un elemento de referencia para juzgar si el sobrecoste es excesivo es comparar el diferencial de tipos de interés con el que existe en la deuda pública a largo plazo, que se utiliza como referencia como activo libre de riesgo. En el caso de Alemania ese diferencial es el que se toma como indicador de la prima de riesgo de la economía. Lo razonable sería que, si el diferencial es mayor en el crédito al consumo que en la deuda soberana, se deba a que el riesgo diferencial que existe entre España y Alemania/eurozona sea mayor en el préstamo al consumo de las familias, lo que a su vez depen-

derá de las diferencias que existen en el nivel de endeudamiento y vulnerabilidad financiera de las familias. En este contexto, si las familias españolas están más endeudadas y son financieramente más vulnerables que las alemanas (o europeas), es lógico que la prima de riesgo en un préstamo al consumo que aplican los bancos españoles sea mayor que la que aplican los alemanes.

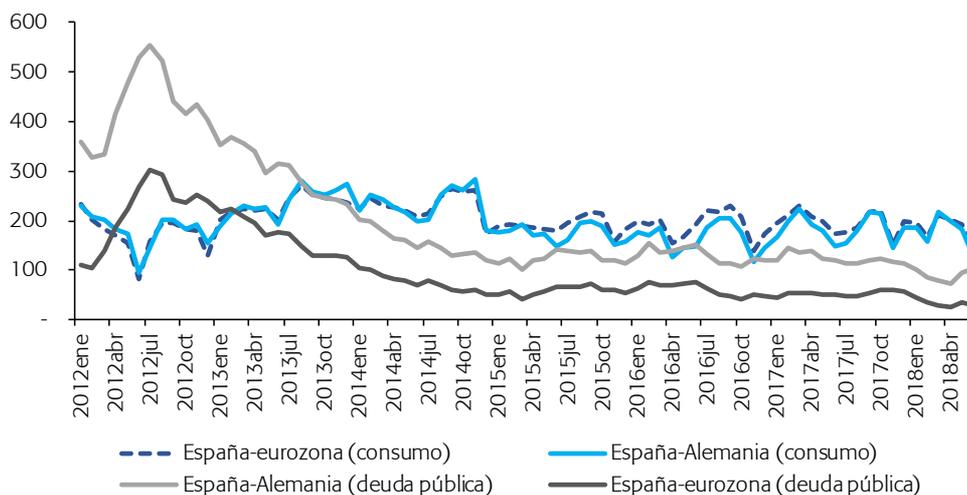
La prima de riesgo aplicada por los bancos españoles en el crédito al consumo muestra un diferencial de 124 pb con respecto a los bancos alemanes, algo que parece lógico si se tiene en cuenta que las familias españolas están más endeudadas que las alemanas, con una ratio de deuda /renta bruta disponible del 103% en el primer caso, frente al 85% en el segundo.

La información más reciente referida a junio de 2018 (gráfico 7) muestra que frente a un diferencial de 124 pb entre el tipo de interés de un préstamo al consumo entre España y Alemania, el diferencial es de 104 pb en la deuda pública. La brecha de solo 20 pb entre ambos diferenciales no parece excesiva

Gráfico 7

Diferencial entre España, por un lado, y Alemania y eurozona, por otro, en el tipo de interés del crédito al consumo y de la deuda pública a diez años

(Puntos básicos)



Fuentes: BCE y Eurostat.

si tenemos en cuenta que las familias españolas están más endeudadas que las alemanas con una ratio deuda/renta bruta disponible del 102,9% en el primer caso frente al 84,7% en el segundo. Lo mismo se aplica a la comparativa con la eurozona, con una brecha entre diferenciales de 128 pb y con una ratio deuda/renta bruta disponible en España 8,6 puntos porcentuales superior que en la eurozona. En consecuencia, dado el mayor riesgo que supone conceder un préstamo al consumo de una familia española (que está más endeudada que en la eurozona), es lógico que se aplique una mayor prima de riesgo en el de tipo de interés del préstamo concedido.

Criterios de aprobación y condiciones del crédito al consumo: factores de oferta

La encuesta trimestral que realiza el BCE a los bancos de la eurozona permite analizar los cambios que se producen en los criterios de aprobación de los créditos bancarios, así como una serie de varia-

bles explicativas, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. En concreto, aporta información del endurecimiento/relajación de: a) los criterios para conceder un crédito (y sus variables explicativas); b) los términos y condiciones de la financiación; c) la variación en el porcentaje de peticiones de crédito rechazadas; y d) los cambios en la demanda de financiación y sus factores explicativos. La última información disponible hace referencia al segundo trimestre de 2018, y centramos el análisis en la evolución reciente desde 2016, año a partir del cual crece con intensidad el crédito al consumo en España.

Además de que la banca española lleva varios trimestres relajando los criterios para la aprobación de un crédito al consumo, en paralelo lleva mejorando las condiciones que aplica al menos desde 2015.

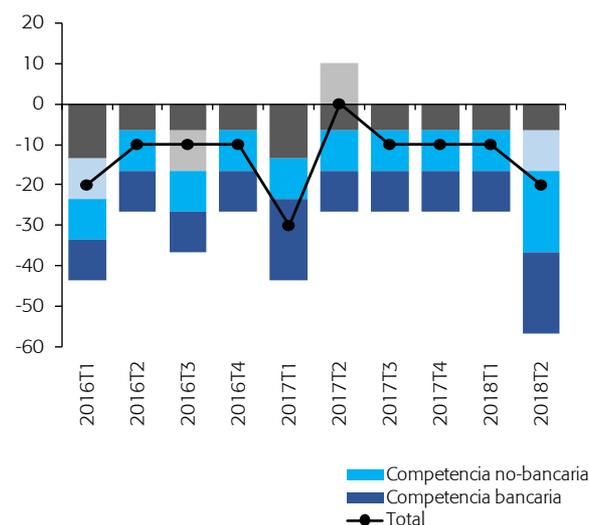
En la práctica generalidad de los trimestres que trascurren desde principios de 2016 (ver gráfico 8), la banca española ha relajado los criterios de con-

Gráfico 8

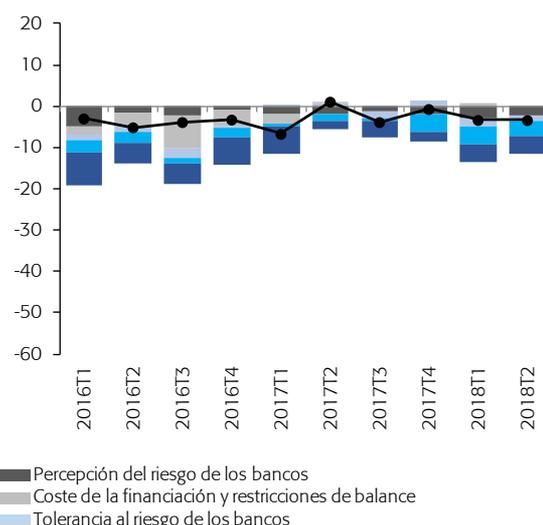
Variaciones en los criterios de aprobación del crédito al consumo y variables explicativas

(Porcentaje neto de respuesta)

a) España



b) Eurozona



Nota: El porcentaje neto de respuesta es la diferencia entre el porcentaje de entidades de crédito que indica que los criterios se habían endurecido y el que opina que se habían relajado.

Fuente: BCE.

cesión de financiación al consumo de los hogares, lo que ya de por sí es un factor que contribuye positivamente a explicar el intenso ritmo de crecimiento que ha experimentado el crédito. Aunque la banca de la eurozona también ha relajado los criterios, los porcentajes netos de respuesta (que también son negativos, lo que implica que es mayor el porcentaje de bancos que declaran que han relajado los criterios que el porcentaje que los ha endurecido) son menores.

Centrando la atención en España, la mayor intensidad de la competencia, tanto entre bancos como de otras instituciones financieras, es un factor que ha favorecido la relajación de los criterios, con porcentajes netos de respuesta de -20 puntos porcentuales (pp) en el segundo trimestre de 2018. También ha contribuido a la relajación la percepción de que los bancos tienen un menor riesgo en los prestatarios, lo que sin duda viene influenciado por la salida de la recesión. En el último trimestre se ha sumado la mayor tolerancia al riesgo del prestatista como factor que favorece relajar los crite-

rios de concesión. La comparativa con la eurozona muestra que la influencia de estos factores es similar, pero con más intensidad en España.

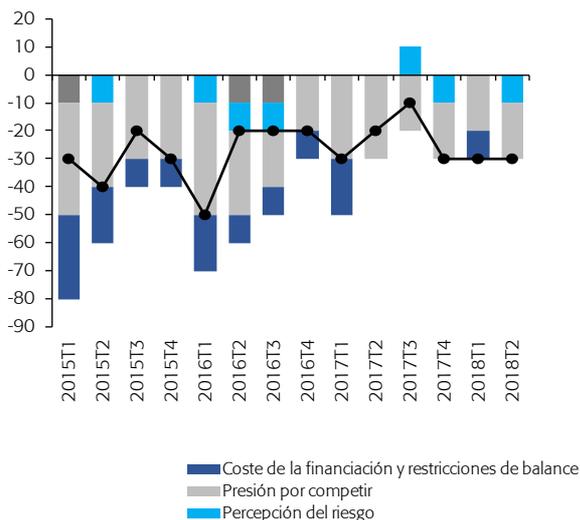
Además de que la banca española lleva varios trimestres relajando los criterios para la aprobación de un crédito al consumo, en paralelo lleva mejorando las condiciones que aplica al menos desde 2015. Como muestra el gráfico 9, el factor que más está contribuyendo a esa mejora es la presión de la competencia. También ha contribuido, pero con menos frecuencia, que la banca perciba que haya menos riesgo y que se enfrente a menores costes en el acceso a la financiación. El dato más reciente, referido al segundo trimestre de 2018, muestra un porcentaje neto de respuesta total de -30 pp, y de -20 pp y -10 pp en el efecto de la presión de la competencia y la percepción del riesgo, respectivamente. Son valores superiores a los de la banca de la eurozona, lo que demuestra que en España los términos y condiciones aplicados en los préstamos al consumo de las familias mejoran con más intensidad.

Gráfico 9

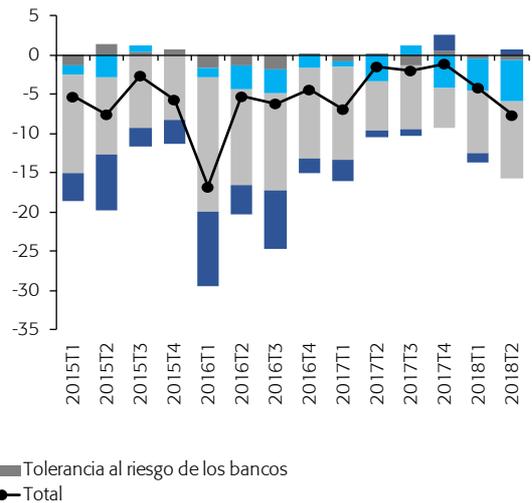
Cambios en los términos y condiciones del préstamo al consumo de las familias

(Porcentaje neto de respuesta)

a) España



b) Eurozona



Nota: El porcentaje neto de respuesta es la diferencia entre el porcentaje de entidades de crédito que indicó que los criterios se habían endurecido y el que opinó que se habían relajado.

Fuente: BCE.

Un indicador adicional que refuerza el resultado de mejora de las condiciones en el acceso al crédito al consumo de los hogares en España son los cambios que se han producido en el porcentaje de peticiones de financiación que son rechazadas. Desde el primer trimestre de 2016, en todos los trimestres en los que el BCE realiza la encuesta, ha caído en España la tasa de rechazo, con una diferencia entre el porcentaje de bancos que declara un aumento y el que declara una caída que oscila entre -10 pp y -30 pp. Son porcentajes netos muy superiores a los de la eurozona y a los de sus principales economías.

¿Qué factores explican el crecimiento de la demanda de crédito al consumo?

La encuesta del BCE permite analizar qué factores por el lado de la demanda explican el elevado ritmo de crecimiento del crédito al consumo en España en los últimos trimestres. En concreto, desde el segundo trimestre de 2017 (ver gráfico 10)

es mayor el porcentaje de bancos que declara que la demanda aumenta que el que opina lo contrario, con un porcentaje neto de respuesta máximo de 60 pp en el segundo trimestre de 2018, que más que duplica al de la eurozona.

Hay dos factores que destacan como impulsores de la demanda de crédito al consumo: el aumento del consumo de bienes duraderos y la mayor confianza del consumidor. También tiene una importante contribución el entorno general de los tipos de interés. Si bien estos mismos factores también son importantes a la hora de explicar la variación en la demanda de crédito al consumo en la eurozona, la intensidad del efecto es mayor en España.

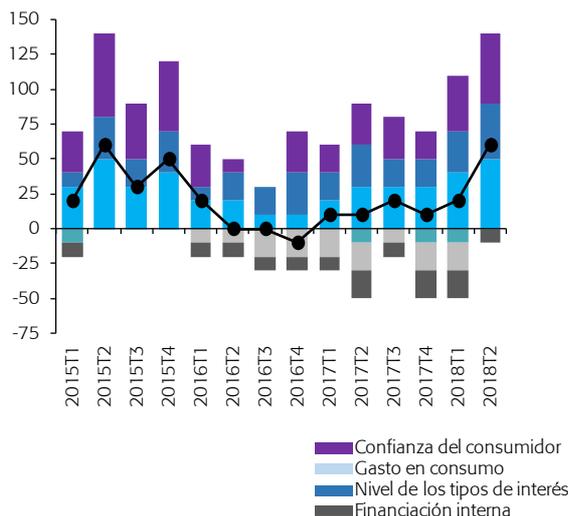
Si centramos la atención en los datos más recientes de 2018, hay dos factores que destacan como impulsores de la demanda de crédito

Gráfico 10

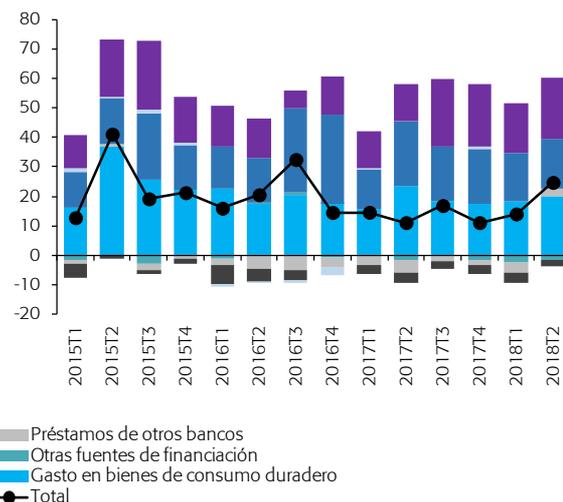
Cambios en la demanda de crédito al consumo y factores explicativos

(Porcentaje neto de respuesta)

a) España



b) Eurozona



Nota: El porcentaje neto de respuesta es la diferencia entre el porcentaje de entidades de crédito que indicó que los criterios se habían endurecido y el que opinó que se habían relajado.

Fuente: BCE.

al consumo (con aumentos netos de 50 pp): el aumento del consumo de bienes duraderos y la mayor confianza del consumidor. También tiene una importante contribución (40 pp) el entorno general de los tipos de interés, que recordemos se sitúa (el euríbor a 12 meses) en terreno negativo desde febrero de 2016 y con valores cercanos al -0,2% desde finales de 2017. Si bien estos mismos factores también son importantes a la hora de explicar la variación en la demanda de crédito al consumo en la eurozona, la intensidad del efecto es mayor en España.

Conclusiones

El inicio de la crisis en España conllevó un desplome del consumo de los hogares, con tasas de crecimiento negativas hasta 2013. En paralelo, inicialmente se produjo un aumento de la tasa de ahorro por motivo precaución (llegó a un máximo del 13,4% en 2009) y osciló en torno al 10% hasta 2013. Con la salida de la recesión en este último año, el consumo se ha ido recuperando y la tasa de ahorro cayendo, situándose esta última en un valor muy reducido del 5% en el primer trimestre de 2018. En consecuencia, el consumo que se había retenido en los años de crisis se ha liberado, lo que explica su aumento durante los últimos años.

En este contexto, una parte muy importante de las elevadas tasas de crecimiento recientes del crédito al consumo en España se explica por factores de demanda, como la consolidación de la recuperación (caída de la tasa de paro), la mejora de la confianza de los consumidores y la reducción de los tipos de interés. Pero también los factores de oferta han jugado un papel importante, dado que los bancos han relajado los criterios que aplican a la hora de conceder financiación y la mejora en las condiciones que aplican en los préstamos al consumo de los hogares. La intensidad de la competencia y el entorno de bajos tipos de interés que presiona la rentabilidad bancaria incentivan a los bancos a buscar negocio con mayores márgenes, como es el caso del crédito al consumo.

Las elevadas tasas de crecimiento del crédito al consumo en España no parecen preocupantes por varios motivos: 1) porque el *stock* existente del crédito al consumo solo representa el 12% del crédito a los hogares y el 7,1% del crédito al sector privado de las instituciones financieras monetarias; 2) porque la tasa de morosidad es reducida (5,2% en el total del crédito al consumo y 3,3% en el caso de bienes de consumo duradero, que es el que crece con más intensidad); 3) porque una parte importante del intenso crecimiento del consumo de bienes duraderos se debe a la demanda que había retenida y que, por tanto, una vez liberada, el crecimiento volverá a tasas más moderadas; 4) la ralentización en el ritmo de crecimiento del PIB en los próximos años también tendrá lugar en el consumo, lo que alimentará un menor crecimiento del crédito; de hecho, el último dato del segundo trimestre de 2018 muestra una caída en la tasa de crecimiento del consumo; y 5) dado que la tasa de ahorro está en valores muy reducidos (5% en el primer trimestre de 2018), es de prever que en el futuro regrese a los valores promedios del pasado, con la consiguiente caída de la propensión al consumo.

Finalmente, si bien el margen que aplica la banca española en este tipo de crédito es superior a la banca europea, en gran parte se explica por la mayor prima de riesgo de la economía española y el mayor riesgo que asumen los bancos cuando prestan a las familias españolas, que están más endeudadas que las europeas.

Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2017), "Tendencias recientes del crédito al consumo en la zona del euro", *Boletín Económico* 7: 32-35.
- (2018), "El consumo privado y sus determinantes en la expansión económica actual", *Boletín Económico* 5: 86-110.
- BANCO DE ESPAÑA (2018), *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo.

Nexo “bancos-deuda soberana” en España (II): la perspectiva bancaria

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Fernando Rojas*

En esta “segunda entrega” analizamos el nexo entre riesgos bancarios y soberanos desde la perspectiva de los bancos españoles. La inversión en renta fija (sobre todo deuda pública española) permitió a los bancos compensar la intensa caída de la inversión crediticia en un contexto de agudo desapalancamiento empresarial y familiar, de tal manera que la aportación de la renta fija, tanto en intereses recibidos como en plusvalías realizadas, constituyó un factor de apoyo a las cuentas de resultados en momentos de gran tensión. En los últimos años, sin embargo, la reducción de la pendiente de la curva, y una gradual normalización de la actividad crediticia, ha hecho que las entidades reduzcan sustancialmente sus tenencias de deuda pública, tendencia que sin duda se acelerará en próximos años. Sin menoscabo de ello, cualquier modificación del marco regulador de las tenencias de deuda pública por los bancos únicamente sería aceptable en el marco de una unión bancaria mucho más integrada.

La tenencia de deuda soberana en los balances bancarios es el exponente más obvio del denominado “nexo bancario-soberano”, que resume la estrecha relación existente entre el sistema bancario y el sector público, con un claro carácter bidireccional, de tal manera que ambos actores (sistema bancario y sector público) salen extraordinariamente beneficiados de dicha relación. En este artículo nos ceñiremos a la perspectiva bancaria, tras haberlo hecho en un artículo anterior desde la perspectiva del Tesoro.

Para los bancos, la tenencia de un importante saldo de valores de deuda pública en sus balan-

ces es absolutamente imprescindible para varias de sus funciones *core*. Entre ellas cabe destacar como funciones más tradicionales, la propia gestión de balance, en la que el mantenimiento de activos líquidos (y sin duda la deuda soberana es el más líquido de dichos activos) es una absoluta necesidad, no solamente de gestión sino de exigencia regulatoria. Junto a ello, el importante papel del sistema bancario como soporte del mecanismo de pagos, y de vehículo de transmisión de la política monetaria, también debe descansar ineludiblemente en un importante saldo de valores de deuda pública.

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Junto a esas funciones más ligadas a la gestión bancaria más tradicional, cabe destacar la creciente importancia que en la moderna gestión bancaria, y en un marco de creciente desintermediación financiera, tiene la función de *market maker* en mercados de capital, y de originador/distribuidor de emisiones en dichos mercados; y entre ellos es obvio que es el de deuda pública el que ofrece un mayor potencial.

La deuda pública en los balances bancarios: la experiencia española

Analizado desde la perspectiva bancaria, el aumento de la deuda pública en España coincide con un intenso proceso de desapalancamiento privado (hogares y empresas), de tal manera que en los balances bancarios se produce un cambio sustancial en su composición, con importante pérdida de peso de la inversión crediticia, al tiempo que lo gana la presencia de valores de renta fija, especialmente deuda pública española. Con dicha recomposición, los bancos buscan compensar, aunque sea parcialmente, la pérdida de oportunidades de inversión crediticia, en un contexto de extrema debilidad de la demanda de crédito y fuerte propensión al desapalancamiento de empresas y familias.

Dicha estrategia de inversión en deuda pública, en los años de mayor tensión de tipos de interés en la misma, iba a ser extraordinariamente rentable, en términos de aportación a las cuentas de resultados bancarios y de compensación de la pérdida de ingresos por la caída de inversión crediticia rentable. Esa contribución de la deuda pública a las cuentas de resultados iba a venir por una doble vía. En primer lugar por el cobro de intereses (cupones) de los bonos mantenidos en cartera; dichos cupones representaron casi el 20% del total de ingresos financieros percibidos por el sistema bancario en el periodo entre 2008 y 2014.

Pero más importante aún es el otro componente de aportación a las cuentas de resultados,

concretamente la materialización de plusvalías que tiene lugar cuando un bono se vende a un precio superior al que se compró. Esa generación de plusvalías se ha derivado fundamentalmente de

La aportación de los cupones de la deuda pública/renta fija en los últimos años ha permitido compensar parcialmente el impacto adverso en el margen de intermediación de unos tipos de interés extraordinariamente reducidos en inversión crediticia. Entre 2014 y 2017 dicha aportación ha representado una cuarta parte de los ingresos financieros totales del sector.

la extraordinaria reducción de tipos de interés a largo plazo que se produce tras la histórica declaración del Banco Central Europeo en verano de 2012, comprometiendo toda su capacidad de intervención (*whatever it takes*) para defender la integridad de la eurozona, y eliminando por tanto el componente de “riesgo ruptura del euro” que venía penalizando a los bonos soberanos de varios países europeos, entre ellos España.

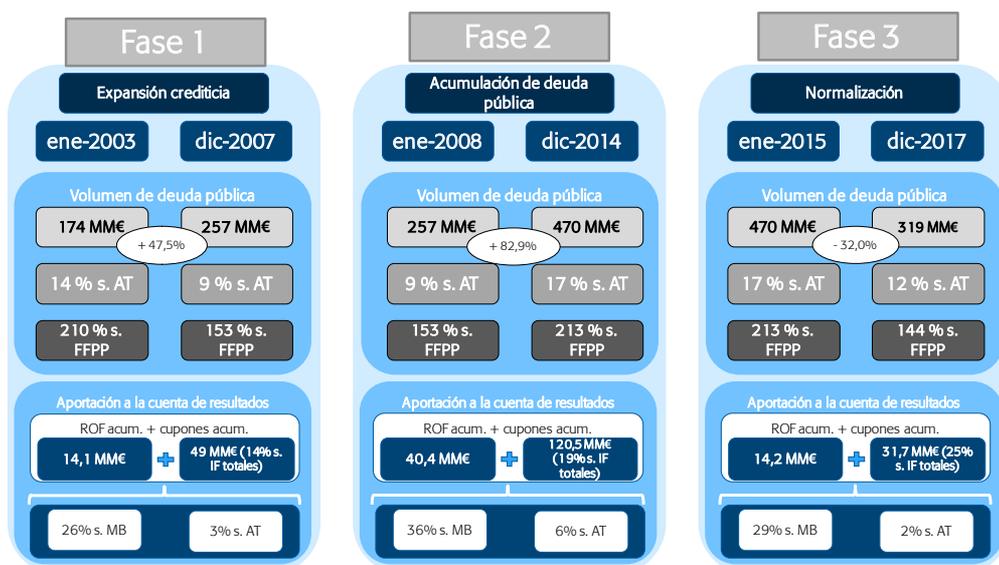
Es así como, una vez que la prima de riesgo de la deuda pública española va consolidando su sistemático descenso, los bancos comienzan a acumular importantes plusvalías en sus carteras de deuda pública, que las podrán materializar mediante dos vías alternativas. Una más inmediata, cual es la venta de bonos en el mercado secundario a un precio muy por encima de su valor de compra; y otra más sostenida, manteniendo en cartera bonos con un cupón elevado y un dilatado periodo hasta el vencimiento.

Las dos modalidades han sido utilizadas, en mayor o menor medida, por las entidades financieras españolas, como puede inferirse del esquema 1, que trata de resumir la importante aportación de la renta fija (deuda pública en su mayoría) a las cuentas de resultados del sistema bancario. Las plusvalías materializadas han contribuido a un resultado por operaciones financieras (ROF)

Esquema 1

La renta fija en los balances y cuentas de resultados bancarios

(Evolución en tres fases bien distintas)



Notas: MM = Miles de millones. AT = Activos totales. FFPP = Fondos propios. ROF = Resultado por operaciones financieras. MB = Margen bruto.

Fuente: Afi.

que ha permitido compensar en buena parte el extraordinario esfuerzo de saneamiento de activos problemáticos que han realizado las entidades del sistema bancario español.

Y en cuanto a los cupones de la deuda pública/renta fija, su aportación en los últimos años ha permitido compensar parcialmente el impacto adverso en el margen de intermediación de unos tipos de interés extraordinariamente reducidos en la inversión crediticia (mayoritariamente referenciada al euríbor, que lleva ya dos años en terreno negativo). Es así como la aportación de los cupones en la última etapa (2014 a 2017) ha representado un 25% de los ingresos financieros totales obtenidos por el sector, cuando las tenencias de renta fija han descendido a un 12% del total de activos, en ese proceso de reducción, que sin duda continuará en próximos años. A ello contribuirá, por un lado, la pérdida de atractivo para comprar más deuda pública, pues sus tipos de interés se han reducido extraordinariamente, y por otro la finalización del proceso de desapalancamiento privado

(empresas y familias), dando lugar a un moderado incremento de la demanda de inversión crediticia.

El marco regulatorio y propuestas de modificación

La preocupación por la autoalimentación entre riesgos bancarios y soberanos ha generado un debate sobre el tratamiento regulatorio dado a las tenencias de deuda pública, y en particular a que las mismas están exentas de cómputo a efectos de requerimientos de recursos propios, así como de los límites a la concentración de riesgos por parte de las entidades financieras.

En el marco del proceso de reforma bancaria internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) se comprometía en 2015 a una revisión del tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas, y en su caso recomendar posibles modificaciones a dicho tratamiento. Tras casi tres años de trabajos, el CSBB reconoce que las exposi-

ciones soberanas de los bancos incorporan riesgos de diferente naturaleza y dimensión, pero al mismo tiempo juegan un importante papel tanto en el sistema bancario, como el financiero y económico en general, por lo que cualquier modificación reguladora bancaria debe considerar ese enfoque holístico que sopesa ambas derivadas, la de riesgo y la del papel jugado por esa relación “banco-soberano”.

En cuanto a las posibles modificaciones del tratamiento regulador de la exposición de los bancos a la deuda pública, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea concluye que no se ha alcanzado un consenso al respecto y recomienda, por tanto, no iniciar un proceso formal de consulta sobre esas posibles modificaciones.

Es en esa consideración holística del nexo bancos-soberanos, que tiene en cuenta tanto los riesgos como las importantes funciones que el mismo cumple, que el CSBB concluye que no se ha alcanzado un consenso en cuanto a modificaciones a incorporar en el tratamiento regulador de esas exposiciones, y por tanto recomienda no iniciar un proceso formal de consulta sobre esas posibles modificaciones.

Sin menoscabo de esa recomendación del CSBB, en el sentido de no iniciar un proceso formal de reforma del marco regulador del nexo bancos-soberano, se analizan algunas opciones que han sido propuestas durante los últimos años en diversos foros, tanto académicos como institucionales, y que podrían resumirse en las siguientes categorías:

a) Ponderación de riesgo

El principal privilegio que se suele atribuir a los riesgos soberanos en el marco regulador de la solvencia es que gocen de una ponderación del 0% —es decir, que no consuman recursos propios— en el método estándar del riesgo de crédito.

Frente a esa situación, se han propuesto dos enfoques alternativos. El primero de ellos sería la

incorporación de un factor de ponderación que tenga en cuenta las diferencias de riesgo entre diferentes emisores soberanos. Para ello se propone la utilización de los *ratings* externos (por agencias de calificación internacionales) o, alternativamente, descansar en la clasificación de riesgo país (*CRC* o *Country Risk Classification*) determinado por la OCDE. Tanto en un caso como en otro, en aras de la sencillez de aplicación, las propuestas descansan en una agrupación en un número reducido de categorías. A modo de ejemplo, el CSBB ha utilizado en sus análisis y simulaciones una agrupación como la que se refleja en el cuadro adjunto, con tres categorías de riesgo, y unas ponderaciones entre 0% y 3% para el grupo de menor riesgo, entre 4% y 6% para el grupo intermedio, y entre 7% y 9% para el grupo de mayor riesgo.

Cuadro 1

Grupos propuestos de riesgo soberano

Grupos de riesgo	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Niveles de rating	AAA a A-	BBB+ a BBB-	Peor que BBB-
Niveles de CRC clasificación de riesgo-país	0 a 2	3	Peor que 3
Ponderación soberana	0% a 3%	4% a 6%	7% a 9%

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS).

De hecho, y en un caso extremo de esa simplificación y sencillez de aplicación, una propuesta alternativa consiste en incorporar un factor fijo de ponderación (en torno al 2%), a aplicar a todas las exposiciones soberanas, con independencia del riesgo del emisor soberano. Sea cual sea la modalidad por la que se optase (ponderación fija, o creciente con los grupos de riesgo), la implicación inmediata de la misma sería un sustancial incremento en los requerimientos de recursos propios a las entidades.

b) Límite a grandes riesgos

Otro “privilegio” con que cuentan las exposiciones soberanas en los bancos es su exención

del tratamiento de grandes riesgos. Los límites a grandes riesgos, definidos como aquellos que superan el 10% de su capital admisible (capital de nivel 1), no pueden superar el 25% de dicho capital, porcentaje que baja al 15% para los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB).

En este sentido, la segunda categoría de modificaciones propuestas sobre el tratamiento de las exposiciones soberanas consistiría en la eliminación de dicha excepción, bien en su totalidad o parcialmente, imponiendo un límite algo más elevado que el existente para riesgos con entidades no soberanas, por ejemplo 100 dólares de los recursos propios para exposiciones soberanas frente al 25% para el resto. Una modificación regulatoria en esa dirección no tendría implicaciones en términos de capital exigido, pero se traduciría en la obligación de enajenar valores de deuda pública en el importe necesario para bajar por debajo de los umbrales permitidos por el nivel de recursos propios, con la consiguiente presión a la baja sobre sus precios y al alza sobre los tipos de interés.

c) Híbrido entre las dos anteriores

Como alternativa a las dos propuestas anteriores se ha planteado un híbrido entre ambas, de tal manera que no se requeriría capital para tenencias reducidas de deuda soberana, pero en cambio ese requerimiento sería sustancialmente elevado cuando dichas tenencias superaran el umbral que en la modalidad 2 se planteaba como límite a los grandes riesgos. Con dicha propuesta híbrida se busca eliminar el impacto inmediato de ventas que un límite estricto generaría, así como evitar una ponderación de capital para tenencias reducidas de deuda pública del propio país.

En la aproximación analítica realizada por el CSBB se plantea un esquema de ponderaciones marginales en función del peso sobre recursos propios (CET1) de las exposiciones soberanas, con los siguientes parámetros:

Cuadro 2

Ponderación creciente por riesgo soberano

Exposición (% CET1)	Ponderación marginal (%)
0 a 100	0
100 a 150	5
150 a 200	6
200 a 250	9
350 a 300	15
Mayor de 300	30

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS).

d) Pilar 2

Frente a las propuestas anteriores basadas en métricas cuantitativas (exigencias de capital y/o límites a tenencias de deuda soberana), se han planteado propuestas de contenido más cualitativo, descansando en los denominados Pilar 2 o Pilar 3 de Basilea. El primero de ellos hace referencia al permanente proceso de revisión supervisora, con capacidad para incorporar exigencias adicionales de capital en el marco de dicho proceso. En este sentido, la propuesta planteada sería incorporar las exposiciones soberanas en dicho proceso de revisión supervisora, requiriendo a los bancos el mantenimiento y seguimiento de indicadores de riesgo asociado a sus exposiciones soberanas, así como someter esas exposiciones a ejercicios recurrentes de estrés, al objeto de cuantificar los máximos riesgos asumidos, así como identificar las medidas correctoras cuando los mismos excedan los límites aceptables.

e) Pilar 3

Un último bloque de propuestas descansaría en un mayor protagonismo del Pilar 3 de Basilea, que pone el énfasis en la transparencia informativa por parte de las entidades, de tal manera que pueda ser mucho más efectiva la disciplina de mercado. En este sentido, y en relación con las exposiciones soberanas, la propuesta sería la de incrementar el detalle y granularidad de la información suministrada a los mercados, desagregando por tipo de emisor, plazos y monedas de emisión, y clasificación contable de esas exposiciones soberanas.

Tanto en el caso del Pilar 2 como del Pilar 3, no tendrían lugar implicaciones inmediatas en el sentido de limitación y/o exigencias adicionales de capital, si bien estas podrían aflorar de forma indirecta, a través del proceso de revisión supervisora (SREP).

Las entidades españolas ante potenciales modificaciones en el tratamiento regulador de la deuda soberana

Existen varios argumentos que permiten anticipar que la deuda pública en los balances bancarios españoles se va a ir reduciendo de forma intensa en los próximos años, incluso bajo el actual marco regulador. En primer lugar, como se muestra en el gráfico 1, la demanda de crédito parece haber iniciado un despertar tras cinco años de fuerte caída, en el marco de un fuerte desapalancamiento por parte de empresas y hogares. Esa mejora en la demanda representa oportunidades de inversión que los bancos no van a dejar pasar.

Junto a esa mayor demanda de crédito, la inversión en deuda pública ha visto reducir sensiblemente su atractivo inversor, tras un intenso

descenso de tipos de interés en los tramos más largos, haciendo perder atractivo a la estrategia de *carry trade* que durante varios años representó el mayor incentivo a la tenencia de deuda pública por las entidades financieras. Como ilustra el gráfico 2, las entidades han reaccionado a esa caída del tipo largo con intensas reducciones de sus tenencias de deuda pública.

Pero no solamente han reducido sus tenencias de deuda pública, sino que la estrategia inversora latente en las mismas denota un creciente temor a posibles repuntes de tipos, que pudieran desembocar en minusvalías que dañasen sus cuentas de resultados.

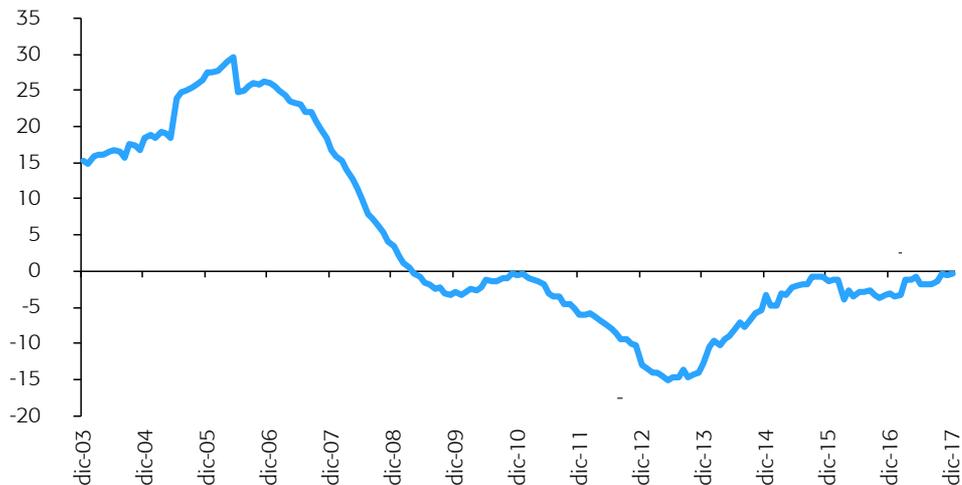
El despertar de la demanda de crédito y el descenso de los tipos de interés de la deuda pública en los tramos más largos –con la consiguiente pérdida de atractivo de la estrategia del carry trade– han dado lugar a un intenso proceso de reducciones en la tenencia de deuda pública por parte de los bancos.

Ello se pone de manifiesto al analizar la distribución por carteras contables, y especial-

Gráfico 1

Variación interanual del crédito sano

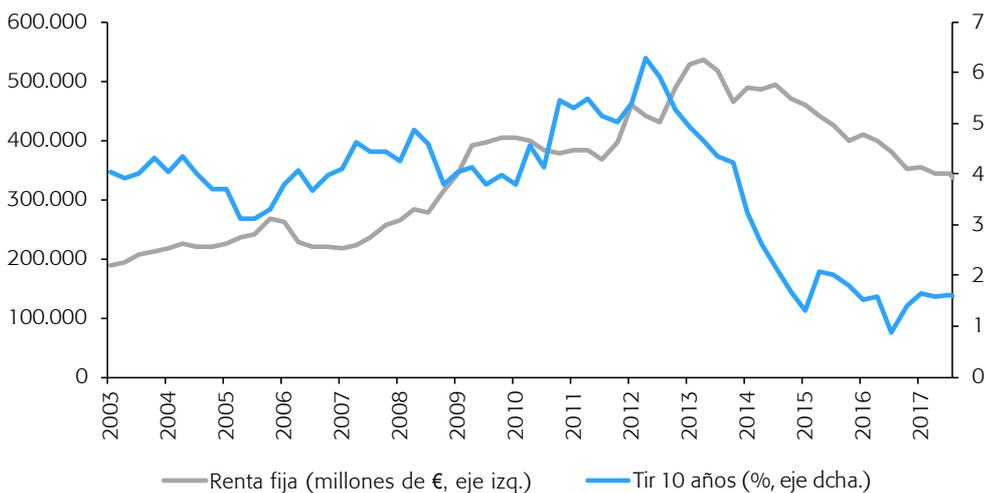
(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 2

Volumen de renta fija y TIR del bono español



Fuente: Afi.

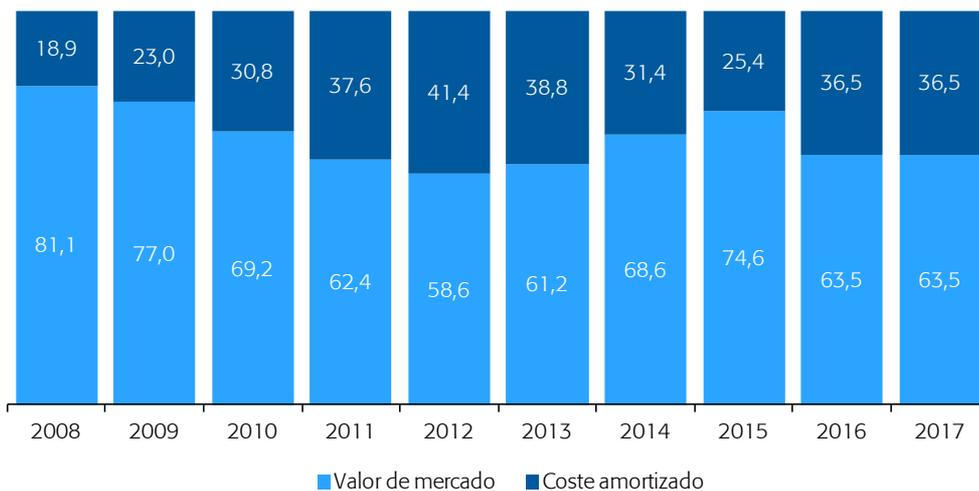
mente entre dos grandes tipos de categorías. Por un lado, las que se valoran a precio de mercado ("carteras de negociación" y "carteras disponibles para la venta"), y por otro, las que se valoran a coste histórico amortizado ("carteras a vencimiento"). Pues bien, en los dos últi-

mos años, coincidiendo con los mínimos en los tipos de interés largos y una creciente preocupación por posible repunte en los mismos, se está produciendo un claro trasvase desde carteras valoradas a mercado hacia carteras valoradas a coste.

Gráfico 3

Descomposición de la renta fija por carteras

(En porcentaje)



Fuente: Afi, con datos de entidades.

De la confluencia de esos dos factores –despertar de la demanda de crédito y pérdida de atractivo inversor de la deuda pública– cabe anticipar que el peso de esta última en los balances bancarios va a reducirse de forma intensa en los próximos años, conforme se vaya produciendo el vencimiento de numerosos bonos adquiridos, contabilizados en carteras a coste amortizado, y que no serán objeto de reinversión.

Sin menoscabo de esa conclusión sobre la dinámica decreciente por sí misma, llevamos a cabo un ejercicio de simulación de cuál sería el impacto que sobre las entidades financieras españolas tendrían las modificaciones reguladoras planteadas en la sección anterior. Ese ejercicio lo realizamos sobre la base de las tenencias de deuda a la última fecha disponible (cierre de 2017) y bajo el supuesto de que las modificaciones se incorporasen de inmediato. Con dichas hipótesis es evidente que la estimación de impactos debe ser considerada como un techo altamente improbable de alcanzar.

El primero de los análisis realizados corresponde a la imposición de ponderaciones por riesgo soberano en la línea del cuadro 1, es decir ponderaciones desde el primer euro de inversión. El análisis lo realizamos para el conjunto de entidades más significativas del sector bancario español (doce entidades, que representan aproximadamente el 90% de los activos totales del sector).

De acuerdo con el cuadro 2, realizando un ejercicio de máximos, los activos ponderados por riesgo (APR) registrarían un incremento resultante de aplicar el 3% sobre el total de la deuda pública española, derivado del *rating* A- que presenta la deuda española, y del 4,5% al total de deuda pública extranjera, ya que las tenencias de deuda extranjera se centran en Portugal e Italia, y estimamos ese 4,5% de ponderación media. En este escenario, las necesidades de capital adicionales de estas entidades ascenderían a unos 1.800 millones de euros, y el impacto sobre el capital CET 1 oscilaría entre -5 y -28 puntos básicos entre las entidades analizadas.

En el segundo de los escenarios planteamos una limitación de tenencias de deuda pública al 100% de los fondos propios de la entidad. El impacto en este escenario sería el de inducir a ventas de carteras de deuda pública en aquellas entidades que superan ese límite del 100% sobre fondos propios. Nuestra estimación apunta a unos 86.000 millones de euros el importe de ventas agregado por parte de esas entidades que superan el límite.

En el último de los escenarios planteamos un híbrido entre los dos anteriores, ponderando el volumen de tenencias de renta fija que exceda el 100% de los fondos propios, siguiendo el cuadro 2 que exponíamos anteriormente. En ese caso, y bajo el supuesto de que las entidades no llevasen a cabo ventas de carteras, el impacto total sería una reducción en la ratio de solvencia (CET 1) entre 0 y 86 puntos básicos, impacto que se reduciría de forma muy intensa si las entidades llevasen a cabo ventas de carteras para acercarse al límite a partir del cual operase la exigencia de capital.

Reflexión final al hilo de la reforma de la unión bancaria

Las estimaciones anteriores ponen de manifiesto que la exposición de las entidades españolas al riesgo soberano se va reduciendo de forma natural en respuesta a un menor atractivo inversor en dicho instrumento, así como la emergencia de una mayor demanda de crédito, de tal manera que las potenciales introducciones de cargas de capital y/o límites cuantitativos a dichas tenencias tendrían un impacto reducido sobre las entidades, de hecho prácticamente nulo si se realizase con un calendario transitorio suficientemente holgado.

Sin menoscabo de ese reducido impacto potencial sobre las entidades españolas en su situación actual, la regulación de la exposición soberana en los balances bancarios debe ser analizada en el marco de reforzamiento y

finalización de la unión bancaria, que debe ser abordado de una forma integral y no por piezas separadas.

Las potenciales introducciones de cargas de capital y/o límites cuantitativos a las tenencias de deuda pública tendrían, en todo caso, un impacto reducido sobre las entidades financieras, incluso prácticamente nulo si se realizase con un calendario transitorio suficientemente holgado.

Una de dichas piezas es la posibilidad de creación de lo que sería un activo seguro (*safe asset*) reconocido como tal en todo el ámbito de la eurozona. El interés sobre ese debate llevó a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) a crear un Grupo de Trabajo ("High-Level Task Force on Safe Assets") cuyas conclusiones acaban de ser publicadas en un reciente documento.

En el mismo se aboga por la creación de un activo sintético (*security*) mediante una cesta de bonos soberanos emitidos por los países de la eurozona, con ponderaciones similares a las que rigen en la cuota ante el Banco Central Europeo, y contando con un tramo *junior*, que absorbería primeras pérdidas, de tal manera que el tramo senior restante tuviese un perfil riesgo cero (equivalente a un *rating* AAA).

La puesta en marcha de ese nuevo instrumento sintético como representativo del *safe asset* de la eurozona, es una pieza fundamental y complementaria del tratamiento regulador de las exposiciones soberanas. Concretamente, el Grupo de Trabajo concluye que esos nuevos valores sintéticos (SBBS) no tendrían mercado, ni demanda potencial, si no se equipara su tratamiento regulador al de las exposiciones soberanas, y a tal respecto propone que, o bien se otorgue a los SBBS el actual tratamiento favorable de la deuda soberana o, en caso contrario, se elimine ese trato favorable a esta última.

Pero, siendo importantes y complementarios ambos aspectos (lanzamiento de SBBS y tra-

tamiento regulatorio de la deuda soberana), es evidente que la finalización de la unión bancaria requiere de esfuerzos mucho más ambiciosos. Aun admitiendo la deseabilidad de una unión bancaria completa y maximalista, el reconocimiento de su imposibilidad a corto plazo ha llevado a proponer versiones más realistas de la misma. Este es el caso del reciente posicionamiento de *Bruegel Institute* (Schnabel y Véron, 2018) que, a su vez, resume las principales tesis recogidas en el informe de CEPR (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018) también conocido como el "manifiesto franco alemán", por ser un grupo de economistas de ambos países los firmantes del informe. Bajo dicha visión más realista, a la que sin duda nos adherimos, el tratamiento regulatorio de la deuda soberana en los balances bancarios sería una parte integrante de las reformas a acometer en las construcciones de la unión bancaria, en paralelo con otras tres:

- El lanzamiento de los *safe assets* bajo la mencionada fórmula sintética, y con un tratamiento regulatorio similar al de la deuda soberana local.
- La efectiva implantación de un sistema europeo de garantía de depósitos, que garantice de forma homogénea los depósitos en toda la unión bancaria, aunque las aportaciones a realizar por cada banco puedan variar entre bancos en función de sus perfiles de riesgo, y estos puedan diferir entre unos países y otros.
- La eliminación de las restricciones actualmente existentes para una gestión centralizada (*pool*) de la solvencia y liquidez en bancos con filiales en diferentes países europeos, en la medida en que esas restricciones pueden estar frenando la concentración bancaria transfronteriza.

Únicamente en el marco de una reforma de ese calado sería aceptable para el sistema bancario español la imposición de cargas y/o límites a la tenencia de deuda soberana. En todo caso, los posibles periodos transitorios que se acometiesen en la mencionada reforma deberían también res-

petar el principio integral e interconectado de la misma, de tal manera que el calendario de implantación (*phased in*) de posibles cargas y/o límites a la deuda soberana en los balances bancarios fuese paralelo al de implantación de los *safe assets*, así como al de implantación del mecanismo europeo de garantía de depósitos.

Referencias

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2017), The regulatory treatment of sovereign exposures, *Discussion paper*.

BÉNASSY-QUÉRE, A.; BRUNNERMEIER, M.; ENDERLEIN, H.; FARHI, E.; FRATZSCHER, M.; FUEST, C., e I. SCHNABEL

(2018), *Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform*, Center for Economic Policy Research, Policy Insight No. 91.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (2015), *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*.

— (2018), High Level Task Force on Safe Assets. Sovereign bond-backed securities: a feasibility study, enero.

SCHNABEL, I., y N. VÉRON (2018), Completing Europe's Banking Union means breaking the bank-sovereign vicious circle, VOX CEPR's Policy Portal, 16 de mayo, 2018.

Divulgación de información por parte del gobierno y reacción del mercado de valores: análisis del caso español

Andrea Bafundi*, Claudio Columbano** y Nieves Carrera**

En el presente artículo se examina la reacción del mercado de valores a la divulgación de información económica y fiscal por parte del gobierno. En concreto, se investiga la repercusión de la publicación anual del Programa de Estabilidad (PE) español en los rendimientos, la volatilidad y el volumen de negociación de las empresas cotizadas en España. Los resultados indican que los rendimientos bursátiles son generalmente negativos en torno a la fecha de divulgación de los PE. Este resultado es consistente con el argumento de que los PE revelan “malas” noticias que pueden repercutir negativamente en los flujos de caja futuros de las empresas, o bien revelan información que aumenta la incertidumbre respecto a dichas empresas. Asimismo, hemos observado que el volumen de negociación y la volatilidad son anormalmente elevados tras la publicación del PE español. Ello sugiere que la información divulgada por el gobierno en el PE, antes que rebajar la incertidumbre, la aumenta. Los resultados se examinan a la luz de las teorías sobre la reacción de los mercados de valores a la revelación de información económico-financiera por parte del gobierno.

En un discurso pronunciado el 9 de junio de 2016 en Bruselas, el presidente del Banco Central Europeo (BCE) Mario Draghi planteaba a los dirigentes políticos que “entre las distintas formas de acelerar la consecución de nuestro potencial económico, quizá la más sencilla sea eliminar las incertidumbres que dificultan las decisiones a largo plazo y retrasan la inversión” (Draghi, 2016). La alocución de Draghi hace alusión al papel que pueden desempeñar los gobiernos en atenuar la incertidumbre sobre el rumbo futuro de la polí-

tica económica en tiempos de crisis, en línea con el llamamiento previo del Fondo Monetario Internacional (FMI) a restablecer la confianza en las perspectivas económicas (FMI, 2016). A nuestro juicio, una manera de eliminar la incertidumbre acerca de las decisiones políticas futuras es divulgar información sobre la planificación fiscal. Si esta información revela las expectativas del gobierno o aporta datos sobre sus programas económicos y presupuestarios, esperaríamos que dicha información fuera de interés para los inversores. Aunque

* Universidad Carlos III, Madrid.

** IE Business School, IE University, Madrid.

existen requisitos de divulgación de información tanto para las empresas como para los gobiernos, estos últimos, comparativamente, han sido sometidos a un menor escrutinio, a pesar de su potencial para atenuar la incertidumbre acerca de los presupuestos y del estado futuro de la economía.

En el presente artículo estudiamos la reacción del mercado de valores a la divulgación de información económica por parte del gobierno español de conformidad con los requisitos estipulados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea (UE)¹. En concreto, examinamos si la publicación del Programa de Estabilidad (PE), que el gobierno español remite anualmente a la Comisión Europea (CE), contiene información relevante para los inversores bursátiles que operan en el mercado español, partiendo de la presunción de que la disponibilidad de información sobre la planificación presupuestaria del gobierno puede facilitar la estimación de los flujos de caja futuros de las empresas, propiciando así una reacción en el mercado. A pesar de que estudios previos han examinado las previsiones contenidas en los PE (p.e., Frankel y Schreger, 2013), hasta donde sabemos, ningún trabajo anterior ha analizado empíricamente el efecto de tales previsiones en el mercado bursátil². Asimismo, Pástor y Veronesi (2013: 544) apelan a profundizar en la investigación de la relación entre los anuncios del gobierno y el precio de los activos tras constatar que la evidencia existente hasta la fecha no es definitiva. En su opinión, la realización de “nuevos estudios sobre el papel del gobierno en la fijación del precio de los activos está plenamente justificada”.

La literatura sobre la relevancia valorativa de la información macroeconómica ha demostrado que ciertos indicadores como la tasa de inflación, los datos del mercado laboral y las decisiones de política monetaria se trasladan al precio de las acciones

(p.e., Savor y Wilson, 2013). Las investigaciones previas también sugieren que la relación entre la información económica agregada y la rentabilidad en el mercado viene determinada por su oportunidad relativa (*timeliness*) y por su capacidad de predecir variables como el crecimiento del PIB, la inflación y las tasas de descuento (Gilbert *et al.*, 2017). Sin embargo, estos estudios no analizan el efecto de la divulgación de información fiscal por parte del gobierno. El modelo teórico de Pástor y Veronesi (2012) asume que a los inversores les interesa la información divulgada por los gobiernos siempre y cuando esta no sea perfectamente predecible de antemano –por ejemplo, si los gobiernos tienen razones encubiertas para optar por ciertas políticas–. Lundtofte y Leoni (2014) sostienen además que, bajo el supuesto de que los gobiernos están mejor informados sobre las perspectivas económicas, las señales que emiten pueden enriquecer la información de que disponen los inversores. Empíricamente, la solidez de estos argumentos no ha sido contrastada, particularmente en el contexto de la política fiscal.

El objetivo de este trabajo es contribuir a esta línea de investigación estudiando la reacción del mercado de valores a la divulgación de información recurrente sobre las perspectivas fiscales y económicas aportada por el gobierno español en el Plan de Estabilidad (PE). A tal fin, examinamos la reacción en los precios de las acciones, el volumen negociado y la volatilidad de los rendimientos, en tanto que abarcan distintas dimensiones de la reacción del mercado. Mientras que la rentabilidad refleja la revisión media de las creencias de los inversores sobre la liquidez futura de las empresas, el volumen negociado refleja las diferencias existentes en las expectativas de los inversores de forma individual, proporcionando así un mayor conocimiento del mecanismo subyacente que está detrás de los movimientos del mercado

¹ El PEC fue aprobado en 1997 por los gobiernos de la UE con el fin de que estos se comprometiesen a adoptar políticas presupuestarias sostenibles que permitieran alcanzar una posición financiera subyacente “próxima al equilibrio o de excedente” (BCE, 1999: 45).

² Nuestro estudio comparte el espíritu del análisis realizado por McMenamin, Breen y Muñoz-Portillo (2015) sobre las reacciones de los bonos del gobierno a los anuncios de austeridad en la eurozona. Sus resultados señalan que la austeridad presupuestaria, antes que potenciar la confianza en los bonos estatales, propicia un aumento de la rentabilidad de los bonos.

(Cready y Hurtt, 2002; Bamber, Barron y Stevens, 2011). Asimismo, la volatilidad de los rendimientos bursátiles resulta clave para comprender la mecánica de fijación del precio de los activos –p.e., las estrategias de inversión basadas en la volatilidad pueden deparar rendimientos anormales significativos–.

En el siguiente apartado, se describe el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y el Programa de Estabilidad (PE) de la UE, y se proporciona información acerca de los PE remitidos por el gobierno español. A continuación, se describen los datos y la metodología. En los apartados siguientes se presentan y discuten los resultados empíricos. El último apartado contiene un resumen de los resultados, así como sugerencias para futuras investigaciones empíricas.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) consiste en un conjunto de normas aprobadas por los gobiernos de los países miembros de la UE en 1997, “destinadas a garantizar que los países de la UE se comprometan a mantener unas finanzas públicas saneadas y a coordinar sus políticas fiscales”³. El pacto diseñaba un marco de supervisión multilateral de políticas presupuestarias destinado a fomentar políticas fiscales sostenibles que contribuyesen a consolidar el crecimiento económico en la UE. Conforme al PEC, los Estados miembros deben divulgar y remitir anualmente a la Comisión Europea (CE) información acerca de sus programas fiscales. La información se compila en el documento denominado “Programa de Estabilidad” (PE)⁴. Este marco regulador establece un sistema preventivo de supervisión previa y correc-

ción *a posteriori* de los programas fiscales basado en los datos aportados por los Estados miembros. En concreto, permite a las instituciones comunitarias hacer advertencias con antelación a aquellos Estados miembros que corren el riesgo de incurrir en un déficit excesivo, así como estimular el ahorro financiero en períodos de expansión económica para que actúe de colchón en tiempos de recesión económica (BCE, 1999). El PEC se basa en las obligaciones mutuas de los Estados miembros, la CE y el Consejo de la UE. Los Estados miembros se comprometen a divulgar y someter a evaluación sus programas presupuestarios, con miras a alcanzar a medio plazo una posición presupuestaria próxima al equilibrio, o bien de superávit. Un presupuesto equilibrado se considera requisito fundamental para evitar déficits excesivos que lleven al incumplimiento de las obligaciones dispuestas en el Tratado de Maastricht. La función de la CE es proporcionar la asesoría técnica de sus expertos y hacer recomendaciones al Consejo sobre la pertinencia de las políticas presupuestarias. A su vez, el Consejo evalúa las recomendaciones de la CE relativas al riesgo de que las políticas presupuestarias de los Estados miembros no se adecúen a los requisitos contemplados en el Tratado.

El PEC estipula el contenido general del PE. Cada PE debe proporcionar información sobre los objetivos presupuestarios, su grado de conformidad con el objetivo presupuestario a medio plazo, y la trayectoria prevista de la ratio de deuda. También debe presentar los principales supuestos utilizados para la estimación de las previsiones incluidas en el documento, ciertas variables económicas relevantes (tasa de crecimiento real del PIB, indicadores de empleo, inflación e inversión pública), así como una descripción de las políticas a adoptar y de su contribución al logro del equi-

³ La cita procede del sitio web de la UE: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en. Las reglas del PEC han sido modificadas en tres ocasiones, si bien el objetivo de fomentar políticas presupuestarias saneadas ha permanecido inalterado, a grandes rasgos, desde la firma del Pacto. Accediendo al enlace puede obtenerse información adicional al respecto.

⁴ Los gobiernos de los países que no pertenecen a la eurozona publican sus programas con el nombre de “Programa de Convergencia”. Ambos documentos son muy similares, difiriendo en los requisitos adicionales fijados por áreas, como la política de tipos de cambio. En aras de la sencillez, denominaremos “Programa de Estabilidad” (PE) tanto el “Programa de Estabilidad” propiamente dicho como el “Programa de Convergencia”.

Cuadro 1

Fechas de divulgación de los programas de estabilidad (PE) españoles – Período 1998-2015

Número de PE (Período)	Fecha de recepción del PE en la CE	Fecha de publicación del PE según Thomson-Reuters	Diferencia (3)-(2) (en días)	Fecha de publicación	Día de la semana
1 (1998-2002)	30 de diciembre de 1998	28 de diciembre de 1998	-2	28 de diciembre de 1998	Lunes
2 (1999-2003)	25 de enero de 2000	n.a.	n.a.	25 de enero de 2000	Martes
3 (2000-2004)	23 de enero de 2001	19 de enero de 2001	-4	19 de enero de 2001	Viernes
4 (2001-2005)	9 de diciembre de 2001	12 de diciembre de 2001	3	12 de diciembre de 2001	Miércoles
5 (2002-2006)	27 de diciembre de 2002	20 de diciembre de 2002	-7	20 de diciembre de 2002	Viernes
6 (2003-2007)	12 de enero de 2004	9 de enero de 2004	-3	9 de enero de 2004	Viernes
7 (2004-2008)	23 de diciembre de 2004	n.a.	n.a.	23 de diciembre de 2004	Jueves
8 (2005-2009)	30 de diciembre de 2005	30 de diciembre de 2005	0	30 de diciembre de 2005	Viernes
9 (2006-2010)	22 de diciembre de 2006	22 de diciembre de 2006	0	22 de diciembre de 2006	Viernes
10 (2007-2011)	21 de diciembre de 2007	21 de diciembre de 2007	0	21 de diciembre de 2007	Viernes
11 (2008-2012)	16 de enero de 2009	16 de enero de 2009	0	16 de enero de 2009	Viernes
12 (2009-2013)	1 de febrero de 2010	29 de enero de 2010	-3	29 de enero de 2010	Viernes
13 (2010-2014)	29 de abril de 2011	29 de abril de 2011	0	29 de abril de 2011	Viernes
14 (2011-2015)	30 de abril de 2012	n.a.	n.a.	30 de abril de 2012	Lunes
15 (2012-2016)	30 de abril de 2013	26 de abril de 2013	-4	26 de abril de 2013	Viernes
16 (2013-2017)	30 de abril de 2014	30 de abril de 2014	0	30 de abril de 2014	Miércoles
17 (2014-2018)	30 de abril de 2015	30 de abril de 2015	0	30 de abril de 2015	Jueves

Nota: Habida cuenta de que la fecha de remisión del PE puede no coincidir con la fecha de su publicación, utilizamos la aplicación “Newsroom” de Thomson Reuters para estimar cuándo se pone la información efectivamente a disposición de los inversores. EIKON, de Thomson Reuters, ofrece una cobertura diaria de las noticias más importantes publicadas por Reuters y otras agencias relativas a diversos asuntos, incluida información sobre política presupuestaria gubernamental. Para el caso que nos ocupa, hemos realizado una búsqueda de todas las noticias que contenían las palabras “Programa de Estabilidad”, “Informe de Estabilidad” y “Plan de Estabilidad”, en un período comprendido entre el primer día del mes anterior al de la remisión del PE a la CE y el día en que el Consejo publica sus recomendaciones, recogidas en el sitio web de la CE. La columna 3 indica las fechas de publicación del PE ofrecidas por Thomson Reuters. La diferencia (en días) entre la recepción del documento en la CE y la divulgación de la noticia en Thomson Reuters se consigna en la columna 4. En media, la fecha de publicación precede a las de aprobación por el Consejo de Ministros y remisión en 1,4 días, lo cual resulta del leve retraso con que el gobierno español remite el documento a la CE, o bien del hecho de que Reuters tenga acceso al PE antes de su envío o aprobación. Dado nuestro interés en las reacciones del mercado, damos prioridad a la información de Reuters, adoptando como fecha del evento (*event date*) las fechas de publicación que refiere Thomson Reuters, cuando estas están disponibles; en caso contrario, utilizamos la fecha de remisión que registra la CE (véase la columna 5). Según refleja la columna 6, el día más habitual de publicación es el viernes, y como se desprende de nuestra búsqueda de noticias, la publicación se hace a menudo tras la hora de cierre del mercado. Así pues, la reacción a la publicación del PE no suele producirse el mismo día, sino más bien el siguiente día hábil en el mercado bursátil (en previsión de posibles errores de medición, se calcularon los resultados para varios intervalos).

Fuentes: Comisión Europea, Thomson Reuters y elaboración propia.

libro presupuestario. Por último, el documento debe incluir un análisis de sensibilidad para mostrar cómo afectarían hipotéticos cambios en los supuestos de partida a las previsiones fiscales. El PE presentado en el año t , debe presentar información presupuestaria de los años $t-1$, t , $t+1$, $t+2$ y $t+3$. La regulación establece asimismo el plazo para la remisión del PE. Hasta 2009, los PE se remitían entre mediados de octubre y principios de diciembre de cada año; desde 2011, se remiten hacia finales de abril⁵.

El primer PE español, correspondiente al período de 1998-2002, lo recibió la CE el 30 de diciembre de 1998. Conforme a lo requerido, el documento contenía una descripción de la política económica llevada a cabo por el gobierno durante el período 1997-1998. Además, proporcionaba información acerca de los objetivos de política económica a corto y medio plazo, así como proyecciones presupuestarias y económicas para el período 1999-2002, incluyendo un análisis de sensibilidad en el caso de que se produjera una modificación de los supuestos sobre la tasa de crecimiento y los tipos de interés. Por último, incluía información sobre el impuesto sobre la renta de las personas físicas, futuras medidas de reforma estructural, y ciertos datos estadísticos (p.e., evolución de la ratio deuda/PIB). El 25 de enero de 2000, el gobierno español remitió a la CE el segundo PE, con información sobre la evolución reciente de la economía española y una actualización de las proyecciones económicas y presupuestarias.

El cuadro 1 contiene información sobre las fechas de remisión del PE por el gobierno español entre 1998 y 2015. Las columnas 1 y 2 indican, respectivamente⁶, el período que cubre cada PE y las fechas de recepción del documento en la CE. A excepción del PE correspondiente al período de 2009-2013, hasta 2011, el

gobierno remitía el PE en diciembre o enero. El gobierno español ha sobrepasado la fecha límite de fin de año para la remisión en varias ocasiones (p.e., con ocasión de los PE para los períodos 1999-2003 (25 de enero de 2000) y 2000-2004 (23 de enero de 2001)). Tras los cambios introducidos para instaurar el Semestre Europeo y la armonización de los plazos de planificación de las reformas fiscales y estructurales, desde 2011 el gobierno español viene remitiendo el PE en torno al 30 de abril.

Datos y metodología

Para la investigación de las reacciones del mercado a la publicación de los PE, hemos utilizado datos diarios de precios y volumen de acciones negociadas, considerando las acciones en circulación de empresas cotizadas en el mercado de valores español entre 2000 y 2015. Todos los datos se han extraído de *Compustat Global-Security Daily* a través de WRDS. Para mitigar el efecto de posibles observaciones extremas, consideramos como “valores faltantes” (*missing data*) los datos de volumen y rendimiento cuando estos últimos quedan fuera del rango definido por los percentiles 1º y 99º de su distribución, y cuando el precio al cierre sea inferior a un euro. La muestra final incluye 1.048 observaciones y 193 empresas distintas. Las fechas de publicación consideradas se han explicado en la sección anterior (véase el cuadro 1).

Los rendimientos de las acciones se calculan a partir de los precios diarios, ajustados por decisiones empresariales que hayan podido repercutir en los mismos (p.e., Ball, Kothari y Robin, 2000). De acuerdo con Cready y Hurtt (2002), calculamos el volumen como el logaritmo natural de la ratio de acciones negociadas sobre el total de acciones en circulación,

⁵ Los requisitos de información del PEC se han ido actualizando con el tiempo mediante una serie de códigos de conducta. El código de conducta específica, entre otras cosas, el contenido y formato de los PE, los criterios de medición de los agregados económicos, y qué proyecciones son obligatorias y cuáles voluntarias. El último código de conducta puede consultarse en: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9344-2017-INIT/en/pdf>

⁶ La información ha sido extraída del sitio web de la CE dedicado al PEC.

más una pequeña constante⁷. La volatilidad se mide como la desviación estándar de los rendimientos. Los índices diarios de rentabilidad y volumen para el mercado español se calculan como la media ponderada de los rendimientos y volumen diarios, haciéndose la ponderación en función del valor de capitalización de las empresas que integran la muestra. Los rendimientos anormales (tanto teniendo en cuenta su signo como en valor absoluto), los volúmenes anormales y la volatilidad anormal se calculan para cada día considerando un intervalo o ventana temporal de estudio del evento (*período del evento*; en inglés, *event window*) de $[-10, +10]$; esto es, una ventana de diez días antes y hasta diez días después de la fecha de publicación del PE. Para la medición de los rendimientos esperados, los volúmenes y la volatilidad, se establece un intervalo o ventana de estimación (*período de estimación*, en inglés *estimation window*) de 200 días previos al primer día incluido en el período del evento. Únicamente se consideran las observaciones que contienen datos válidos de rendimiento y volumen para todos los días incluidos en los períodos del evento y de estimación.

Los rendimientos anormales de la empresa i el día t (rendimientos anormales $_i$) se calculan como los residuos de un modelo de mercado. Este modelo de mercado predice los rendimientos diarios en el período del evento a partir de una regresión lineal de la rentabilidad para cada empresa en el que se incluye una constante y el rendimiento de la cartera del mercado. Siguiendo a Cready y Hurtt (2002), calculamos los rendimientos anormales en valor absoluto (rendimientos anormales absolutos $_i$) como la diferencia entre el valor absoluto del rendimiento ajustado al mercado (*market-adjusted return*) para cada día t del período del evento, menos la media del valor absoluto del rendimiento ajustado al mercado en el período de estimación, dividido por la desviación estándar del rendimiento ajustado al mercado durante el período de estimación. De acuerdo con Bamber, Barron y Stober (1997), los

volúmenes anormales (volúmenes negociados anormales $_i$) se calculan como la diferencia entre los volúmenes observados cada día incluido en el período del evento y la mediana del volumen negociado durante el período de estimación. Esta última es la mediana resultante de los 67 intervalos de tres días consecutivos que conforman el período de estimación. Para el contraste estadístico, calculamos el volumen de negociación anormal siguiendo a Cready y Hurtt (2002), como se explica en el cuadro 2. La volatilidad anormal (volatilidad anormal $_i$) es la desviación estándar de los rendimientos en el período del evento, menos la desviación estándar de los rendimientos en el período de estimación (Billings, Jennings y Lev, 2015).

Resultados empíricos

Los gráficos 1, 2 y 3 reflejan la media de los movimientos diarios de los rendimientos anormales, de los volúmenes negociados anormales y de la volatilidad anormal en torno a la fecha del evento –esto es, el día 0 corresponde a la publicación del PE–. Los gráficos muestran sistemáticamente que el mercado reacciona a la divulgación de información el siguiente día de actividad bursátil, debido a que la publicación se hace tras el cierre del mercado y/o a cierto grado de ineficiencia del mercado. Tal y como se observa en el gráfico 1 los rendimientos pasan de positivos a negativos los tres días anteriores a la fecha del evento ($t=0$), para alcanzar su punto más bajo el día $t+1$. El gráfico 2 muestra los rendimientos anormales en valores absolutos: estos empiezan a reducirse dos días antes de la divulgación de información, alcanzando el valor más bajo el día $t+1$, e iniciando a partir de ese momento una tendencia ascendente que se mantiene hasta seis días después de la fecha de publicación del PE. La reacción de los volúmenes anormales se muestra en el gráfico 3: la ratio de acciones negociadas sobre el total de acciones en circulación aumenta hasta el día

⁷ La adición de una pequeña constante (igual a 0,000255) tiene por objeto evitar el logaritmo en base cero (Cready y Hurtt, 2002: 896).

Gráfico 1

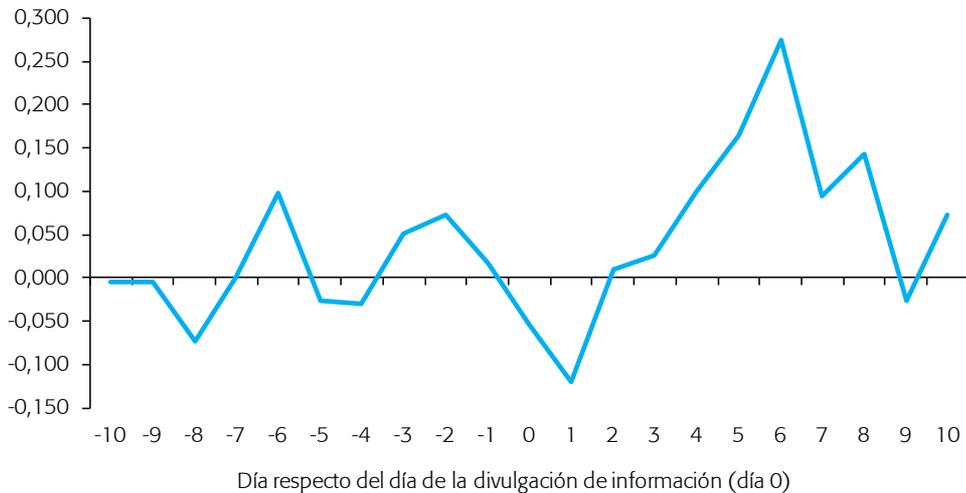
Rendimientos anormales medios



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 2

Rendimientos anormales absolutos medios



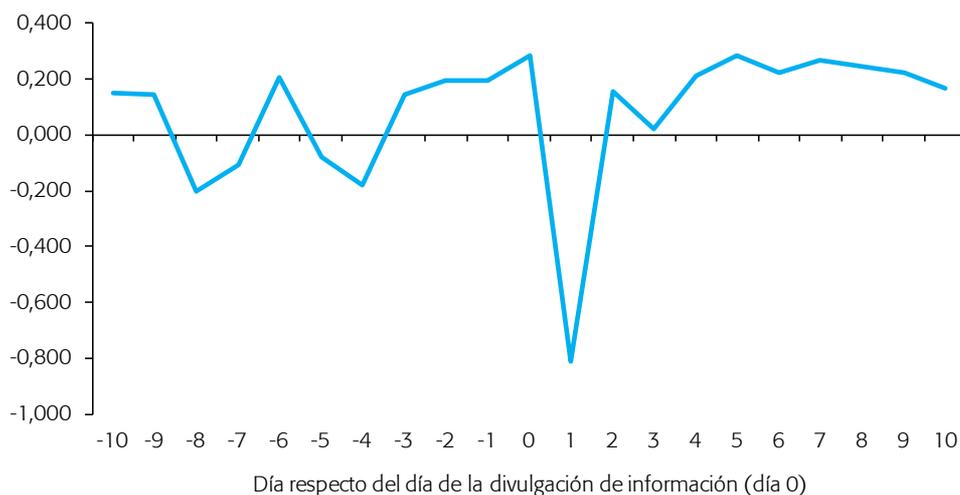
Fuente: Elaboración propia.

de divulgación de información ($t=0$), y disminuye considerablemente el día $t+1$, volviendo a su valor previo a partir del día siguiente ($t+2$) y manteniéndose relativamente estable a partir de ese momento.

Con el fin de valorar la significación estadística de estos resultados, contrastamos empíricamente si existen diferencias significativas entre los rendimientos anormales acumulados, el volumen anormal acumulado y la volatilidad anormal antes,

Gráfico 3

Volúmenes negociados anormales medios



Fuente: Elaboración propia.

durante y después de la publicación del PE. En el cuadro 2 se presentan los resultados. Hemos utilizado tanto intervalos simétricos como asimétricos para el período del evento con el objetivo de facilitar la identificación de la reacción del mercado. Indicando con $t=0$ la fecha de publicación del PE, la columna A muestra los resultados obtenidos en intervalos simétricos alrededor de la fecha de publicación del PE, que van de $[t-1; t+1]$ a $[t-10; t+10]$. Las columnas B y C muestran los resultados obtenidos en intervalos asimétricos que abarcan los días anteriores y posteriores a la divulgación de información respectivamente.

En el intervalo simétrico que comprende los días más próximos a la publicación de la información $[-1; +1]$ se dan rendimientos anormales negativos y estadísticamente significativos. El volumen negociado anormal y la volatilidad son positivos y estadísticamente significativos considerando los niveles de confianza convencionales (ver columna A). En intervalos más amplios se dan por lo general rendimientos anormales positivos y negativos que no son estadísticamente diferentes a cero. Por el contrario, tanto

el volumen de negociación como la volatilidad son anormalmente altos en todos los intervalos, a excepción del volumen anormal positivo pero no significativo en el intervalo $[-10; +10]$. Ambas variables alcanzan su valor más alto en el intervalo $[-1; +1]$, justo en torno al día de la divulgación de información⁸.

La columna B muestra los resultados de los días que preceden a la publicación del PE. Se observan rendimientos anormales, que no son estadísticamente diferentes a cero, lo cual indica que la rentabilidad no se ve afectada los días precedentes a la divulgación de la información. De igual forma, el volumen negociado anormal no es estadísticamente diferente a cero en los siguientes intervalos: $[-1; 0]$ y $[-4; 0]$. No obstante, puede constatar que los inversores hacen más transacciones de lo habitual los dos días inmediatamente anteriores a la divulgación del PE (los valores medios de los intervalos $[-1; 0]$ y $[-2; 0]$ son estadísticamente diferentes a cero). Asimismo, documentamos un nivel monótonamente creciente de volatilidad –de 0,0017 a 0,0029– a medida que se acerca la fecha de divulgación.

⁸ El volumen anormal de actividad bursátil previo a la divulgación de la información puede ser indicativo de un error de medición la fecha de la divulgación. Sin embargo, un volumen positivo antes de una divulgación ya programada puede obedecer también a la adquisición de información privada (Kim y Verrecchia, 1991). Véase más adelante.

Cuadro 2

Estudios de evento (*event studies*) – Medidas acumulativas – Período 2000-2015

	Columna A		Columna B		Columna C	
	Media	Estad-t	Media	Estad-t	Media	Estad-t
	[-1:+1]		[-1:0]		[0:+1]	
Rendimientos anormales	-0,001	-1,84	0,000	-0,15	-0,002	-2,72
Rendimientos anormales absolutos	-0,149	-2,36	-0,032	-0,67	-0,165	-3,29
Volúmenes negociados anormales	0,143	1,95	0,117	2,14	0,090	1,65
Volatilidad anormal	0,003	13,05	0,003	12,78	0,003	11,59
	[-2:+2]		[-2:0]		[0:+2]	
Rendimientos anormales	-0,002	-2,07	0,000	0,31	-0,003	-3,48
Rendimientos anormales absolutos	-0,051	-0,57	0,048	0,75	-0,146	-2,17
Volúmenes negociados anormales	0,285	2,48	0,176	2,33	0,173	2,19
Volatilidad anormal	0,002	13,52	0,002	12,54	0,002	12,4
	[-3:+3]		[-3:0]		[0:+3]	
Rendimientos anormales	-0,001	-0,70	0,001	1,05	-0,002	-2,40
Rendimientos anormales absolutos	0,031	0,26	0,092	1,19	-0,109	-1,34
Volúmenes negociados anormales	0,320	2,15	0,091	0,98	0,294	2,98
Volatilidad anormal	0,002	14,32	0,002	13,01	0,002	13,87

Cuadro 2 (continuación)

Estudios de evento (*event studies*) – Medidas acumulativas – Período 2000-2015

	Columna A		Columna B		Columna C	
	Media	Estad-t	Media	Estad-t	Media	Estad-t
	[-4;+4]		[-4;0]		[0;+4]	
Rendimientos anormales	-0,001	-0,58	0,001	0,74	-0,002	-1,93
Rendimientos anormales absolutos	0,114	0,84	0,063	0,73	0,003	0,04
Volúmenes negociados anormales	0,500	2,83	0,066	0,63	0,498	4,24
Volatilidad anormal	0,002	15,66	0,002	13,34	0,003	15,68
	[-5;+5]		[-5;0]		[0;+5]	
Rendimientos anormales	-0,003	-2,11	-0,001	-0,83	-0,003	-2,31
Rendimientos anormales absolutos	0,256	1,61	0,037	0,37	0,171	1,56
Volúmenes negociados anormales	0,541	2,64	0,036	0,30	0,569	4,24
Volatilidad anormal	0,002	16,56	0,002	14	0,003	16,38
	[-10;+10]		[-10;0]		[0;+10]	
Rendimientos anormales	-0,002	-1,09	-0,002	-1,69	0,000	-0,21
Rendimientos anormales absolutos	0,862	3,29	0,058	0,38	0,756	4,40
Volúmenes negociados anormales	0,488	1,46	-0,158	-0,85	0,711	3,32
Volatilidad anormal	0,002	17,44	0,002	14,65	0,003	17,63
Número de observaciones	1.048		1.048		1.048	

Nota: Los *rendimientos anormales* se calculan mediante un modelo de mercado que predice los rendimientos diarios de la empresa i durante el período del evento utilizando la constante y la beta estimadas para el período de estimación y un índice de mercado. El rendimiento anormal es la diferencia entre los rendimientos observados y los rendimientos previstos. Los *rendimientos anormales absolutos* se calculan, de acuerdo con Cready y Hurr (2002: 897), como la diferencia entre rendimiento ajustado al mercado (*market-adjusted return*) en valor absoluto para cada día t del período del evento y la media del rendimiento ajustado al mercado (en valor absoluto) en el período de estimación, dividido por la desviación estándar del rendimiento ajustado al mercado para el período de estimación. El *volumen negociado anormal* para la empresa i se calcula como la diferencia entre el volumen de cada día t en el período del evento y su valor esperado, el cual se obtiene a partir de un modelo de mercado. Esta diferencia entre el volumen observado y el previsto se escala por la desviación estándar de los residuos en el período de estimación. La *volatilidad anormal* se calcula como la diferencia entre la desviación estándar de los rendimientos de la empresa i durante los períodos del evento y la desviación estándar durante el período de estimación. Todas las mediciones para los días incluidos en el período del evento se suman, obteniéndose las medidas anormales acumulativas que se muestran en el cuadro. La muestra incluye datos diarios de las empresas con valores presentes para todas las variables.

Fuentes: Archivos de *Compustat Global* - *Daily Security* y elaboración propia.

Por último, la columna C refleja la reacción del mercado tras la divulgación de información. Los resultados indican una reacción persistente a la información contenida en el PE. Los rendimientos anormales son por lo general negativos hasta el día $t+5$. Tras la divulgación de información, se observa un considerable aumento del volumen negociado. Asimismo, la volatilidad anormal se mantiene en valores positivos, siendo estadísticamente diferente a cero, los días posteriores a la publicación del PE.

La reacción del mercado a la publicación del PE

En líneas generales, los resultados que hemos obtenido indican que los días en torno a la divulgación del PE se caracterizan por movimientos anormales en el mercado. En primer lugar, los rendimientos bursátiles son generalmente negativos los días posteriores a la publicación del PE. Este resultado concuerda con el argumento de que el PE contenga, en media, “malas” noticias, esto es, información indicativa de que la liquidez futura de las empresas podría ser inferior a la prevista antes de la divulgación de esta información por parte del gobierno. Este argumento vinculado a “los flujos de caja” se deriva de los modelos convencionales de revelación de información, según los cuales los inversores se valen de las señales que emiten las instituciones públicas para revisar sus expectativas

Los días en torno a la divulgación del Programa de Estabilidad (PE) se caracterizan por movimientos anormales en el mercado. Los rendimientos bursátiles son generalmente negativos los días posteriores a la publicación de PE, resultado que concuerda con el argumento de que contenga, en media, “malas” noticias, de modo que la liquidez futura de las empresas podría ser inferior a la prevista con anterioridad.

respecto a la solidez de las empresas (Verrecchia, 2001). En aquellas situaciones en las que la divul-

gación de información por parte del gobierno pueda sugerir que los flujos de caja futuros serán inferiores a lo esperado, los precios de las acciones descienden, generando rentabilidades negativas. Una potencial explicación alternativa de la presencia de rendimientos anormales negativos se derivaría de la consideración de las tasas de descuento. Estas se incrementarían como resultado de la mayor incertidumbre sobre los flujos de caja futuros de las empresas que se produciría como consecuencia, por ejemplo, de cambios anunciados por el gobierno respecto a las políticas públicas futuras (Pástor y Veronesi, 2012). Si los PE anuncian cambios en la política fiscal y en las proyecciones de gasto y los inversores no son capaces de prever la repercusión de tales cambios en los flujos de caja futuros de las empresas, la mayor incertidumbre conllevaría un aumento de las tasas de descuento, que, a su vez, se traduciría en una disminución del precio de las acciones.

El volumen negociado y la volatilidad de los rendimientos son anormalmente elevados los días de publicación del Programa de Estabilidad (PE) y siguientes, resultado que es consistente con el argumento de que el PE da lugar a una revisión de las expectativas individuales, pero apuntando a una falta de consenso en la valoración de las empresas a la vista de los nuevos datos.

En segundo lugar, documentamos que el volumen negociado y la volatilidad de los rendimientos son anormalmente elevados los días de publicación y siguientes. Este hallazgo es consistente con el argumento de que el PE genera mayor incertidumbre. Mientras los rendimientos reflejan el grado medio de cambio en las expectativas de los inversores, las reacciones en términos de volumen negociado aportan información sobre la revisión de las expectativas individuales desencadenada por la divulgación de información, apuntando a una falta de consenso en la valoración de las empresas a la vista de los nuevos datos. Las revisiones de expectativas individuales pueden obedecer bien a diferencias en la precisión de la información pri-

vada previa a la divulgación, o bien a discrepancias entre los inversores respecto a sus implicaciones (Bamber, Barron y Stevens, 2011). La adquisición de información privada es más probable cuando se sabe con antelación que se va a producir la revelación de información. En estos casos, la divulgación de información esperada puede generar un mayor volumen negociado porque algunos inversores pueden lograr tener acceso a la información privada antes de que se produzca su divulgación (Kim y Verrecchia, 1991). Cuando la información, por fin, se difunde, las transacciones aumentan porque no todos los inversores tienen la misma capacidad de recabar información. La volatilidad anormal y creciente antes de la divulgación de información por parte del gobierno que muestran nuestros resultados respalda esta afirmación, así como la predicción de Pástor y Veronesi (2012) de que las noticias sobre cambios de políticas deberían hacer más volátiles los rendimientos bursátiles. El mayor grado de volatilidad anormal (0,0029) se ha observado en el día previo a la divulgación de información. Las discrepancias acerca de las consecuencias de la información divulgada en el PE pueden también suscitar revisiones de las expectativas individuales, generando mayores volúmenes de negociación y más volatilidad en el mercado. De acuerdo con Lundtofte y

La combinación de rendimientos negativos y volúmenes negociados positivos sugiere que las acciones suelen negociarse a precios más bajos cuando el gobierno esboza su planificación fiscal. Todo ello sugiere que los Programas de Estabilidad revelan cambios significativos en las intenciones políticas, que sin embargo se interpretan de forma asimétrica por los participantes en el mercado.

Leoni (2014), si asumimos que el gobierno está mejor informado sobre el futuro de la situación económica, y que los inversores tienen creencias heterogéneas debido a su distinto grado de confianza en la información aportada por el gobierno, es de esperar que los inversores discrepen en la

interpretación de la información obtenida del PE, lo que puede dar lugar a una mayor actividad en el mercado.

En general, los resultados obtenidos indican que la publicación de los PE tiene contenido informativo, como corresponde a la capacidad de los gobiernos de influir en las expectativas de los inversores revelando información privada acerca de la política presupuestaria. Estos datos corroboran estudios previos en los que se sugiere que las proyecciones fiscales de los gobiernos aumentan el potencial predictivo de los modelos de previsión fiscal en aquellos países donde los ingresos fiscales son volátiles (Paredes, Pérez y Pérez-Quirós, 2015), y de que las proyecciones fiscales de los gobiernos incorporan información privada (Merola y Pérez, 2013). La presencia de volúmenes de actividad bursátil anormales en torno a la fecha de la divulgación de información, así como la volatilidad mayor de lo normal en la mayoría de los intervalos simétricos, parecen apuntar que los días de publicación del PE generan discrepancias entre los inversores. Por otra parte, la revisión uniforme de las creencias del mercado, como se observa en el comportamiento de los rendimientos anormales, se hace especialmente visible en los intervalos (ventanas) más cortos en torno a la fecha del evento. La combinación de rendimientos negativos y volúmenes negociados positivos sugiere que las acciones suelen negociarse a precios más bajos cuando el gobierno esboza su planificación fiscal. La reacción negativa de las acciones en el mercado español en torno a la fecha de la publicación de los PE del gobierno español, así como el aumento del volumen de negociación y de la volatilidad, concuerdan con el modelo propuesto por Pástor y Veronesi (2012), que parte de la presunción de que los PE revelan cambios significativos en las intenciones políticas. Aun siendo plausible, esta hipótesis precisa confirmación en estudios ulteriores, pues aquí no hemos examinado el *contenido* divulgado en cada uno de los PE publicados. Por último, los datos indican que los PE españoles no logran reducir el grado de asimetría informativa entre todos los participantes en el mercado.

Conclusiones

En el presente estudio hemos examinado los movimientos del mercado en términos de rendimientos, actividad bursátil y volatilidad de las acciones, para obtener una visión holística de la interpretación que hace el mercado de la información contenida en los PE publicados por el gobierno español. Los resultados muestran que los PE tienen, en efecto, contenido informativo. En particular, hemos constatado que, mientras la rentabilidad de las acciones se reduce los días en torno a la divulgación pública de la información, el volumen negociado y la volatilidad de los rendimientos bursátiles aumentan. La respuesta del mercado a los PE observada en el caso del mercado español parece indicar que la información proporcionada por el gobierno no reduce la incertidumbre ni la asimetría informativa existente en el mercado.

Hemos de reconocer ciertas limitaciones de nuestro enfoque empírico. En primer lugar, no podemos determinar si la reacción del mercado se debe a que la información afecta a los flujos de caja futuros, a las tasas de descuento, o a ambos factores. Asimismo, a pesar de que los datos indican que los PE albergan contenido informativo, no estamos en disposición de determinar qué información concreta suscita las reacciones de los inversores. Los PE contienen información cualitativa sobre la estrategia fiscal española y sus iniciativas de reforma, así como proyecciones cuantitativas de agregados económicos y fiscales. En investigaciones futuras podría estudiarse qué elemento del PE explica mejor las tendencias observadas en el mercado. En segundo lugar, como en todo estudio de eventos (*event study*), no puede descartarse que ciertos anuncios concurrentes con potencial efecto en el mercado de valores condicionen nuestros resultados. Si bien examinamos la revelación de información durante el período 2000-2015, es plausible que otros anuncios con revelación de información relevante y sistémica pueden haber llegado al mercado el mismo día de la publicación del PE. No obstante, nuestra constatación de una reacción del mercado los días inmediatamente próximos a las fechas de publicación

supone que esos “otros” anuncios tendrían que ser casi simultáneos a la divulgación de planes fiscales y repercutir de forma simultánea en los precios de las acciones, la volatilidad de la rentabilidad y el volumen de negociación. Por último, hemos llevado a cabo el estudio en un solo país; cabría realizar un análisis similar en múltiples países para comprobar hasta qué punto pueden generalizarse los resultados obtenidos para el caso español.

Referencias

- BALL, R.; KOTHARI, S. P., y A. ROBIN (2000), “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, 29:1-51.
- BAMBER, L. S.; BARRON, O. E., y D. E. STEVENS (2011), “Trading volume around earnings announcements and other financial reports: Theory, research design, empirical evidence, and directions for future research”, *Contemporary Accounting Research*, 28:431-471.
- BAMBER, L. S.; BARRON, O. E., y T. L. STOBBER (1997), “Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements”, *The Accounting Review*, 72:575-597.
- BCE (1999), “The implementation of the Stability and Growth Pact”, *Monthly Bulletin*, mayo: 45-72.
- BILLINGS, M. B.; JENNINGS, R., y B. LEV (2015), “On guidance and volatility”, *Journal of Accounting and Economics*, 60:161-180.
- CREADY, W. M., y D. N. HURTT (2002), “Assessing investor response to information events using return and volume metrics”, *The Accounting Review*, 77: 891-909.
- DRAGHI, M. (2016), “On the importance of policy alignment to fulfil our economic potential”, Text of the 5th Annual Tommaso Padoa-Schioppa Lecture by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Brussels Economic Forum 2016, Bruselas, 9 de junio 2016, <https://www.bis.org/review/r160609g.pdf>
- FMI (2016), *Global Financial Stability Report. Potent Policies for a Successful Normalization*, Washington, DC, U.S.A., International Monetary Fund, Publication Services.

- FRANKEL, J., y J. SCHREGER (2013), "Over-optimistic official forecasts and fiscal rules in the eurozone", *Review of World Economics*, 149: 247-272.
- GILBERT, T.; SCOTTI, C.; STRASSER, G., y C. VEGA (2017), "Is the intrinsic value of a macroeconomic news announcements related to its asset price impact?", *Journal of Monetary Economics*, 92: 78-95.
- KIM, O., y R. VERRECCHIA (1991), "Market reaction to anticipated announcements", *Journal of Financial Economics*, 30: 273-309.
- LUNDTOFTE, F., y P. LEONI (2014), "Growth forecasts, belief manipulation and capital markets", *European Economic Review*, 70: 108-125.
- McMENAMIN, I.; BREEN, M., y J. MUÑOZ-PORTILLO (2015), "Austerity and credibility in the Eurozone", *European Union Politics*, 16: 45-66.
- MEROLA, R., y J. J. PÉREZ (2013), "Fiscal forecast errors: Governments versus independent agencies?", *European Journal of Political Economy*, 32: 285-299.
- PAREDES, J.; PÉREZ, J. J., y G. PÉREZ-QUIROS (2015), "Fiscal targets. A guide to forecasters?", *Working Paper*, European Central Bank.
- PÁSTOR, L., y P. VERONESI (2012), "Uncertainty about government policy and stock prices", *Journal of Finance*, 67: 1219-1264.
- (2013), "Political uncertainty and risk premia", *Journal of Financial Economics*, 110: 520-545.
- SAVOR, P., y M. WILSON (2013), "How Much Do Investors Care About Macroeconomic Risk? Evidence from Scheduled Economic Announcements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48: 343-375.
- VERRECCHIA, R. (2001), "Essays on disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 32: 97-180.

¿Un impuesto sobre las bebidas azucaradas en España? Estimación de elasticidades precio y renta

Desiderio Romero-Jordán* y José Félix Sanz-Sanz**

El sobrepeso es un problema de salud de primer orden que afecta a países tanto desarrollados como en desarrollo. La Organización Mundial de la Salud recomienda la utilización de impuestos y subvenciones que favorezcan las dietas saludables como vía para limitar la ingesta de azúcares añadidos. En este contexto, una decena de países de la Unión Europea —entre los que no se encuentra España— cuentan actualmente con un impuesto sobre las bebidas azucaradas. Utilizando datos de la *Encuesta de Presupuestos Familiares*, este trabajo encuentra para el caso español una elevada respuesta del consumo de tales bebidas al precio con una elasticidad precio superior a la unidad. Estos resultados muestran que los impuestos son una herramienta potencialmente eficaz para reducir su consumo en España. No obstante, es necesario profundizar en los efectos sustitución que generan tales impuestos para tener una medida global de su eficacia.

La ingesta excesiva de calorías, unida a otros hábitos de vida poco saludables como el sedentarismo, conduce inequívocamente al exceso de peso. En sus diferentes niveles —sobrepeso, obesidad y obesidad mórbida— el exceso de peso resulta de una acumulación excesiva de grasa en el cuerpo. En tales casos, el Índice de Masa Corporal (IMC) computado como cociente entre peso y talla al cuadrado, supera respectivamente los umbrales de 25, 30 y 40¹. Dicho exceso de peso está asociado a enfermedades como diabetes, infarto de miocardio o ictus, que generan efectos negativos

para los afectados en términos de reducción en la calidad y esperanza de vida así como de costes económicos y sociales². Sobre estos últimos, se estima, por ejemplo para Estados Unidos, que el coste anual medio por paciente en las personas con exceso de peso supera en media en 1.429 dólares al de las personas con peso normal (Finkelstein *et al.*, 2009).

El porcentaje de población afectada de sobrepeso no ha parado de crecer desde los años sesenta aunque lo ha hecho de forma mucho más

* Universidad Rey Juan Carlos.

** Universidad Complutense de Madrid.

¹ Por ejemplo, un adulto de 1,70 metros estaría al borde del sobrepeso con un peso de 72 kg, entrando en obesidad con 85 kg y en obesidad mórbida con 115 kg.

² Se estima que el 5% de todas las muertes en el mundo son causadas por la obesidad. Asimismo, la obesidad genera a nivel global unos costes económicos equivalentes al 2,8% del PIB mundial, similares al impacto del tabaco, guerras o terrorismo (McKinsey, 2014).

intensa en la última década (OCDE, 2017). Según las cifras de la Organización Mundial de la Salud (OMS), un 39% de la población mundial (1.300 millones de habitantes) tenía sobrepeso en 2016 y de ellos el 13% (650 millones) tenía obesidad. Más del 50% de los obesos del mundo se concentra en diez países –Estados Unidos, China, India, Rusia, Brasil, Méjico, Egipto y Alemania (Taylor y Jacobson, 2016). Solo en Estados Unidos, el sobrepeso alcanza al 70,2% de la población (230 millones) y de ellos el 30,0% tiene obesidad (71 millones) y el 7,7% restante padece obesidad mórbida (16 millones) (U.S. Department of Health and Human Services, 2018). En la UE-28, el sobrepeso alcanza al 51,9% de la población adulta, de ellos el 15,9% padecen obesidad (Eurostat, 2018). El exceso de peso es actualmente un problema de primer orden que afecta a países, tanto desarrollados como en desarrollo, de todos los continentes como por ejemplo Méjico, Costa Rica, Nueva Zelanda, Australia, Sudáfrica, Hungría o Reino Unido donde alrededor de un tercio de la población de más de 15 años es obesa (OCDE, 2017) –en España dicho porcentaje se sitúa alrededor del 17%–.

La Organización Mundial de la Salud defiende la utilización de impuestos y subvenciones como vía para potenciar las dietas saludables y penalizar al mismo tiempo el consumo de comidas y bebidas dañinas para la salud. Una de estas medidas son los impuestos especiales sobre las bebidas no alcohólicas azucaradas, por su potencial capacidad para reducir el consumo de tales productos.

En este contexto, y como antes sucedió con el tabaco, existe una creciente preocupación sobre el impacto negativo que los azúcares añadidos contenidos en alimentos y bebidas tienen sobre la salud³. Tales azúcares añadidos (los llamados azúcares libres⁴) no resultan necesarios desde un punto de vista nutricional puesto que aportan calorías innecesarias. La OMS recomienda reducir

la ingesta de azúcar a menos de un 10% del total de las calorías diarias tanto en adultos como niños. Y va más allá, señalando que una reducción por debajo del 5% (o menos de 25 gramos equivalentes a seis cucharadas de café) generaría beneficios adicionales sobre la salud (WHO, 2015). En los últimos años, uno de los focos de atención, probablemente el más mediático, se ha puesto en el elevado nivel de azúcar que contienen las bebidas carbonatadas⁵. A modo de ejemplo, el contenido en azúcar de una lata tradicional de refresco de cola, naranja o de tónica se sitúa por encima de los 30 gramos mientras que el de una bebida energética puede superar los 40 gramos –muy por encima del umbral máximo recomendado por la OMS–. Dados estos umbrales, el hábito diario en el consumo de una simple lata de refresco con tales contenidos de azúcar supone un factor de riesgo para la salud. En Méjico, por ejemplo, un país con altas tasas de obesidad y diabetes, se consumen 135 litros per cápita de bebidas carbonatadas, lo que equivale en media a 1,1 latas diarias (Taylor y Jacobson, 2016). Los datos relativos a España muestran un consumo más moderado que se sitúa en 42,7 litros per cápita –equivalente a 0,35 latas diarias– (Martín, 2014).

En este contexto, la OMS defiende la utilización de impuestos y subvenciones como vía para potenciar las dietas saludables y penalizar al mismo tiempo el consumo de comidas y bebidas dañinas para la salud (WHO, 2015). Precisamente, una de estas medidas de política fiscal son los impuestos especiales sobre las bebidas no alcohólicas azucaradas por su potencial capacidad para reducir el consumo de tales productos. Los impuestos permiten además trasladar a los consumidores parte de los elevados costes que genera el tratamiento de las patologías asociadas al sobrepeso –la obesidad supone el 7% del gasto sanitario en España (Vázquez y López, 2002)–. Una condición necesaria, aunque no suficiente, para asegurar la eficacia de tales impuestos es que la demanda de los bienes gravados sea elástica. Este supuesto parece cumplirse si tenemos en cuenta que la reducida

³ Incluyendo diferentes endulzantes como sirope, dextrosa, fructosa, sacarosa o glucosa.

⁴ Los contenidos de forma natural en alimentos como frutas o verduras se les denomina azúcares intrínsecos.

⁵ Aparte de las bebidas, existe una gran cantidad de alimentos a los que se le añade azúcar sin que los consumidores sean en general conscientes de ello. Por ejemplo, entre otros, pan, tomate frito, mayonesa, salsas para ensalada o pechuga de pavo.

evidencia disponible muestra que la elasticidad precio de las bebidas no alcohólicas azucaradas oscila entre -0,9 y -1,3 (Cabrera, 2013; WHO, 2015; Colchero *et al.*, 2016; Falbe *et al.*, 2016).

Sin embargo, la eficacia de los impuestos para reducir el consumo depende no solo de la respuesta al precio de los bienes gravados –las elasticidades precio referidas antes– sino también de los efectos sustitución –las llamadas elasticidades cruzadas–. En efecto, ante el aumento de precios que genera el establecimiento de un impuesto, el consumo de bebidas no alcohólicas puede desplazarse en todo o en parte hacia otras bebidas sustitutivas –por ejemplo segundas marcas de refrescos o de tónica más baratos, bebidas del tipo *light* con menor cantidad de azúcar, concentrados de zumo o incluso bebidas alcohólicas. Algunos de esos sustitutivos pueden incorporar una cantidad similar o incluso mayor de azúcar de modo que la ingesta total podría ser similar o incluso aumentar tras la introducción del impuesto. Por este motivo, como apuntan Schroeter *et al.* (2008) y Fletcher *et al.* (2010), el impacto de los impuestos sobre el IMC puede ser mucho menor de lo esperado precisamente por el efecto de los sustitutivos.

El propósito de este trabajo es doble. Primero, revisar la experiencia existente en impuestos sobre bebidas carbonatadas en la Unión Europea prestando atención a los bienes gravados, bases imponibles y tipos de gravamen. Y segundo, ofrecer estimaciones de las elasticidades precio y renta de las bebidas carbonatadas en España.

Experiencia comparada en fiscalidad de bebidas azucaradas en la Unión Europea

El cuadro 1 sintetiza la información sobre bienes gravados, bases y cuotas de los países que cuen-

tan actualmente con un impuesto sobre bebidas no alcohólicas azucaradas en la Unión Europea⁶. Con la excepción de Noruega, que introdujo un impuesto de estas características en 1981, el resto de países han incorporado este tributo a sus sistemas fiscales entre 2011 y 2018⁷. En esencia, las legislaciones analizadas identifican las bebidas no alcohólicas azucaradas con las bebidas carbonatadas –refrescos de cola, naranja, limón o tónica– aunque algunos países incluyen también otras bebidas como las aguas aromatizadas –con sabores como manzana o limón–, las leches vegetales o los zumos con azúcares añadidos. Como muestra el cuadro 1, existen importantes diferencias en cuanto al diseño de la base del impuesto en los países analizados. Una minoría de ellos ha optado por gravar únicamente el volumen de la bebida con independencia de la cantidad de azúcar –Bélgica, Letonia y Noruega aunque este último con un alto tipo de gravamen– mientras que el resto tienen en cuenta la relación entre cantidad de azúcar y volumen de bebida –Estonia, Finlandia, Francia, Hungría, Irlanda, Portugal y Reino Unido–.

Los impuestos sobre el azúcar han ganado terreno en poco tiempo como instrumentos al servicio de la política fiscal en diversos países de la Unión Europea. Algunos (Bélgica, Letonia y Noruega) han optado por gravar únicamente el volumen de la bebida con independencia de la cantidad de azúcar, mientras que el resto (Estonia, Francia, Hungría, Irlanda, Portugal y Reino Unido) tienen en cuenta la relación entre ambas magnitudes.

En los países que han optado por gravar el volumen de bebida, el rango de tipo es muy grande oscilando entre los 0,022 euros por litro de Hungría y los 0,48 euros por litro de Noruega. En cuanto a los países que han optado por tener en cuenta tanto volumen como cantidad de azúcar,

⁶ El impuesto existe en otros países como por ejemplo Chile, Méjico, Colombia, así como en algunas ciudades de Estados Unidos como San Francisco o Filadelfia.

⁷ Dinamarca ha recorrido el camino contrario eliminándolo completamente de su sistema fiscal en 2013 (aunque se introdujo en los años treinta del pasado siglo). Hasta julio de 2013 se aplicaba un impuesto de 0,22 €/litro (1,64 coronas danesas por litro).

Cuadro 1

Países de la Unión Europea con impuestos sobre bebidas no alcohólicas azucaradas en 2018

Países	Base	Bienes gravados	Tipo	Tramos de contenido en azúcar
Bélgica	V	Bebidas sin alcohol ^B	0,068 €/litro	---
Estonia	V/Q	Bebidas sin alcohol, zumos y leches que solo tienen endulzante artificial	0,10 €/litro	---
		Bebidas sin alcohol, zumos, leches con azúcar	0,10 €/litro	5 a 8 gramos por 100 ml
			0,30 €/litro	> 8 gramos por 100 ml
		Bebidas sin alcohol, zumos, leches con azúcar o endulzante artificial	0,20 €/litro	5 a 8 gramos por 100 ml
0,30 €/litro	> 8 gramos por 100 ml			
Finlandia	V/Q	Bebidas sin alcohol ^I	0,11 €/litro	---
			0,22 €/litro	> 0,5% por litro
Francia	V/Q	Bebidas sin alcohol con azúcares o endulzantes añadidos ^F	Desde 0,03 €/litro (<1 gramo por 100 ml) a más >0,23 €/litro (>15 gramos por 100 ml)	Escala de 16 tramos
Hungría	V	Bebidas sin alcohol ^I	0,022 €/litro	> 8 gramos por 100 ml
Irlanda	V/Q	Bebidas sin alcohol incluyendo aguas endulzadas y concentrado de zumo	0,20 €/litro	> 5 gramos por 100 ml
			0,30 €/litro	> 8 gramos por 100 ml
Letonia	V	Bebidas sin alcohol	0,074 €/litro	---
Noruega	V	Bebidas sin alcohol con azúcar o endulzantes artificiales	0,48 €/litro ¹	---
Portugal	V/Q	Bebidas sin alcohol incluyendo aguas endulzadas	0,0834 €/litro	≤ 8 gramos por 100 ml
			0,1669 €/litro	> 8 gramos por 100 ml
Reino Unido	V/Q	Bebidas sin alcohol ^U	0,20 €/litro ²	5 a 8 gramos por 100 ml
			0,27 €/litro ³	> 8 gramos por 100 ml

Notas: (V) volumen de bebida, (Q) cantidad de azúcar contenida en la bebida.

(1) 4,75 coronas noruegas por litro; (2) 0,18 libras por litro; (3) 0,24 libras por litro; (B) Incluyendo bebidas *light*; (f) incluyendo aguas aromatizadas, zumo, preparados para bebidas, leche de avena, leche de soja y bebidas energéticas; (F) desde julio de 2018 (hasta esa fecha el impuesto era de 0,076€/litro). Incluyendo refrescos, zumos de frutas concentrados, aguas aromatizadas y bebidas *light*; (H) el tipo es ligeramente superior para siropes, concentrados de zumo y bebidas energéticas (los concentrados de zumo que contengan más de 25% de fruta están exentos); (U) se excluyen, entre otras, las bebidas lácteas, los zumos puros de fruta, las bebidas sin azúcares añadidos y las bebidas sin alcohol de uso medicinal.

Fuente: Elaboración propia.

existen algunos patrones comunes en el diseño del impuesto. Concretamente, Estonia, Irlanda, Portugal y Reino Unido han establecido dos tramos de impuesto. Un primer tramo cuando la cantidad de azúcar por cada 100 ml de bebida está comprendida entre 5 y 8 gramos y un segundo tramo cuando la cantidad de azúcar para dicho volumen supera los 8 gramos. No obstante, el rango de tipos de gravamen es en este caso tam-

bién elevado. Por ejemplo, para el segundo de los tramos citados, el tipo vigente en Estonia e Irlanda es de 0,30 euros/litro seguido de 0,27 euros/litro en Reino Unido y 0,1669 euros/litro en Portugal.

A la vista del cuadro 1, puede afirmarse que los impuestos al azúcar han ganado terreno en poco tiempo como instrumentos al servicio de la política fiscal en la Unión Europea. El debate sobre

su posible implementación está abierto a diferentes niveles en otros países como Lituania, Italia o España. De hecho, en España llegó a ser aprobado en Consejo de ministros el 1 de Diciembre de 2016, aunque finalmente la propuesta no siguió adelante por falta de acuerdo con otros partidos políticos –se esperaban recaudar 200 millones anuales por este impuesto⁸.

Elasticidades precio y renta: evaluación de la respuesta *ex ante* para España

En este trabajo empleamos los microdatos anuales de la *Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF)* referidos al período 2006 a 2012. A partir de tales secciones censales se ha construido un panel de hogares utilizando técnicas de *matching* estadístico. Con la base de datos resultante disponemos de información detallada de los rasgos socioeconómicos de los hogares, incluyendo su cesta de consumo para un conjunto de 254 ítems de gasto. Uno de esos ítems recoge el gasto anual en bebidas no alcohólicas, con o sin gas, incluyendo el consumo de sodas, gaseosas, limonadas, colas así como bebidas isotónicas. Dicho ítem lo empleamos como *proxy* del gasto total anual de los hogares en bebidas no alcohólicas azucaradas.

Los resultados muestran que la demanda de bebidas azucaradas es elástica a un cambio en su precio, con una elasticidad computada de 1,12. Ello indica que la introducción de un impuesto sobre las bebidas azucaradas en España resultaría potencialmente eficaz para reducir la ingesta de azúcar.

Tal como se recoge en [1], asumimos que la demanda de bebidas azucaradas (BNA) está exógenamente determinada por la renta del hogar, Y , y los precios de dichos bienes, p^{BNA} . Como resulta

habitual en las encuestas de hogares, la renta no está bien recogida en la *Encuesta de Presupuestos Familiares*, donde existe un alto porcentaje de hogares que optan por no declarar sus ingresos. Como alternativa utilizamos el gasto de los hogares (en base 2006), empleada habitualmente como *proxy* de la renta permanente de los hogares. El precio de las BNA se ha obtenido ponderado el índice nacional de precios de las BNA por el índice de precios de consumo (IPC) de cada comunidad autónoma –ambos índices son ofrecidos por el Instituto Nacional de Estadística–. Además de la renta y de los precios, en las estimaciones utilizamos un conjunto de variables de control, Z_{it} . Concretamente, incluimos el nivel de estudios del sustentador principal (NE) –toma el valor 1 cuando los estudios son superiores a la primaria, la edad del sustentador principal (E), la existencia de niños en los hogares (N) y el área de residencia (A) – toma el valor 1 en zonas urbanas.

$$BNA_{it} = f(Y_{it}, p_{it}^{BNA}, Z_{it}) \quad [1]$$

Tomando logaritmos sobre la expresión [1] obtenemos el modelo a estimar:

$$\begin{aligned} \ln BNA_{it} = & \alpha_{it} + \beta_1 \ln Y_{it} + \beta_2 \ln p_{it}^{BNA} \\ & + \beta_3 NE_{it} + \beta_4 \ln E_{it} + \beta_5 N_{it} + \beta_6 A_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [2]$$

donde los parámetros β_1 , β_2 y β_4 pueden ser interpretados como elasticidades. El cuadro 2 presenta los resultados de las estimaciones. A efectos ilustrativos, los parámetros del modelo han sido estimados en primer lugar por mínimos cuadrados ordinarios. En segundo lugar, se presenta la estimación Prais-Winsten, donde los parámetros del modelo han sido estimados mediante mínimos cuadrados generalizados asumiéndose que los errores están serialmente correlados siguiendo un proceso AR(1). En último lugar, mostramos los resultados de la estimación PCSE (*panel-corrected standard error*) que es nuestra preferida. El procedimiento es similar al seguido en la estima-

⁸ Cataluña adoptó un impuesto de esta naturaleza en 2017. El tipo es de 8 céntimos de euro cuando el contenido de azúcar oscila entre 5 y 8 gramos en 100 ml elevándose 12 céntimos cuando el contenido de azúcar supera los 8 gramos. En otras comunidades autónomas españolas como Canarias se está debatiendo la introducción de un impuesto de esta naturaleza.

Cuadro 2

Resultados de la demanda de bebidas carbonatadas

Variables	MCO		Prais-Winsten		PCSE	
	Coefficiente	Errores robustos	Coefficiente	Errores robustos	Coefficiente	Errores robustos
Renta	0,3419	0,012***	0,3076	0,015***	0,3348	0,012***
Precios	-0,9328	0,261***	-1,2080	0,358***	-1,1273	0,264***
Nivel estudios	-0,1840	0,014***	-0,1563	0,019***	-0,1737	0,014***
Edad	-0,0171	0,000***	-0,0169	0,001***	-0,0170	0,000***
Niños	0,3787	0,015***	0,4184	0,018***	0,3762	0,015***
Zona urbana	0,0191	0,011*	0,0220	0,014*	0,0197	0,011**
Constante	10,4035	0,118***	1,6938	0,147***	1,4575	0,117***
<i>Significatividad conjunta</i>	F(6, 92553) = 730,19***		F(6, 58879) = 444,67***		Wald chi2(6) = 4360,38***	

Notas: * Significativo al 90%. ** Significativo al 95%. *** Significativo al 99%.

ción Prais-Winsten pero asumiendo que el error es heterocedástico y está contemporáneamente correlado. El signo, valores y significatividad de los parámetros es a grandes rasgos muy similar cuando utilizamos los estimadores Prais-Winsten y PCSE. Los resultados muestran que las bebidas carbonatadas son un bien necesario y normal con una elasticidad renta positiva e inferior a la unidad (0,33). Es decir, un aumento de la renta de un 1% generaría un aumento del 0,33% en el gasto en bebidas carbonatadas. Asimismo, los resultados muestran que la demanda de bebidas carbonatadas es muy elástica a los precios con elasticidades claramente superiores a la unidad (-1,12). Así, un incremento del 1% en los precios reduciría en un 1,12% el gasto en tales bebidas. Este resultado indica por tanto que los impuestos son *a priori* un instrumento eficaz para desincentivar el consumo de bebidas no alcohólicas azucaradas como vía para reducir la ingesta de azúcar. No obstante, como se apuntó antes, la eficacia del impuesto dependería también de la existencia de sustitutos así como de la intensidad de los efectos sustitución que generan. Los resultados muestran que la edad y el nivel de formación del sustentador principal influyen negativamente en el consumo. Asimismo, los hogares donde hay niños consumen en términos relativos más que en los hogares

donde no hay niños –este es un resultado a tener en cuenta para la obesidad infantil–. Por último, en las zonas urbanas se consumen más bebidas no alcohólicas azucaradas que en las zonas rurales.

Conclusiones finales

Los resultados de este trabajo muestran que la demanda de bebidas azucaradas es elástica a cambio en su precio con una elasticidad computada de -1,12. Dicha elasticidad indica que la introducción de un impuesto sobre las bebidas azucaradas en España resultaría potencialmente eficaz para reducir la ingesta de azúcar. No obstante, es necesario conocer la intensidad de los efectos sustitución para tener un diagnóstico completo de la eficacia de los impuestos sobre las bebidas no alcohólicas para reducir la ingesta de azúcares.

Referencias

- CABRERA, M. A.; VEERMAN, J. L.; TOLLMAN, S.; BERTRAM, M. Y., y K. HOFMAN, (2013), Evidence that a tax on sugar sweetened beverages reduces consumption and obesity: a meta-analysis, *BMC Public Health*, 13:1072.

- COLCHERO, M.; BARRY, A.; POPKIN, M.; RIVERA, J. A., y S. WEN (2016), Beverage Purchases from Stores in Mexico under the Excise Tax on Sugar Sweetened Beverages: Observational Study. *British Medical Journal*. 352: h6704.
- EUROSTAT (2018), Overweight and obesity – BMI Statistics. Documento disponible en: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Overweight_and_obesity_-_BMI_statistics
- FALBE, J.; THOMPSON, H. R.; BECKER, C. M.; ROJAS, N.; McCULLOCH, C. E., y K. A. MADSEN (2016), "Impact of the Berkeley excise tax on sugar-sweetened beverage consumption", *American Journal of Public Health*, 106: 1865–71.
- FINKELSTEIN, E. A.; TROGDON, J. G.; COHEN, J. W., y W. DIETZ (2009), "Annual Medical Spending Attributable To Obesity: Payer-And Service-Specific Estimates", *Health Affairs*, 28: 822-831.
- FLETCHER, J. M.; FRISVOLD, D., y N. TEFFT (2010), "Can soft drink taxes reduce population weight?", *Contemporary Economic Policy*, 28: 23-35.
- GUERRERO-LÓPEZ, C. M.; UNAR-MUNGUÍA, M., y M. A. COLCHERO (2017), Price elasticity of the demand for soft drinks, other sugar-sweetened beverages and energy dense food in Chile, *BMC Public Health*, 17: 180-185.
- MARTÍN, V. (2014), "Consumo de bebidas refrescantes en España", *Distribución y Consumo*, 3, 22-35.
- MCKINSEY (2014), Overcoming obesity: an initial economic analysis. McKinsey & Company. Disponible en: https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Economic%20Studies%20TEMP/Our%20Insights/How%20the%20world%20could%20better%20fight%20obesity/MGI_Overcoming_obesity_Full_report.ashx
- OCDE (2017), *Obesity update*. Documento digital disponible en: <https://www.oecd.org/els/health-systems/Obesity-Update-2017.pdf>
- ORTÚN, V.; LÓPEZ-VALCÁRCEL, B., y J. PINILLA (2016), "Tax on sugar sweetened beverages in Spain", *Revista Española de Salud Pública*, 90, 13.
- PwC (2017), *Worldwide Tax Summaries. Corporate Taxes 2017/18*. Disponible en <https://www.pwc.com/taxsummaries>
- SCHROETER, C.; LUSK, J., y W. TYNER (2008), "Determining the impact of food price and income changes on body weight", *Journal of Health Economics*, 27: 45-68.
- TAYLOR, A. L., y M. F. JACOBSON (2016), *Carbonating the World. The Marketing and Health Impact of Sugar Drinks in Low- and Middle-income Countries*, Washington, Center for Science in the Public Interest.
- U.S. DEPARTMENT OF HEALTH AND HUMAN SERVICES (2018). Overweight & Obesity Statistics. Disponible en: <https://www.niddk.nih.gov/health-information/health-statistics/overweight-obesity>
- VAZQUEZ SANCHEZ, R.; y J. M. LOPEZ ALEMANY (2002), Los costes de la obesidad alcanzan el 7% del gasto sanitario, *Revista Española de Economía de la Salud*, 1: 40-42.
- WHO (2015), Fiscal Policies for Diet and Prevention of Noncommunicable Diseases. *WHO, Technical Meeting Report 5–6 mayo 2015*, Ginebra, Suiza.

El mercado de la vivienda en Europa: viejas costumbres y nuevos desafíos

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

El mercado europeo de vivienda experimenta una evolución desigual tras los años de la crisis. En algunos países, como España o Irlanda, se viene observando una recuperación progresiva desde 2014, más por la vía precios que por la variación de las compraventas, mientras que en otros como Reino Unido la recuperación fue más temprana y acelerada, desde 2010. Todo ello ha generado una sensación de que el sector vuelve a encarar una fase alcista, pero diferentes indicadores sugieren que la recuperación se está produciendo sin una mejora significativa de las condiciones de acceso, tanto en forma de propiedad como de alquiler. A ello puede estar contribuyendo una concentración inversora inmobiliaria en grandes ciudades, lo que introduce tensiones tanto en los precios de compra como en el coste de arrendamiento en territorios particularmente poblados. Además, el sector afronta en Europa nuevos desafíos, entre los que destaca la promoción del alquiler, en medio de una polémica creciente sobre el papel que las plataformas tecnológicas de arrendamiento turístico tienen en diferentes países. Esta polémica parece que no ha hecho más que empezar y es un ejemplo más de los conflictos que está produciendo el cambio tecnológico en la transformación de diferentes sectores en la Unión Europea.

La vivienda se convierte en un debate europeo

Las condiciones de acceso a la vivienda se están convirtiendo en una de las cuestiones de debate más intensas en Europa. Los elevados precios de compraventa y alquiler en muchas de las principales urbes de la Unión Europea (UE) y su relación con movimientos especulativos forman parte de lo

que podríamos denominar “viejas costumbres” en una industria con vaivenes cíclicos. Junto a estas tendencias, la competencia de nuevas plataformas de alojamiento *online* y el desajuste intergeneracional en las posibilidades de acceso a la vivienda constituyen los “nuevos desafíos”.

Habitualmente, los ciclos de precios de la vivienda se ajustan tras las crisis financieras

* CUNEF, Bangor University y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

(cuando estas tienen un componente inmobiliario) de modo que las condiciones de acceso mejoran. Tras la última gran crisis, en muchos países se han producido esos ajustes en los precios. Sin embargo, en las ciudades donde existe mayor concentración de población, la recuperación de los precios ha sido rápida y las posibilidades de adquisición o alquiler no han mejorado. Incluso han empeorado en muchos casos. Identificar de manera exacta las razones de este comportamiento requiere un análisis exhaustivo que trasciende los objetivos de este artículo. No obstante, entre las que se barajan está el comportamiento inversor en un entorno de tipos de interés reducidos y escasas oportunidades de inversión. Muchos fondos de inversión internacionales (incluidos algunos soberanos) han encontrado en el mercado inmobiliario en grandes ciudades europeas una opción de compra a medio y largo plazo. Sobre todo, cuando muchas de las propiedades procedían de activos adjudicados de los que se ha desprendido el sector financiero para sanear sus balances. Esto ha propiciado el uso de gran parte de esas propiedades para alquiler, elevando sus costes. En muchos casos, estas operaciones se han enmarcado dentro de vehículos como las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (Socimis), con un tratamiento fiscal favorable.

En este artículo se analiza la situación del mercado de vivienda en la UE, con especial atención al caso español. España es un caso de estudio relevante por, al menos, tres motivos. En primer lugar, es una de las economías en las que la crisis estuvo íntimamente relacionada con el sector inmobiliario. En segundo lugar, comparte los problemas de otros territorios europeos en el acceso a la vivienda. En tercer lugar, es parte de la confrontación abierta entre plataformas web para alojamiento –y su efecto en el mercado de alquiler– y el sector hotelero. En este último caso cabe destacar las decisiones de distintos gobiernos a diferentes escalas territoriales y las opiniones y dictámenes de las autoridades de defensa de la competencia, muchas veces en direcciones opuestas. Es este, quizás, el tema de discusión

más generalizado que se está produciendo en estos momentos y al que se atribuye una relación con la elevación de los precios de los alquileres.

En España, a falta de datos oficiales, otras fuentes basadas en precios de oferta, como Fotocasa, han sugerido que ya en 2017 se produjo nuevo máximo histórico de subida interanual del coste del alquiler del 8,9%. En un estudio prospectivo de la propia Fotocasa se señala que ya solo dos de cada diez españoles creen “firmemente” que arrendar suponga perder dinero y cuatro de cada diez considera que el mercado de alquiler irá a más. Las causas de esta elevación del precio del alquiler pueden ser múltiples –entre otras, un aumento de la demanda de arrendamiento por las dificultades para realizar compraventas–, pero algunas voces han centrado la crítica en las viviendas de uso turístico en España. Algunas grandes ciudades, incluso, han desarrollado normativas que penalizan o dificultan la comercialización de este tipo de servicios, con plataformas web colaborativas populares como Airbnb como principales afectadas. Se ha creado una suerte de confrontación entre autoridades municipales y servicios de defensa de la competencia, con propuestas opuestas cuyo resultado jurídico final está aún por determinarse. En este punto, resulta particularmente relevante el *Estudio sobre la regulación de las viviendas de uso turístico en España*, publicado por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC, 2018) el 13 de agosto de 2018¹, al que haremos referencia en el apartado de conclusiones de este artículo. En términos generales, este informe encuentra más beneficios que problemas en el desarrollo de las plataformas de arrendamiento *online*. Desde la perspectiva más contraria a este tipo de plataformas y, en sentido más general, desde una preocupación generalizada por el aumento del coste del alquiler, se ha sugerido también la posibilidad de regular este mercado estableciendo controles (precios máximos o zonas restringidas) para este tipo de mercados. En el artículo analizamos estas cuestiones en el caso español.

¹ https://www.cnmec.es/sites/default/files/2116718_2.pdf

Precios de la vivienda en Europa: recalentamientos relativos

La evolución de los precios de la vivienda en la UE muestra una heterogeneidad considerable. En el cuadro 1 se reflejan las tendencias más coyunturales, correspondientes a las variaciones trimestrales de estos precios desde el primer trimestre de 2017 al de 2018. La primera apreciación es que el comportamiento a lo largo del tiempo es irregular,

con subidas y bajadas no solamente atribuibles a componentes estacionales, sino propias de un mercado cuya tendencia de medio plazo aún no está definida. En países como España, Irlanda o Reino Unido –donde la burbuja inmobiliaria propició una severa corrección de precios– se ha venido observando una recuperación, si bien no se trata de un crecimiento continuado sino de picos y valles, con predominio de los primeros. Irlanda destaca por presentar variaciones trimestrales que,

Cuadro 1

Evolución coyuntural del mercado: variación trimestral de los precios de la vivienda en la Unión Europea

(En porcentaje)

	2017T1	2017T2	2017T3	2017T4	2018T1
Eurozona	0,4	1,5	1,6	0,8	0,6
UE-28	0,5	1,8	1,6	0,6	0,7
Bélgica	1,0	-0,3	3,4	-0,5	0,0
Bulgaria	1,9	2,4	2	1,6	0,9
República Checa	3,0	2,5	1,8	0,9	2,3
Dinamarca	1,9	3,6	0,5	-1,5	3,2
Alemania	-1,0	2,0	1,6	1,9	-0,4
Estonia	-0,1	0,3	3,4	1,3	1,5
Irlanda	1,2	2,2	5,5	2,6	1,6
España	2,3	2,0	1,8	0,9	1,4
Francia	0,6	1,0	2,2	-0,5	0,7
Croacia	0,1	3,7	0,6	3,2	0,9
Italia	0,1	0,5	-0,4	-0,4	-0,1
Chipre	-3,0	3,1	-0,3	2,7	-1,8
Letonia	2,0	5,7	0,2	0,0	7,5
Lituania	1,5	3,1	1,9	0,2	2,4
Luxemburgo	0,8	2,2	0,1	1,1	2,8
Hungría	0,2	3,1	3,0	0,5	4,4
Malta	-5,0	3,0	4,2	2,8	-4,7
Países Bajos	2,0	1,6	2,4	2,3	2,8
Austria	2,0	2,4	0,4	1,5	0,8
Polonia	-0,5	2,0	1,0	1,3	1,5
Portugal	2,1	3,2	3,5	1,2	3,7
Rumanía	1,2	4,9	-1,6	1,2	2,1
Eslovenia	1,3	4,3	0,4	3,7	4,4
Eslovaquia	-2,4	5,6	2,2	0,5	2,9
Finlandia	1,3	0,9	-0,6	-0,5	0,1
Suecia	2,5	1,9	1,4	-2,8	-0,8
Reino Unido	0,2	2,2	2,2	0,0	0,0
Islandia	4,6	6,6	4,2	1,0	1,4
Noruega	2,9	0,6	-2,8	-0,1	1,2

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

en algunos casos, han superado el 5%. En otros países, como Alemania y Francia, en los que llegó a hablarse de un “recalentamiento” inmobiliario, se observa ya un enfriamiento relativo, incluso con caídas de precios trimestrales en el caso alemán.

Es destacable, por otra parte, el crecimiento de precios registrado en otros países como Croacia, Letonia, Lituania, Hungría o Islandia. España se sitúa en una posición intermedia, con un crecimiento medio o moderado, coherente con una recuperación del sector progresiva.

En todo caso, la tendencia de largo plazo es más visible cuando se analizan las variaciones

interanuales. En el cuadro 2 se muestran desde 2015. En países como Letonia, Islandia, Eslovenia,

En términos comparativos con Europa, el crecimiento anual de precios de la vivienda en España se sitúa en una posición intermedia, con una tasa que a principios de este año alcanzaba el 6,2%, algo por encima del incremento medio en la eurozona (4,5%) y en la Unión Europea (4,7%).

Irlanda, Portugal, Eslovaquia y Hungría, el crecimiento anual de precios de la vivienda superaba

Cuadro 2

Ranking de variación anual de precios de la vivienda en Europa: diferentes mercados, diferentes velocidades

(En porcentaje)

	2015	2016	2017	2018T1
Letonia	6,6	7,8	7,9	13,7
Islandia	8,7	13,6	17,3	13,7
Eslovenia	0,1	6,9	10,0	13,4
Irlanda	6,9	8,5	11,8	12,3
Portugal	5	7,6	10,5	12,2
Eslovaquia	4,8	8,3	5,8	11,7
Hungría	14,7	11,8	6,9	11,5
Países Bajos	4,3	6,0	8,5	9,3
Croacia	-2,1	0,8	7,6	8,5
Lituania	3,3	9,5	6,9	7,8
República Checa	4,5	10,9	8,4	7,7
Bulgaria	4,0	8,1	8,2	7,1
Estonia	5,1	7,7	4,9	6,6
Rumanía	2,8	7,3	5,6	6,6
España	4,2	4,4	7,2	6,2
Luxemburgo	3,7	7,8	4,2	6,2
Polonia	1,0	4,0	3,9	6,0
Dinamarca	7,1	4,1	4,5	5,8
Alemania	5,8	6,9	4,6	5,3
Austria	6,4	7,0	6,5	5,3
Malta	8,2	4,9	4,9	5,2
Reino Unido	6,4	5,4	4,6	4,4
Chipre	-2,1	3,3	2,5	3,7
Francia	-0,2	1,6	3,3	3,4
Bélgica	1,5	2,6	3,6	2,5
Finlandia	0,5	0,5	1,2	-0,1
Italia	-2,1	-0,8	-0,2	-0,4
Suecia	14,2	6,5	3,0	-0,4
Noruega	5,5	11,5	0,6	-1,1
Eurozona	2,5	3,9	4,3	4,5
UE-28	3,5	4,5	4,5	4,7

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

los dos dígitos en el primer trimestre de 2018. España se sitúa en una posición intermedia, con tasas interanuales que, a principios de este año, alcanzaban el 6,2%, algo por encima del incremento medio en la eurozona (4,5%) y en la UE (4,7%). Entre los países que parecen mostrar una persistente caída de precios destaca Italia.

La variabilidad observada por el lado de los precios se extiende a las cantidades, para las que se cuenta con una serie más prolongada y homogénea metodológicamente. La compraventa de

vivienda durante y tras la crisis (2008-2017) ofrece una perspectiva interesante sobre el ajuste en los distintos mercados. Es destacable el hecho de que en Reino Unido –donde la burbuja de precios fue considerable– la animación por la adquisición inmobiliaria se reactivó relativamente pronto, con tasas positivas anuales en compraventas desde 2010 (cuadro 3). En España e Irlanda hubo que esperar hasta 2014 para registrar variaciones positivas anuales en adquisición de vivienda. También debe destacarse el hecho de que países como Estonia, Letonia y Lituania –que sufrieron grandes

Cuadro 3

Variación anual en compraventa de vivienda (nueva)

(En porcentaje)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bélgica	2,5	-1,1	0,0	3,9	1,9	3,7	-2,1	4,8	3,5	4,3
Bulgaria	25,0	-11,8	-10,7	-1,0	-0,3	-2,7	2,9	3,5	6,4	6,7
República Checa	-	3,3	-3,0	-1,4	-2,3	0,1	1,8	4,8	5,9	13,9
Dinamarca	-6,5	-7,6	-1,3	12,6	11,1	58,4	11,7	11,7	-0,6	0,6
Alemania	2,7	5,4	2,5	5,0	2,8	1,2	3,7	5,5	4,5	3,7
Estonia	-7,8	-34,5	9,8	9,4	11,2	9,0	20,2	11,1	5,3	5,2
Irlanda	-	-	-	-14,3	-16,5	0,0	3,4	14,8	6,2	3,1
España	4,2	-4,1	-2,2	-5,9	-14,4	-5,4	0,9	4,7	6,5	6,1
Francia	1,5	0,2	2,7	4,9	-0,6	-0,4	0,1	1,7	1,7	3,9
Croacia	-	-2,1	-7,8	1,8	-0,3	-3,5	-2,1	-6,1	-3,4	-0,1
Italia	-	-	-	3,2	2,2	-1,4	-2,7	-2,0	0,4	-0,4
Chipre	-	-	-	-2,6	-2,4	-4,0	-2,5	-1,4	0,6	2,4
Letonia	2,8	-38,6	-7,1	33,6	15,8	4,0	8,6	-7,7	7,5	8,4
Lituania	16,2	-27,4	-10,2	10,1	8,3	-1,7	5,1	5,2	2,2	9,9
Luxemburgo	6,3	2,5	4,5	1,5	4,5	7,7	2,6	8,2	5,6	5,5
Hungría	2,2	-3,1	-5,2	-3,3	-0,1	1,1	4,2	8,6	10,1	8,3
Malta	-	-3,8	2,2	-2,0	2,9	-2,1	2,0	6,1	5,0	5,8
Países Bajos	-	-	-	-	-	-	-	-	4,6	7,2
Austria	-	-	-	6,0	6,3	4,1	4,9	4,8	3,8	5,9
Polonia	-	-	-	1,1	-0,4	-4,9	0,5	2,6	1,1	3,2
Portugal	-	-0,5	0,7	-2,9	-6,3	-1,3	4,1	1,7	3,3	5,6
Rumanía	:	:	-6,8	-3,4	1,7	-4,8	-1,0	-1,6	5,4	0,3
Eslovenia	11,1	-12,3	-2,6	5,2	-9,5	-5,0	-5,8	1,8	0,3	9,0
Eslovaquia	-	-	-	-2,9	-3,8	-0,4	1,5	3,0	6,0	6,6
Finlandia	-	-	1,6	4,2	4,9	2,1	1,0	1,1	0,8	2,7
Suecia	4,2	6,3	3,9	5,6	2,2	-1,1	2,9	2,2	6,2	6,2
Reino Unido	-3,2	-9,9	2,9	1,5	-0,4	2,9	8,1	5,1	8,5	6,9
Noruega	-	-	-	8,6	6,8	4,8	2,4	5,8	7,1	5,3

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

correcciones por la vía de cantidades— presenten una reanimación importante de las transacciones en los últimos años. En Italia, aunque las caídas en las adquisiciones no son muy destacadas en magnitud, parecen continuas, lo que incide en la visión del mercado inmobiliario del país transalpino como deprimido. También es destacable el caso de Alemania, donde la variación oscila durante toda la serie entre el rango del 2% y el 5%.

Aspectos cualitativos y nuevas tendencias: calidad de la vivienda, aburguesamiento y mercado de alquiler

Una de las cuestiones relativas a la correcta identificación de tendencias inmobiliarias es la diferencia existente entre el precio observado en grandes urbes y el de poblaciones de tamaño medio y reducido. Los promedios mostrados en los cuadros anteriores están influidos significativamente por la evolución de precios en ciudades de referencia. Y sus efectos se dejan notar principalmente (aunque no de forma exclusiva) en una considerable elevación del coste de acceso a la vivienda en un corto espacio de tiempo para importantes porcentajes de población que residen y/o trabajan en esas ciudades. Esto tiene una incidencia, a su vez, en la calidad de las condiciones de vida en las mismas. Los datos ofrecidos por Eurostat permiten señalar que la crisis conllevó un aumento de la tasa de sobreocupación de algunas viviendas, si bien (y a pesar del aumento de precios en muchos países), se ha podido corregir posteriormente.

El cuadro 4 compara la ratio del porcentaje de población en viviendas sobreocupadas² en 2008 y 2017. Este cociente es muy elevado en algunos de los países del Este de la UE, superior al 40% en Rumanía, Bulgaria, Letonia, Croacia, Hungría y Polonia. Italia destaca también con un 27,8% y

Cuadro 4

Tasa de sobreocupación del hogar tras la crisis: ranking en la Unión Europea (2008-2017)

(En porcentaje)

	2008	2017
Rumanía	54,8	47,0
Bulgaria	48,1	41,9
Letonia	57,4	41,9
Croacia	-	41,1
Hungría	48,3	40,5
Polonia	50,8	40,5
Eslovaquia	42,9	37,9
Grecia	26,7	29,1
Italia	24,3	27,8
Lituania	48,4	23,7
República Checa	29,8	16,0
Austria	14,8	15,1
Suecia	11,0	14,4
Estonia	41,7	13,5
Eslovenia	39,5	12,8
Portugal	15,7	9,3
Dinamarca	7,3	8,6
Luxemburgo	8,0	8,1
Reino Unido	6,5	8,0
Francia	9,7	7,7
Islandia	6,3	7,4
Alemania	7,0	7,2
Finlandia	5,8	6,1
Bélgica	4,1	5,1
España	5,6	5,1
Noruega	5,2	4,9
Países Bajos	1,7	4,2
Irlanda	4,7	3,2
Malta	3,9	2,6
Chipre	3,3	2,4
UE-28	18,3	16,4
Eurozona	12,8	12,3

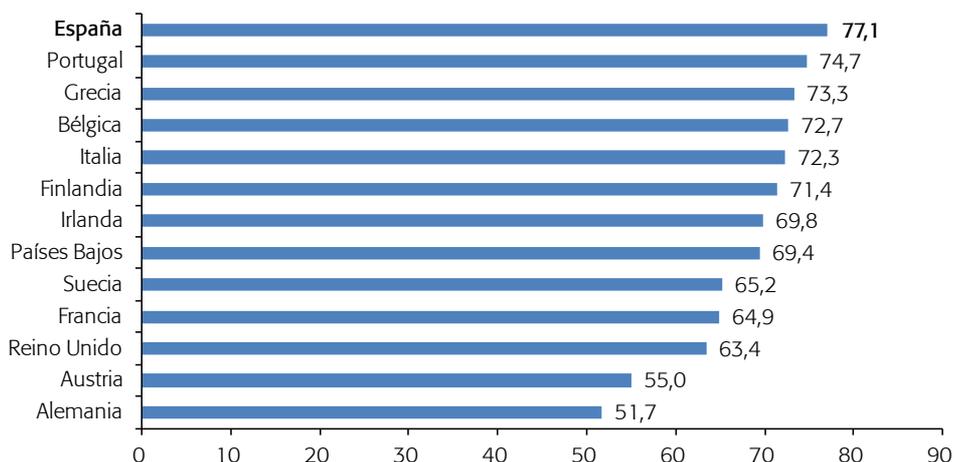
Fuente: Eurostat y elaboración propia.

como uno de los países donde la sobreocupación ha empeorado tras la crisis. España cuenta con una de las ratios de sobreocupación más reduci-

² Eurostat define una vivienda como “sobreocupada” cuando en la misma no se cumple alguna de las siguientes condiciones: que exista al menos un dormitorio para la familia; que exista al menos un dormitorio para cada pareja que viva en el hogar; que exista un dormitorio para cada persona que viva en la vivienda mayor de 18 años; que exista un dormitorio para cada par de individuos de entre 12 y 17 años del mismo sexo; y una habitación para cada par de niños menores de 12 años.

Gráfico 1

Porcentaje que representa la vivienda en propiedad en una selección de países



Fuente: Eurostat y elaboración propia.

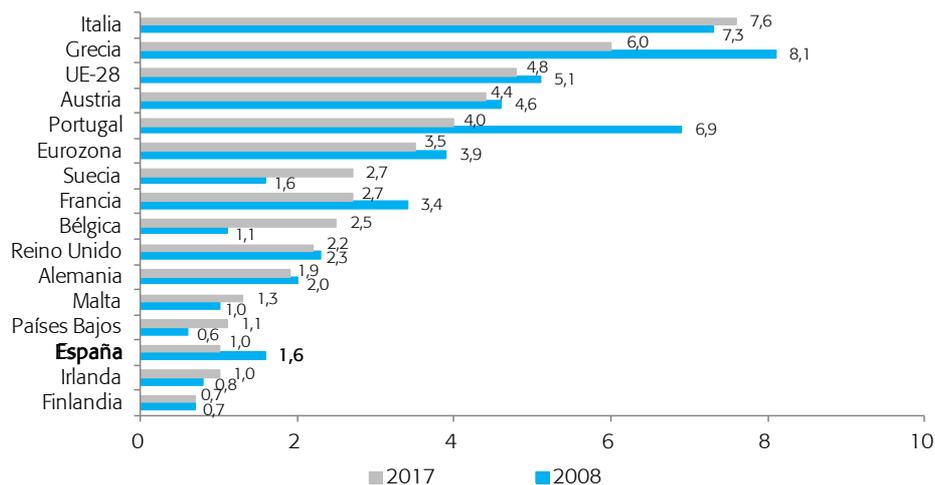
das (5,1%), significativamente inferior al promedio de la UE (16,4%) y de la eurozona (12,3%).

Un aspecto distintivo con cierta raigambre histórica y cultural es el porcentaje de población que cuenta con vivienda en propiedad. El gráfico 1

lo muestra para un conjunto de países de la UE, entre los que España destaca con un 77,1%, aunque debe resaltarse que se ha reducido en los últimos años desde valores que superaban el 80%, dada la popularidad creciente (aunque aún minoritaria) del alquiler. Esta situación contrasta con la

Gráfico 2

Ratio de privación severa de vivienda tras la crisis



Nota: La ratio de privación severa es el porcentaje de población que vive en viviendas que, además de sobrecargadas, presentan alguno de los siguientes problemas: techos con goteras; ausencia de baño o ducha; ausencia de aseo techado; o condiciones de iluminación muy pobres.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

de otros grandes países de Europa como Reino Unido (63,5%) o Alemania (51,7%) donde la vivienda en propiedad es menos frecuente.

La tasa de sobreocupación es muy elevada –superior al 40%– en algunos países del Este de la UE, como Rumanía, Bulgaria, Letonia, Croacia, Hungría y Polonia. Italia destaca también con un 28%. España cuenta con una de las ratios de sobreocupación más reducidas (5%), significativamente inferior al promedio de la UE (16%) y de la eurozona (12%).

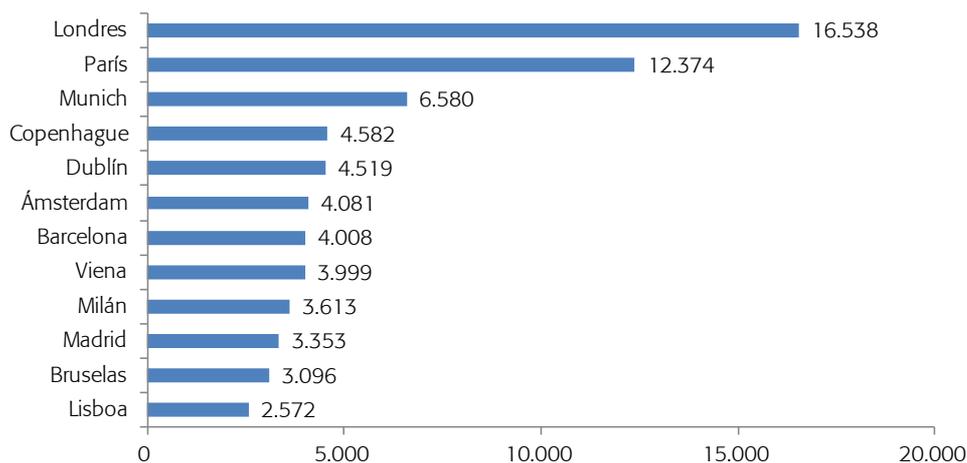
Como se señaló anteriormente, es en las grandes ciudades donde se concentran las mayores dificultades de acceso a vivienda. Y el problema es más agudo en los distritos más céntricos de estas urbes. En muchos de ellos se está produciendo –ligado al problema del alquiler y los precios de la propiedad– el fenómeno denominado de gentrificación, término que se ha adoptado del

anglosajón *gentrification*, pero que podría traducirse como aburguesamiento. Se trata del proceso mediante el cual los hogares con los mayores niveles de renta adquieren progresivamente propiedades para su reforma o acceden al alquiler a precios elevados sustituyendo a propietarios de renta antigua. Esto expulsa, progresivamente, a las economías domésticas que no pueden afrontar los nuevos costes de la propiedad. Esta transformación se acelera también a medida que grandes fondos de inversión adquieren muchas de estas propiedades por sus rentabilidades poscrisis y las añaden al mercado de alquiler a precios elevados. Se ha señalado en ocasiones que estos cambios coinciden con las dificultades que la crisis ha generado en muchas familias y con los desahucios. Eurostat ofrece datos sobre el porcentaje de población con privación severa de vivienda³. En el gráfico 2 se muestran estos datos para un conjunto de países representativos de la UE en 2008 y 2017. La ratio es preocupante –y ha aumentado tras la crisis– en Italia, donde alcanza el 7,6%. El promedio de la UE es del 4,8% y del 3,5% en la eurozona. En países como Austria, Portugal o

Gráfico 3

Precio del metro cuadrado de vivienda en grandes ciudades europeas, 2017

(En euros)



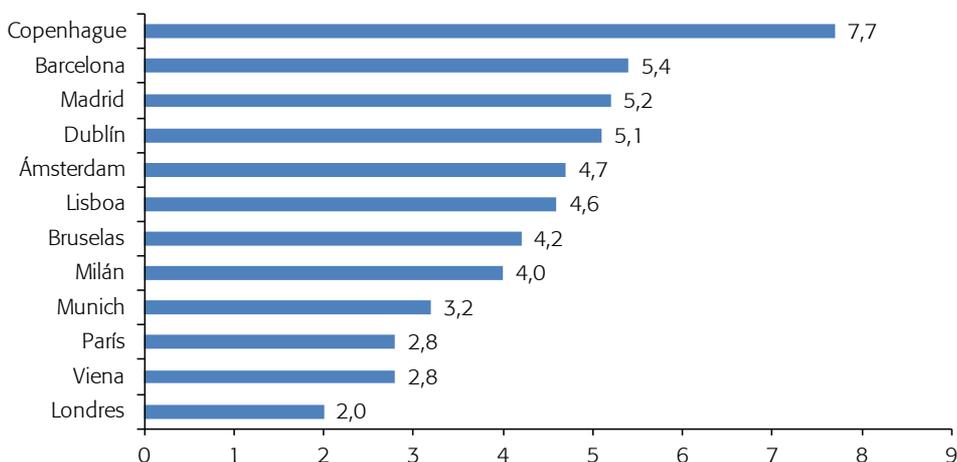
Fuente: Deloitte y elaboración propia.

³ Que define como la población que vive en viviendas que, además de sobrecargadas, presentan alguno de los siguientes problemas: techos con goteras; ausencia de baño o ducha; ausencia de aseo techado; o condiciones de iluminación muy pobres.

Gráfico 4

Rentabilidad media bruta del alquiler en grandes ciudades europeas

(En porcentaje sobre la inversión)



Fuente: Deloitte y elaboración propia.

Grecia la ratio sigue estando por encima del 4% pero ha mejorado tras la crisis. España aparece como uno de los países con registros más reducidos, en el 1%.

Según estimaciones de Deloitte, Madrid y Barcelona se encuentran entre las capitales europeas donde la rentabilidad media del alquiler es más elevada, con un 5,4% y un 5,2% respectivamente, por encima de París (2,8%) y Londres (2%).

En cuanto al precio del metro cuadrado en grandes ciudades (gráfico 3) resulta destacable –según estimaciones de Deloitte⁴– el caso de Londres (excluida periferia) donde ha llegado a alcanzar los 16.538 euros. Le sigue París (excluida la Île-de-France) con 12.374 euros el metro cuadrado. Barcelona y Madrid se sitúan en un terreno intermedio (entre precios que son, en cualquier caso, elevados) con 4.008 y 3.353 euros, respectivamente.

⁴ "Deloitte Property Index" (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/real-estate/property-index-6th-edition-2017.PDF>).

No obstante, como estima también Deloitte, Madrid y Barcelona se encuentran entre las capitales europeas donde la rentabilidad media del alquiler (gráfico 4) es más elevada, con un 5,4% y un 5,2%, por encima de París (2,8%) o Londres (2%).

Reflexiones finales: la "foto fija" en España y el problema del alquiler

¿Supone el aumento del coste de alquiler un problema nuevo en España? ¿Son los alquileres turísticos los responsables de los cambios que se están observando? El cuadro 5 ofrece una síntesis de indicadores de lo que podría ser la "foto fija" del mercado inmobiliario en España en 2018, con su referencia temporal y fuente exacta. Es importante reseñar que la combinación de fuentes es necesaria para hacerse una idea relativamente comprensiva del mercado, dadas las deficiencias de las estadísticas oficiales –sobre todo en materia de precios–. Así, por ejemplo, se observa en los diferentes datos ofrecidos por el INE (basa-

dos en viviendas escrituradas) y el Ministerio de Fomento (basados en precios de tasación). Una estimación media situaría la variación interanual del precio de la vivienda en España entre el 6-9% a junio de 2018.

El IPC aplicable a alquileres se establece en el 1,3% en junio de 2018, aunque las rentabilidades son superiores. El Banco de España estima que si se incluye la renta de alquiler más la variación de precios de la propiedad, la rentabilidad alcanzó el 10,4% en el primer trimestre de 2018. Si solo se incluye la renta, se estima del 4,1%.

En las transacciones de compraventa, la variación depende de la fuente y el período considerado, con numerosos saltos en la serie. Resulta difícil establecer con claridad que se haya producido una recuperación por la vía de cantidades que acompañe la de precios. La comparación de las hipotecas registradas con el número de con-

tratos de compraventa (no mostrada por simplicidad) revela recurrentemente que un gran número de operaciones se realizan, además, sin financiación, lo que resulta más habitual entre inversores institucionales que entre hogares.

En cuanto a las condiciones de las hipotecas, el crédito al sector privado seguía cayendo un 0,5% en el primer trimestre de 2018. Las hipotecas se contratan a un plazo medio de 23,7 años. La relación préstamo/valor de la vivienda se sitúa en cifras que podríamos calificar como prudentes en promedio (65,1%).

De los datos anteriores se deduce que en el mercado inmobiliario español hay un cierto repunte de la rentabilidad del alquiler y una recuperación progresiva (más por la vía de precios que en términos de acceso o transacciones) tras la crisis financiera. En este sentido, se ha establecido un debate sobre la situación del alquiler, las posibles

Cuadro 5

Principales indicadores del mercado de la vivienda en España

(En porcentaje, excepto otra indicación)

	<i>Dato</i>	<i>Referencia temporal</i>	<i>Fuente</i>
Índice de precios de la vivienda (variación interanual)	6,2	2018-1T	INE
Precio medio (valor tasado) (variación interanual)	2,7	2018-1T	Ministerio de Fomento
Precio de oferta (tasa interanual)	6,6	jun-18	Fotocasa
Precio de oferta (tasa interanual)	9,1	jun-18	Idealista
IPC alquileres (tasa interanual)	1,3	jun-18	INE
Transacciones de compraventa ante notario (tasa interanual)	8	2018-1T	Ministerio de Fomento
Transacciones de compraventa registradas (tasa interanual)	1,2	jun-18	Registradores de la Propiedad
Plazo medio nuevas hipotecas (años)	23,7	2018-1T	Banco de España
Relación préstamo/valor	65,1	2018-2T	Banco de España
Crédito total al sector privado (tasa interanual)	-0,5	2018-1T	Banco de España
Rentabilidad vivienda (alquiler más variación de precios) (12 meses)	10,4	2018-1T	Banco de España
Rentabilidad bruta del alquiler	4,1	2018-2T	Banco de España

Fuente: Elaboración propia.

vías por las que podría mejorarse la accesibilidad al mismo y el papel que pueden estar jugando los alquileres turísticos. Al igual que en otros ámbitos, en el mercado inmobiliario son necesarios incentivos y reglas que impidan que la irresponsabilidad pueda imponerse al bien común. En España, las leyes del suelo y los parámetros fiscales de la construcción han cambiado poco, salvo en lo que se refiere (limitadamente) a la protección del litoral. Por ejemplo, hay un crecimiento muy considerable de las Socimis, que constituyen el grueso del mercado alternativo bursátil. Estas empresas cuentan con un tratamiento fiscal favorable que podría estar alentando el enfoque especulativo. Y esto puede estar afectando a los precios del alquiler, aunque es preciso un análisis más exhaustivo para confirmar estas hipótesis.

En cuanto a los arrendamientos turísticos, también es posible que tengan un efecto, pero seguramente es mucho más reducido que el que algunas veces se quiere establecer. Dicho efecto puede ser mayor sobre el sector hotelero que sobre el propio mercado de alquiler. Lo que prima, en todo caso, es que estos arrendamientos ofrezcan seguridad jurídica y no sean opacos fiscalmente. Ya se han dado pasos en esta dirección y en 2019 se exigirá a las plataformas *online* de este negocio la cesión de datos de clientes a la Agencia Tributaria.

El porcentaje que representa la vivienda en propiedad continúa en España a la cabeza de Europa, con un 77%, muy por encima de países como Reino Unido (63%) o Alemania (52%). No obstante, se aprecia una reducción en los últimos años, desde valores que superaban el 80%, dada la popularidad creciente de la vivienda en alquiler.

En la polémica existente sobre el tratamiento de los alquileres turísticos, los ayuntamientos de algunas grandes ciudades europeas (incluidas españolas como Madrid y Barcelona) han impuesto límites o trabas a esos arrendamientos. El informe de la CNMC anteriormente citado se pronuncia al

respecto y estima que son bastantes más (y de más peso) los beneficios que las contrapartidas. Entre las ventajas, indica la CNMC que las plataformas digitales ofrecen “la posibilidad de consultar y comparar *online* las características de los alojamientos”, y la “reducción de los costes de transacción, al incorporar sistemas de pago electrónicos que facilitan la realización de transacciones económicas”. También se refiere al “hecho de que permiten a los particulares entrar en el mercado aun careciendo de los recursos de las empresas tradicionales, como son la experiencia comercial o las formas de aceptar un pago, de realizar un contrato, de crear una marca o de tener un seguro”. Finalmente, señala la CNMC que “las plataformas reducen significativamente los problemas de información asimétrica tradicionales (...) mediante los mecanismos de reputación que incorporan, proporcionando a los usuarios información del alojamiento y de cómo ha sido valorado este por otros usuarios”. Reconoce el informe también algunas desventajas como “las derivadas del aumento del turismo, como congestión, ruidos, o consumo de recursos medioambientales” así como el posible efecto sobre “el precio de la vivienda (alquiler o compra) en determinadas zonas de las ciudades, especialmente en el centro histórico”. Sobre este último e importante aspecto señala, en todo caso que “no existe evidencia concluyente, pues si bien se ha registrado un aumento generalizado de los precios de la vivienda en España en los últimos años, ello se debe a una confluencia de factores económicos, entre los que cabría incluir el uso turístico, pero es difícil discernir en qué medida han contribuido cada uno de esos factores”.

En definitiva, es necesario considerar la situación de los mercados de vivienda en propiedad y en alquiler en España en su completitud. Resulta difícil asociar a los alojamientos turísticos *online* una parte significativa de los aumentos de precios en ambos mercados sin un análisis más exhaustivo. Lo que sí parece claro es que aunque España continúa siendo un país de propietarios, el acceso a la vivienda (particularmente en grandes ciudades) se produce crecientemente mediante arrendamiento. Como en otras localizaciones internacionales, una de las posibilidades que se ha

manejado es la del control de rentas del alquiler, aunque en la experiencia internacional no parece que este tipo de medidas haya ofrecido buenos resultados⁵. Tampoco es que el control de rentas o medidas restrictivas similares sean nuevas, dado que ya se aplicaron durante décadas en diferentes países con resultados desiguales.

Como en otros sectores de servicios e industriales, la transformación tecnológica está ofreciendo oportunidades pero también generando polémica, siendo el reto el lograr un equilibrio para el avance social compatible con la digitalización al

tiempo que en condiciones competitivas, fiscales y laborales equilibradas.

Referencias

CNMC (2018), *Estudio sobre la regulación de las viviendas de uso turístico en España*, E/CNMC/OO3/18, 19 de julio de 2018, disponible en: <https://www.cnmc.es/expedientes/ecnmc00318>

DIAMOND, R.; MCQUADE, T., y F. QIAN (2017), *The Effects of Rent Control Expansion on Tenants, Landlords, and Inequality: Evidence from San Francisco*, 27 de diciembre, mimeo, Stanford University.

⁵ Entre los diferentes informes recientes resulta especialmente exhaustivo y profuso el que analiza estas prácticas en la ciudad de San Francisco: Diamond, McQuade, y Qian (2017).

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

Contabilidad Nacional: PIB y principales agregados por el lado de la demanda* (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
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	3,6	3,0	2,0	6,7	3,6	-1,0	7,9	9,9	4,2	5,4	3,9	-0,3
2016	3,2	2,9	1,0	2,9	1,1	4,4	0,9	4,7	5,2	2,9	2,4	0,8
2017	3,0	2,5	1,9	4,8	4,6	8,3	1,5	5,0	5,2	5,6	2,9	0,1
2018	2,6	2,1	1,9	5,0	5,3	7,5	3,2	4,7	2,6	2,9	2,6	0,0
2019	2,2	1,5	1,1	4,6	5,1	6,2	3,9	4,2	4,2	3,8	2,0	0,2
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	3,0	2,8	1,9	3,5	4,7	8,7	1,0	2,4	3,2	2,8	2,7	0,2
II	2,7	2,2	2,1	5,6	4,8	7,1	2,5	6,5	1,2	2,1	2,9	-0,2
III	2,5	1,8	1,8	5,4	5,7	7,4	4,0	5,2	2,0	2,4	2,5	0,0
IV	2,3	1,6	1,7	5,4	6,2	6,9	5,4	4,7	4,0	4,5	2,4	0,0
2019 I	2,2	1,3	1,4	5,6	5,2	5,4	4,9	6,1	3,4	3,6	2,2	0,0
II	2,2	1,5	1,0	4,1	5,4	6,8	4,1	2,9	5,5	5,0	1,9	0,3
III	2,3	1,6	1,1	4,2	5,2	6,9	3,6	3,1	4,5	4,0	2,0	0,3
IV	2,3	1,6	0,7	4,7	4,5	5,9	3,1	4,9	3,3	2,7	2,0	0,3
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	3,2	-0,4
IV	2,7	2,2	1,7	2,9	4,0	9,9	-1,2	1,9	1,1	0,0	2,4	0,4
2018 I	2,8	2,9	2,2	3,1	9,9	14,7	5,1	-3,3	5,3	5,3	2,6	0,2
II	2,3	0,8	2,9	11,0	4,3	1,2	7,5	18,3	-3,8	-1,0	3,2	-1,0
III	2,0	1,2	0,4	4,8	4,5	4,1	4,9	5,1	5,7	5,3	1,7	0,3
IV	2,2	1,6	1,2	3,0	6,1	8,2	4,1	0,0	9,1	8,7	1,8	0,4
2019 I	2,4	1,6	1,2	3,9	5,7	8,2	3,2	2,0	2,8	1,6	1,9	0,5
II	2,2	1,6	1,2	4,9	5,3	6,6	4,1	4,5	4,3	4,5	2,1	0,1
III	2,3	1,6	0,8	4,9	3,7	4,5	2,9	6,1	2,0	1,5	2,1	0,2
IV	2,3	1,6	-0,4	5,1	3,3	4,2	2,4	7,0	4,1	3,0	1,9	0,4
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2010	1.080,9	57,2	20,5	23,0	14,3	6,9	7,4	8,7	25,5	26,8	101,3	-1,3
2011	1.070,4	57,8	20,5	21,5	12,5	5,7	6,8	9,0	28,9	29,2	100,2	-0,2
2012	1.039,8	58,8	19,7	19,8	10,9	4,9	6,0	8,9	30,7	29,2	98,5	1,5
2013	1.025,7	58,3	19,7	18,8	9,7	4,1	5,6	9,0	32,2	29,0	96,7	3,3
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	1.081,2	57,9	19,3	19,9	10,0	4,4	5,5	9,9	32,9	30,6	97,7	2,3
2016	1.118,7	57,5	18,9	19,9	9,9	4,7	5,2	10,1	33,1	30,0	96,8	3,2
2017	1.166,3	57,5	18,5	20,5	10,3	5,0	5,3	10,2	34,3	31,4	97,1	2,9
2018	1.206,5	57,7	18,3	21,3	10,7	5,4	5,3	10,6	34,5	32,4	97,9	2,1
2019	1.253,0	57,2	18,1	21,8	11,1	5,7	5,3	10,8	35,0	32,8	97,8	2,2

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

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

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

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

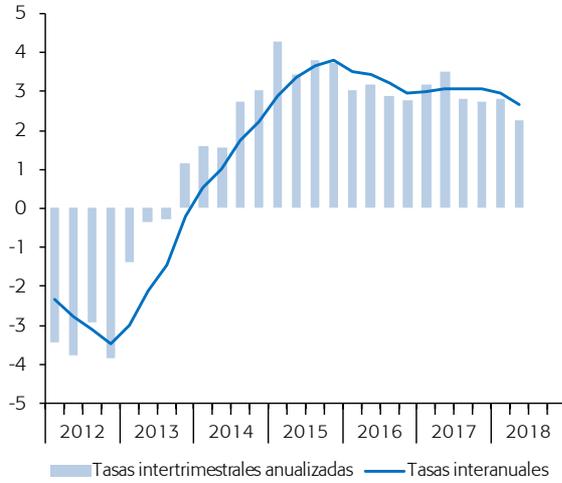


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

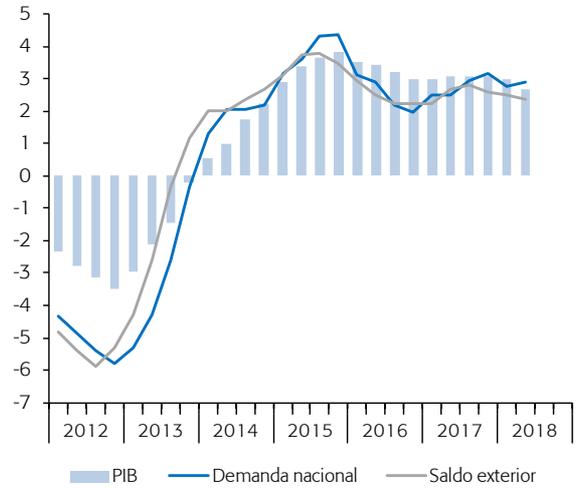


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

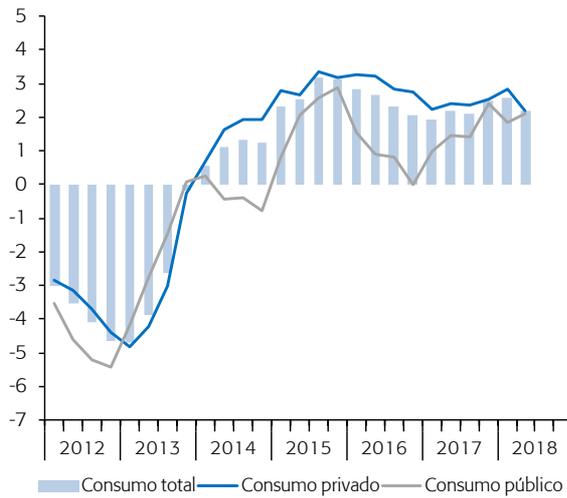
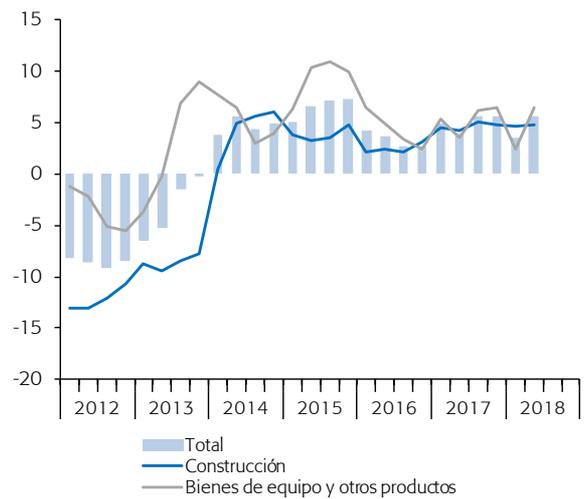


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico* (SEC 2010, Base 2010) (1)

	Valor añadido bruto a precios básicos									Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2011	-0,6	4,4	-0,2	-1,3	-12,8	0,7	0,9	0,6	-5,5	
2012	-2,8	-9,7	-4,9	-5,2	-8,8	-1,5	-1,8	-1,4	-4,0	
2013	-1,5	13,6	-3,9	-0,2	-10,5	-0,6	0,1	-0,8	-4,3	
2014	1,1	-1,2	2,0	3,0	-2,0	1,3	-0,8	2,0	4,0	
2015	3,1	3,6	2,9	4,2	4,7	3,0	1,0	3,7	12,5	
2016	3,0	8,2	5,6	4,7	3,5	2,1	1,3	2,4	0,3	
2017	2,9	-0,9	4,4	4,4	6,2	2,5	1,7	2,7	1,6	
2016	III	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,7	
	IV	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,6	
2017	I	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	4,1	
	II	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	4,6	
	III	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	4,2	
	IV	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,7	
2018	I	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	4,5	
	II	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	3,1	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales										
2016	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	3,3	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	2,8	-4,4	7,6	6,9	6,2	1,6	2,1	1,4	2,6
2018	I	2,4	15,6	-3,5	-3,8	8,9	3,0	1,9	3,4	5,9
	II	2,4	7,9	5,7	7,3	6,6	1,0	1,6	0,8	1,1
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes								
2011	983,7	2,5	17,5	13,5	7,5	72,5	18,7	53,8	8,8	
2012	954,0	2,5	17,4	13,2	6,7	73,5	18,5	54,9	9,0	
2013	935,6	2,8	17,5	13,4	5,8	74,0	19,0	55,0	9,6	
2014	944,5	2,7	17,6	13,7	5,6	74,1	18,8	55,4	9,9	
2015	981,0	2,9	17,6	13,7	5,7	73,9	18,6	55,3	10,2	
2016	1.014,8	3,0	17,6	13,8	5,9	73,6	18,4	55,1	10,2	
2017	1.057,5	3,0	18,0	14,2	6,1	72,9	18,0	54,9	10,3	

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

Fuente: INE (CNTR).

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

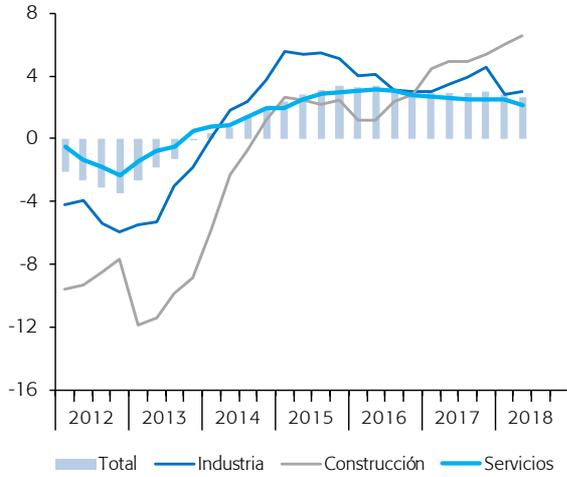


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

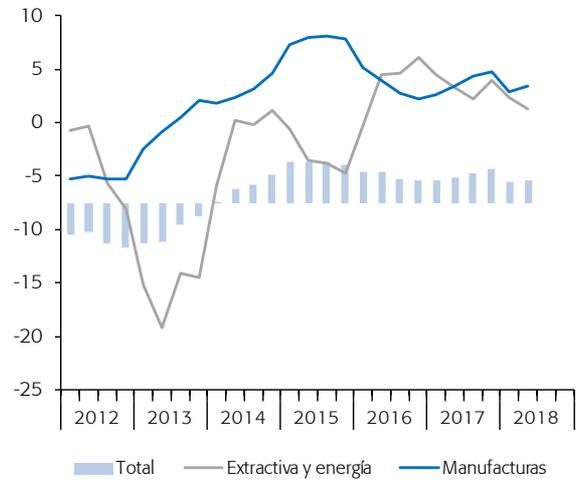


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

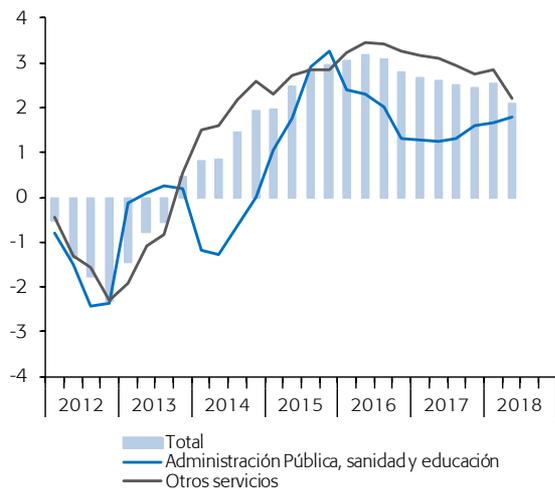
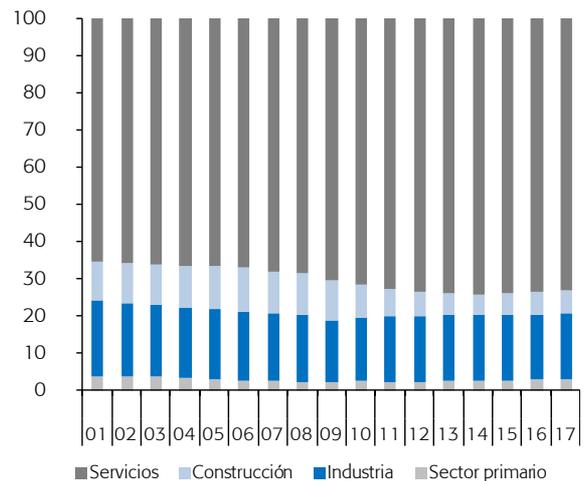


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

Previsiones en azul

	Total economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
Índices, 2010 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario												
2011	99,0	97,2	101,8	100,9	99,1	99,0	98,7	96,2	102,6	102,2	99,6	97,6
2012	96,1	92,6	103,8	100,3	96,6	96,5	93,6	89,1	105,0	103,9	99,0	96,6
2013	94,5	89,4	105,7	101,6	96,2	95,7	93,4	84,9	110,0	105,6	96,0	93,7
2014	95,8	90,3	106,0	101,7	95,9	95,7	96,1	83,8	114,7	106,2	92,6	90,2
2015	99,3	93,3	106,4	102,6	96,5	95,7	100,2	86,4	116,0	105,9	91,3	89,4
2016	102,4	96,2	106,5	102,1	95,8	94,8	104,8	90,0	116,5	106,4	91,4	89,8
2017	105,5	98,9	106,6	102,4	96,0	93,9	109,4	93,5	117,1	107,3	91,6	88,0
2018	108,2	101,1	106,9	103,4	96,7	93,7	--	--	--	--	--	--
2019	110,6	103,1	107,3	105,5	98,3	93,8	--	--	--	--	--	--
2016 III	102,7	96,4	106,5	102,9	96,6	95,5	107,2	89,3	120,0	107,8	89,8	88,0
IV	103,4	96,8	106,8	103,2	96,7	95,1	108,6	90,2	120,4	107,9	89,6	87,3
2017 I	104,2	97,5	106,9	103,2	96,6	95,2	109,4	90,8	120,5	108,3	89,8	86,7
II	105,1	98,4	106,8	103,0	96,4	94,6	110,8	91,5	121,1	108,2	89,3	86,0
III	105,8	99,2	106,7	103,1	96,6	94,6	111,8	92,2	121,2	108,3	89,4	86,3
IV	106,5	99,6	107,0	103,4	96,6	93,9	113,7	93,2	122,0	108,5	88,9	85,3
2018 I	107,3	100,1	107,2	103,6	96,6	94,0	112,6	93,4	120,5	108,8	90,2	86,1
II	107,9	100,9	106,9	103,8	97,0	94,5	114,6	93,5	122,6	108,7	88,6	84,8
Tasas de crecimiento interanuales												
2011	-1,0	-2,8	1,8	0,9	-0,9	-1,0	-1,3	-3,8	2,6	2,2	-0,4	-2,4
2012	-2,9	-4,8	2,0	-0,6	-2,5	-2,6	-5,2	-7,4	2,3	1,7	-0,6	-1,0
2013	-1,7	-3,4	1,8	1,4	-0,4	-0,7	-0,2	-4,8	4,8	1,6	-3,1	-3,0
2014	1,4	1,0	0,3	0,1	-0,2	0,0	3,0	-1,3	4,3	0,6	-3,5	-3,8
2015	3,6	3,3	0,3	0,8	0,5	0,0	4,2	3,1	1,1	-0,2	-1,3	-0,9
2016	3,2	3,0	0,1	-0,5	-0,6	-0,9	4,7	4,2	0,4	0,5	0,1	0,5
2017	3,0	2,9	0,1	0,3	0,2	-1,0	4,4	3,8	0,5	0,8	0,3	-2,0
2018	2,6	2,2	0,3	1,0	0,7	-0,2	--	--	--	--	--	--
2019	2,2	1,9	0,3	2,0	1,7	0,1	--	--	--	--	--	--
2016 III	3,2	3,1	0,1	-0,4	-0,6	-0,9	2,7	3,1	-0,3	0,2	0,6	0,3
IV	3,0	2,7	0,2	-0,5	-0,7	-1,2	2,3	3,8	-1,4	0,0	1,5	0,6
2017 I	3,0	2,6	0,4	0,3	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
2018 I	3,0	2,6	0,3	0,4	0,1	-1,2	2,9	2,9	0,0	0,5	0,5	-0,6
II	2,7	2,5	0,1	0,7	0,6	-0,1	3,5	2,2	1,2	0,5	-0,8	-1,4

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

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

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

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

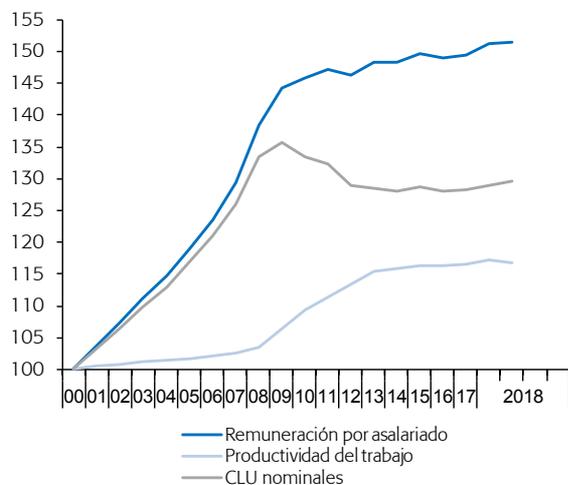
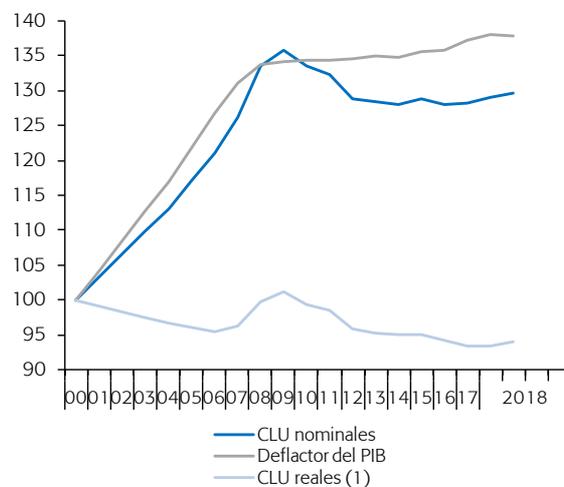


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

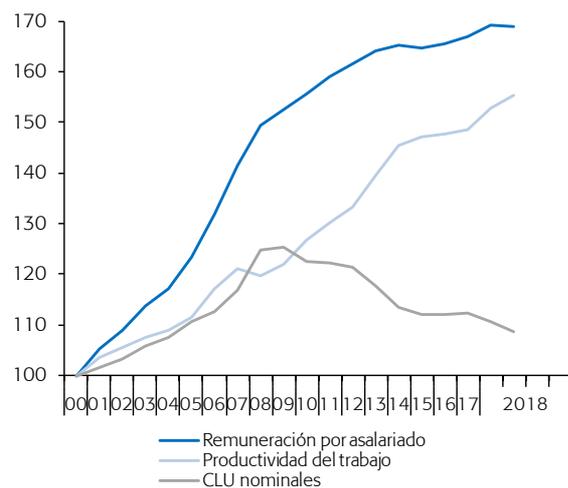
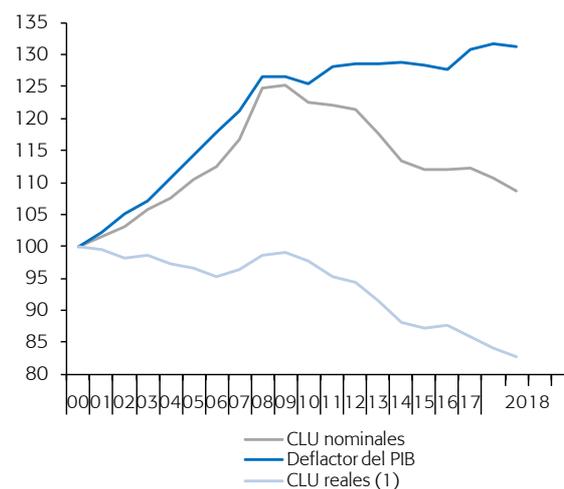


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución (SEC 2010, Base 2010) (1)

Previsiones en azul

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	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	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2010	1.080,9	541,5	445,8	1.053,1	840,5	212,6	254,5	50,1	41,2	19,7	23,5	-3,9	-3,3
2011	1.070,4	531,0	449,3	1.037,7	838,6	199,2	234,5	49,6	42,0	18,6	21,9	-3,3	-2,9
2012	1.039,8	498,8	446,7	1.019,9	816,6	203,3	207,9	48,0	43,0	19,5	20,0	-0,4	0,1
2013	1.025,7	485,3	440,4	1.007,3	800,4	206,9	191,9	47,3	42,9	20,2	18,7	1,5	2,1
2014	1.037,8	491,6	441,8	1.023,0	810,7	212,2	201,9	47,4	42,6	20,4	19,5	1,0	1,5
2015	1.081,2	514,6	464,0	1.067,4	834,9	232,4	221,0	47,6	42,9	21,5	20,4	1,1	--
2016	1.118,7	528,6	477,1	1.107,6	854,8	252,7	228,6	47,2	42,6	22,6	20,4	2,2	--
2017	1.166,3	547,3	492,7	1.154,7	886,2	268,6	246,1	46,9	42,2	23,0	21,1	1,9	--
2018	1.206,5	566,5	492,7	1.200,0	917,5	282,6	264,0	47,0	40,8	23,4	21,9	1,5	--
2019	1.253,0	590,3	492,7	1.243,7	944,5	299,2	280,9	47,1	39,3	23,9	22,4	1,5	--
2016 III	1.109,4	529,7	465,1	1.096,4	850,0	246,4	227,7	47,7	41,9	22,2	20,5	1,7	2,1
IV	1.118,5	532,9	471,0	1.105,9	855,6	250,3	229,2	47,6	42,1	22,4	20,5	1,9	2,1
2017 I	1.129,5	536,6	476,3	1.118,9	864,5	254,4	232,9	47,5	42,2	22,5	20,6	1,9	2,1
II	1.140,6	540,5	482,1	1.129,1	871,8	257,3	236,1	47,4	42,3	22,6	20,7	1,9	2,1
III	1.151,1	545,4	486,6	1.139,8	878,4	261,4	240,7	47,4	42,3	22,7	20,9	1,8	2,0
IV	1.163,7	550,3	493,6	1.153,1	886,6	266,5	246,1	47,3	42,4	22,9	21,1	1,8	2,0
2018 I	1.174,6	554,8	498,0	1.163,6	894,1	269,5	248,7	47,2	42,4	22,9	21,2	1,8	2,0
II	1.183,9	560,3	500,0	--	902,4	--	253,5	47,3	42,2	--	21,4	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2010	0,2	-1,4	-2,0	0,8	1,7	-2,8	0,0	-0,8	-0,9	-0,6	0,0	-0,6	-0,6
2011	-1,0	-1,9	0,8	-1,5	-0,2	-6,3	-7,9	-0,5	0,7	-1,1	-1,6	0,6	0,5
2012	-2,9	-6,1	-0,6	-1,7	-2,6	2,1	-11,3	-1,6	1,0	0,9	-1,9	2,9	3,0
2013	-1,4	-2,7	-1,4	-1,2	-2,0	1,8	-7,7	-0,7	0,0	0,6	-1,3	1,9	2,0
2014	1,2	1,3	0,3	1,6	1,3	2,6	5,2	0,1	-0,4	0,3	0,7	-0,5	-0,6
2015	4,2	4,7	5,0	4,3	3,0	9,5	9,5	0,2	0,3	1,0	1,0	0,1	--
2016	3,5	2,7	2,8	3,8	2,4	8,7	3,5	-0,3	-0,3	1,1	0,0	1,1	--
2017	4,3	3,5	3,3	4,3	3,7	6,3	7,7	-0,3	-0,4	0,4	0,7	-0,2	--
2018	3,4	3,5	0,0	3,9	3,5	5,2	7,3	0,0	-1,4	0,4	0,8	-0,4	--
2019	3,9	4,2	0,0	3,6	2,9	5,9	6,4	0,2	-1,5	0,5	0,5	-0,1	--
2016 III	3,9	3,8	3,7	3,8	2,6	8,1	6,1	0,0	-0,1	0,9	0,4	0,4	0,3
IV	3,6	2,9	4,9	3,7	2,4	8,3	4,1	-0,3	0,5	1,0	0,1	0,9	0,5
2017 I	3,8	2,9	4,8	4,0	2,9	7,8	4,3	-0,4	0,4	0,8	0,1	0,7	0,3
II	3,7	2,8	4,7	3,9	3,2	6,4	4,3	-0,4	0,4	0,6	0,1	0,4	0,1
III	3,8	3,0	4,6	4,0	3,3	6,1	5,7	-0,4	0,4	0,5	0,4	0,1	-0,1
IV	4,0	3,3	4,8	4,3	3,6	6,5	7,4	-0,4	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,1
2018 I	4,0	3,4	4,6	4,0	3,4	5,9	6,8	-0,3	0,2	0,4	0,6	-0,1	-0,1
II	3,8	3,7	3,7	--	3,5	--	7,4	-0,1	0,0	--	0,7	--	--

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

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

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

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

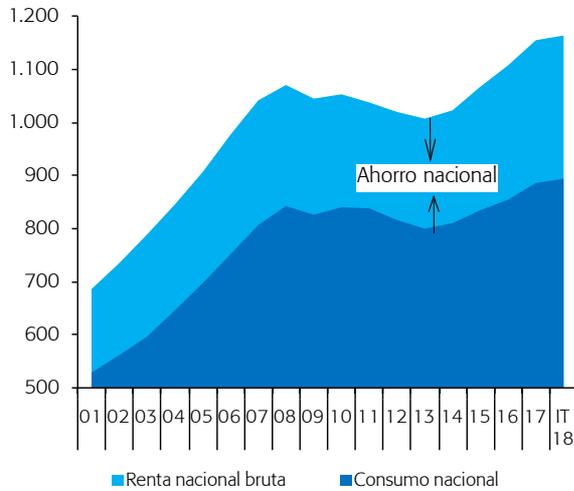


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

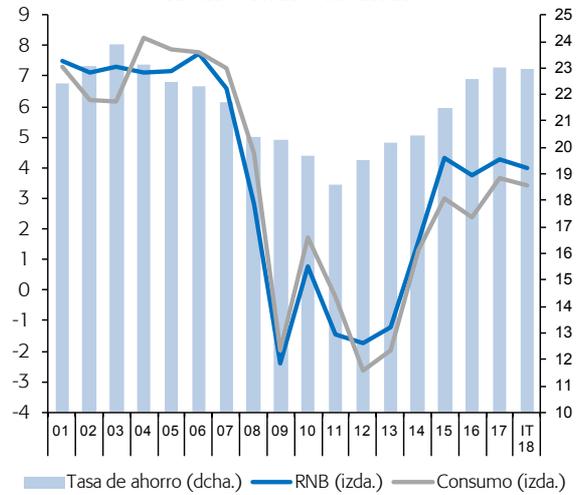


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

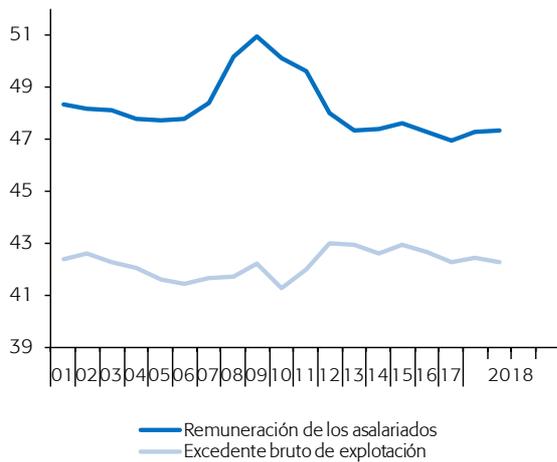
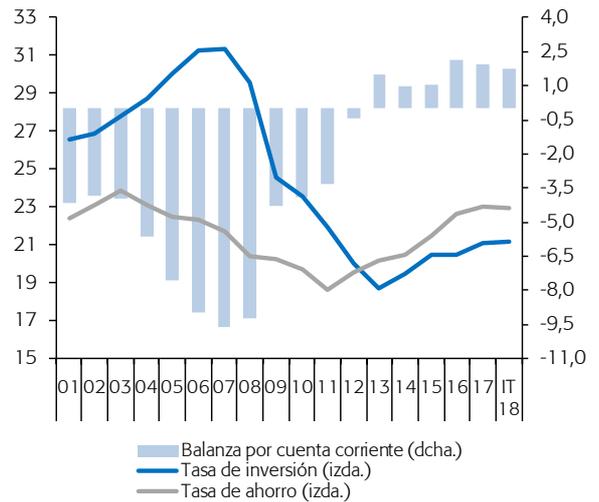


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

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	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres				Porcentaje del PIB			MM euros, suma móvil 4 trimestres				Porcentaje del PIB		
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	714,1	671,7	40,9	42,4	5,7	3,6	-0,3	272,5	205,1	176,1	17,6	15,1	2,9	
2018	738,8	696,5	40,9	47,4	5,5	3,9	-0,5	281,3	211,8	187,8	17,6	15,6	2,5	
2019	761,0	717,2	42,3	51,9	5,6	4,1	-0,8	294,7	222,3	198,4	17,7	15,8	2,4	
2016 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	702,4	652,4	48,7	37,9	6,9	3,4	0,9	261,7	199,6	168,4	17,7	14,9	3,3	
II	707,2	659,4	46,6	38,8	6,6	3,4	0,6	265,7	198,3	171,6	17,4	15,0	2,8	
III	709,5	665,0	43,3	40,4	6,1	3,5	0,1	267,9	198,9	173,0	17,3	15,0	2,7	
IV	714,1	671,7	40,9	42,4	5,7	3,6	-0,3	272,5	205,1	176,1	17,6	15,1	2,9	
2018 I	720,4	678,2	40,7	43,3	5,6	3,7	-0,4	274,7	206,6	177,6	17,6	15,1	2,9	
	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	2,0	4,2	-24,2	18,5	-2,0	0,4	-1,8	5,5	5,6	6,0	0,3	0,3	-0,1	
2018	3,5	3,7	-0,1	11,8	-0,2	0,3	-0,3	3,2	3,2	6,6	-0,1	0,4	-0,5	
2019	3,0	3,0	3,5	9,4	0,0	0,2	-0,2	4,8	5,0	5,6	0,2	0,3	-0,1	
2016 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	1,7	3,4	-17,0	13,9	-1,6	0,3	-1,4	6,4	11,1	7,1	1,2	0,5	0,5	
II	1,8	3,9	-21,1	12,0	-1,9	0,3	-1,6	6,0	5,7	8,2	0,3	0,6	-0,5	
III	1,8	4,1	-23,2	15,2	-2,0	0,3	-1,8	5,2	3,1	5,9	-0,1	0,3	-0,6	
IV	2,0	4,2	-24,2	18,5	-2,0	0,4	-1,8	5,5	5,6	6,0	0,3	0,3	-0,1	
2018 I	2,6	4,0	-16,5	14,3	-1,3	0,3	-1,3	5,0	3,5	5,4	-0,1	0,2	-0,4	

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

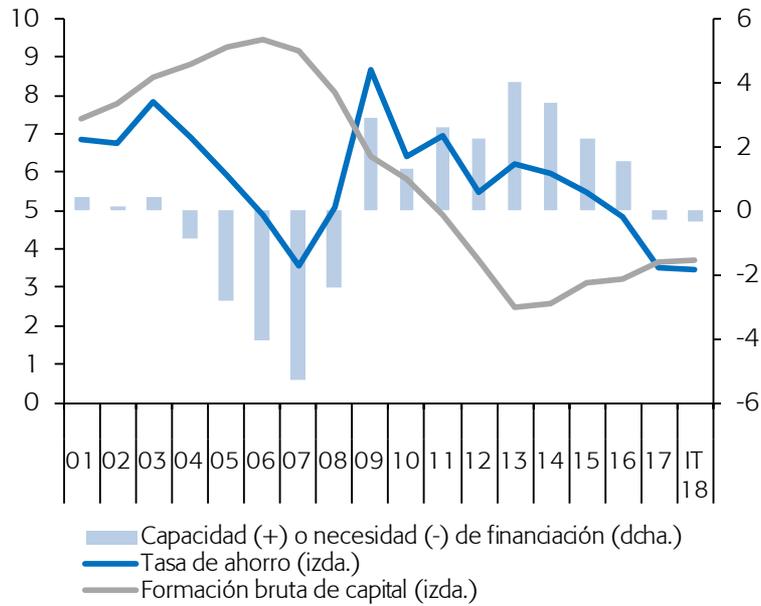
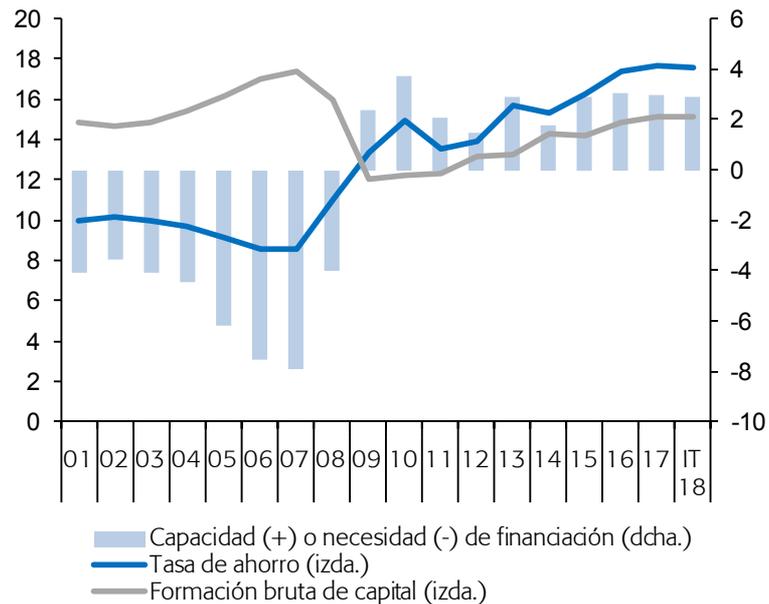


Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

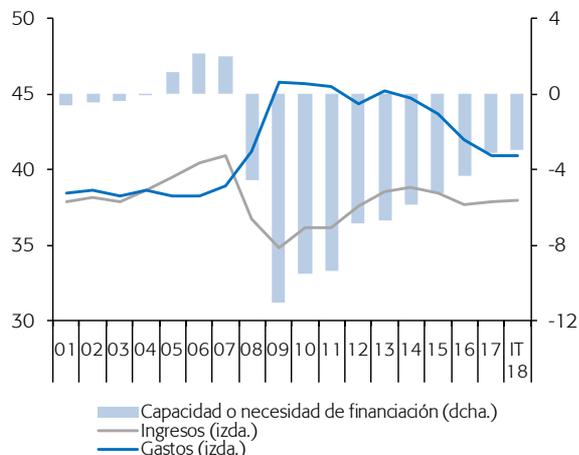
Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

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	151,4	134,4	118,8	142,9	122,8	22,6	177,9	19,9	204,3	214,8	-10,6	25,7	-36,2	-35,8
2018	155,3	141,6	123,0	148,7	125,8	20,8	184,9	20,5	216,7	221,0	-4,3	28,8	-33,1	-32,8
2019	158,1	148,1	128,3	159,5	128,5	20,4	192,3	21,2	231,7	227,3	4,4	31,1	-26,7	-26,7
2016 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	150,0	130,6	111,9	137,9	121,8	23,0	174,3	19,4	191,9	212,1	-20,2	26,9	-47,1	-44,5
II	149,9	132,4	115,0	139,6	121,6	22,8	175,3	20,3	196,8	212,5	-15,6	26,0	-41,6	-40,6
III	150,6	133,7	118,6	141,3	122,2	22,6	176,2	20,3	203,0	213,5	-10,5	25,8	-36,3	-35,7
IV	151,4	134,4	118,8	142,9	122,8	22,6	177,9	19,9	204,3	214,8	-10,6	25,7	-36,2	-35,8
2018 I	151,9	136,6	120,9	144,4	123,2	22,3	179,1	20,8	208,4	215,8	-7,5	27,4	-34,8	-34,5
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	13,6	11,7	10,1	12,2	11,0	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	11,5	10,2	12,3	10,5	1,9	15,3	1,7	17,5	18,4	-0,9	2,2	-3,1	-3,1
2018	12,9	11,7	10,2	12,3	10,4	1,7	15,3	1,7	18,0	18,3	-0,4	2,4	-2,7	-2,7
2019	12,6	11,8	10,2	12,7	10,3	1,6	15,3	1,7	18,5	18,1	0,4	2,5	-2,1	-2,1
2016 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	10,7	2,0	15,4	1,8	17,3	18,6	-1,4	2,3	-3,6	-3,6
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	-3,2	-3,1
IV	13,0	11,5	10,2	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,1	-3,1
2018 I	12,9	11,6	10,3	12,3	10,5	1,9	15,2	1,8	17,7	18,4	-0,6	2,3	-3,0	-2,9

Fuente: INE 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

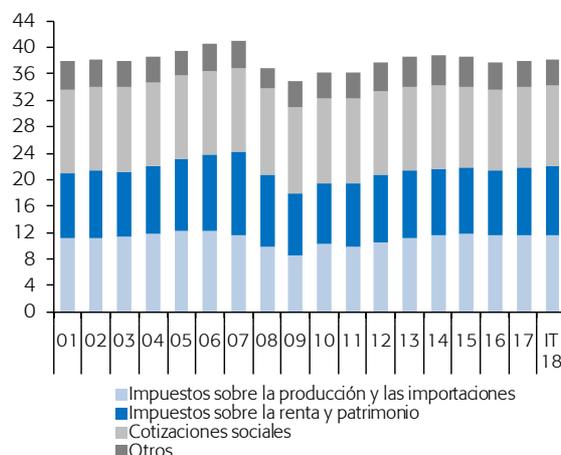


Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

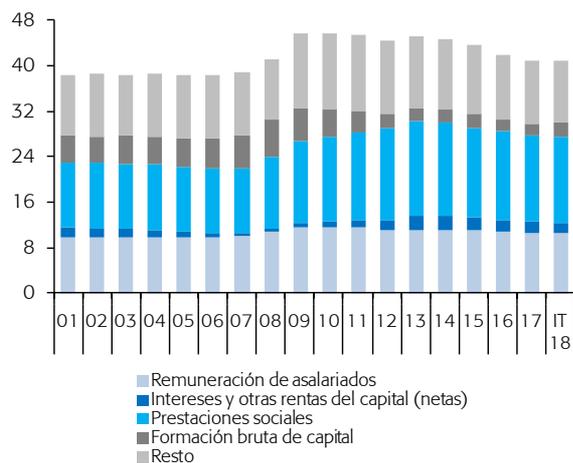
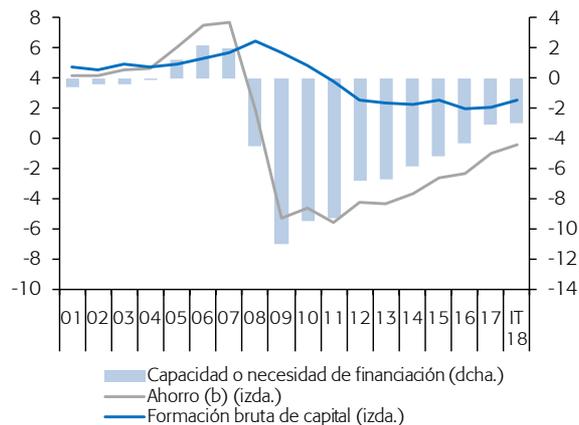


Gráfico 6.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(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	-21,7	-3,7	6,8	-17,2	-35,8	1.010,8	288,1	29,0	27,4	1.144,3	
2018	-16,1	-1,2	6,0	-21,6	-32,8	--	--	--	--	1.176,4	
2019	-10,9	-0,4	5,0	-20,4	-26,7	--	--	--	--	1.202,1	
2016	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	-23,1	-10,4	7,1	-18,1	-44,5	986,6	279,4	31,7	17,2	1.126,3
	II	-20,4	-10,3	7,2	-17,2	-40,6	994,9	285,9	32,4	17,2	1.135,1
	III	-18,3	-6,5	7,3	-18,2	-35,7	998,8	284,4	30,5	23,2	1.133,4
	IV	-21,7	-3,7	6,8	-17,2	-35,8	1.010,8	288,1	29,0	27,4	1.144,3
2018	I	-21,7	-2,9	6,9	-16,8	-34,5	1.027,6	289,7	28,9	27,4	1.160,6
	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	87,0	24,4	3,3	1,6	99,3	
2016	-2,5	-0,8	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0	
2017	-1,9	-0,3	0,6	-1,5	-3,1	86,7	24,7	2,5	2,3	98,1	
2018	-1,3	-0,1	0,5	-1,8	-2,7	--	--	--	--	97,5	
2019	-0,9	0,0	0,4	-1,6	-2,1	--	--	--	--	95,9	
2016	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	87,3	24,7	2,8	1,5	99,7
	II	-1,8	-0,9	0,6	-1,5	-3,6	87,2	25,1	2,8	1,5	99,5
	III	-1,6	-0,6	0,6	-1,6	-3,1	86,8	24,7	2,7	2,0	98,5
	IV	-1,9	-0,3	0,6	-1,5	-3,1	86,9	24,8	2,5	2,4	98,3
2018	I	-1,8	-0,2	0,6	-1,4	-2,9	87,5	24,7	2,5	2,3	98,8

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

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

Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

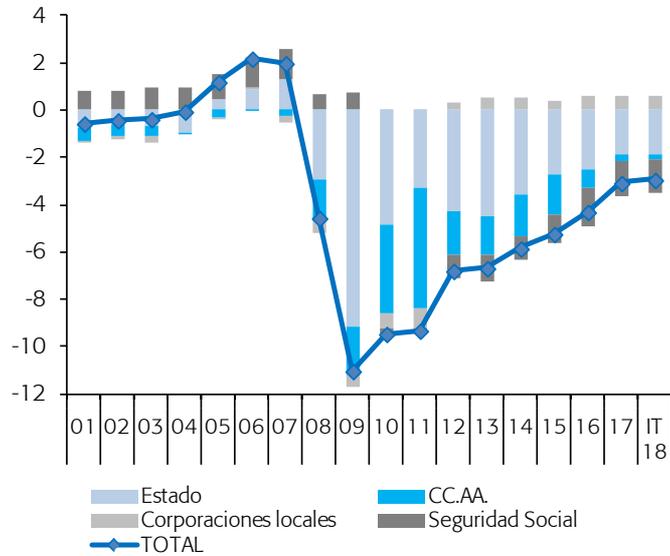
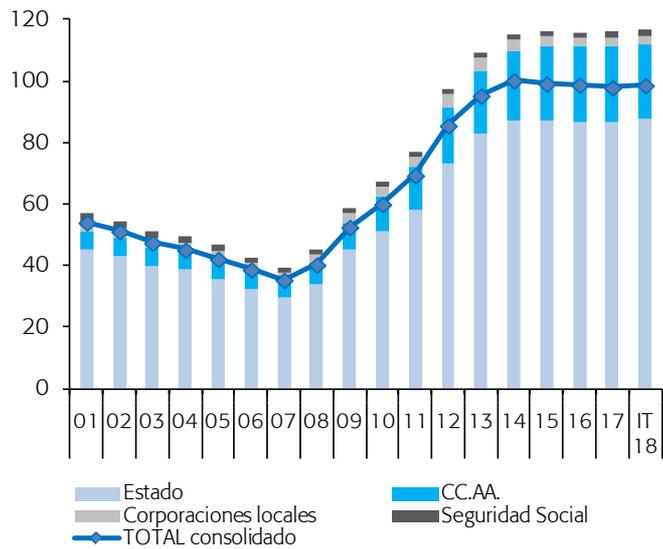


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

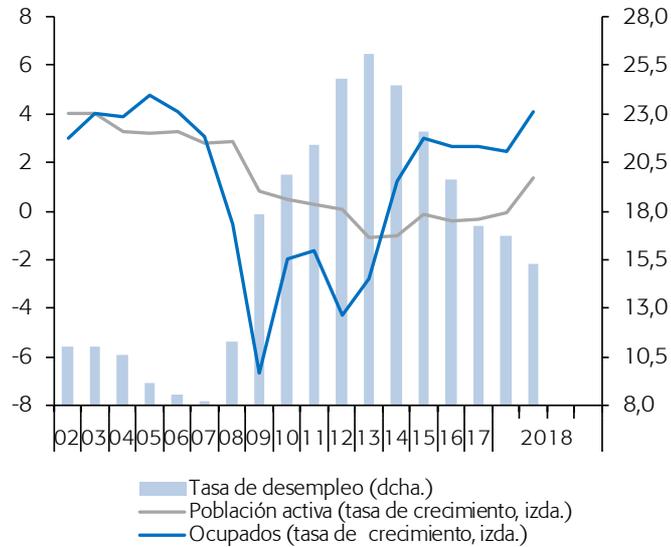
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
Millones								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	--	3,5	--	74,9	63,3	15,3	--	--	--	
2019	30,2	22,8	--	19,6	--	3,2	--	74,8	64,3	13,9	--	--	--	
2016	III	30,1	22,8	22,7	18,5	18,2	4,3	4,4	75,5	61,1	18,9	41,9	18,1	24,8
	IV	30,0	22,7	22,6	18,5	18,3	4,2	4,2	75,1	61,1	18,6	42,9	17,8	24,7
2017	I	30,0	22,7	22,6	18,4	18,5	4,3	4,1	75,0	60,8	18,8	41,7	17,8	25,5
	II	30,0	22,7	22,5	18,8	18,6	3,9	3,9	75,1	62,0	17,2	39,5	16,4	23,6
	III	30,0	22,8	22,6	19,0	18,7	3,7	3,8	75,2	62,8	16,4	36,0	15,5	22,7
	IV	30,1	22,8	22,6	19,0	18,8	3,8	3,8	75,1	62,6	16,5	37,5	15,6	23,6
2018	I	30,1	22,7	22,6	18,9	18,9	3,8	3,7	74,7	62,1	16,7	36,3	15,7	24,3
	II	30,2	22,8	22,7	19,3	19,1	3,5	3,5	75,1	63,5	15,3	34,7	14,3	21,9
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		0,2	0,0	--	2,3	--	-11,0	--	-0,2	1,3	-1,9	--	--	--
2019		0,2	0,1	--	1,7	--	-9,0	--	-0,1	1,0	-1,4	--	--	--
2016	III	-0,3	-0,2	-0,5	2,7	2,9	-10,9	-12,9	0,1	1,8	-2,3	-4,6	-2,0	-4,2
	IV	-0,3	-0,6	-1,3	2,3	2,3	-11,3	-15,4	-0,2	1,5	-2,3	-3,3	-2,1	-3,7
2017	I	-0,2	-0,6	0,2	2,3	3,1	-11,2	-11,6	-0,3	1,4	-2,2	-4,8	-2,0	-4,3
	II	-0,1	-0,6	-1,1	2,8	2,7	-14,4	-17,2	-0,5	1,7	-2,8	-7,0	-2,7	-3,7
	III	0,0	-0,3	0,6	2,8	2,6	-13,6	-8,5	-0,3	1,7	-2,5	-6,0	-2,6	-2,1
	IV	0,1	0,1	0,6	2,6	2,2	-11,1	-6,9	-0,1	1,5	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	I	0,2	-0,1	-0,1	2,4	2,4	-10,8	-11,9	-0,3	1,3	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,4	0,5	1,4	2,8	4,1	-10,8	-11,9	0,0	1,5	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7

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

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

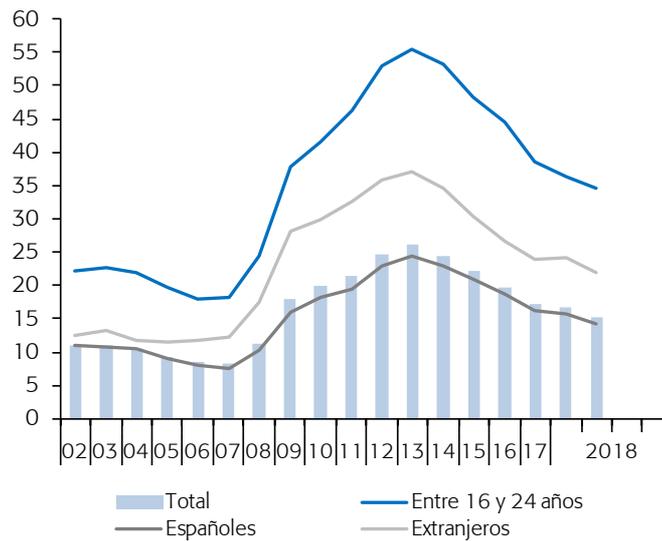
Tasas de crecimiento sobre periodo anterior y porcentaje de la pob. activa



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

Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



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

Cuadro 9

Índice de precios al consumo

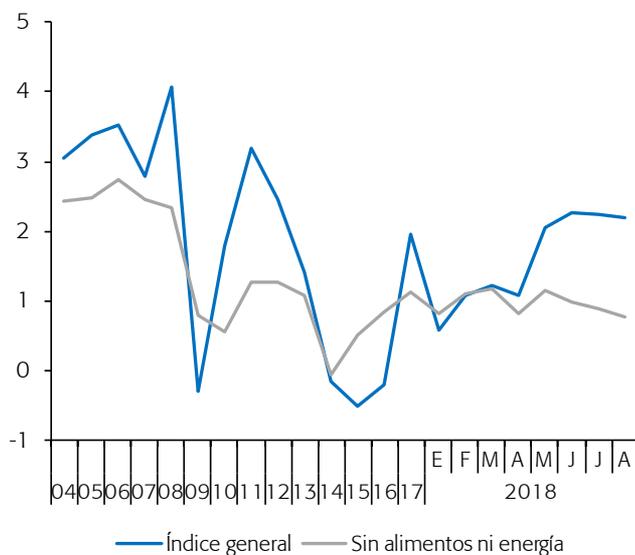
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2018	100,00	66,15	81,20	24,82	41,33	15,06	7,34	11,46	22,40	
Índices, 2016 = 100										
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	103,7	102,0	102,0	100,1	103,1	101,8	105,4	115,4	102,9	
2019	105,2	103,0	103,0	100,3	104,6	102,8	107,4	120,8	104,2	
Tasas de crecimiento interanual										
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	1,7	0,9	0,9	-0,1	1,5	1,1	2,7	6,8	1,6	
2019	1,5	0,9	0,9	0,2	1,4	1,0	1,9	4,7	1,3	
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	1,2	1,1	1,2	-0,1	1,9	1,3	1,6	1,3	1,4
	Abr	1,1	0,7	0,8	0,0	1,1	1,4	2,0	2,3	1,6
	May	2,1	1,1	1,1	0,0	1,8	1,3	3,5	7,8	2,0
	Jun	2,3	1,0	1,0	-0,1	1,6	1,0	5,4	9,9	2,5
	Jul	2,2	0,9	0,9	0,0	1,5	0,8	4,0	11,2	1,9
	Ago	2,2	0,8	0,8	-0,1	1,3	0,7	4,6	11,1	2,0
	Sep	2,2	0,8	0,8	-0,1	1,3	1,1	3,9	11,1	2,0
	Oct	2,0	0,8	0,9	-0,1	1,4	1,1	1,3	10,3	1,2
	Nov	1,9	0,8	0,9	-0,1	1,4	1,0	2,4	8,7	1,5
	Dic	1,9	0,8	0,9	-0,1	1,4	1,0	2,0	9,0	1,3
2019	Ene	1,9	0,9	0,9	-0,1	1,4	1,0	2,2	9,2	1,4
	Feb	1,7	0,7	0,8	-0,1	1,2	1,1	3,0	7,7	1,7
	Mar	2,1	0,9	0,9	0,0	1,4	1,1	2,8	9,9	1,6
	Abr	1,9	0,9	0,9	0,0	1,4	0,9	2,6	8,3	1,5
	May	1,3	0,9	0,9	0,1	1,4	0,9	1,1	3,9	0,9
	Jun	1,3	0,9	0,9	0,1	1,4	0,9	-0,2	4,3	0,6
	Jul	1,4	1,0	1,0	0,2	1,5	1,0	0,7	4,0	0,9
	Ago	1,2	1,0	1,0	0,3	1,5	1,0	0,5	2,8	0,8
	Sep	1,1	1,0	1,0	0,3	1,5	0,9	1,1	1,6	1,0
	Oct	1,3	1,0	1,0	0,3	1,4	0,9	3,7	1,7	1,8
	Nov	1,2	1,0	1,0	0,4	1,4	0,8	2,6	1,9	1,4
	Dic	1,2	1,0	1,0	0,4	1,4	0,9	2,9	1,8	1,5

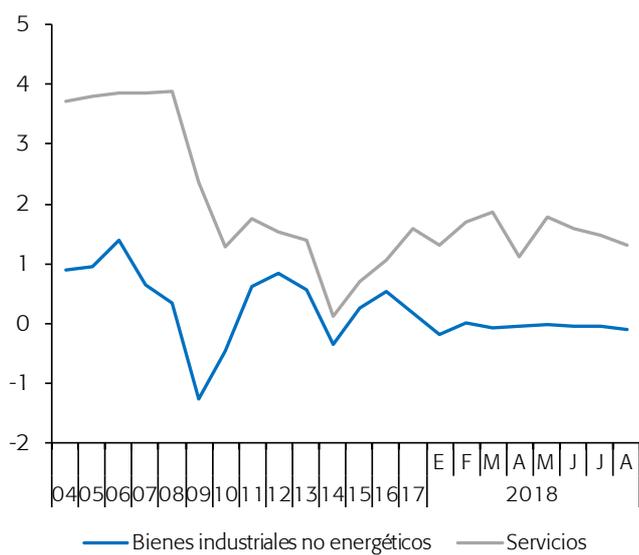
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

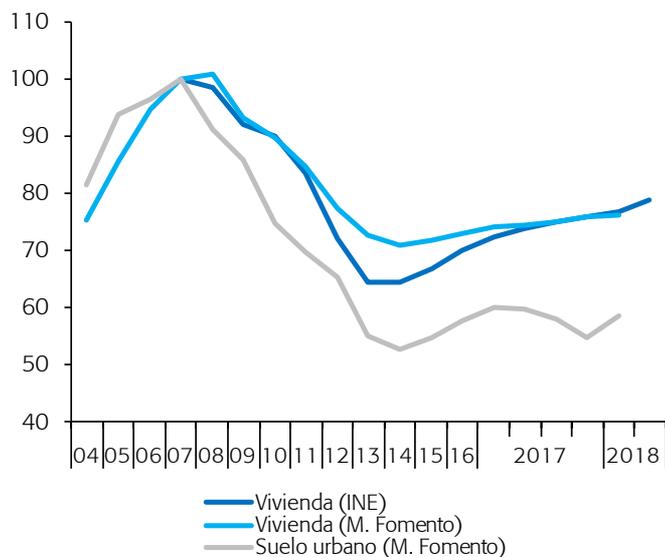
	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. 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	152,1	155,3	--
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	148,3	156,3	--
2017	102,1	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,3	--
2018 (b)	102,7	103,1	103,0	77,9	76,2	--	141,2	138,1	150,6	148,7	--
2016 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	140,3	137,0	150,4	147,2	--
II	101,9	100,4	101,9	73,8	74,4	59,7	146,1	145,4	148,0	154,4	--
III	102,2	100,5	102,0	75,2	74,9	58,2	138,7	135,5	148,6	158,9	--
IV	102,9	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,8	151,3	149,5	164,8	--
2018 I	102,8	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,6	148,7	--
II	102,6	103,4	103,1	78,8	--	--	--	--	--	--	--
III (b)	--	104,9	103,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2018 May	--	103,5	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	104,5	103,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	104,9	103,2	--	--	--	--	--	--	--	--
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	0,2	0,5
2015	0,6	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,0
2017	1,0	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,5
2018 (d)	1,0	2,3	1,3	6,5	2,7	-2,6	0,7	0,8	0,2	1,0	1,7
2016 IV	0,5	1,2	0,6	4,5	0,4	13,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,5	1,0
2017 I	0,7	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	0,0	-0,2	0,5	-0,2	1,3
II	0,9	4,8	2,5	5,6	2,0	1,8	-0,2	-0,1	-0,5	-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	1,5
2018 I	1,3	0,8	1,4	6,2	1,4	-2,6	0,7	0,8	0,2	1,0	1,5
II	0,7	3,0	1,1	6,8	2,6	--	--	--	--	--	1,6
III (e)	--	4,4	1,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2018 Jun	--	4,1	1,3	--	--	--	--	--	--	--	1,6
Jul	--	4,6	1,2	--	--	--	--	--	--	--	1,7
Ago	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,7

(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.

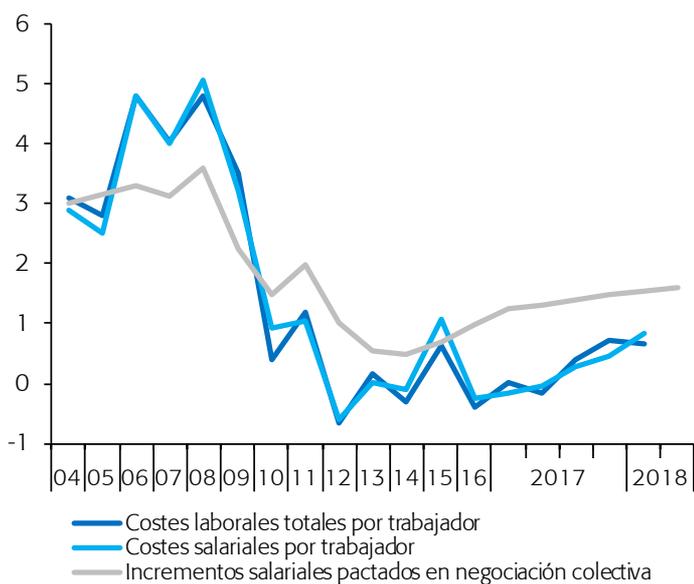
Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Trabajo e INE.

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

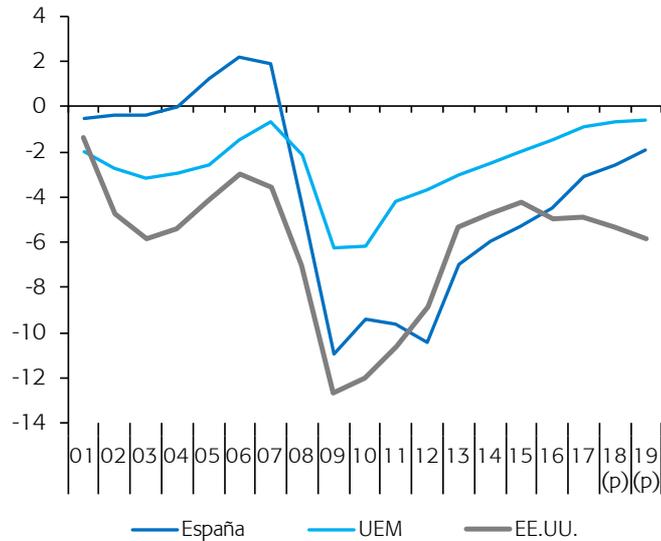
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2006	22,2	-133,2	-411,6	392,1	5.998,2	8.891,9	-90,7	18,0	-584,9
2007	20,8	-61,3	-513,6	384,7	6.108,5	9.365,1	-104,1	19,8	-735,6
2008	-49,3	-208,5	-1.033,3	440,6	6.622,3	10.839,0	-102,9	-66,7	-791,0
2009	-118,2	-581,2	-1.827,4	569,5	7.360,2	12.541,3	-46,5	31,2	-457,2
2010	-101,4	-590,5	-1.797,7	650,1	8.095,0	14.318,8	-42,0	41,3	-495,1
2011	-103,2	-414,8	-1.646,6	744,3	8.558,6	15.511,2	-35,3	58,5	-443,2
2012	-108,8	-361,5	-1.430,7	891,5	9.016,4	16.705,3	-4,6	181,3	-264,9
2013	-71,7	-300,7	-894,0	979,0	9.332,7	17.594,8	15,0	235,3	-248,2
2014	-61,9	-253,4	-832,5	1.041,6	9.575,3	18.308,2	10,3	266,1	-154,1
2015	-57,0	-213,6	-765,2	1.073,9	9.692,9	19.062,7	11,0	337,6	-194,7
2016	-50,4	-159,0	-920,0	1.107,2	9.832,5	19.947,7	21,1	352,9	-313,7
2017	-36,2	-98,9	-943,2	1.144,3	9.916,4	20.902,3	20,4	389,4	-450,0
2018	-31,0	-77,1	-1.088,1	1.183,8	10.031,9	21.990,4	18,0	394,0	-
2019	-24,3	-75,5	-1.253,7	1.209,4	10.118,1	23.344,1	20,0	405,2	-
Porcentaje del PIB									
2006	2,2	-1,5	-3,0	38,9	67,4	64,2	-9,0	0,2	-4,2
2007	1,9	-0,7	-3,5	35,6	65,0	64,7	-9,6	0,2	-5,1
2008	-4,4	-2,2	-7,0	39,5	68,7	73,6	-9,2	-0,7	-5,4
2009	-11,0	-6,3	-12,7	52,8	79,2	87,0	-4,3	0,3	-3,2
2010	-9,4	-6,2	-12,0	60,1	84,8	95,7	-3,9	0,4	-3,3
2011	-9,6	-4,2	-10,6	69,5	87,3	100,0	-3,3	0,6	-2,9
2012	-10,5	-3,7	-8,9	85,7	91,7	103,4	-0,4	1,8	-1,6
2013	-7,0	-3,0	-5,4	95,5	93,9	105,4	1,5	2,4	-1,5
2014	-6,0	-2,5	-4,8	100,4	94,2	105,1	1,0	2,6	-0,9
2015	-5,3	-2,0	-4,2	99,4	92,1	105,2	1,0	3,2	-1,1
2016	-4,5	-1,5	-4,9	99,0	91,1	107,1	1,9	3,3	-1,7
2017	-3,1	-0,9	-4,9	98,3	88,8	107,8	1,8	3,5	-2,3
2018	-2,6	-0,7	-5,3	97,6	86,5	108,1	1,5	3,4	-
2019	-1,9	-0,6	-5,9	95,9	84,1	109,4	1,6	3,4	-

Fuente: Comisión Europea, *Previsiones primavera 2018*.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

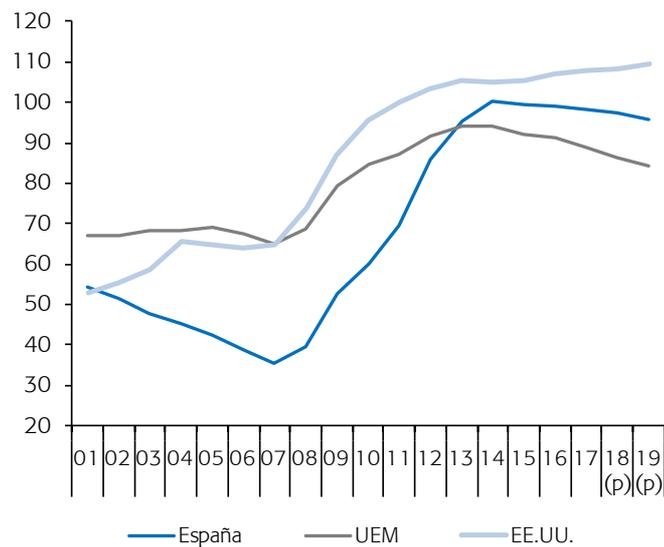
Porcentaje del PIB



(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	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)			
2006	44.708.964	40,6	16,7	77,7	84,2	47,5	24,6	10,8	840.844	37,60	
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	28,43	
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	35,57	
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	36,36	
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	37,98	
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	36,43	
2016	46.557.008	42,7	18,6	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			
2018•	46.698.569	43,1	19,1			53,6	29,3	13,6			

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 %.

• Datos provisionales.

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	14,2	11,4
2018■	18.554	2,52		

Fuentes: EPA 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
2017	7,3	6,9				

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
2017	30,9	1,24	1,70			
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

EPA: Encuesta de Población Activa. EPF: Encuesta de Presupuestos Familiares. ID INE: Indicadores Demográficos INE. 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.

■ Los datos se refieren al periodo enero-junio.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con Educación Primaria o menos	Población de 30 a 34 años con Educación Primaria o menos	Población de 16 o más años con Educación Universitaria	Población de 30 a 34 años con Educación Universitaria
2006	32,9	8,4	15,6	25,3
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018■	20,8	6,6	28,8	41,6
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias				Gasto en educación		
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 ^{er} y 2 ^o ciclo y Grado)	Másteres Oficiales	Gasto público (miles de €)	Gasto público (% PIB)
2006	1.557.257	630.349	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	4,22
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	4,47
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,32
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.597.784	4,31
2016	1.778.620•	687.692•	651.722•	1.307.461•	184.745•	47.578.997	4,25
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-junio.

• 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	1000	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	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	721.575■	5.903.639♦	1.080♦	950.809♦	941♦	2.358.397♦	653♦
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2006	558.702	276.920	204.844	82.064
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018■	865.555	256.889	197.380	16.980
Fuentes:	BEL	IMSSERSO	IMSSERSO	BEL

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

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-junio.

♦ Los datos se refieren al periodo enero-julio.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (€ por habitante)	Público (€ por habitante)
2006	7,76	5,62	2.391	1.732
2008	8,29	6,10	2.774	2.042
2010	9,01	6,74	2.886	2.157
2012	9,09	6,55	2.902	2.095
2014	9,08	6,36	3.057	2.140
2015	9,16	6,51	3.180	2.258
2016	8,98	6,34	3.248	2.293
Fuentes:	OCDE	OCDE	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	0,7	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 (julio 2011-julio 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. La mención de la inmigración como uno de los tres principales problemas de España alcanzó en julio de 2018 su nivel más alto desde el final de la crisis

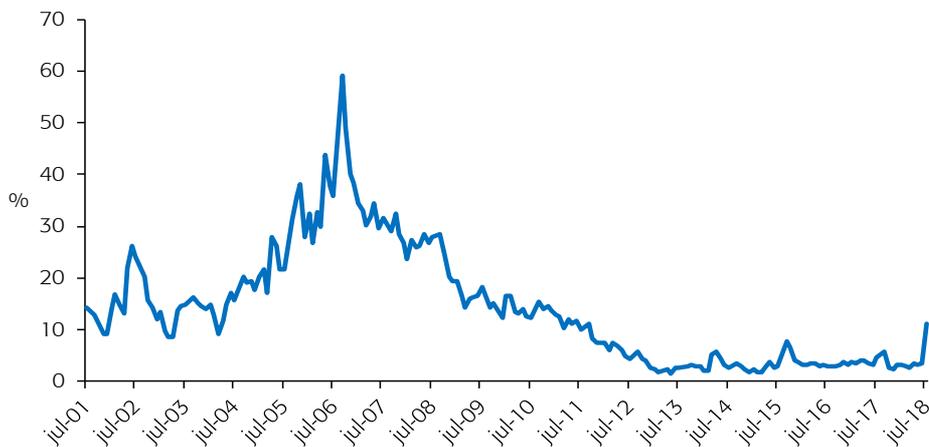
El barómetro de opinión de julio de 2018 del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) muestra un aumento notable de los españoles que señalan la inmigración como uno de los tres principales problemas del país. Si en julio de 2017 apenas alcanzaban el 5%, un año después rondan el 11%. Este porcentaje es el más alto registrado desde el verano de 2011 (11-12%). No obstante, estas cifras se hallan lejos de las que recogían las encuestas de opinión en los años previos a la crisis. En 2006, por ejemplo, el porcentaje de entrevistados españoles que mencionaban la inmigración entre los tres principales problemas del país llegó a superar el 50% (gráfico 2). Con el inicio de la crisis, los problemas de la economía y la corrupción fueron desplazando a otros (entre ellos, la inmigración) de la lista de los tres que más preocupaban a los ciudadanos.

Los datos de julio de 2018 permiten concluir que la edad marca diferencias significativas en esta apreciación de la inmigración como problema. El grupo de entrevistados de 18 a 25 años presenta el porcentaje más bajo de personas que consideran la inmigración como uno de los tres problemas más importantes del país (7%), mientras que la mayor preocupación por la inmigración se concentra entre quienes cuentan entre 55 y 64 años (16%) (gráfico 3).

Sin embargo, las discrepancias más llamativas aparecen cuando se desagrega la muestra de entrevistados por el recuerdo de voto en las últimas elecciones generales de 2016. Los votantes de partidos nacionales tradicionalmente considerados de izquierda señalan en menor medida la inmigración como uno de los tres principales problemas de España, en tanto que los votantes de partidos situados convencionalmente en el centro-derecha del eje ideológico-político parecen más sensibles a esta cuestión. Entre los partidos de ámbito autonómico, llaman la atención los porcentajes comparativamente elevados de votantes de Convergència Democràtica de Catalunya (CDC), del Partido Nacionalista Vasco y de En Marea que señalan la inmigración como uno de los tres principales problemas de España (27%, 21% y 19%, respectivamente) (gráfico 4).

Gráfico 2

Consideración de la inmigración como uno de los tres principales problemas de España (julio 2001-julio 2018)

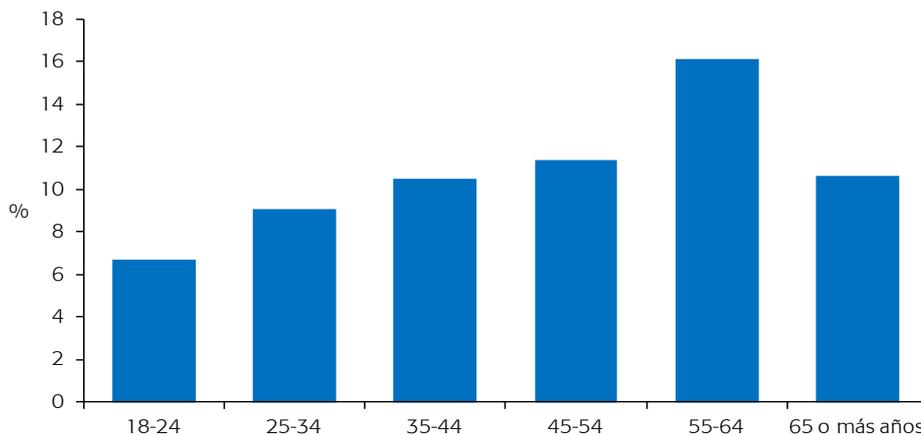


Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe ahora en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?".

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 3

Consideración de la inmigración como uno de los tres principales problemas de España, por grupos de edad (julio de 2018)

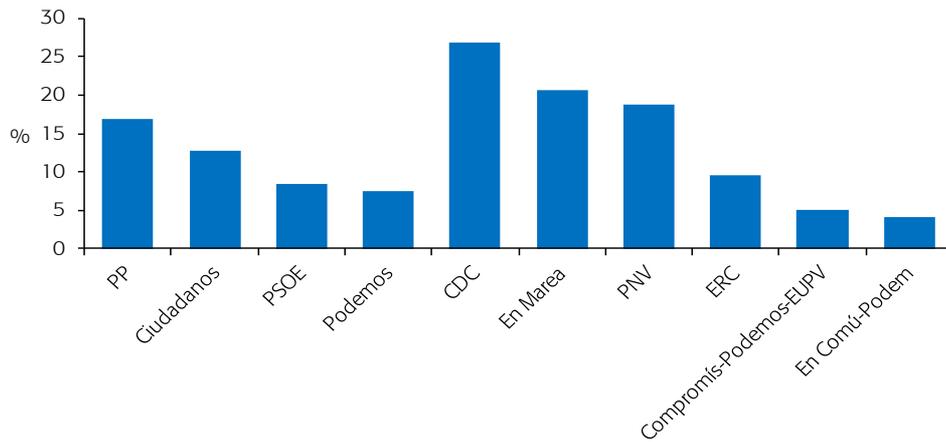


Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe ahora en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?".

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 4

Consideración de la inmigración como uno de los tres principales problemas de España, por recuerdo de voto en las elecciones generales de 2016 (julio de 2018)



Pregunta: "¿Cuál es, a su juicio, el principal problema que existe ahora en España? ¿Y el segundo? ¿Y el tercero?".

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	0,8	Junio 2018
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,8	Junio 2018
Dudosos (% var. mensual medio)	-3,7	Junio 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	740.356	Agosto 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	168.131	Agosto 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	44	Agosto 2018
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,03	Diciembre 2017
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.532,25	Diciembre 2017
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	47.309,12	Diciembre 2017
Ratio "oficinas/entidades"	122,22	Diciembre 2017

A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 agosto	2018 15 de septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,1	5,0	4,7	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	2,0	-0,26	-0,329	-0,319	-0,319	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,3	-0,03	-0,186	-0,166	-0,168	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,2	1,4	1,5	1,4	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	4,0	2,3	1,4	-	-	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 seguido un comportamiento dispar en la primera mitad de septiembre. El euríbor a 3 meses se ha mantenido en el -0,319% de agosto, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado al -0,168% desde el -0,166% de agosto. El BCE se reafirma en su plan de finalizar los programas extraordinarios de compra de activos en diciembre y de adoptar posibles subidas de tipos a partir del verano de 2019. En esta primera mitad de septiembre la rentabilidad del bono del Estado a 10 años se ha mantenido en el 1,4% del mes de agosto.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 julio	2018 agosto	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	44,4	102,6	54,60	49,56	-	(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	76,1	55,1	27,60	34,81	-	(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	1,2	0,4	3,46	0,21	-	(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	4,4	1,9	4,76	2,56	-	(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	1,7	0,0	-0,7	-0,5	-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	726,2	1104,9	1.127,1	1.161,7	1.154,7	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	0,2	-1,3	1,6	-5,9	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,9	0,7	2,2	-20,3	-30,9	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	1.018,0	943,6	1.055,4	997,6	906,3(a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.880,1	8.790,9	10.451,5	9.854,1	9.365,3(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	16,2	23,6	15,8	14,4	14,4(a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 julio	2018 agosto	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,3	55,9	-	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,6	0,1	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,2	0,0	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,4	-0,4	0,6	-9,5	-	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	10,6	5,8	5,8	-36,4	-	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

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

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes, se ha producido una reducción de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro –hasta el 50%– y de la contratación de obligaciones del Estado –hasta el 35%. El IBEX-35 ha evolucionado a la baja en septiembre, hasta los 9.365 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid hasta los 906 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 disminuyeron un 9,5% y las opciones financieras sobre este mismo índice un 36,4%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2014	2015	2016	2017	2018 (1T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,7	2,2	2,1	2,0	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	2,2	3,6	2,6	0,5	0,4	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	269,0	302,3	297,0	287,4	287,9	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 2008-2014	2015	2016	2017	2018 (1T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	79,2	67,5	64,4	61,3	60,5	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	0,5	1,7	0,6	3,8	-0,4	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,5	-2,9	1,1	-0,1	-1,4	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el primer trimestre de 2018 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se mantuvo en el 2% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero disminuyó hasta el 0,4% del PIB. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 60,5% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 mayo	2018 junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,3	-4,1	-0,4	-0,1	0,8	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	BE	7,8	-0,1	2,4	1,8	0,8	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,5	-11,6	-3,7	-2,3	0,1	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	10,7	-1,0	0,7	-1,2	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	-2,2	-4,5	-1,7	-1,4	-0,4	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 2001-2015	2016	2017	2018 mayo	2018 junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	0,2	-3,6	-3,8	-1,2	-3,7	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	-1,8	-22,2	-3,5	4,2	-12,0	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	9,0	-0,3	-1,2	-0,6	-0,6	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En junio de 2018 se observó un aumento del crédito al sector privado del 0,8% y también un incremento del 0,8% de los depósitos. Los valores de renta fija elevaron su peso en balance un 0,1% y las acciones y participaciones un 0,7%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 3,7% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2014	2015	2016	2017	2018 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	195	135	124	122	122	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	74	82	82	83	82	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	243.544	202.954	189.280	187.472	187.472(a)	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	40.110	30.921	28.643	27.320	26.929	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	-	460.858	527.317	726.540	740.356(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	-	122.706	138.455	170.445	168.131(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 2000-2014	2015	2016	2017	2018 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	22.682	10.514	1.408	96	44(b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2017.

(b): Último dato a agosto de 2018.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En agosto de 2018, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 168.131 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 agosto de 2018, el importe de estos programas en España era 329.540 millones de euros y 2,6 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	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,18	54,03	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	6.532,25	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	47.309,12	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	139,84	122,22	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,97	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,84	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,26	0,44	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	3,66	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante 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 156. Los problemas del mercado de trabajo y las reformas pendientes

PANORAMA SOCIAL

N.º 27. Brechas de género

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 265. Innovación y competitividad

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 7, N.º 4 (2018). EU financial conditions and Spanish banks

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 5. Junio (2018)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 88. Economía sumergida y fraude fiscal en España: ¿qué sabemos? ¿qué podemos hacer?

LIBROS

Tenencias de deuda pública por las entidades financieras: situación en España, y posicionamiento ante posibles cambios regulatorios

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

