Cuadernos de Información Económica

267

noviembre/diciembre 2018

Empleo y sector exterior: desafíos estructurales



Situación y desafíos del mercado laboral

Sostenibilidad del superávit exterior

Exportaciones y competitividad coste

Pruebas de esfuerzo a la banca

Estructura de recursos bancarios

Eficacia recaudatoria de tipos marginales en el IRPF

150 años de la peseta

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Los seguros en el mundo

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS



CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela Santiago Carbó Valverde Mª 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

© 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

267

noviembre/diciembre 2018



Ш

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Página

- 1 El mercado laboral español: situación y desafíos estructurales Raymond Torres
- 13 La sostenibilidad del superávit exterior Rafael Myro
- 27 El papel de la competitividad coste en las exportaciones de la eurozona: el caso de España en una perspectiva sectorial comparada Ramon Xifré
- 39 Pruebas de esfuerzo a la banca 2018: análisis tras los focos Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 49 La estructura de recursos de clientes en el sistema bancario español Ángel Berges, Fernando Rojas y Federica Troiano
- La eficacia recaudatoria de los tipos marginales en el IRPF: su medición a través de la equivalencia recaudatoria José Félix Sanz Sanz y Desiderio Romero Jordán
- 65 150 años de la peseta José María Serrano Sanz

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Página

77 Situación y dinámica de crecimiento del seguro en el mundo Daniel Manzano

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Página

- 88 Indicadores económicos
 Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
- 111 Indicadores sociales
 Dirección de Estudios Sociales de Funcas
- 119 Indicadores financieros Dirección de Estudios Financieros de Funcas

Carta de la Redacción

LI dinamismo del mercado laboral español es una de las buenas noticias asociadas a la recuperación económica. Desde el primer trimestre de 2014 el empleo ha crecido en términos absolutos por encima de las otras tres grandes economías de la eurozona. Sin embargo, todavía no se han recuperado los niveles precrisis, ni en términos absolutos ni menos aún en relación con la tasa de ocupación. En el artículo que abre este número de Cuadernos de Información Económica. RAYMOND TORRES analiza los aspectos positivos y las debilidades del mercado de trabajo español, entre las que destaca la situación de los jóvenes, cuya baja tasa de participación se acompaña además de cifras elevadas de abandono escolar temprano y de altos niveles de temporalidad. También se destaca la influencia que ejerce el escaso avance de la productividad del trabajo sobre los incrementos salariales. Pero más allá de la situación actual, los desafíos estructurales tienen que ver, de forma predominante, con la divergencia entre comunidades autónomas y con el siempre pendiente problema de la temporalidad del empleo. A escala global, los desafíos se refieren a la digitalización de la economía, la automatización y el advenimiento de la inteligencia artificial, que conllevan importantes modificaciones en la manera de producir y crear empleo.

El sector exterior de la economía española parece mostrar signos de debilidad en la coyuntura del año 2018. La ralentización del crecimiento del PIB en los tres primeros trimestres del actual ejercicio se explica enteramente por la pérdida de dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios. Y las previsiones de consenso ya recogen un ligero deterioro del superávit de

la balanza por cuenta corriente, aunque todavía con cifras positivas en 2018 y 2019. La recuperación de la economía española tras la Gran Recesión ha sido compatible con una aportación positiva del sector exterior, que ha mantenido su vigor de forma hasta cierto punto sorprendente. Anteriores procesos de recuperación y expansión económica solían dar lugar a graves desequilibrios de las cuentas exteriores que, casi de forma irremediable, conducían a severos episodios de ajuste, bien por la vía del tipo de cambio cuando la peseta era la moneda oficial, bien por la vía de la devaluación interna como recientemente ha sucedido. La cuestión que ahora se plantea es, por tanto, hasta qué punto se ha producido un cambio estructural en el patrón de crecimiento de la economía española; es decir, si el superávit exterior de estos últimos años es compatible con tasas de crecimiento económico en el entorno del 2-3% o si, por el contrario, transcurrido un tiempo, volveremos a situaciones de déficit exterior.

El artículo de RAFAEL MYRO entra de lleno en esta disyuntiva, llevando a cabo un análisis de la dinámica de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios desde una perspectiva de largo plazo. El crecimiento de las exportaciones formaría parte de una tendencia alcista en la que se conjugan factores como una mayor sofisticación y una mejor calidad de los productos exportados, una buena combinación de viejos y nuevos mercados, un nutrido grupo de empresas líderes con elevada eficiencia, y una creciente incorporación a las cadenas globales de valor. A su juicio, las exportaciones españolas pueden seguir creciendo más que la demanda mundial, por la existencia de sectores industriales competitivos

que todavía están relativamente cerrados al exterior. En paralelo, la moderación de las importaciones, situándose en tasas similares al crecimiento del PIB, arrojarían finalmente un superávit sostenido en el tiempo, de modo que la debilidad actual podría considerarse como algo transitorio. Cabe advertir, no obstante, que existen riesgos, todos ellos a la baja, como el precio del petróleo, la limitada productividad de numerosas empresas industriales o la reorientación de la demanda hacia bienes más intensivos en importaciones, que podrían afectar negativamente a sus previsiones. Quizá por ello haya que esperar algunos trimestres para confirmar si se trata de un deterioro puntual del sector exterior o si existe un cambio de tendencia que nos conduce de nuevo a escenarios de crecimiento con déficit.

El trabajo anterior concluye señalando la importancia de consolidar el saldo favorable del sector exterior mediante políticas dirigidas a reforzar la inversión en intangibles, como la formación de los trabajadores, la innovación o la internacionalización. El siguiente artículo sobre el tema, de RAMON XIFRÉ, disecciona el papel desempeñado por los costes laborales unitarios (CLU) en las cuotas de exportación de manufacturas de las principales economías de la eurozona, entre ellas España, donde el comportamiento de los CLU ha sido más dispar antes y después de la última crisis económica. Tanto el análisis general como el sectorial sugieren que la competitividad coste no puede explicar completamente los resultados de exportación de las empresas manufactureras españolas. Los recortes en los costes de producción, y de forma singular en los salarios, tendrían por tanto un efecto limitado en el estímulo de las exportaciones. Y serían otros factores como la intensidad tecnológica, la innovación, o la inversión en capital humano, los que pueden ejercer una mayor influencia en el aumento de las exportaciones españolas.

Los resultados de las pruebas de esfuerzo realizadas a la banca europea son el objeto del artículo de Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández, quienes tratan de identificar dónde se sitúan los riesgos y las diferencias entre países, para acotar así el alcance de las dudas sobre la banca europea. En términos generales, los test de estrés muestran una mejora en la resiliencia del sector bancario europeo, con dos excepciones:

Reino Unido e Italia. En el primer caso, y situándonos en el escenario adverso, tres entidades sufrirían caídas acumuladas hasta 2020 en su ratio CET1 fully loaded, quedando dos de ellas por debajo del umbral del 8%. En Italia, también algunas entidades quedarían por debajo del 8% del capital regulatorio mínimo, si bien el principal problema no es tanto el impacto del escenario adverso como su débil situación de partida. La mayor fuente de incertidumbre se sitúa en el impacto sobre la prima de riesgo de los conflictos sobre la disciplina presupuestaria entre el gobierno italiano y la Comisión Europea. En el caso de los bancos españoles examinados, los niveles de capital son holgados y los resultados apuntan a un reforzamiento de su solvencia y resiliencia, a pesar de que parten de una capitalización relativa algo menor que la media europea. En el escenario adverso la ratio CET 1 fully loaded quedaría en el 8,96%, por encima de los mínimos regulatorios y superando a otros países como Reino Unido.

Una de las consecuencias de los bajos tipos de interés sobre el sistema bancario ha sido la configuración de una estructura de recursos de clientes con un sesgo a favor de los que se gestionan fuera de balance (fondos de inversión) y de los depósitos a la vista. Aunque ello ha permitido a las entidades optimizar sus costes financieros, debido a la convergencia de los tipos a la vista y a plazo, la aportación de los depósitos al margen de intermediación ha sido prácticamente nula. Además, la estructura de depósitos se ha deseguilibrado al hacer descansar la financiación de activos a medio y largo plazo en pasivos mayoritariamente exigibles a la vista. El artículo de Ángel Berges, Fernando Rojas y Federica Troiano plantea cuáles podrían ser las consecuencias de una normalización de la política monetaria del BCE sobre la composición de los depósitos de la banca. El análisis realizado muestra la sensibilidad de los depósitos respecto a los tipos de interés y revela una traslación de fondos hacia el plazo que, no obstante, será muy sensible a la gestión que las entidades realicen de sus recursos de clientes, pero que dará lugar a un incremento del coste del pasivo.

La eficacia recaudatoria de los tipos marginales es un asunto de la mayor importancia en el diseño de los impuestos sobre la renta personal. Sin embargo, la arquitectura de un impuesto como el IRPF puede generar cuotas íntegras muy diferentes, aun con los mismos

tipos marginales, pues la clave está en el efecto final que estos tienen sobre los tipos medios. José Félix Sanz Sanz y Desiderio Romero Jordán realizan un ejercicio de análisis de la equivalencia recaudatoria de los tipos marginales del IRPF sobre la recaudación. Como era de esperar, la recaudación sería la misma con aumentos muy pequeños del tipo marginal del primer tramo de la tarifa y con aumentos mucho mayores del tipo marginal del tramo superior, especialmente en el caso de tomar en consideración el efecto comportamiento de los contribuyentes. Sus cálculos se extienden a los efectos de los mínimos personales y familiares, destacando las diferencias entre dos sistemas que han venido siendo aplicados en España: el actual, de deducción en la cuota, y el anterior a 2007, de reducción de la base imponible. En la situación actual, el coste recaudatorio de los mínimos es muy inferior, puesto que las cargas personales y familiares reducen la cuota según el tipo marginal del primer tramo, mientras que en el anterior sistema la reducción se distribuía de forma más homogénea a lo largo de todos los tipos marginales de la tarifa.

La sección de Economía y Finanzas Españolas concluye con un trabajo de José María Serrano Sanz a propósito del 150 aniversario de la creación de la peseta como moneda oficial española. En relación con el valor interno, podría parecer que la peseta no fue una moneda muy competente, habida cuenta que una peseta de 1868 —momento de su creación— tenía un poder adquisitivo igual al de 455,7 pesetas de 1999, cuando finalizó su existencia. Sin embargo, esta pérdida de valor, debida a la inflación, se centra en la segunda mitad del siglo XX, como sucedió en la mayoría de las economías occidentales. En cuanto a su valor externo,

su comparativa con monedas de países cercanos como Italia o Francia no queda en mal lugar. Si en 1868 con una peseta se compraba un franco y una lira, en 1999, de acuerdo con los tipos de conversión irrevocables del euro, una peseta compraba 11,6 liras y 3,9 francos de los de 1868, pues en 1958 se multiplicó por cien su valor nominal al crear el franco nuevo. A lo largo de su historia la peseta fue también un mecanismo eficiente de ajuste de la economía española cuando se produjeron desequilibrios externos, muy diferente de los ajustes que la presencia de España en el euro ha exigido en términos de devaluación interna.

La sección de Economía Internacional incluye un artículo de Daniel Manzano en el que se describe la situación de sector de seguros en el mundo. Aunque los países avanzados todavía representan el 80% del total de primas emitidas y su ratio de penetración (Primas/ PIB) es más del doble que en los países emergentes, se advierte en estos últimos un dinamismo mucho mayor, con un claro liderazgo de China, frente al estancamiento de las primas en las economías avanzadas (tan solo un 0,3% de crecimiento real en el último decenio). En Europa occidental la tasa de penetración presenta una elevada dispersión, con países como Finlandia, Dinamarca, Reino Unido y Holanda, en el entorno del 10% y otros como España que no alcanza el 5,5%. Las diferencias de renta per cápita son un factor explicativo importante, pero en un horizonte de medio plazo crecimiento potencial del mercado es superior en España que en la media europea, sobre todo para el segmento de vida, asociado al aumento del ahorro previsional ante las posibles dificultades del sistema público de pensiones para mantener las actuales tasas de sustitución.

ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

El mercado laboral español: situación y desafíos estructurales

Raymond Torres*

Desde el inicio de la recuperación, el mercado laboral español ha sido uno de los más dinámicos de Europa. Entre 2014 y el tercer trimestre de 2018, la economía ha generado más de 2 millones de puestos de trabajo netos, algo menos del 30% de todo el empleo creado en la eurozona durante ese periodo. Fruto de ello, la tasa de paro se ha reducido en más de 10 puntos, aunque sin recuperar todo el terreno perdido por la crisis. Las cicatrices generadas por el doble choque sufrido por la economía española –estallido de la burbuja inmobiliaria y, más tarde, crisis de la deuda soberana provocada por el parón de los flujos financieros en la eurozona—no han restañado. El objetivo del presente artículo es describir las principales características del mercado laboral que emerge del actual ciclo económico, intentando detectar posibles elementos de ruptura con respecto a pautas anteriores. Asimismo, se analizan algunos de los principales desafíos a los que se enfrenta el mercado laboral de cara a los próximos años y se reflexiona brevemente sobre los retos para la política pública que se derivan del análisis.

El mercado laboral durante el actual ciclo económico

La principal característica del mercado laboral español es su comportamiento excepcionalmente procíclico, tanto en términos de empleo como sobre todo de paro. El empleo, que había caído con fuerza durante la recesión, se ha mostrado especialmente dinámico durante la recuperación. Entre el primer trimestre de 2014 y el segundo del presente año, España batió el récord europeo de creación de empleo en términos absolutos, por delante de Alemania, Italia y Francia. El empleo se incrementó por encima del 12%, más del doble de la media europea (cuadro 1). El diferencial de

empleo entre géneros se ha reducido cuantitativamente (pero no en otros aspectos, como en salarios y condiciones laborales, donde las mujeres siguen en desventaja). Además, todos los grupos de edad se han beneficiado de la expansión.

Pese a todo, el empleo todavía no ha recuperado su nivel precrisis. El número de ocupados alcanzó su cénit en el tercer trimestre de 2007, con 20,8 millones, y luego de un intenso descenso registró un mínimo en el primer trimestre de 2014, con 17 millones. Desde entonces, el empleo ha emprendido una senda ascendente hasta alcanzar 19,5 millones en el tercer trimestre de 2018, último dato disponible. Por tanto, toda-

^{*} Funcas.

Cuadro 1

Crecimiento del empleo durante la recesión y la recuperación

(Tasa de crecimiento acumulado total, en porcentaje)

	2008-2013	2014-2018
España	-17,6	12,4
Alemania	2,5	4,7
Francia	-0,8	2,2
Italia	-4,0	4,3
Reino Unido	0,9	6,7
Media UE	-3,5	5,8
EE.UU.	-2,6	6,6

Nota: 2018 se refiere al segundo trimestre del año.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

vía faltan 1,3 millones de puestos de trabajo para volver a la situación anterior a la crisis.

La brecha es todavía más amplia si se tiene en cuenta que la población en edad de trabajar ha seguido aumentando, pese a la emigración y la reducción de los flujos de entrada de extranjeros. Así pues, la tasa de empleo --es decir total de ocupados en porcentaje de la población en edad de trabajar— es del 62,3%, frente al 65,9% en el tercer trimestre de 2007. Para recuperar ese máximo de la serie histórica, la economía española tendría que generar 2,2 millones de puestos de trabajo adicionales.

Todavía faltan 1,3 millones de puestos de trabajo para volver a la situación anterior a la crisis. Pero si la comparación se establece en términos de la tasa de empleo, el aumento de la población en edad de trabajar implica que para recuperar el máximo del 65,9% del tercer trimestre de 2007, la economía española tendría que generar 2,2 millones de puestos de trabajo.

En cuanto al paro, su sensibilidad al ciclo ha sido aún más acusada (gráfico 1). Durante el periodo de recesión, el número de desempleados se incrementó en más de 4,3 millones, cifra que excede el número de puestos de trabajo perdidos, además de marcar un record en Europa. Por el contrario, la expansión ha ido de la mano con una contracción del desempleo, que roza los 3 millones. Ningún otro país desarrollado ha logrado un descenso de tal magnitud.

Obviamente, la tasa de paro es todavía significativamente más elevada que antes de la crisis. La razón es que, durante la recesión, el desempleo aumentó a una velocidad media de más de tres puntos por año, superior a lo que mejora durante la expansión. El resultado es que la tasa de paro es todavía una de las más altas del mundo desarrollado —en Europa, ocupa el segundo lugar después de Grecia—.

La respuesta excepcionalmente procíclica del desempleo refleja la peculiar evolución de la tasa de actividad, es decir del porcentaje de personas en edad de trabajar que participan en el mercado laboral, ya sea trabajando o buscando empleo. En teoría, el número de activos tiende a caer en periodos de recesión, como consecuencia del desánimo de muchos parados de larga duración y de la dificultad para acceder a un puesto de trabajo entre colectivos en riesgo de exclusión, como jóvenes con estudios, familias monoparentales con hijos pequeños, y personas

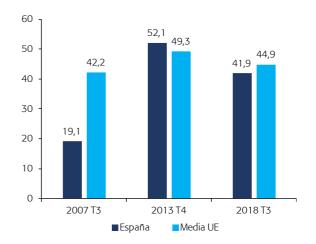
Gráfico 1

El paro en España y en la UE

1.1 - Tasa de paro



1.2 - Porcentaje de parados de larga duración en el total de parados



Nota: El paro de larga duración incluye a personas que buscan empleo desde hace más de un año. *Fuente:* Eurostat.

que residen en zonas deprimidas por los ajustes (Duval, Eris y Fuceri, 2010). Por el contrario, la expansión suele ir acompañada de una mayor participación. Es decir, la tasa de actividad debería ser procíclica, y así se comporta en países como EE.UU. (cuadro 2).

Cuadro 2

Crecimiento de la población activa durante la recesión y la recuperación)

(Tasa de crecimiento acumulado total, en porcentaje)

	2008-2013	2014-2018
España	1,0	-1,4
Alemania	-0,4	2,9
Francia	2,6	1,1
Italia	2,5	2,6
Reino Unido	3,2	3,1
Media UE	0,9	1,5
EE.UU.	-0,4	3,2

Nota: 2018 se refiere al segundo trimestre del año.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Sin embargo, en España, ha sucedido todo lo contrario. La tasa de actividad siguió aumentando durante la recesión, un resultado que refleja en buena medida el aumento tendencial de participación femenina: gracias a los avances, todavía incompletos, en materia de igualdad de género, las cohortes de mujeres jóvenes que se incorporan al mercado laboral tienen una actitud más activa frente al empleo que aquellas que se jubilan. Otra explicación de la tasa de participación en recesión, y su aumento en expansión, hay que encontrarla en un cambio estructural entre trabajadores mayores (de más de 55 años), que deciden prolongar su vida laboral. Hecho importante en un contexto de envejecimiento de la población, la participación de los trabajadores mayores se ha incrementado estos últimos años. Esta es una tendencia que contrasta con el fenómeno de prejubilación y salida anticipada de trabajadores mayores, observado tanto en anteriores recesiones como en varios países centro-europeos como Austria y Bélgica.

Hoy por hoy la tasa de actividad se compara favorablemente con la mayoría de países de nuestro entorno, en la parte alta del ranking europeo. Sin embargo, entre los jóvenes se ha producido una reducción de la misma, y España ofrece el peor resultado entre los países europeos.

Por otra parte, resulta más difícil interpretar el estancamiento de la tasa de actividad durante la actual fase expansiva. La prolongación de los estudios entre los jóvenes podría ser una explicación. Pero la tendencia no es nueva. Otro factor parece ser la leve caída de la participación de hombres en edades centrales. Este es un fenómeno nuevo en nuestro país, pero que también se observa en otros contextos -- fenómenos de exclusión social en EE.UU., o incremento importante de las bajas por enfermedad de larga duración

en los países nórdicos, por ejemplo (Winship, 2017).

En cualquier caso, hoy por hoy la tasa de actividad se compara favorablemente con la mayoría de países de nuestro entorno. Esta tasa se sitúa en la parte alta del *ranking* europeo, superando ampliamente la posición de Bélgica, Francia e Italia, por ejemplo. Tan solo Alemania y los países nórdicos obtienen resultados netamente mejores en materia de participación.

Los jóvenes son el principal grupo que ha sufrido una reducción de su tasa de participación. Mientras que cerca de la mitad del grupo de edad comprendida entre 15 y 24 años participaban en el mercado laboral antes de la crisis, el último dato apunta a que ahora solo la tercera parte de los jóvenes están en esta situación. Este es el peor resultado entre los países europeos. Solo Italia ha sufrido una reducción importante en la tasa de empleo de los jóvenes desde el inicio de la crisis. Cuantitativamente el diferencial de desempleo entre España y la media europea se debe en buena parte a los resultados en materia de empleo juvenil. La reducción de la tasa de participación juvenil puede reflejar una mayor permanencia en el sistema educativo –algo positivo desde el punto de vista del potencial productivo del país-. Sin embargo, como veremos más adelante, esta no es la principal explicación.

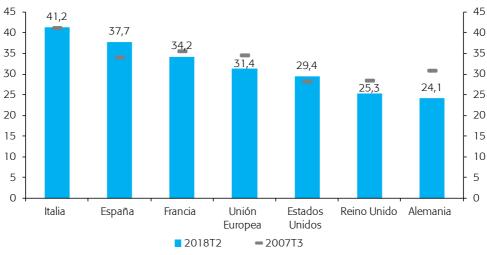
Principales desafíos estructurales

Más allá de la evolución cíclica, el nivel elevado de paro que ha prevalecido en España de manera prolongada hace temer que los desequilibrios se perpetúen, sin que el crecimiento económico, por si solo, consiga erradicarlos. Combinando el paro y la inactividad laboral, se observa que, en efecto, el déficit de empleos es alto en comparación internacional (gráfico 2).

Gráfico 2

Personas en paro o inactivas

(En porcentaje del total de personas en edad de trabajar)

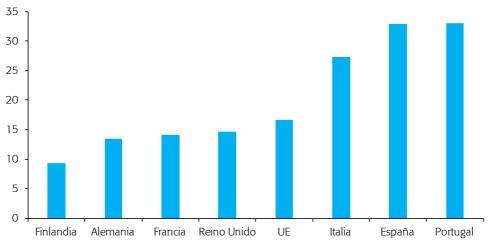


Fuente: Elaboración propia.

Riesgo de perpetuación del paro

Pese a lo anterior, la observación de las tendencias recientes no permite determinar con nitidez si el paro estructural ha aumentado como consecuencia de la crisis. Algunas características del desempleo muestran que, efectivamente, ese riesgo existe. En primer lugar, el nivel educativo de muchos parados es relativamente bajo. Si bien los niveles educativos han mejorado notablemente, los resultados son desiguales. La población en edad de trabajar tiene un nivel medio de formación todavía inferior a la media europea (gráfico 3). Así pues, cerca de cuatro de cada diez personas

Gráfico 3 **Población de 25 a 39 años que no ha alcanzado el nivel de educación secundaria (ISCED 0-2), 2017**(Porcentaje)



Fuente: Eurostat y elaboración propia.

en edad de trabajar tiene un nivel educativo inferior a la secundaria (niveles ISCED 0 a 2), prácticamente el record europeo después de Portugal. Además, esta situación apenas mejora, puesto que el porcentaje de abandono escolar prematuro es todavía del 36% entre los españoles de 25 a 39 años. Las carencias educativas repercuten en el mercado laboral: el 53% de parados tiene una formación inferior a la secundaria, el porcentaje más elevado de Europa después de Malta. Por otra parte, la formación profesional, impartida entre los adultos, tanto parados como ocupados, no compensa las carencias de la formación inicial; antes bien, tiende a acentuar las desigualdades iniciales.

En segundo lugar, los desequilibrios territoriales se han agravado. La tasa de paro de las comunidades más castigadas por la crisis ronda el 20%, diez puntos más que las comunidades que ostentan mejores resultados, cuando el diferencial era de seis puntos antes del estallido de la burbuja inmobiliaria (gráfico 4).

Además, han aparecido tres dinámicas distintas en el mercado laboral (Torres, 2018 y Funcas,

2018). En primer lugar, pese al vigoroso crecimiento registrado durante la actual etapa de recuperación, la mayoría de comunidades autónomas sigue padeciendo un grave déficit de empleos — obviamente más acusado en el sur peninsular y Canarias que en la capital, o el noreste. Las comunidades que no avanzaran en la resorción del déficit de puestos de trabajo correrían el riesgo de estancamiento secular, como ocurre con el Mezzogiorno italiano.

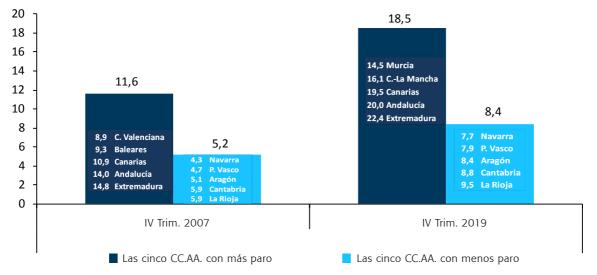
Cerca de cuatro de cada diez personas en edad de trabajar tiene un nivel educativo inferior a la secundaria y el porcentaje de abandono escolar prematuro es todavía del 36% entre los españoles de 25 a 39 años. Las carencias educativas repercuten en el mercado laboral: el 53% de parados tiene una formación inferior a la secundaria, el porcentaje más elevado de Europa después de Malta.

Por otra parte, en algunos territorios empiezan a aparecer situaciones de escasez de mano

Gráfico 4

Divergencias regionales en tasa de paro (previsión para 2019 y comparación con la situación precrisis)

(Promedio de la tasa de paro)



Fuente: Previsiones económicas de las comunidades autónomas, 2018-2019 (Funcas)

de obra. La tasa de paro en Navarra, País Vasco, Aragón, Cantabria, La Rioja y Baleares se acerca a niveles precrisis y se prevé que, a finales de 2019, se sitúe por debajo del 10%. Ante la perspectiva de un déficit de trabajadores, las empresas no tienen más remedio que elevar su productividad. Algo que abre la vía a mejoras salariales y favorece la movilidad de personas que buscan empleo desde otros lugares. De lo contrario, la expansión tocará techo en estas comunidades.

Un caso distinto es el de amplias zonas rurales y del interior peninsular, que se enfrentan a un problema de despoblación. Aunque el empleo crece poco, la caída de la población activa se traduce en una notable disminución del desempleo. Algunas provincias rurales como Lugo y Soria figuran entre las que menos paro tienen. Para estos territorios, el desafío está en retener población y a la vez atraer nuevos activos jóvenes.

Así pues, la divergencia de empleo y población entre regiones podría convertirse en uno de los principales desequilibrios del mercado laboral español, y limitar los avances en la lucha contra el paro.

Sin embargo, otros indicadores apuntan en una dirección menos pesimista. El paro de larga duración merece especial atención, por sus impactos sociales, humanos y económicos (Junankar, 2011). La evidencia empírica muestra que las personas que buscan empleo por más de un año, o parados de larga duración, tienden a padecer problemas de salud mental y pérdida de autoestima, como consecuencia de su situación laboral. Además, los estudios señalan que estos parados se enfrentan a numerosas barreras para encontrar empleo. Por ello tienden a permanecer en el paro o incluso son expulsados del mercado laboral, por el efecto desánimo y pérdida de competencias ocupacionales. En Alemania, por ejemplo, el paro de larga duración se muestra poco reactivo ante la mejora económica, de modo que su tasa de paro de larga duración apenas ha descendido estos últimos años. La inercia

del paro de larga duración es todavía más acusada en Francia e Italia.

El mercado laboral español parce menos vulnerable ante el riesgo de perpetuación del paro de larga duración. Prueba de ello es que la mitad del descenso del paro total registrado durante la fase expansiva se debe a la reducción del paro de larga duración.

Sin embargo, el mercado laboral español parece menos vulnerable ante el riesgo de perpetuación del paro de larga duración. Prueba de ello, la mitad del descenso del paro total registrado durante la fase expansiva se debe a la reducción del paro de larga duración. Los datos de flujo también muestran que la probabilidad de retorno al empleo es relativamente elevada en comparación internacional. Este resultado no se puede explicar por las políticas activas, cuya efectividad es mejorable. Entre los posibles factores, destacan los siguientes: el dinamismo de la contratación; la existencia de sectores como la hostelería, con capacidad de inserción de personas sin empleo, aunque con cierta estacionalidad; y la resiliencia de la sociedad ante el fenómeno del paro, sobre todo en comparación con países como Holanda donde el desempleo prolongado se considera como un grave estigma y una invalidez, que como tal puede dar lugar a una prestación específica.

En cualquier caso, la reactividad del paro de larga duración con respecto al ciclo podría indicar que el desempleo estructural no es tan elevado como lo indican algunas estimaciones.

Temporalidad

Como se ha mencionado en la anterior sección, el carácter exageradamente procíclico del empleo es uno de los principales lastres de la economía española. Una causa estructural es la elevada temporalidad de muchos de los empleos que se crean.

Los contratos de corta duración, en muchos casos concluidos por periodos incluso inferiores a una semana, la interinidad y la rotación entre puestos de trabajo son fenómenos muy arraigados en el mercado de trabajo español.

La temporalidad se traduce en mayor volatilidad de la creación de empleo. El saldo de los periodos de expansión y contracción es negativo, es decir la volatilidad tiende a provocar más paro. Este es un resultado lógico, porque los ajustes que se realizan mediante reducciones de plantilla, en vez de reparto del trabajo o flexibilidad salarial, tienden a ser costosos en términos de paro de larga duración. Por ello se observa una relación empírica entre volatilidad del empleo y tasa de paro (gráfico 5).

Sin duda, la temporalidad se ha reducido ligeramente desde el inicio del año, pero sin que se pueda detectar una ruptura con respecto a la tendencia de largo plazo. Los jóvenes son las principales víctimas de la precariedad laboral. Como ya se ha señalado, los jóvenes han sido el grupo más castigado por la crisis en términos cuantitativos, ello pese a que el porcentaje de "ninis" (jóvenes que ni estudian ni trabajan) se ha reducido signifi-

cativamente durante los últimos cinco años, hasta aproximarse a la media europea. Sin embargo, los jóvenes se enfrentan a dos problemas principales. En primer lugar, el abandono escolar temprano es uno de los más elevados de Europa. La principal razón es el atractivo que ejerce la posibilidad de encontrar un empleo remunerado, aunque sea de baja cualificación. En segundo lugar, la precariedad de los trabajos que encuentran al acceder al mercado laboral.

Baja productividad y bajos salarios

Todos los desequilibrios confluyen en el escaso avance de la productividad del trabajo. La volatilidad del empleo conlleva pérdidas de capital humano y de iniciativas empresariales que permitirían renovar el tejido productivo y elevar la productividad. Las deficiencias del sistema educativo detraen recursos humanos además de constreñir la eficiencia económica y ahondar las desigualdades sociales. Y la persistencia de un paro elevado erosiona la base recaudatoria, limitando los recursos disponibles en las administraciones públicas para invertir.

Gráfico 5

A más temporalidad del empleo, más paro (2000-2017)



Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 3

Crecimiento acumulado total de la productividad del trabajo (En porcentaje)

	2007-2013	2014-2017	2007-2017	2000-2017
EE.UU.	7,1	2,7	9,9	22,8
Reino Unido	-0,1	2,3	2,1	15,5
España	9,8	2,2	12,2	12,4
Alemania	-1,0	3,8	2,8	12,1
Francia	1,2	2,5	3,8	12,0
Italia	-5,0	0,5	-4,5	-5,7

Fuente: OCDE y elaboración propia.

La productividad del trabajo no ha crecido lo suficiente como para converger con las economías más prósperas (cuadro 3). Además, por definición, la evolución de la productividad constriñe los incrementos salariales. En un contexto de paro elevado, las remuneraciones han aumentado

menos que los débiles avances de la productividad (cuadro 4).

El estancamiento relativo de la productividad es especialmente preocupante en un contexto de rápido cambio tecnológico. La digitalización de la

Cuadro 4

Crecimiento acumulado total de los salarios reales
(En porcentaje)

	2007-2013	2014-2017	2007-2017	2000-2017
Francia	6,1	4,2	10,6	20,4
Reino Unido	-3,9	1,3	-2,6	14,7
EE.UU.	1,7	3,7	5,5	14,7
Alemania	5,7	6,4	12,4	13,6
España	4,8	0,2	5,0	6,0
Italia	-2,9	0,9	-2,0	1,5

Fuente: OCDE y elaboración propia.

economía, la automatización y el advenimiento de la inteligencia artificial conllevan importantes modificaciones en la manera de producir y de crear empleo.

La productividad del trabajo no ha crecido lo suficiente como para converger con las economías más prósperas. Además, la evolución de la productividad constriñe los incrementos salariales. En un contexto de paro elevado, las remuneraciones han aumentado menos que los débiles avances de la productividad.

La economía digital supone un cambio importante en el sistema productivo (OIT, 2015). Primero de todo en cuanto al perímetro de las empresas, que pueden fragmentar el proceso de producción en cadenas de valor. Este es también el llamado proceso de externalización, que permite a cada empresa desarrollar determinadas tareas fuera de su entorno natural. Además, la externalización conlleva métodos de organización de la producción interconectados, de forma que los países no necesariamente compiten, sino que se encuentran en un entorno de relaciones recíprocas con otros establecimientos. La externalización se puede medir mediante la profundización de las cadenas de valor. Según un estudio reciente, las cadenas de valor representan un porcentaje elevado del comercio internacional (World Bank, 2017). Este proceso no es reciente. En realidad, empezó hace unos veinte años coincidiendo con la difusión de las tecnologías de la información de la comunicación. Sin embargo, en fechas recientes, es decir desde inicios de los años 2010, la externalización se ha extendido y profundizado, hasta el punto de llegar hasta el trabajador individual. Es decir, el eslabón más pequeño de una cadena de valor puede ser el propio trabajador.

Otra dimensión del proceso de externalización es la capacidad que quieren las personas para participar directamente en el proceso productivo mediante una plataforma. Ya no es necesario trabajar en una empresa para exportar o proporcionar servicios y bienes a los consumidores. Lo importante en la economía digital es la conexión con las plataformas de intercambio económico. En realidad, la competitividad empresarial ya no depende tanto del tamaño de la unidad de producción o del *stock* de capital, sino de la densidad de sus conexiones mediante la red.

La inteligencia artificial representa un cambio mucho más profundo que la economía digital. En la economía digital lo que está en juego es una evolución hacia un modelo interconectado, con unidades productivas más pequeñas y un entorno de fluidez en las relaciones económicas. Por su parte, la inteligencia artificial podría producir un salto disruptivo, que cuestiona el capitalismo tal y como lo conocemos, es decir, un proceso de acumulación de capital que requiere de un importante esfuerzo humano de ahorro, inversión y trabajo.

Los procesos algorítmicos son cada vez más potentes y podrían superar la inteligencia humana en innumerables tareas automatizables, es decir aquellas que implican una cierta rutina y repetición. Los robots industriales, el coche autónomo, los *software* de reconocimiento de voz y de imagen, o la utilización de sensores en el comercio son ejemplos cada día más visibles en nuestras vidas.

En una etapa más avanzada de la inteligencia artificial, las máquinas y los algoritmos adquieren capacidad de aprendizaje. Ya no se trata únicamente de sustituir tareas rutinarias. Ahora las máquinas reaccionan a la evolución del entorno externo y de esta manera mejoran su rendimiento sin apenas necesidad de intervención humana. En esta fase de "aprendizaje avanzado" la acumulación de capital se produce en buena parte de manera endógena. Así pues, la inteligencia artificial realizaría muchas de las tareas no automatizables. En última instancia, sustituiría a buena parte de la economía, hasta ahora basada en la acumulación de capital físico y humano. Así pues, se conseguiría una situación, de relativa abundancia en la producción de estos bienes y servicios –lo que ayudaría a resolver la gestión de la escasez, que es el principal problema de la

economía. Tan solo los recursos naturales limitarán la expansión de la producción automatizada.

Las únicas actividades que permanecerían en la esfera económica son aquellas que, por su naturaleza, requieren una presencia humana. En principio esto incluye los sectores que emiten normas colectivas en todos los ámbitos de la sociedad (política, medicina, derecho, normas de privacidad, etc.). Asimismo, es probable que el cuidado a la persona y todo tipo de actividades que se basan en la relación interpersonal permanezcan en la esfera económica. Este es un sector que previsiblemente ocupará un espacio creciente en la economía. También cobrará importancia la innovación por parte de humanos, tanto a nivel fundamental como para la aplicación del progreso tecnológico.

En los sectores que compondrán la economía no automatizada, la inteligencia artificial se utilizará como complemento a la actividad humana. Sin embargo, algunos autores auguran que la inteligencia artificial podría traspasar esas barreras. Por ejemplo, los robots podrían tener capacidad para formular reglas colectivas (la llamada inteligencia artificial colectiva). Pero esta es una perspectiva a la vez lejana y cuestionable desde el punto de vista ético.

Consideraciones finales

Durante las últimas décadas, y pese a sucesivas modificaciones normativas, algunas de las principales características del mercado laboral español muestran una sorprendente continuidad. El empleo tiende a responder de manera procíclica, lo que provoca rápidas reducciones del paro en épocas de expansión y viceversa durante las recesiones. Teniendo en cuenta un ciclo completo, la tasa media de paro es elevada y la productividad del factor trabajo apenas crece. Por otra parte, la tasa de temporalidad sigue siendo una de las más altas de Europa, lo que contribuye a las desigualdades y al débil crecimiento de los salarios a nivel agregado. El artículo también detecta una correla-

ción entre el grado de volatilidad del empleo y la tasa de paro.

Entre los elementos más positivos figura la elevación de la tasa de participación de las mujeres, que ahora se sitúa entre las más elevadas de Europa, y de los trabajadores mayores. Otra tendencia favorable es la reactividad del paro de larga duración con respecto a la expansión económica. En otros países, el paro de larga duración muestra más inercia, lo que conlleva un riesgo de expulsión del mercado laboral (fenómeno de histéresis).

Sin embargo, el contexto está cambiando radicalmente como consecuencia la revolución tecnológica en marcha, lo que exige un nuevo impulso reformista que profundice en los logros y corrija los desequilibrios estructurales. Las carencias en materia de educación y formación, la calidad del empleo y la movilidad, así como las divergencias regionales, se presentan como algunas de las principales tareas pendientes.

Referencias

Duval, R.; Eris, M., y D. Furceri (2010), "Labour Force Participation Hysteresis in Industrial Countries: Evidence and Causes", https://www.oecd.org/eco/growth/46578691.pdf

Funcas (2018), "Previsones económicas para las CC.AA. 2018-2019", Funcas, https://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores_img.aspx?Id=4&file=0

JUNANKAR, P. N. RAJA (2011), The global economic crisis: Long-term unemployment in the OECD, *IZA Discussion Papers*, No. 6057, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn, http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-201111072659

OIT (2015). "El empleo en plena mutación", https://www.ilo.org/global/research/global-reports/weso/2015-changing-nature-of-jobs/lang-es/index.htm

TORRES, R. (2018), "Paradojas territoriales del Mercado laboral español", *El País*,

11 de noviembre del 2018, https://elpais.com/economia/2018/11/09/actualidad/1541768094_950143.html

WINSHIP, S. (2017), "What's behind Declining Male Labor Force Participation?", Federal Fiscal Policy Research Paper, https://www.mercatus.org/

publications/declining-male-labor-force-participation-jobs

World Bank (2017), "The Global Value Chain Development Report", https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/07/tcgp-17-01-china-gvcs-complete-for-web-0707.pdf

La sostenibilidad del superávit exterior

Rafael Myro*

Con el cierre de 2017, la economía española cumplió tres ejercicios creciendo a una tasa superior al 3% anual y anotando un superávit en su saldo del comercio de bienes y servicios, así como en su balanza por cuenta corriente y de capital, que no presentaron signos de debilidad hasta el comienzo del ejercicio actual, 2018, en el que ambos han mostrado un sensible recorte. Aún más, el siempre negativo saldo del comercio de bienes es hoy uno de los más reducidos de los últimos cincuenta años, con un valor del -2,6% del PIB corriente, en los tres primeros trimestres de 2018. Precisamente por tratarse de una nueva circunstancia y por las amenazas que para su consolidación parece ofrecer la evolución del año en curso, resulta de enorme interés saber si el superávit puede prolongarse en el tiempo, estableciendo un patrón de crecimiento diferente del que ha sido habitual hasta hace solamente unos años. Este es sin duda un reto de gran trascendencia al que se enfrenta hoy la economía española: crecer en torno al 3% anual sin generar desequilibrios en sus cuentas exteriores.

Desde el período 1970-1973, la economía española no había conseguido encadenar tres años consecutivos de crecimiento a una tasa anual superior al 3% sin incurrir en un déficit exterior, cuya corrección exigía combinar la devaluación de la moneda con medidas de moderación del gasto agregado.

Para una economía con una elevada tasa de paro, sostener un crecimiento del PIB superior al 3% anual resulta clave, porque puede permitir aumentar el empleo a un ritmo apreciable sin renunciar a un ascenso significativo de la productividad. Pero este nuevo marco de crecimiento

ha de descansar en el equilibrio de las cuentas exteriores, de forma que pueda sostenerse en el tiempo, sobre todo habida cuenta de la magnitud de la deuda exterior.

Recogiendo esta preocupación, en las páginas que siguen se evalúa la sostenibilidad del equilibrio externo de España en el marco de un crecimiento del PIB situado como media en el 3% anual, o dicho de otra forma, la capacidad de la economía española para afrontar el relevante reto de crecer sin generar desequilibrios en sus cuentas exteriores. Con esta finalidad, se examina primero la evolución reciente del saldo de bienes y ser-

^{*} Universidad Complutense de Madrid.

vicios, para abordar después, de forma separada, el análisis de las dinámicas de las exportaciones y de las importaciones, así como de los cambios que se han producido en ellas, con el objetivo de fundamentar una perspectiva sólida de la evolución del saldo exterior de bienes y servicios en los próximos años.

Recuperación económica y superávit exterior

Los primeros años del siglo actual, sobre todo los comprendidos entre 2002 y 2007, se caracterizaron por una notable expansión de la demanda nacional en volumen, que no pudo ser seguida por la producción y provocó un intenso aumento de las importaciones y un importante desequilibrio en el comercio exterior de bienes y servicios, que en 2007 alcanzaba un -6% del PIB, medido a precios corrientes (gráfico 1). Sumando, las rentas, transferencias y el resto de los componentes de la balanza de pagos por cuenta corriente y de capital, el déficit se elevaba hasta el 10% del PIB.

Con la crisis económica iniciada en 2008, la demanda nacional se redujo drásticamente, ralentizando las importaciones, mientras que las exportaciones aceleraron su crecimiento. De esta forma, muy pronto, ya en 2011, el saldo de las cuentas exteriores cambió de signo. A lo largo de ese año, las exportaciones e importaciones casi se igualaron en valores corrientes, con una diferencia apenas perceptible. Pero en los años siguientes, las primeras superaron cada vez con mayor holgura a las segundas, sin que esta pauta se alterara por el hecho de que la economía española comenzara a salir de la recesión y alcanzara un ritmo elevado

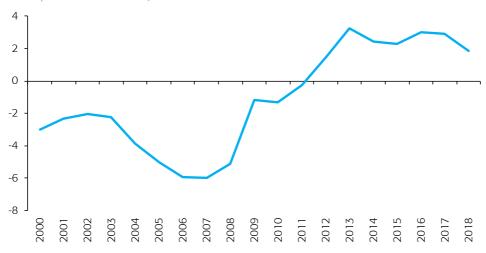
La favorable evolución del saldo exterior del comercio de bienes y servicios no ha descansado tanto en la aceleración de las exportaciones, solo hasta cierto punto sorprendente, cuanto en la llamativa e inesperada desaceleración de las importaciones, que ha afectado tanto a los bienes como a los servicios.

y destacado de crecimiento desde 2015. El saldo del comercio de bienes y servicios alcanzó en 2016 su nivel máximo a precios corrientes, un 3% del PIB. En 2017 se mantuvo en un 2,9%, pero en 2018 se ha reducido y al final del año se situará en torno al 1,9%. Un singular mal com-

Gráfico 1

Saldo del comercio exterior de bienes y servicios

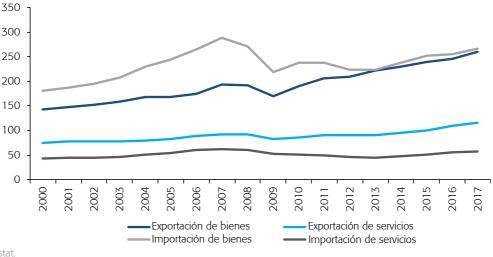
(Porcentaje con respecto al PIB corriente)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 2
Exportaciones e importaciones en España

(Miles de millones de euros de 2010)



Fuente: Eurostat.

portamiento de las exportaciones durante los tres primeros trimestres del año en curso, sobre todo de las dirigidas fuera de la Unión Europea (UE), junto a la elevación de los precios del petróleo, son las principales causas de este deterioro, que cabe considerar como puntual. Las exportaciones que han sufrido una desaceleración más importante son las dirigidas a Brasil, Canadá, China, EE.UU., México, Marruecos y Rusia. La apreciación del euro frente a las monedas de algunos de estos países, los integrados en el grupo de los BRICS en particular (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), ha influido negativamente sin duda. En algunos casos como los de EE.UU. y Japón, la apreciación se produjo en 2017, pero sus efectos aparecen en 2018.

La favorable evolución del saldo del comercio de bienes y servicios que se está analizando no ha descansado tanto en la aceleración de las exportaciones, solamente hasta cierto punto sorprendente, cuanto en una llamativa e inesperada desaceleración de las importaciones. Por lo demás, al expansivo comportamiento de las exportaciones desde 2011 han contribuido prácticamente por igual, tanto la

rúbrica de bienes, como la de servicios, a pesar de la destacada evolución de los ingresos por turismo, que aumentaron en volumen a tasas superiores al 5% desde 2011, y con una aceleración creciente, del 6,1% anual entre 2013 y 2017¹. También la ralentización de las importaciones ha afectado a los bienes y a los servicios (gráfico 2).

La sorprendente evolución de las exportaciones

La dinámica reciente de las exportaciones ha causado una gran sorpresa a analistas y responsables políticos. Existen desde luego algunas razones para la sorpresa. Desde 2011 hasta 2017, las exportaciones españolas de bienes y servicios han crecido en volumen a una tasa media anual del 4,6%, superior a la que registraron en el período expansivo anterior a la crisis, de 2001 a 2007, del 3,9%, que ya fue elevada y destacada. Este aumento se produjo además en un marco de ralentización del comercio internacional, que en volumen pasó de crecer a tasas

¹ En el año en curso esta rápida ascensión se ha parado, ralentizando sensiblemente la variación de las ventas exteriores de servicios.

superiores al 7% en los años anteriores a 2007 a tasas ligeramente inferiores al 4% desde 2011. En 2015 y 2016 estas tasas han alcanzado su nivel más bajo, con un promedio de avance del 2,6%, inferior al del PIB mundial, algo que solo había ocurrido en las últimas décadas en algunos años señalados².

La evolución descrita de las ventas de España al exterior es aún más sorprendente cuando se tiene en cuenta que en más de un 50% se dirigen a la Unión Europea, un área donde la crisis adquirió una mayor profundidad, sobre todo en sus primeros años. La sorpresa aludida, en fin, también se justifica porque el aumento de las exportaciones españolas en los años considerados ha superado al de las restantes economías europeas, incluida Alemania, que sobresale por su orientación hacia los mercados exteriores y su amplia implantación en los mercados de los países asiáticos.

Con su firme orientación hacia mercados foráneos, las empresas españolas han recuperado parte de la cuota en el comercio mundial que habían perdido en los años anteriores a la crisis, tras lograr un elevado y prolongado aumento de su cifra en los años que siguieron a su incorporación a la Comunidad Económica Europea (CEE) (gráfico 3).

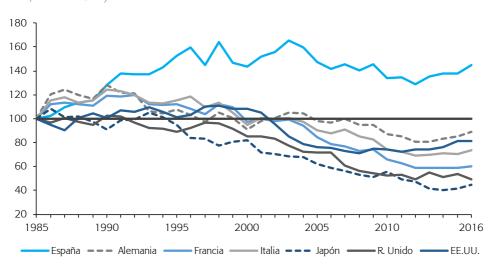
Finalmente, una parte de la sorpresa ligada a la marcha de las exportaciones se apoya probablemente en la extendida idea de que nuestros productos son poco competitivos, la cual pareció encontrar una confirmación en el formidable déficit del comercio exterior alcanzado en 2007. Así se señaló desde diversas instancias oficiales, cuando en realidad lo único que esa circunstancia expresaba de forma clara era el exceso de gasto agregado auspiciado por condiciones monetarias muy favorables.

La positiva evolución de las exportaciones en los años de crisis se ha intentado explicar por la

Gráfico 3

Cuotas en el comercio mundial de bienes

(Números índices, 100 en 1985)



Fuente: OMC.

² En concreto en 1982, 1983, 1985 y 2001. Este cambio de pauta se ha atribuido a diversas razones, además de a los efectos de la crisis, en particular a un cierto agotamiento del proceso de creación de cadenas globales de valor y a cambios en la demanda hacia actividades de servicios, con menos requerimientos de importación (Jääskelä y Mathews, 2015; Timmer *et al.*, 2016).

drástica reducción de la demanda interna, que ha obligado a las empresas a buscar mercados en el exterior, y por la devaluación salarial, que habría aumentado su competitividad en costes. Existen estimaciones que otorgan una gran importancia a estos factores, como la de Almunia et al. (2018), sobre el efecto de la reducción de la demanda interna, y la de Salas (2018), referida al papel de la flexibilización del mercado laboral que introdujo la reforma de 2012, pero también otras que atribuyen a estos cambios un alcance limitado (Prades y García, 2015; Banco de España, 2017; Crespo y García Rodríguez, 2015). La desaceleración de las exportaciones en 2018 parecería avalar las tesis de quienes otorgan una gran importancia a los factores de demanda y precios ligados al período de crisis. Pero como ya se ha apuntado, parece un hecho puntual. También 2012 fue un año de drástica desaceleración de las ventas exteriores a pesar de la depreciación del tipo de cambio.

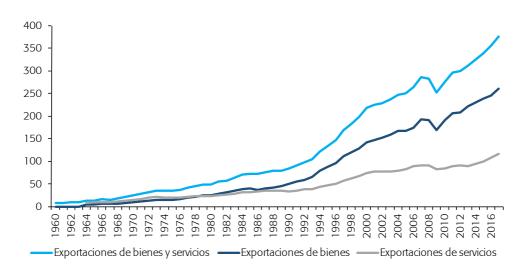
Más plausible parece la idea de que el crecimiento de las exportaciones durante los años que han seguido a 2010 forma parte de la tendencia alcista iniciada con la incorporación de España a la CEE en 1986, o dicho de otra forma, que los años de recesión y los de recuperación apenas han cambiado la pauta ascendente seguida en los años anteriores (gráfico 4). Como tampoco se ha alterado sensiblemente la contribución de los márgenes intensivo y extensivo al aumento de las ventas exteriores (Lucio et al., 2018)³.

En efecto, el aumento medio anual de las ventas exteriores en volumen desde 1985 ha sido de un 5,3%, ligeramente inferior al del comercio mundial, de un 5,8%. Pero, en el caso de los bienes, la tasa anual española ha ascendido al 6,3%, algo mayor que la mundial (6,07%). De ahí que entre 1985 y 2017 se registrara un considerable aumento de la cuota española en el comercio mundial de bienes, como se observa en el gráfico 4, aunque no

Gráfico 4

Exportaciones españolas en volumen

(Miles de millones de euros de 2010)



Fuente: Eurostat.

³ Un análisis más pormenorizado de la evolución y los determinantes de las exportaciones española puede encontrarse en Myro (2018).

de forma lineal, sino después de diversas oscilaciones. España destaca junto a Alemania por la elevación de esa cuota desde 2011, y también por sufrir un menor declive de ella desde el comienzo del siglo actual.

El crecimiento de las exportaciones durante los años que han seguido a 2010 forma parte de la tendencia alcista iniciada con la incorporación de España a la UE, o dicho de otra forma, la pauta ascendente se mantuvo durante los años de la recesión y los de la recuperación.

La disminución de la cuota de España en el comercio de bienes durante los años inmediatamente anteriores a la crisis se justifica por dos razones fundamentales, siendo la primera la expansión de las exportaciones de China tras la entrada de este país en la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 2001, que hace caer la cuota de todas las economías avanzadas. La segunda razón se encuentra en la excesiva concentración de las ventas españolas en los mercados comunitarios en el comienzo del nuevo siglo (casi un 70%), precisamente en unos años en los que la contribución de la UE al crecimiento de la demanda internacional de bienes disminuye (Álvarez y Myro, 2018).

En respuesta a esta situación adversa, las empresas españolas comenzaron a diversificar sus mercados de destino, consiguiendo reducir paulatinamente la concentración de sus ventas en la UE, hasta el 62,9% en 2014. Esta nueva estrategia les permitió atender a la mayor demanda procedente de los países emergentes cuando la crisis comenzó, y explica buena parte de la sorpresa que la evolución de las exportaciones en los últimos años ha producido. A su vez, la continuidad del crecimiento económico de los países emergentes durante los primeros años de

crisis, estimuló la diversificación de los mercados de destino⁴.

Lo ocurrido es bastante normal para un país de tan reciente vocación exportadora como es España. Describe el famoso proceso de aprendizaje de que habla la Escuela de Uppsala. Los exportadores españoles fueron primero a los mercados más favorables, para posteriormente orientarse hacia otros más lejanos y menos conocidos.

Por lo demás, la prolongada expansión de las exportaciones españolas se ha apoyado en diversos factores impulsores de gran relevancia: a) una composición de la oferta de productos de diverso contenido tecnológico y crecientemente adaptada a la estructura de la demanda mundial (Myro, 2015); b) un nivel creciente de sofisticación de los productos exportados (Álvarez y Vega, 2016); c) una mejora de la calidad de los bienes ofrecidos; d) una buena combinación de viejos y nuevos mercados; e) un nutrido grupo de empresas líderes, con elevada eficiencia comparada, que ha acometido ya la fase más avanzada de internacionalización, cual es el establecimiento de filiales en un amplio número de países (Esteve y Rodríguez, 2014); y, en fin, f) la creciente habilidad y capacidad de las empresas españolas para incorporarse a cadenas globales de valor, que ha otorgado una estabilidad mayor a sus ventas exteriores (Gandoy, 2015).

La expansión de las exportaciones españolas no solamente ha tenido efectos beneficiosos sobre el déficit exterior y el sostenimiento de la producción industrial. También ha incrementado el tamaño y la productividad de las empresas exportadoras, mejorando su capacidad competitiva (Eppinger *et al.*, 2015; Serrano y Myro, 2017).

⁴ Sin embargo, la desaceleración del crecimiento económico en los países emergentes en los últimos años y la recuperación de la eurozona han aumentado de nuevo la concentración de las ventas exteriores en esta área, que hoy es del 67%, según los datos de Eurostat (estadísticas de *foreign trade*, no de Cuentas Nacionales).

En función de lo expuesto ¿Qué previsión puede hacerse acerca de la expansión de las exportaciones en los próximos años?

Caben pocas dudas de que las exportaciones tenderán a crecer a tasas al menos similares a las del comercio internacional, tal y como lo han hecho en los últimos treinta años, de forma que, suponiendo un crecimiento del comercio mundial moderado como el que prevé el Fondo Monetario Internacional (FMI) para los próximos años, de en torno al 4% anual, que se distribuiría por igual entre la UE y el resto del mundo, las exportaciones españolas de bienes tenderían a crecer en torno a este valor.

No obstante, desde 2011 hasta 2017, las exportaciones españolas de bienes aumentaron en volumen un 4,6% anual, mientras que la demanda externa lo hacía un punto menos, un 3,5%. Si esta diferencia se mantuviera, con un incremento lento, pero continuo, de la cuota española en el comercio internacional, las exportaciones españolas de bienes podrían aumentar más de un 4%, contribuyendo a incrementar la tasa de avance del agregado de bienes y servicios. Sin embargo, una desaceleración del turismo podría muy bien compensar este hecho.

En realidad, hay suficientes razones para esperar que las exportaciones españolas de bienes tiendan a crecer más que la demanda mundial. España tiene aún sectores industriales muy competitivos relativamente cerrados al exterior, como el alimentario, y tiene muchos mercados por conquistar, en particular los asiáticos, los del norte de América y los del norte de Europa. Las empresas españolas, por otra parte, tienen aún un gran potencial de penetración en cadenas de valor globales⁵. Además, deben aún incrementar el número de productos que exportan y el valor por producto, para seguir acercándose a la media de los países comunitarios, ya que concentran en exceso sus ventas

en un número comparativamente reducido de productos (Easterly, 2000).

Hay razones suficientes para esperar que las exportaciones españolas de bienes tiendan a crecer más que la demanda mundial. España tiene aún sectores industriales muy competitivos relativamente cerrados al exterior, como el alimentario, y tiene muchos mercados por conquistar, en particular los asiáticos, los del norte de América y los del norte de Europa.

Estas previsiones mejorarían si se adoptaran políticas industriales y de promoción exterior más activas. Siguiendo los análisis de Helpman (2011), la clave de la salida al exterior de las empresas se encuentra en su nivel de productividad, que otorga capacidad para afrontar los costes fijos y variables que la exportación supone. También en su capacidad de gestión, que ayuda a calcular y prevenir mejor los riesgos que entraña la penetración en los mercados exteriores (Serrano y Myro, 2016). No reside tanto en los costes laborales unitarios, v aún menos en los baios salarios. El cuadro 1 muestra la diferencia en esas variables entre empresas industriales exportadoras y no exportadoras utilizando la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) para los años 2009-2013. Las empresas industriales exportadoras son las que consiguen mayor productividad y las mejor gestionadas. Merced a su elevada productividad relativa, también poseen menores costes laborales unitarios, a pesar de que remuneran mejor a sus trabajadores (Myro et al., 2013)

Un aval adicional del potencial de crecimiento de las exportaciones españolas se deriva de la evidencia empírica que se ha obtenido de la *ESEE*: en 2014 y 2015, el 9% de las empresas industriales incluidas en la *ESEE* alcanzaban la mediana

⁵ Una idea de este potencial la da el hecho de que en un sector de tan elevado desarrollo en España como el alimentario, las compras que las empresas españolas hacen a las alemanas para fabricar los productos que dirigen a la exportación son superiores a las compras que las empresas alemanas hacen a las españolas para fabricar los productos alimentarios que integran sus exportaciones.

Cuadro 1

Premio en la exportación y probabilidad de exportar (2009-2013)

	Diferencia media estimada entre exportadoras y resto de empresas		Probabilidad de exportar
	log	%	
Salarios	0.077*** (0.011)	8,00	2.373*** (0.450)
Costes laborales unitarios	-0.094*** (0.023)	-8,97	-0.515*** (0.169)
Productividad	0.166*** (0.024)	18,05	1.011*** (0.192)
Calidad de gestión	0.315*** (0.024)	37,02	2.663*** (0.212)
Control de capital humano	Sí	Sí	Sí
Control de tamaño	Sí	Sí	Sí
Control de sector	Sí	Sí	Sí
Control de año	Sí	Sí	Sí

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

Fuente: Elaboración propia con la ESEE.

de productividad de las empresas exportadoras y no exportaban. Entre las empresas no exportadoras con mayor potencial exportador se encontraban las de alimentos, artes gráficas, productos de minerales no metálicos y productos metálicos.

La muy sorprendente evolución de las importaciones

Si la evolución reciente de las exportaciones españolas ha sido sorprendente, lo ha sido mucho más la de las importaciones, pues han crecido bastante menos de lo esperado. En concordancia con la fase expansiva anterior a la crisis, la expectativa general de los analistas era la de un ascenso del peso porcentual de las importaciones sobre el PIB. Pero este ha tendido a mantenerse bastante estable (gráfico 5).

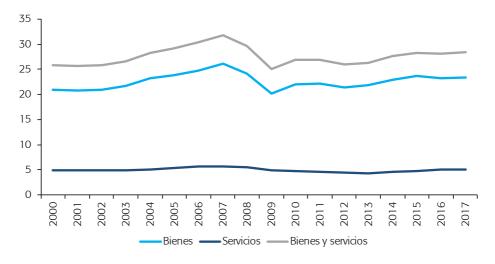
Para fundamentar una perspectiva de crecimiento de las importaciones para los próximos años, se han de comprender bien los determinantes de su evolución a largo plazo. Desde la entrada

de España en la CEE, las importaciones de bienes y servicios han crecido en volumen a una tasa media anual elevada, de un 6,9%, casi un punto y medio superior a la de las exportaciones (5,2%). Las de bienes se incrementaron a un ritmo ligeramente más alto, del 7,3%, mientras que las de servicios lo hicieron a una tasa media del 5,4%. Teniendo en cuenta que en este período la demanda final creció en volumen un 3,1%, como promedio anual, las importaciones totales aumentaron 2,2 veces más que la demanda final, múltiplo que se eleva a 2,3 en el caso de las de bienes.

Estos valores se acomodan bien a la elasticidad renta estimada en García et al. (2009), de 2,2 para el conjunto de las áreas y de 2,5 para las importaciones procedentes de la Unión Europea. Pero esto son valores medios, pues en realidad, las relaciones entre la demanda final y las importaciones de bienes y servicios distan de ser tan estables como podría deducirse de la elasticidad apuntada (gráfico 6). Hasta la entrada de España en la CEE, el crecimiento de las importaciones se acomoda más al de la demanda final, aunque con mayores oscilaciones anuales. La incorporación a la Europa comunitaria parece intensificar

Gráfico 5 Importaciones reales de bienes y servicios de España

(En porcentajes del PIB)



Fuente: Eurostat.

la dependencia de bienes exteriores, en particular en el período de gran expansión que sigue, entre los años 1985 y 2000. Pero a partir de esta última fecha, las importaciones tienden a responder de forma más moderada a los impulsos de la demanda final.

Gráfico 6 Importaciones reales de bienes y servicios y demanda final (Tasas anuales de variación)

Fuente: Eurostat.

La variable respuesta de las importaciones a la evolución de la demanda nacional tiene que ver principalmente con dos factores que cobran importancia en el período 1985-2000. El primero es la expansión de las exportaciones, y el segundo, el crecimiento hasta el año 2000 del contenido importador de la demanda final, como consecuencia de la formidable expansión de las cadenas globales de valor (Timmer *et al.*, 2016).

La notable expansión de las exportaciones desde 1985, estudiada ya con anterioridad, supuso un notable aumento de las importaciones dirigidas a facilitar la producción de los productos exportados. Las primeras estimaciones del contenido importador de las exportaciones de que disponemos cifran este entre un 19% y un 26% (Cabrero Tiana, 2012; Gandoy, 2017; Bussière et al., 2013), ligeramente superior al de la demanda nacional. Es fácil deducir que un aumento de las exportaciones de bienes de un 11% anual durante toda la década de 1990 ejerció un impacto positivo en las importaciones de bienes y servicios. Por ello, cuando se tienen en cuenta las exportaciones, la dinámica de las importaciones parece algo más fácil de entender (gráfico 7).

Tras el primer período de entrada en la CEE que disparó las compras a esa área, mucho más de lo que los ascensos de la demanda nacional y de las exportaciones habrían hecho esperar, la dinámica de las importaciones parece acomodarse a la evolución de estas dos variables. El ascenso espectacular de las importaciones durante la segunda mitad del decenio de 1990 guardaría relación con el también formidable aumento de las exportaciones. Mientras que el menor ascenso en los años anteriores a la crisis tendría que ver con la desaceleración de las exportaciones, que se enfrentaron a un cambio en la demanda internacional en contra de su principal mercado, el de la UE, como ya se ha explicado con anterioridad.

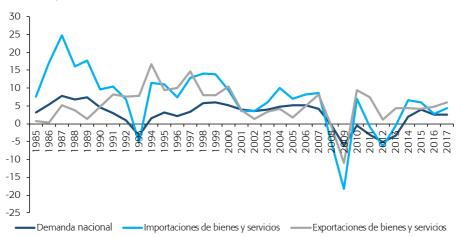
La dinámica de las importaciones tiene también que ver con el contenido importador de las exportaciones, como consecuencia de la creciente inserción de España en las cadenas globales de valor. El estancamiento de dicho contenido importador desde el comienzo del nuevo siglo ayuda a comprender la desaceleración de las importaciones.

Pero falta aún un segundo elemento, de gran importancia para cerrar la explicación, el aumento en el contenido importador que tuvo lugar, tanto

Gráfico 7

Importaciones, demanda nacional y exportaciones

(Tasas anuales de variación)



Fuente: Eurostat.

en las diversas rúbricas de la demanda nacional, como de las exportaciones entre los años 1995 y 2000. En este último caso, como consecuencia de la creciente inserción de España en cadenas globales de valor. Las estimaciones antes mencionadas de este contenido importador reflejan un aumento muy similar para la demanda nacional y las exportaciones, de en torno a 7 puntos, concretamente, siguiendo a Gandoy (2017) del 19% al 26%. Este cambio contribuye a explicar la notable expansión de las importaciones entre los años citados, de 1995 a 2000. También ayuda a comprender su desaceleración desde el comienzo del nuevo siglo hasta hoy, ya que se produce un práctico estancamiento del contenido importador (que se reduce en 2009, para recuperar ya en 2011 un valor cercano al que tenía en 2008). Las estimaciones del citado contenido importador que ofrece el Banco de España en serie continua desde el año 2000 reflejan esta misma pauta (Banco de España, 2017).

De lo dicho, puede deducirse que las exportaciones han transformado profundamente la economía española desde la entrada en la CEE, pero no solamente por su impacto sobre la producción, sino también por su impacto sobre las importaciones, cuya evolución no puede considerarse ya ligada en exclusiva a la demanda nacional, y hace perder significación al cálculo convencional de funciones de importación.

Por otra parte, la estrecha asociación entre las evoluciones de las importaciones y las demandas de mayor contenido importador durante los últimos años parece descartar que haya existido proceso alguno de sustitución de importaciones, lo que no quiere decir que no pueda producirse en el futuro, a la vista de las grandes transformaciones que está produciendo en la economía española la creciente orientación de las empresas a los mercados exteriores⁶. Pero también podría producirse un resurgimiento de la construcción de cadenas de valor, con incremento de los contenidos importados.

En función de lo expuesto hasta aquí, ¿qué expectativa puede establecerse con respecto a la evolución de las importaciones para los próximos años?

Los últimos años parecen mostrar que, como en el conjunto de la economía mundial, las importaciones dependen de las tasas de crecimiento de la demanda nacional y de las exportaciones, con elasticidades cercanas a la unidad o solo ligeramente superiores (contenidos de importación estables, que tenderían a aumentar ligeramente en las fases expansivas y a decrecer ligeramente en las fases recesivas).

Sobre esta base, puede estimarse que un aumento de la demanda nacional cercano al 3% haría crecer las importaciones en un porcentaje muy similar o ligeramente superior. Si las exportaciones crecen a este mismo porcentaje, o al más probable del 4%, en función de las previsiones establecidas por el FMI para la demanda mundial, el superávit exterior crecerá, no tenderá a reducirse, de forma que será posible un crecimiento sostenido y elevado con superávit de comercio exterior.

Conclusiones

En este trabajo se ha buscado evaluar la sostenibilidad del actual superávit exterior de España. Para ello, se ha profundizado en los determinantes de largo plazo de exportaciones e importaciones, concluyendo que las primeras tienen un gran potencial de crecimiento, habida cuenta de la existencia de muchas empresas pendientes de dirigir sus producciones al exterior, de algunas actividades productivas de gran peso aún con poca intensidad exportadora, y de muchos mercados en los que la penetración alcanzada por las producciones españolas es todavía reducida. El lento aumento de las ventas exteriores, más pronunciado en los mercados no comunitarios, no parece sino un hecho puntual, que, no obstante, merece ser bien explicado. Las importaciones, por otro lado, atraviesan

⁶ El Banco de España en su último informe detecta una reducción del contenido importador de las empresas, que interpreta como un posible síntoma de un proceso de sustitución de importaciones (Banco de España, 2017).

una larga etapa de moderación que parece duradera, siendo este un fenómeno que trasciende la economía española y guarda relación con una sensible ralentización del proceso de creación de cadenas de valor que alcanzó su momento cumbre durante la década de 1990.

En los escenarios de crecimiento del PIB contemplados para los próximos años, el superávit exterior de España tenderá a sostenerse o incluso a crecer, lo que favorecerá la reducción del desempleo y de la deuda exterior.

En escenarios de alto crecimiento del PIB, situados en el entorno del 3%, el superávit exterior de España tenderá a sostenerse o incluso a crecer, y aún lo hará más en los escenarios alternativos menos expansivos que se vislumbran para los próximos años. De esta manera, un crecimiento del PIB en el entorno del 3% anual podrá sostenerse sin desequilibrios exteriores, lo que favorecerá la reducción del desempleo y de la deuda exterior.

Dicho esto, debe advertirse que la favorable perspectiva acerca del crecimiento y comercio exterior de España que se ha presentado en estas páginas no está exenta de riesgos. El primero y más importante de ellos es la elevación de precio del petróleo, que ya ha marcado su impronta en el ejercicio actual. También constituye un apreciable riesgo el encarecimiento del euro, un factor que también ha dejado su huella en 2018, especialmente con respecto al grupo de los BRICS. Existe asimismo el riesgo de que las empresas españolas encuentren dificultades para alcanzar mercados más lejanos y competitivos, alternativos a los de la UE, si no mejoran su productividad, mediante una intensa acumulación de intangibles. Por otro lado, la demanda nacional podría reorientarse hacia bienes más intensivos en importaciones, conforme la recuperación económica se extiende a toda la sociedad y las rentas medias se recuperan. Finalmente, podrían reaparecer escenarios ya vividos de descontrol crediticio, ligados a nuevas expansiones inmobiliarias.

Por consiguiente, el sostenimiento de un elevado crecimiento económico acompañado de un saldo favorable en el comercio exterior debe ser asegurado a través de políticas vigorosas dirigidas a aumentar la productividad del trabajo en las empresas y a favorecer su presencia en los mercados exteriores. En concreto, mediante firmes políticas de formación de los trabajadores en la empresa, de innovación y de promoción exterior.

Referencias

ALMUNIA, M.; ANTRÁS, P.; LÓPEZ-RODRIGUEZ, D., y E. MORALES (2018), "Venting Out: Exports during a Domestic Slump", octubre, mimeo.

ÁLVAREZ-LÓPEZ, M.ª E., y R. MYRO (2018), "Diversificación de mercados y crecimiento de la exportación", Papeles de Economía Española, nº 158: 16-27.

ÁLVAREZ LÓPEZ, E., y J. VEGA CRESPO (2016), "La sofisticación de las exportaciones españolas", Blog de Economía Aldea Global, 14 de abril.

Banco de España (2017), Informe Anual 2016: 91-121.

Bussière, M.; Callegari, G.; Ghironi, F.; Sestieri, G., y N. Yamano (2011), "Estimating trade elasticities: demand composition and the trade collapse of 2008-2009", WP 17712, NBER.

Cabrero, A., y M. Tiana (2012), "Contenido importador de las ramas de actividad en España", *Boletin Económico del Banco de España*, febrero: 45-68.

Crespo, A., y A. García Rodríguez (2015), "¿Ha mejorado la competitividad exterior gracias a la devaluación interna?", *Papeles de Economía Española*, nº 150: 114-126.

Eppinger, P. S.; Meithaler, N.; Sindlinger, M., y M. Smolka (2015), "The Great Trade Collapse and the Spanish Export Miracle: Firm-level Evidence from the Crisis", *Economics Working Papers* 2015-10, Aarhus University.

ESTEVE, S., y D. RODRIGUEZ (2014), "Características de las empresas que realizan IED. Empresas multipaís y empresas multiproducto", en Myro, R. (2014),

- España en la inversión directa internacional, Instituto de Estudios Económicos, cap. 7: 301-329.
- ESTEVE PÉREZ, S.; DE LUCIO, J.; MINONDO, A.; MÍNGUEZ, R., y F. REQUENA (2017), La supervivencia exportadora, un análisis a nivel de empresa, producto y destino, *Cuadernos de Información Económica*, n° 258: 15-33.
- Gandoy, R. (2014),"La implicación española en cadenas globales de producción", en Alonso, J. A. y Myro, R. (dirs.), *Ensayos sobre economía Española*, Thomson-Reuters.
- (2017), "La dependencia importadora de la economía española", Estudios de Economía Aplicada, vol 35-1: 111-132.
- García, C.; Gordo, E.; Martínez-Martín, J., y P. Tello (2009), "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", *Documentos Ocasionales*, nº 0905, Banco de España.
- HELPMAN, E. (2011), *Understanding global trade*, Harvard University Press, Cambridge.
- ÄÄSKELÄ, J., y MATHEWS, T. (2015), "Explaining the slowdown in global trade", Boletín del Reserve Bank of Australia, tercer trimestre: 39-46.

- Lucio, J.; Mínguez, R.; Minondo, A., y F. Requena (2018), "¿Se ha producido un milagro exportador en España?", *Cuadernos de Información Económica*, 266, septiembre-octubre: 15-26.
- Myro, R. (2015), España en la economía global. Claves del éxito de las exportaciones españolas, RBA, Barcelona.
- (2018), Crecimiento económico con equilibrios exterior. Un nuevo escenario para la economía española, EuropeG, Policy Brief, nº 13.
- Prades, E., y C. García (2015), "Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes", Banco de España, *Boletín Económico*, abril: 31-39.
- SALAS, J. (2018), Drivers of Spain's Export Performance and the Role of the Labor Market Reforms, FMI, mimeo, septiembre.
- Serrano, J., y R. Myro (2016), "Management Quality and Firm Heterogeneity in International Trade", mimeo.
- (2017): "From domestic to exporter, what happens? Evidence for Spanish manufacturing firms, mimeo.
- TIMMER, M. P.; Los, B.; STEHRER, R., y G. J. DE VRIES (2016), "An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release", GGDC research memorándum, 162, Universidad de Groningen.

El papel de la competitividad coste en las exportaciones de la eurozona: el caso de España en una perspectiva sectorial comparada

Ramon Xifré*

En este trabajo se estudia la relación entre los cambios en los costes laborales unitarios (CLU) y en la cuota de exportación para las seis economías de la eurozona con mayor volumen de exportaciones de manufacturas (Alemania, Francia, Italia, Holanda, Bélgica y España). A modo de análisis previo, se examinan las diferencias en la evolución de los CLU entre los periodos 2005-2010 y 2010-2015, así como el comportamiento de sus dos componentes (remuneración por empleado y productividad aparente del trabajo). El caso de España destaca por ser el país donde el cambio en el patrón de los CLU ha sido más acusado: es donde los CLU aumentaron más en el primer periodo y donde cayeron más en el segundo. España es también el país donde el empleo en el sector manufacturero se ha reducido de forma más acusada en ambos periodos. En cuanto a la relación entre los CLU y las cuotas de exportación, los datos analizados muestran que entre ambas variables no se observa una relación clara, tanto a nivel agregado de país como a nivel desagregado de producto-país para ocho productos de la rama de las manufacturas. Por ello, este trabajo, en línea con otras investigaciones recientes, sugiere que existen otros factores distintos a la competitividad coste que pueden tener una mayor influencia sobre las exportaciones.

Como han apuntado Carlin, Glyn y Van Reenen (2001) en principio la relación entre los costes de producción y los resultados de exportación de un país no está clara ya que se pueden distinguir dos efectos. Por un lado, la globalización y la intensificación de la competencia entre empresas y países sugieren que las exportaciones deberían ser más sensibles a los costes, de forma que aquellas empresas y países que con-

siguen exportar a menor precio tienden a acumular mayor cuota de mercado. Por otro lado, también es cierto que la competencia entre productos se viene realizando de forma creciente en términos de calidad, variedad, sofisticación o contenido tecnológico o innovador. Desde esta perspectiva, obtener ventajas en precio o coste no está necesariamente asociado a mejores resultados exportadores.

^{*} ESCI-UPF School of International Studies Centro Sector Público-Sector Privado, IESE Business School.

El presente trabajo estudia esta cuestión en el contexto específico del sector manufacturero de los seis principales países exportadores de la eurozona (Alemania, Francia, Italia, Holanda, Bélgica y España) con los datos más recientes disponibles. En particular se analiza hasta qué punto la evolución de los costes unitarios está asociada a mejores resultados de exportación a nivel sectorial. En este sentido, el presente trabajo supone una continuación y ampliación de otros anteriores (Xifré, 2017a y 2017b). En relación al trabajo de Carlin, Glyn y Van Reenen (2001), el presente análisis es mucho más modesto técnicamente y exclusivamente descriptivo. Con todo, incorpora el caso de España (ausente en el trabajo citado) y cubre los datos más recientes disponibles (aquí se estudia el periodo 2005-2015, mientras que en el trabajo citado se analiza el periodo 1970-1992).

Los datos proceden de la Structural Analysis Database (STAN) de la OCDE. Esta base de datos utiliza la Clasificación industrial internacional uniforme de actividades económicas (CIIU–ISIC Rev. 4). En el apéndice se muestran las ramas de actividades incluidas dentro del epígrafe de industrias manufactureras, que son el objeto de este trabajo.

Análisis agregado

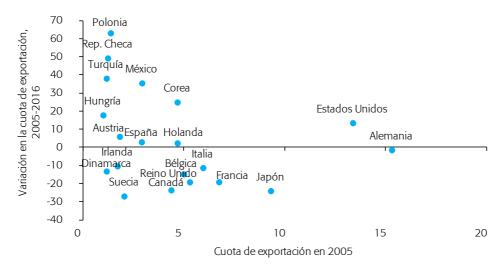
El cuadro 1 y el gráfico 1 muestran los veinte países miembros de la OCDE con mayores exportaciones del sector manufacturero en 2016, que es el último año para el que se dispone de datos para todos los países de la OCDE. Para cada país se presenta su cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE en el año 2005 y en el año 2016, así como la tasa porcentual de variación entre ambos.

El propósito de este análisis preliminar es determinar las principales tendencias en la exportación de manufacturas en los países miembros de la OCDE y seleccionar los mayores exportadores de la eurozona. Como se puede observar, entre 2005 y 2016 cambió el primer país exportador de la OCDE, pasando de ser Alemania a EE.UU. De hecho, Alemania ha perdido peso en las exportaciones de manufacturas dentro de la OCDE (pasando suponer el 15,3% en 2005 al 15,1% en 2016). La pérdida de peso en las exportaciones manufactureras no ha ocurrido solamente en Alemania sino también, y de forma más acusada, en otras grandes economías de la eurozona, como

Gráfico 1

Cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE en 2005 y variación de la cuota de mercado entre 2005 y 2016. Sector manufacturero

(En porcentaje)



Fuente: OCDE (STAN).

Cuadro 1

Cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE al mundo. Sector manufacturero (En porcentaje)

	Cuota exportadora en 2005	Cuota exportadora en 2016	Variación en la cuota exportadora, 2005-2016
Estados Unidos	13,4	15,2	13,6
Alemania	15,3	15,1	-1,3
Japón	9,3	7,1	-23,9
Corea	4,7	5,8	25,0
Francia	6,7	5,5	-19,0
Italia	5,9	5,3	-11,2
Holanda	4,7	4,8	2,5
Reino Unido	5,3	4,3	-19,0
Bélgica	5,0	4,3	-14,6
México	2,9	4,0	35,6
Canadá	4,4	3,3	-23,5
España	2,9	3,0	3,1
Polonia	1,4	2,2	63,2
Austria	1,8	1,9	6,1
Rep, Checa	1,2	1,8	49,3
Turquía	1,2	1,6	38,1
Irlanda	1,7	1,5	-10,2
Suecia	2,0	1,5	-26,8
Hungría	1,0	1,2	17,9
Dinamarca	1,2	1,0	-13,1

Fuente: OCDE (STAN).

Italia y Francia, y también en Bélgica. Es preciso subrayar que, dado que se calcula la cuota de exportación en relación a la OCDE, las pérdidas que han sufrido estos países no están relacionadas con la pujanza de las economías emergentes (particularmente, China). En otras palabras, la pérdida que estos países habrían sufrido en la cuota mundial de exportaciones de manufacturas sería mayor que las cifras que se proporcionan aquí. Dentro del grupo de las grandes economías de la eurozona, tan solo Holanda y España han aumentado su cuota exportadora dentro de la OCDE.

El cuadro 1 y el gráfico 1 permiten seleccionar las principales economías de la eurozona por volumen de exportaciones al mundo, que serán el objeto de análisis en el presente trabajo: Alemania, Francia, Italia, Holanda, Bélgica y España (a las que nos referiremos como EZ6 en este trabajo).

Entre 2005 y 2016, dentro de las grandes economías de la eurozona, solo Holanda y España han aumentado su cuota exportadora dentro de la OCDE.

Seguidamente pasamos al análisis de la evolución del coste laboral unitario en EZ6 para la economía en su conjunto. Para ello, nos basamos en el tratamiento que Carlin, Glyn y Van Reenen (2001) hacen de la cuestión. Estos autores toman los costes laborales unitarios (CLU) como medida principal de competitividad coste y los definen de la siguiente manera:

CLU = (W/E)/(eQ/N),

donde *W* corresponde a la compensación de los empleados; *E* es número de empleados; *e* representa el tipo de cambio; *Q* corresponde al volumen de *output* (que se aproxima por el valor añadido a precios constantes); y *N* representa el empleo total. En nuestro caso, los miembros de ZE6 tienen la misma moneda y por tanto podemos prescindir del tipo de cambio en la fórmula anterior para realizar comparaciones entre ellos. En consecuencia, los CLU dependen de: (a) el salario por empleado (*W/E*), y (b) la productividad (aparente) del trabajo (*Q/N*).

En términos de las variables de la base de datos STAN de la OCDE, calculamos los CLU en este trabajo como:

CLU = (LABR/EMPE)/(VALK/EMPN).

Los ejercicios siguientes abarcan hasta el año 2015, el último para el que se dispone de estas variables para los países que se estudian. Las unidades monetarias están denominadas en dólares estadounidenses.

El gráfico 2a representa la variación del CLU y de sus componentes, el salario por empleado y la productividad aparente del trabajo, para EZ6 en el periodo 2005-2015, ordenando los países de forma creciente según la variación de los CLU. El gráfico 2b muestra las mismas variables pero distinguiendo dos subperiodos, de 2005 a 2010 (previo a la crisis) y de 2010 a 2015 (posterior).

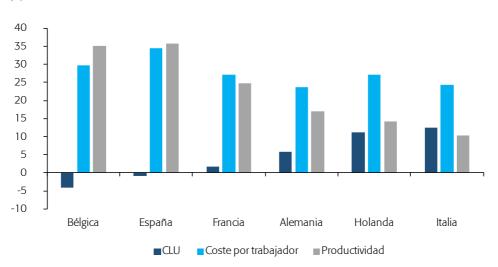
Como se puede apreciar en el gráfico 2a, los CLU del sector manufacturero entre 2005 y 2015 han crecido por encima del 5% en Alemania (5,7%), y de forma más intensa en Holanda (11,3%) e Italia (12,5%). En Francia han crecido de forma muy modesta (1,8%) mientras que en España se han reducido, pero de forma aún más leve (-0,9%). En Bélgica la reducción de los CLU manufactureros ha sido más acusada (-4,1%). Por construcción, una reducción de los CLU debe proceder de un crecimiento de la productividad

(2/12/1/2/1/12/1/2/1/1/1/

Gráfico 2a

Variación del CLU y de sus componentes (coste por trabajador y productividad aparente del trabajo), 2005–2015. Sector manufacturero

(En porcentaje)

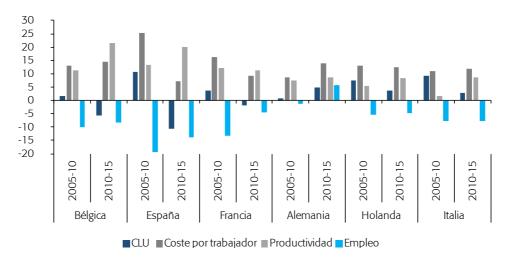


Fuente: OCDE (STAN).

Gráfico 2b

Variación del CLU, de sus componentes (coste por trabajador y productividad aparente del trabajo) y variación en el empleo, 2005–2010 y 2010–2015. Sector manufacturero

(En porcentaje)



Fuente: OCDE (STAN).

aparente por encima del coste por trabajador; y un aumento de los CLU, a la situación contraria –como se puede verificar en los gráficos 2a y 2b–.

España es el país donde la diferencia en el comportamiento de los costes laborales unitarios antes y después de la crisis es más acusada: pasan de aumentar un 10,8% entre 2005 y 2010 a disminuir un 10,6% entre 2010 y 2015.

El gráfico 2b permite diferenciar la evolución de los CLU en dos subperiodos (2005-2010 y 2010-2015), así como apreciar la evolución en el número total de empleados (la variable EMPN en la base de datos *STAN*) que es inversamente proporcional a la productividad aparente del trabajo. Este gráfico muestra que el patrón de evolución temporal de los CLU y sus componentes es parecido en los dos periodos en los casos de Alemania, Holanda e Italia: en estos tres países los CLU crecieron en ambos subperiodos. En cambio en los otros tres países, se produce un crecimiento de los CLU en el primer subperiodo y una contrac-

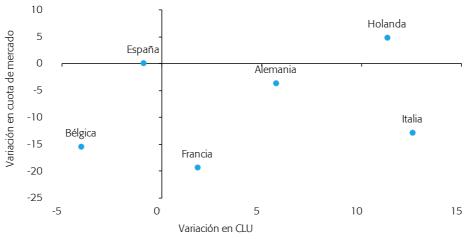
ción en el segundo. El país en el cual la diferencia en el comportamiento de los CLU entre antes y después de la crisis es más acusada es España, donde estos pasan de aumentar un 10,8% en el primer subperiodo (la mayor tasa de crecimiento para el conjunto de EZ6) a disminuir un 10,6% en el segundo (la mayor contracción).

Otro punto a destacar del gráfico 2b es que a pesar de que el empleo manufacturero se reduce en prácticamente todos los casos (exceptuando en Alemania en 2010-2015), las reducciones son muy distintas. Así, en los tres países mencionados al principio que experimentan un patrón constante en la evolución de los CLU (Alemania, Holanda e Italia), el empleo se reduce en promedio un 3,5%. En cambio en los otros tres países (Bélgica, España y Francia) queda claro que los avances en productividad aparente del sector manufacturero se deben a importantes caídas en el número de empleados, con un descenso medio del 11,6% que casi cuadruplica la reducción observada en el otro grupo. De nuevo, destaca como caso extremo la situación en España, donde el empleo en el sector manufacturero se

Gráfico 3a

Variación en la cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE al mundo y variación en los CLU, 2005–2015. Sector manufacturero

(En porcentaje)



Fuente: OCDE (STAN).

redujo un 19,5% en el primer subperiodo y un 14% en el segundo.

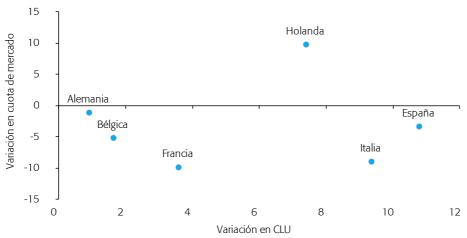
Seguidamente se realiza la primera exploración de la relación entre la variación de los CLU y la variación en la cuota exportadora a nivel agregado para el conjunto del sector manufacturero en los seis países de EZ6. En la siguiente sección se realizará el análisis análogo, pero a nivel desagregado de sectores de actividad

Los gráficos 3a, 3b y 3c muestran conjuntamente la variación en la cuota de mercado y la variación en los CLU para el periodo 2005-2015

Gráfico 3b

Variación en la cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE al mundo y variación en los CLU, 2005–2010. Sector manufacturero

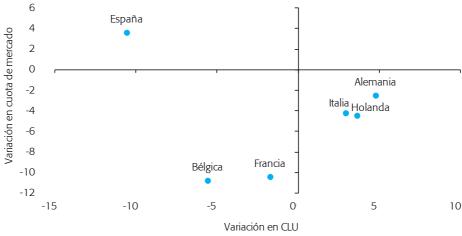
(En porcentaje)



Fuente: OCDE (STAN).

Gráfico 3c Variación en la cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE al mundo y variación en los CLU, 2010–2015. Sector manufacturero





Fuente: OCDE (STAN).

y para los subperiodos 2005-2010 y 2010-2015 respectivamente.

Las formas más básicas de entender la relación entre competitividad coste y resultados de exportación sostienen que los deterioros en la primera se trasladan a pérdidas en la segunda (véase Thiman, 2015, para una buena exposición de esta teoría que, además, defiende que este ha sido el caso en la eurozona). En nuestro análisis, de acuerdo con esta hipótesis, debería observarse una relación negativa entre ambas variables, ya que un aumento de los CLU se corresponde con una pérdida de competitividad coste. En cambio, como se puede observar, en ninguno de los tres gráficos se aprecia una relación negativa clara entre ambas variables. Con todo, dado el alto nivel de agregación de las observaciones, es difícil realizar inferencias con un mínimo de confianza.

Análisis sectorial

Siguiendo con el planteamiento de Carlin, Glyn y Van Reenen (2001), con el objetivo de refinar el análisis de la relación entre CLU y cuota exportadora, en la presente sección se explota la variación sectorial que existe en cada país dentro de las manufacturas. Para ello se calculan ambas variables a nivel sectorial para los ocho sectores pertenecientes a la rama de manufacturas que se presentan en el apéndice.

Los gráficos 4a, 4b y 4c son análogos a los gráficos 3a, 3b, y 3c respectivamente, con la diferencia de que muestran los datos desagregados por ocho tipos de productos. Es decir, cada punto representa la observación de un país y producto, y muestra cómo ha variado la cuota de mercado en las exportaciones de la OCDE y la variación en los CLU.

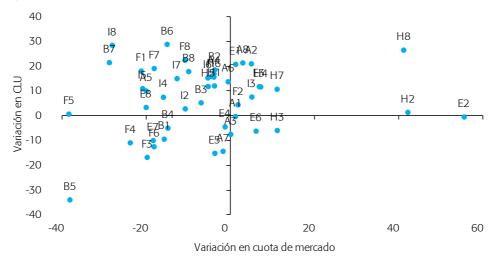
Como se puede apreciar en estos gráficos, no existe una relación negativa clara entre ambas variables a nivel sectorial, ni el periodo completo (2005-2015) ni en los dos subperiodos analizados. El cuadro 2 presenta los coeficientes de correlación y sus correspondientes valores-p para los tres casos representados en los gráficos 4a—4c. Ninguna de las correlaciones observada aparece como estadísticamente significativa.

De hecho, la mayor correlación observada, correspondiente el segundo subperiodo (gráfico 4c),

Gráfico 4a

Variación en la cuota de mercado de las exportaciones de la OCDE al mundo y variación en los CLU, por productos, 2005-2015. Sector manufacturero

(En porcentaje)

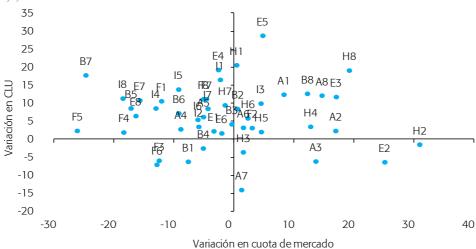


Notas: Cada punto corresponde a un país y producto. Los países se identifican por A: Alemania, B: Bélgica, E: España. F: Francia, H: Holanda, I: Italia. Los sectores se identifican por 1: alimentación; 2: textiles; 3: papel y madera; 4: química y fueles; 5: metales y productos metálicos; 6: maquinaria y equipos; 7: automoción y transporte; 8: mobiliario y otros (ver el apéndice para más detalles sobre la clasificación sectorial). Fuente: OCDE (STAN).

Gráfico 4b

Variación en la cuota de mercado de las exportaciones de la OCDE al mundo y variación en los CLU, por productos, 2005-2010. Sector manufacturero.

(En porcentaje)

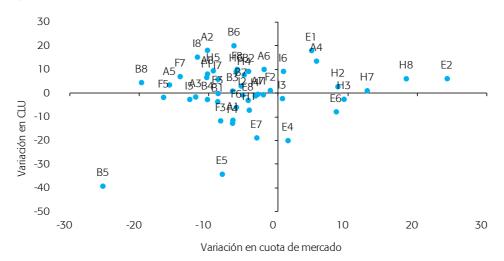


Notas: Cada punto corresponde a un país y producto. Los países se identifican por A: Alemania, B: Bélgica, E: España. F: Francia, H: Holanda, I: Italia. Los sectores se identifican por 1: alimentación; 2: textiles; 3: papel y madera; 4: química y fueles; 5: metales y productos metálicos; 6: maquinaria y equipos; 7: automoción y transporte; 8: mobiliario y otros (ver el apéndice para más detalles sobre la clasificación sectorial). Fuente: OCDE (STAN).

Gráfico 4c

Variación en la cuota de mercado de las exportaciones de la OCDE al mundo y variación en los CLU, por productos, 2010-2015. Sector manufacturero

(En porcentaje)



Notas: Cada punto corresponde a un país y producto. Los países se identifican por A: Alemania, B: Bélgica, E: España. F: Francia, H: Holanda, I: Italia. Los sectores se identifican por 1: alimentación; 2: textiles; 3: papel y madera; 4: química y fueles; 5: metales y productos metálicos; 6: maquinaria y equipos; 7: automoción y transporte; 8: mobiliario y otros (ver el apéndice para más detalles sobre la clasificación sectorial). Fuente: OCDE (STAN).

es de signo positivo y sugiere que los aumentos en los CLU están asociados con ganancias en las cuotas de exportación, en contraposición con las formas más básicas de entender la relación entre ambas variables que se ha mencionado más arriba.

En cualquier caso hay que tener presente que la mayoría de los países en EZ6 han perdido cuota de exportación entre 2005 y 2015 y, por lo tanto, esta pérdida de cuota también se observa a nivel sectorial. Como muestran los gráficos 4a–4c, los únicos sectores que han conseguido aumentar su cuota de exportación de forma destacable en este periodo pertenecen a Holanda y España, en coherencia con lo que se observa en el gráfico 3a.

Finalmente, el gráfico 5 muestra la distribución del valor de las exportaciones por sectores en 2005 y 2015 para los países EZ6. Estos datos

Cuadro 2

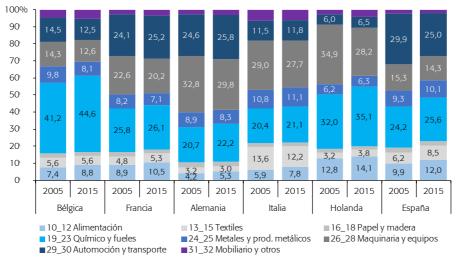
Coeficientes de correlación y p-valor entre la variación país-sector en los CLU y en la cuota de exportación, según periodo

Periodo	Coeficiente de correlación	p-valor
2005 – 2015	0,13	0,37
2005 – 2010	-0,05	0,71
2010 – 2015	0,19	0,19

Nota: n=48 observaciones.

Fuente: OCDE (STAN) y elaboración propia.

Gráfico 5 Distribución del valor de las exportaciones por sectores dentro de la rama de actividad manufacturera, 2005 y 2015 (En porcentaje)



Fuente: OCDE (STAN)

muestran que en los dos países en los que ha aumentado la cuota de exportación se producen ciertas similitudes en cuanto a los sectores que han aumentado su importancia dentro de las manufacturas. Como se puede observar, tanto el sector de la alimentación como el químico y los fueles han aumentado su peso en las respectivas exportaciones de Holanda y en España; en este último país hay que destacar también el incremento de la importancia del sector textil.

Conclusiones

Este trabajo aporta datos desagregados por sector que sugieren que la competitividad coste (medida mediante los costes laborales unitarios, CLU) no puede explicar una parte importante de los resultados de la exportación (medidos como la cuota de un país en las exportaciones de la OCDE al mundo).

El influyente trabajo de Carlin, Glyn, Van Reenen (2001), que analiza la misma cuestión de fondo pero mediante métodos econométricos sofisticados y sin cubrir el caso de España, llega a una con-

clusión parecida: los CLU pueden explicar una parte de la variación de los resultados de exportación pero queda una parte importante de dicha variación por explicar. En su análisis, la intensidad inversora del sector (la ratio inversión en capital sobre valor añadido) tiene un alto poder explicativo de la variación en las exportaciones.

Los datos presentados sugieren que los recortes en los costes de producción tienden a tener un efecto limitado en el estímulo de las exportaciones, y que existen otros factores (como la intensidad tecnológica o innovadora de cada sector, o la demanda exterior) que pueden ejercer mayor influencia para aumentar las exportaciones manufactureras españolas.

Un trabajo más reciente, Crespo y García Rodríguez (2016), centrado en cuantificar la importancia de los ajustes en precios para explicar el comportamiento de las exportaciones españolas, llega a la conclusión de que la elasticidad de las exportaciones españolas a la demanda exterior es superior a la elasticidad-precio.

En línea con estos dos estudios citados, los datos presentados en este trabajo sugieren que los recortes en los costes de producción tienden a tener un efecto limitado en el estímulo de las exportaciones y que existen otros factores (como la intensidad tecnológica o innovadora del sector en cuestión o la demanda exterior) que pueden ejercer mayor influencia para aumentar las exportaciones manufactureras españolas. Desde este punto de vista, cabe defender ir más allá de las prácticas de devaluación interna que se han adoptado para hacer frente a la crisis (vía la mejora de la balanza por cuenta corriente) para tomar medidas que recapitalicen la economía española en todos sus ámbitos: capital físico, capital tecnológico y, por encima de todo, capital humano.

Referencias

Carlin, W.; Glyn, A., y J. Van Reenen (2001), "Export performance of OECD countries: an empirical

- examination of the role of cost competitiveness", *The Economic Journal*, 111(468): 128-162.
- Crespo, A., y A. García Rodríguez (2016), "¿Ha mejorado la competitividad exterior gracias a la devaluación interna?", *Papeles de Economía Española, 1*50: 114-126.
- THIMAN, C. (2015), "The Microeconomic Dimensions of the Eurozone Crisis and Why European Politics Cannot Solve Them", Journal of Economic Perspectives, 29.3: 141–164.
- XIFRÉ, R. (2017a), "La recuperación de la balanza por cuenta corriente en España y su relación con la productividad del trabajo", Cuadernos de Información Económica, 258: 1–14.
- (2017b), "Competitividad y comportamiento de las exportaciones: España en el contexto de la eurozona", Cuadernos de Información Económica, 260: 27-37.

Apéndice. Actividades económicas incluidas en sector manufacturero según la clasificación CIIU - ISIC Rev. 4

Sección C. Industrias manufactureras

10-12 Alimentación

- 10 Elaboración de productos alimenticios
- 11 Elaboración de bebidas
- 12 Elaboración de productos de tabaco

13-15 Textiles

- 13 Fabricación de productos textiles
- 14 Fabricación de prendas de vestir
- 15 Fabricación de productos de cuero y productos conexos

16-18 Papel y madera

- 16 Producción de madera y fabricación de productos de madera y corcho, excepto muebles; fabricación de artículos de paja y de materiales trenzables
- 17 Fabricación de papel y de productos de papel
- 18 Impresión y reproducción de grabaciones

19-23 Química y fueles

- 19 Fabricación de coque y productos de la refinación del petróleo
- 20 Fabricación de sustancias y productos químicos
- 21 Fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales y productos botánicos de uso farmacéutico
- 22 Fabricación de productos de caucho y de plástico

23 Fabricación de otros productos minerales no metálicos

24-25 Metales y productos metálicos

- 24 Fabricación de metales comunes
- 25 Fabricación de productos elaborados de metal, excepto ma4.5quinaria y equipo

26-28 Maquinaria y equipos

- 26 Fabricación de productos de informática, de electrónica y de óptica
- 27 Fabricación de equipo eléctrico
- 28 Fabricación4.5 de maquinaria y equipo n.c.p.

29-30 Automoción y transporte

- 29 Fabricación de vehículos automotores, remolques y semirremolques
- 30 Fabricación de otro equipo de transporte

31-32 Mobiliario y otros

- 31 Fabricación de muebles
- 32 Otras industrias manufactureras

Para más detalles se puede consultar la información sobre la clasificación de actividades económicas ISIC Rev. 4 en español (https://unstats.un.org/unsd/publication/SeriesM/seriesm_4rev4s.pdf) y en inglés (https://unstats.un.org/unsd/publication/SeriesM/seriesm_4rev4e.pdf)

Pruebas de esfuerzo a la banca 2018: análisis tras los focos

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

Los resultados de las pruebas de esfuerzo del sector bancario europeo anunciados a primeros de noviembre coincidieron con un momento complicado en los mercados de valores global y europeo, explicado, en este último caso, fundamentalmente por las dudas respecto a la voluntad de Italia de circunscribirse a las guías de disciplina fiscal marcadas por los socios comunitarios. Los ejercicios de estrés señalaron que la mayor parte del sector bancario europeo –incluidas las entidades españolas– cuenta con una mayor capacidad de resiliencia y capital suficiente para afrontar potenciales escenarios macroeconómicos adversos. Sin embargo, en el caso de Italia las dudas persisten y Reino Unido aparece también en escena con algunas entidades que presentaron dificultades para afrontar condiciones macroeconómicas adversas. Para el conjunto de las 48 entidades de crédito analizadas, cuando se aplica el escenario adverso, se observa una caída de 4,16 puntos porcentuales de la ratio de capital en 2020 respecto a la de cierre de 2017. Para el promedio de las instituciones financieras españolas analizadas, esa caída es de 2,17 puntos. En Reino Unido, ese impacto se estima en 6,07 puntos.

Antecedentes y eventos recientes

El otoño de 2018 ha seguido siendo un tiempo de desafíos notables para la banca europea. El riesgo político y soberano ha jugado un papel importante. Las tensiones entre el ejecutivo italiano y la gobernanza de la Unión Europea (UE) derivaron, por vez primera, en el rechazo de la Comisión Europea al presupuesto de un gobierno de un Estado miembro. Los mercados están aparentemente digiriendo mal estas disputas e interpretan la ausencia de un compromiso firme para

la disciplina fiscal en Italia como un riesgo soberano al alza. El impacto en la industria bancaria se produce por las tenencias de deuda pública en los balances de las entidades financieras transalpinas y por las dudas —aún no despejadas— respecto a la calidad de los activos de las mismas y el compromiso que implican para su solvencia.

Se esperaba que la publicación, el 2 de noviembre, de las pruebas de esfuerzo coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea (ABE), pudiera contribuir, en alguna medida, a aumentar

^{*} CUNEF, Bangor University y Funcas.

^{**}Universidad de Granada y Funcas.

la transparencia y a que el mercado contase con nuevas referencias informativas que reafirmaran que, diez años después de la caída de Lehman Brothers, la estabilidad financiera está garantizada en Europa. Este objetivo, sin embargo, se cumplió solo de forma parcial. Si bien la mayor parte de los sistemas bancarios europeos mostró, en promedio, una resistencia a los escenarios adversos que proponen estas pruebas, se puso en cuestión la capacidad de mantenimiento de la solvencia de algunas entidades en determinados países. Al caso italiano —que, en cierto modo era esperado—se le unió el de Reino Unido, menos esperado y en un momento particularmente delicado con el horizonte del *brexit*.

En este artículo se analiza el resultado de estos test de estrés con el objeto de identificar dónde pueden encontrarse los riesgos y las principales diferencias entre países. Algo así como un análisis cinematográfico *behind the scenes* que pretende situarse detrás de los focos y de los grandes titulares sobre aprobados generales para tratar de desgranar de dónde surge la persistencia de las dudas —expresadas en la valoración en los mercados— sobre la banca europea.

Las pruebas de resistencia se aplicaron a 48 entidades de crédito de la UE, aquellas con un perfil sistémico. En total, representan aproximadamente el 70% de los activos del sector bancario de la UE. De esas 48 entidades, 33 pertenecen al Mecanismo Único de Supervisión (MUS). El objetivo de estos test no es otro que evaluar la resistencia de los grandes bancos europeos ante un hipotético deterioro de las condiciones macroeconómicas y de mercado. Al igual que sucedió con el ejercicio realizado en 2016, no se determinaron umbrales mínimos de capital que pudieran conducir a una determinación -seguramente útil pero controvertida en su interpretación temporal- de "aprobado" o "suspenso". Esto no implica que determinadas caídas de capital por debajo de algunos umbrales puedan ser interpretadas por algunos analistas como preocupantes en alguna medida.

La ABE es la que diseña la metodología de las pruebas y las coordina, pero son el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales los que las aplican y tratan de mantener el control de calidad. Las proyecciones se realizan para cada entidad en tres períodos (desde diciembre de 2017 hasta diciembre de 2020) con dos escenarios —base y adverso— cuyos criterios fueron determinados por la Junta Europea de Riesgo Sistémico, el BCE, los bancos centrales nacionales y la propia ABE. Cabe destacar dos cuestiones fundamentales en el análisis que, o bien limitan las comparaciones o introducen elementos hasta ahora no considerados:

- Los escenarios base y adverso son específicos para cada país.
- En estas pruebas de estrés, las proyecciones de la valoración de activos contemplan la Norma Internacional de Información Financiera 9 (IFRS9) que entró en vigor el 1 de enero de 2018. Se trata de un amplio espectro de normas de valoración contable pero son especialmente importantes sus supuestos respecto al riesgo de crédito. En particular, IFRS9 pretende reducir la incertidumbre sobre la aplicación de las provisiones que los bancos dotan para cubrir pérdidas. La principal medida consiste en sustituir el anterior concepto de pérdida incurrida (dotar cuando ya se está produciendo la pérdida) por el de pérdida esperada (dotar desde que se estima que se puede producir esa pérdida en el futuro). Aunque se trata de una cuestión de naturaleza técnica cuyo análisis supera las posibilidades de esta nota, debe destacarse que en el caso de los bancos españoles la aplicación de la IFRS9 no ha supuesto cambios significativos de valoración, mientras que este sí ha sido el caso (como minusvalía) en otros sectores bancarios como el británico.

Consideraciones sobre los aspectos metodológicos de las pruebas de esfuerzo

Como se ha señalado anteriormente, existen diferencias importantes en los supuestos macro-

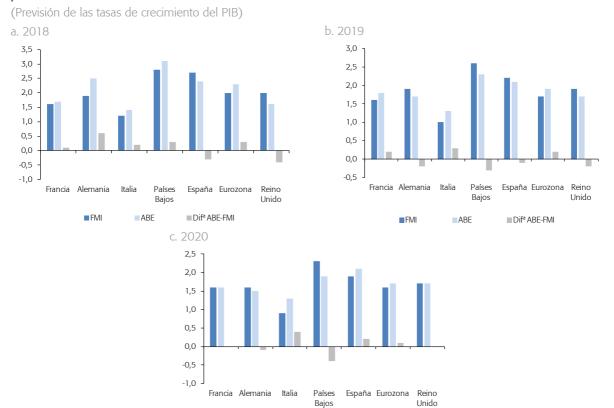
económicos que se hacen en los diferentes países. Por ejemplo, en el caso de Suecia, el escenario adverso supone una caída acumulada (en los tres años de aplicación) del PIB del 10,4% y de los precios inmobiliarios del 49,4%. En Hungría, sin embargo, se considera una caída acumulada del PIB de solo el 0,2% en ese escenario y que no se produce cambio alguno en los precios del sector inmobiliario.

Lo que sí parece evidente es que las entidades encargadas del diseño de las proyecciones macroeconómicas de referencia han ponderado en mayor medida que otras instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), riesgos a corto plazo y largo plazo en algunos países. Como muestran los gráficos 1a, 1b y 1c, en el escenario base ya se observan estas diferencias en las estimaciones. La ABE proyecta, por ejemplo, un crecimiento de 0,3, 0,2 y 0,1 puntos porcentuales más que el FMI para la eurozona en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Sin embargo, la variación del PIB asumida es, por ejemplo, menor para la ABE que para el FMI en España y Reino Unido en 2018 y 2019, y también más reducida en 2019 y 2020 para Alemania y Países Bajos.

Entre los analistas también son frecuentes las comparaciones con los supuestos macroeconómicos empleados en las pruebas realizadas en otras jurisdicciones. Por ejemplo, se considera que el escenario adverso es, en la mayoría de los casos, menos severo que el que aplica la Reserva Federal

Gráfico 1

Diferencia entre las condiciones macroeconómicas esperadas por el FMI y el escenario base fijado por la ABE de 2018 a 2020



■FMI

ABF

■ Difa ABF-FMI

Fuentes: FMI, ABE y elaboración propia.

en Estados Unidos. El caso de Reino Unido merece una consideración especial porque también su banco central asume mayores caídas acumuladas del PIB, por lo que hay cierta expectativa por lo que puedan deparar las pruebas específicas que esta autoridad supervisora realizará en diciembre.

También son importantes las consideraciones sobre qué se entiende como el capital mínimo necesario. Aunque las pruebas no lo delimitan de forma explícita, el entendimiento general en el mercado es que tal nivel mínimo es del 8% en el caso de la ratio core equity tier 1 (capital de primera categoría) presuponiendo su cálculo tanto con todas las previsiones ya en vigor como con las de próxima implementación respecto al mismo (lo que se conoce como fully loaded CET1). Este nivel del 8% responde también a la expectativa de que ese es el umbral por debajo del cual se propiciaría, eventualmente, una intervención supervisora en alguna medida, especialmente para las entidades bajo la regulación del Mecanismo Único de Supervisión.

Aunque no se determinaron umbrales mínimos de capital que pudieran conducir a una calificación de "aprobado"o "suspenso", el entendimiento general del mercado es que tal nivel mínimo se sitúa en el 8% en el caso de la ratio core equity tier 1. Por debajo de ese umbral se interpreta que podría propiciarse, eventualmente, algún tipo de intervención supervisora.

No puede olvidarse que estas pruebas de esfuerzo se realizan en el marco de las nuevas reglas de la unión bancaria respecto al capital bancario. Por lo tanto, el mercado considera que podría producirse algún caso de recapitalización preventiva (precautionary recapitalization) para alguna entidad con déficit de capital en el escenario adverso. Estas medidas, en el caso del mecanismo único de resolución, por ejemplo, incorporan acciones como pérdidas para instrumentos de capital híbridos (ej. acciones convertibles o CoCos) y limitaciones al reparto de dividendos.

Resultados de las pruebas y situación de los bancos españoles

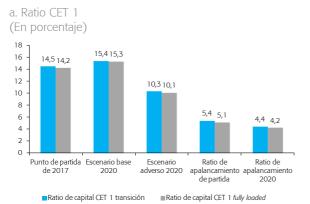
Una primera cuestión relevante sobre los resultados del ejercicio de estrés de 2018 es que la solvencia de partida (la correspondiente a los estados contables a diciembre de 2017) es mayor que la que se observó en ejercicios anteriores. Esto sugiere que la tendencia generalizada sigue siendo un incremento de los fondos propios, con un colchón cada vez más holgado respecto de los mínimos regulatorios. Cuestión distinta es si la resistencia a escenarios adversos mejora o no y en qué medida esos escenarios pueden producirse. Como muestra el gráfico 2, la ratio de capital CET1 fully loaded de las 48 entidades se situaba en

De mantenerse el escenario base, la capitalización de los bancos europeos analizados aumentaría hasta el 15,4% (ratio en transición) o 15,3% (ratio fully loaded) en 2020. Sin embargo, en el escenario adverso, se observaría una caída de 4,16 puntos porcentuales de las ratios de capital en 2020 respecto a las de cierre de 2017, situándose finalmente en el 10,3% (ratio en transición) y en el 10,1% (ratio fully loaded).

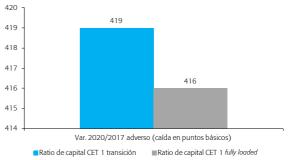
un 14,2% (14,5% si solo se aplican los requerimientos transitorios ahora en vigor). Es importante señalar que esta ratio bajaría al 14% de considerarse el efecto de la aplicación de la IFRS9 en el ejercicio 2017. Se observa, asimismo, que de mantenerse una evaluación macroeconómica como la que ahora se prevé (escenario base) esa capitalización aumentaría hasta el 15,4% (ratio en transición) o 15,3% (ratio fully loaded) en 2020. Sin embargo, cuando lo que se aplica es el escenario adverso, se observa una caída de 416 puntos básicos (4,16 puntos porcentuales) de las ratios de capital en 2020 respecto a la de cierre de 2017. Cabe señalar, asimismo, que la ABE también proyecta que las entidades de crédito analizadas habrán reducido su endeudamiento promedio a lo largo del período considerado, desde el 5,1% hasta el 4,2% en el supuesto de plena aplicación

Gráfico 2

Resultado de las pruebas en escenario base y adverso. Muestra total



b. Caída de las ratios de capital en el escenario adverso (En puntos básicos)



Fuente: ABE y elaboración propia.

de los requerimientos regulatorios previstos (fully loaded).

En las notas de prensa publicadas por la ABE el mismo 2 de noviembre se destacaron algunas cuestiones que sugieren que la articulación del Mecanismo Único de Supervisión está favoreciendo un aumento de la resiliencia de la banca de la eurozona. Así, en el caso de las 33 entidades supervisadas directamente por el BCE, la ratio CET1 fully loaded caería desde el 13,7% en 2017 al 9,9% en 2020 de producirse el escenario adverso. Esto supondría una caída superior a 380 puntos básicos. En 2016, esa ratio de capital era del 8,8% en el escenario adverso. Danièle Nouy, presidenta del Consejo de Supervisión del BCE, señaló al respecto: "los resultados confirman que los bancos participantes son mucho más resistentes a las perturbaciones macroeconómicas que hace dos años. Gracias también a nuestra supervisión, los bancos han aumentado considerablemente sus niveles de capital, a la vez que han reducido sus préstamos dudosos y han mejorado sus controles internos y la gobernanza de los riesgos (...) De cara al futuro, las pruebas nos ayudan a conocer las vulnerabilidades más importantes de cada entidad, así como los aspectos en los que los grupos bancarios son más sensibles a determinados riesgos".

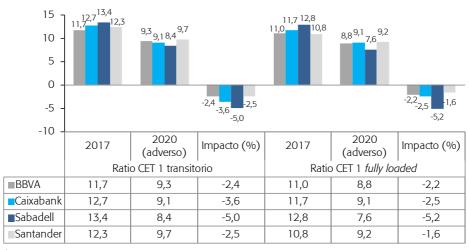
Debe señalarse, en todo caso, que en 2016 la caída acumulada del capital a lo largo de tres años en el escenario adverso era de 3,3 puntos porcentuales, en comparación a los 3,8 puntos porcentuales de las pruebas de noviembre de 2018. Sin embargo, los mayores niveles de capital de partida mejoran la resiliencia del conjunto del sistema y, además, es preciso tener en cuenta que los supuestos del escenario adverso fueron más duros en las pruebas realizadas este año que en las de 2016. Entre otros, contempla una contracción del PIB de la eurozona del 2,4 % y una caída de los precios inmobiliarios y de las cotizaciones bursátiles del 17% y el 31%, respectivamente. También hay que tener en cuenta, como se señaló anteriormente, la aplicación de la nueva Norma Internacional de Información Financiera 9 (IFRS9).

Los resultados de las entidades españolas incluidas en las pruebas de estrés han reforzado la percepción de su solvencia y resistencia. Aunque parten de una capitalización relativa algo menor, si se mantiene el escenario base acelerarán su convergencia respecto al promedio europeo en la ratio CET 1 fully loaded.

También destacan las notas de la ABE la importancia que están adquiriendo los ejercicios de transparencia realizados en cada país por las autoridades supervisoras delegadas en el mismo.

Gráfico 3 Resultados pruebas de esfuerzo en el escenario adverso: España

(En porcertaje)

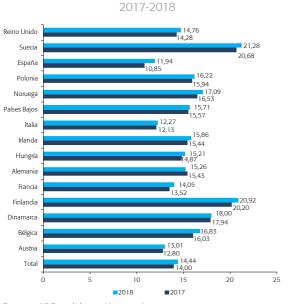


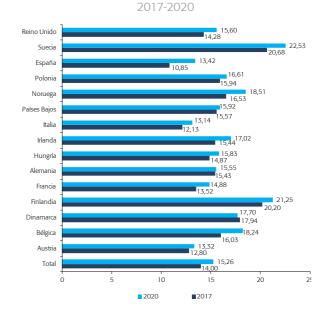
Fuente: ABE y elaboración propia.

Se trata de los llamados procesos de revisión y evaluación supervisora (PRES) –como aplicación del Pilar 2 de Basilea III– que se llevan a cabo anualmente. Sin embargo, aunque el BCE coordina estas pruebas, existe una percepción genera-

lizada de que en determinadas jurisdicciones se ha realizado un esfuerzo de transparencia aumentada mayor que en otras. Este fue el caso, por ejemplo, del sector bancario español en los años inmediatamente posteriores a la crisis y en la actualidad.

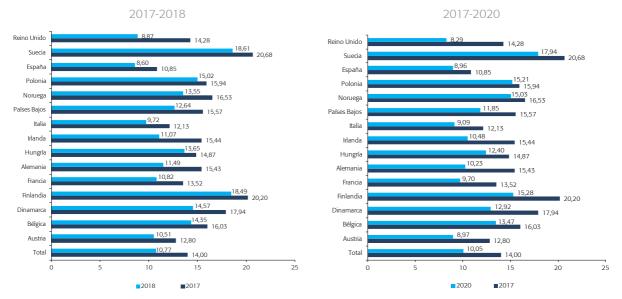
Gráfico 4 **Resultados pruebas de esfuerzo: comparativa por países en el escenario base**(En porcentaje)





Fuente: ABE y elaboración propia.

Gráfico 5 **Resultados pruebas de esfuerzo: comparativa por países en el escenario adverso** (En porcentaje)



Fuente: ABE y elaboración propia.

Los resultados para las entidades de crédito españolas incluidas en las pruebas de estrés de 2018 –BBVA, Caixabank, Sabadell y Santanderhan reforzado la percepción de su solvencia y resistencia. El impacto porcentual estimado de un escenario adverso en la ratio CET1 *fully loaded* es más limitado que en el promedio europeo, con la excepción del Banco Sabadell, con un impacto en el entorno de ese promedio, en particular de 5,2 puntos porcentuales¹.

La comparación entre las entidades financieras españolas y las de otros países europeos respecto al escenario base de las pruebas de esfuerzo (gráfico 4) sugiere que los bancos españoles parten de una capitalización relativa algo menor, pero, si se mantiene el escenario base, acelerarán su convergencia respecto al promedio europeo en la ratio CET1 fully loaded.

En cuanto al escenario adverso (gráfico 5), se observa que los bancos españoles destacan por su capacidad de resiliencia y mejora en la calidad de los activos, en la medida en que, a pesar de partir de menores niveles de la ratio CET1 fully loaded de partida, esta quedaría en el 8,96% en el peor de los escenarios, por encima de los mínimos regulatorios y superando la de otros países como Reino Unido (8,29%).

Dos casos de particular relevancia: Italia y Reino Unido

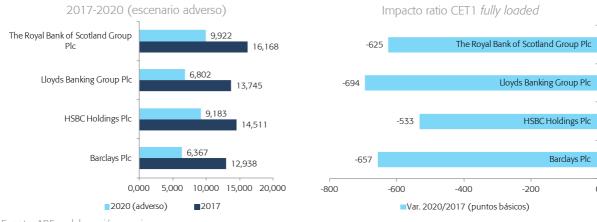
Manteniendo la perspectiva comparativa, tal vez lo más llamativo de las pruebas de esfuerzo bancarias han sido los casos de Reino Unido (con un impacto tal vez mayor del esperado de sus

¹ Debe tenerse en cuenta que Sabadell, según un comunicado emitido el 3 de noviembre a la CNMV, señala que la ABE carga contra las cuentas del ejercicio los sobrecostes de mantener enchufada la plataforma de su filial TSB a Lloyds, cuando esa factura ya la saldó y comprendió solo los meses entre enero de 2017 y abril de 2018, y en el escenario "ese importe se mantiene constante durante los tres años", aclara el banco, en lugar de los cuatro meses reales en los que tuvo que abonar dicho alquiler. De manera similar, precisa que ha computado los costes de Sabadell United Bank durante el trienio de la prueba, aun cuando la filial fue enajenada en julio de 2017, y pese a que no incluye los ingresos ni el balance de la franquicia.

Gráfico 6

Resultados pruebas de esfuerzo: Reino Unido

(Ratio CET1)



Fuente: ABE y elaboración propia.

Gráfico 7

Resultados pruebas de esfuerzo: Italia

(Ratio CET 1)



15

10

2017

-500

-400

Fuente: ABE y elaboración propia.

niveles de solvencia en el escenario adverso) y de Italia (porque los resultados de las pruebas no contribuyen, seguramente, a despejar las dudas sobre la salud de sus balances bancarios).

2020 (adverso)

En el caso de Reino Unido, según muestra el gráfico 6, tres entidades sufrirían caídas acumuladas de su ratio CET1 *fully loaded*, de 625, 694 y 657 puntos básicos, lo que dejaría a dos de ellas con un 6,80% y 6,36% en ese escenario en 2020, significativamente por debajo del umbral del 8%. Debe considerarse, además, que se espera que el escenario adverso dibujado por el Banco de

Inglaterra en sus pruebas de esfuerzo en diciembre sea aún más severo, por lo que el impacto todavía podría ser mayor.

-200

Var. 2020/2017 (puntos básicos)

-100

-300

En Italia, la severidad del impacto del escenario adverso es relativamente del orden mostrado por el promedio de la eurozona pero la debilidad de partida de algunas instituciones las sitúa, igualmente, por debajo del 8% de capital regulatorio mínimo CET 1 fully loaded. En todo caso, tal vez la mayor fuente de incertidumbre surge del impacto sobre la prima de riesgo italiana –y, por extensión sobre la calidad de los balances y el coste

de la deuda bancaria— como consecuencia de los conflictos generados en torno a la disciplina presupuestaria y fiscal entre el ejecutivo italiano y la Comisión Europea.

Conclusiones

Los ejercicios de estrés a la banca europea llegaron en un momento de cierta tensión en los mercados, con los problemas provenientes tanto de la incertidumbre de la economía global como, en el caso de la eurozona, con Italia como principal fuente de tensión. Uno de los objetivos que a lo largo del tiempo han tratado de atajar estas pruebas de esfuerzo son las temidas asociaciones entre riesgo soberano y riesgo bancario que tanto impacto tuvieron hace seis años. En el caso italiano, la crisis bancaria no se considera aún resuelta y pende de un importante nexo entre deuda pública

y deuda bancaria. Los resultados de los test de estrés no parecen haber despejado estas dudas.

En cuanto al conjunto de la banca europea, las pruebas de esfuerzo no pueden considerarse un juicio definitivo e inequívoco de la situación y perspectivas de la banca europea pero sí que muestran, de forma general, una mejora en la resiliencia del sector bancario de la UE, con las excepciones de Reino Unido e Italia.

En el caso de España, los niveles de capital de partida son holgados, aunque comparativamente menores que los de otros países. Sin embargo, los resultados de las pruebas apuntan para nuestras entidades a una mayor capacidad de resistencia frente a escenarios adversos y una convergencia en capitalización relativa con el promedio europeo.

La estructura de recursos de clientes en el sistema bancario español

Ángel Berges, Fernando Rojas y Federica Troiano*

La persistencia de unos niveles anormalmente bajos –cercanos a cero o incluso negativos- en los tipos de interés relevantes ha alterado de forma muy significativa la estructura de los recursos gestionados de clientes por parte del sector bancario. Ese cambio estructural afecta tanto a la mezcla entre los recursos gestionados fuera de balance y los depósitos -con claro predominio de los primeros en los últimos años—, como a la distribución de depósitos entre el plazo y la vista: así, frente a una composición tradicional de 60/40 a favor de los depósitos a plazo, en los últimos años se ha producido un claro sesgo a favor de los depósitos a la vista, que representan el 80% de los depósitos totales. Su elevada presencia como fuente de financiación estructural ha sido muy positiva para las cuentas de resultados, al abaratar significativamente el coste de financiación, pero sin duda deberá ser objeto de especial seguimiento ante un posible, aunque no probable en el corto plazo, proceso de normalización de la política monetaria, de tal manera que la esperada recuperación de márgenes en ese deseado escenario será extraordinariamente sensible a la gestión que las entidades realicen sobre su base de recursos.

Análisis histórico

Los bajos niveles –cercanos a cero o incluso negativos– de los tipos de interés relevantes para el negocio bancario, continúan alterando la estructura de los recursos gestionados de clientes. Esto se observa tanto en su mezcla entre los gestionados fuera de balance (fondos de inversión) y los depósitos, como en la distribución de estos entre el plazo y la vista, con un claro sesgo a favor de estos últimos, que ya representan el 80% de los depósitos totales.

Esa dinámica ha permitido exprimir al máximo la reducción de los costes financieros en las entidades, en un contexto de nula preocupación por la liquidez, por la reducción del saldo de crédito, así como por la capacidad de apelar al Banco Central Europeo (BCE) de forma casi ilimitada. Ahora bien, esa elevada presencia de depósitos a la vista como fuente de financiación estructural incorpora un factor de vulnerabilidad ante un posible, aunque no probable en el corto plazo, proceso de normalización de la política monetaria, de tal manera que la esperada recuperación de márgenes en ese

^{*} Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

deseado escenario será extraordinariamente sensible a la gestión que las entidades realicen sobre su base de recursos.

El cambio de la estructura de depósitos, hacia un claro predominio de los depósitos a la vista, ha permitido a las entidades optimizar sus costes financieros en un contexto de bajos tipos de interés. Sin embargo, también incorpora un factor de vulnerabilidad ante una posible, aunque no probable a corto plazo, normalización de la política monetaria.

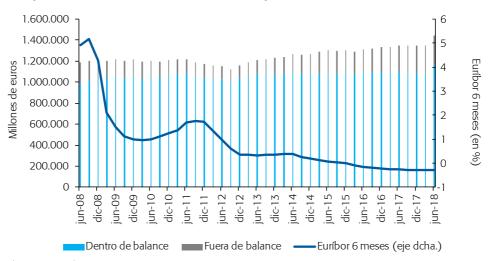
Tomando como horizonte temporal una década completa, lo que nos retrotrae justo a las semanas previas a la crisis de Lehman Brothers, analizamos la dinámica seguida por la estructura de los recursos de clientes en el sistema bancario español. Dicha dinámica está vinculada con la seguida por los tipos de interés, sin duda el principal factor explicativo de esa alteración en la estructura de recursos.

En este sentido, el gráfico 1 muestra la evolución temporal de los recursos dentro y fuera de balance en el conjunto del sistema. Los primeros han mantenido un saldo prácticamente estable (en torno a un billón de euros) durante toda una década, mientras que todo el incremento de recursos de dientes se posicionaba en fondos de inversión, que más que duplicaban su saldo total, desde poco más de 100.000 millones en 2008 a los cerca de 280.000 a mediados de 2018. Es evidente que, en ese desplazamiento del ahorro hacia fondos en detrimento de los depósitos bancarios, ha jugado un papel determinante la reducción de los tipos de interés de referencia, representada en el gráfico por el euríbor a seis meses, que acumula ya cinco años en niveles muy cercanos o por debajo de cero.

Sin duda, a ello habría que añadir las estrategias de comercialización de las entidades, mucho más proclives a comercializar fondos de inversión, que generan una rentabilidad por comisiones muy superior a la que puede obtenerse de depósitos bancarios. En este sentido, valga resaltar que las comisiones por gestión de recursos fuera de balance han representado un incremento acumulado de más de 8.000 millones durante la última década, cifra que de ninguna manera se habría alcanzado si esos recursos de clientes hubiesen ido a depósitos bancarios, cuyo margen para la banca ha sido prácticamente nulo durante los cinco últimos años.

Gráfico 1

Recursos dentro y fuera del balance del sistema bancario español



Fuente: Banco de España y Afi.

De hecho, esa nula aportación al margen por parte de los depósitos bancarios, explica la estrategia seguida por las entidades en cuanto a política de precios de pasivo y, como consecuencia de ello, la dinámica relativa entre las dos modalidades de depósitos bancarios, es decir a plazo y a la vista.

El gráfico 2 ilustra la evolución seguida por unos y otros, conjuntamente con los tipos medios de retribución en ambas modalidades de depósitos. Aunque dicha retribución ha caído en ambos, lo ha hecho con mucha mayor intensidad en el plazo (simplemente porque venía de un nivel más elevado), hasta el punto de que la diferencia de retribución entre el plazo y la vista bajaba al entorno de 0,2%, el nivel mínimo jamás alcanzado.

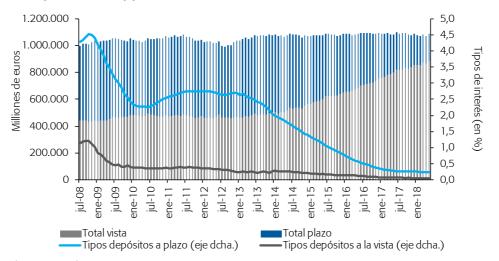
Esa convergencia de tipos entre el plazo y la vista, a la baja hasta prácticamente cero, es sin duda alguna el principal factor explicativo del cambio estructural registrado entre ambas categorías de depósitos. La norma histórica, y en gran medida la que sigue rigiendo en varios países europeos, era una ratio de aproximadamente 60/40 entre depósitos a plazo y depósitos a la vista. Esa norma histórica comenzó a romperse ya desde finales de 2012, cuando la decidida presencia del BCE llevó a las entidades a considerar, por un lado, que la liquidez estaba garantizada por el BCE y, por otro,

que este iba a impulsar una política de tipos muy bajos durante un largo periodo de tiempo.

Es justamente en ese momento cuando el diferencial de retribución entre el plazo y la vista inicia una sistemática e intensa reducción, que induce a un intenso y sistemático desplazamiento desde depósitos a plazo hacia depósitos a la vista, en la medida en que la mayor conveniencia e inmediatez de estos para los clientes no se ve penalizada por un elevado coste de oportunidad frente a la alternativa de los depósitos a plazo. Ese sistemático desplazamiento ha continuado alterando la composición entre el plazo y la vista, de tal manera que a mediados de 2018 un 80% de los depósitos de clientes son a la vista, ratio nunca alcanzada en España, ni en la generalidad de la eurozona.

Una estructura de depósitos de ese calibre dibuja una "foto" un tanto desequilibrada, pues supone hacer descansar la financiación de activos a medio y largo plazo en una estructura de pasivos mayoritariamente exigible a la vista. Sin embargo, esa consideración tiene poca virtualidad diferencial, ya que en el fondo tampoco pueden considerarse estables y garantizados unos depósitos a plazo remunerados al 0,20% o incluso menos, pues las posibles penalizaciones por cancelación anticipada también serían prácticamente nulas.

Gráfico 2 Saldos vivos de depósitos a vista y plazo



Fuente: Banco de España y Afi.

Es por ello que esa estructura de pasivos, tan sesgada hacia los depósitos a la vista, no constituye un factor especial de preocupación en cuanto a la gestión de la liquidez, y ha sido muy determinante para la intensa reducción experimentada en el coste medio del pasivo y, con ello, para mitigar parcialmente el fuerte descenso de márgenes asociado al escenario de tipos cero (o negativos) registrado en los cinco últimos años.

Por esa misma lógica, cabe anticipar que la gestión de los pasivos, y de su coste, va a ser un elemento clave en la futura recuperación de márgenes, que se espera "como agua de mayo" cuando la política monetaria inicie una gradual recuperación y los tipos de referencia (euríbor, fundamentalmente) entren definitivamente en terreno positivo con pendiente creciente.

Análisis de sensibilidad

Hemos realizado un ejercicio de estimación de la sensibilidad que los depósitos a plazo y a la vista tendrían frente a un futuro repunte de tipos de interés, que hemos cifrado en 100 puntos básicos

Ante un repunte de un 1% del euríbor a seis meses en un horizonte hasta finales de 2020, y si las demás variables de control se mantienen constantes, el stock de los depósitos a la vista descendería aproximadamente 330.000 millones de euros, mientras que el de depósitos a plazo aumentaría 407.000 millones. En consecuencia, el agregado de los depósitos (plazo más vista) registraría un incremento neto de unos 77.000 millones de euros.

(pb) para el euríbor a seis meses en un horizonte hasta finales de 2020.

Como primer paso, hemos estimado un modelo para predecir los tipos de interés de vista y de plazo (ver Anexo), utilizando el euríbor a seis meses como variable explicativa y alcanzado un elevado grado de ajuste (95% por los tipos de interés a la vista y 94% por los tipos de interés a plazo).

Por otro lado, se han estimado las series de saldos vivos a la vista y a plazo escaladas en niveles, para realizar un análisis de sensibilidad histórico. Tras un procedimiento de búsqueda del mejor ajuste econométrico (comparando diferentes alternativas y eligiendo los modelos mediante los criterios de Schwarz, Akaike y Hannah-Quinn), las variables de control que acompañan a la evolución de los tipos de interés como variables explicativas son:

- la evolución del PIB trimestral en variación interanual,
- la evolución trimestral del precio de la vivienda en variación interanual,
- la evolución de la inflación trimestral en variación interanual,
- los tipos de los depósitos a plazo (modelizados a partir del euríbor a seis meses),
- incorporación de una variable *dummy* en 1T2018 por el plazo y en 4T2012 por la vista.

En particular, para el modelo de depósitos a la vista se ha construido la siguiente regresión, que alcanza un R-cuadrado del 94% (ver Anexo):

Dep Vista_t=
$$\alpha$$
+ β ₁Tipos Dep Plazo_t+ β ₂PlB_t+ β ₃ PrecioViv_t+ β ₄Inflación_t+ β ₅ Dummy2018q1+ ε _t

Por su parte, para el modelo de depósitos a plazo se ha construido la siguiente regresión, que obtiene un R-cuadrado del 84% (ver Anexo):

Dep Plazo_t=
$$\alpha + \beta_1 Tipos$$
 Dep Plazo_t+ $\beta_2 PlB_t$ + $\beta_3 PrecioViv_t + \beta_5 Dummy 2012q4 + \varepsilon_t$

El cuadro 1 recoge el resultado del análisis de sensibilidad realizado ante una subida de 100 puntos básicos de la curva del euríbor a seis meses.

Cuadro 1
Sensibilidad estimada de los depósitos a un incremento de tipos

	Subida de 100 pb del euríbor a 6 meses
Tipos vista (puntos básicos)	19,52
Stock vista (millones de euros)	-329.663
Tipos plazo (puntos básicos)	91,23
Stock plazo (millones de euros)	407.354

El análisis de sensibilidad muestra que, ante variaciones de 100 pb del euríbor a seis meses, manteniendo constantes las demás variables de control, los tipos de los depósitos a plazo aumentan 91 pb. Este hecho se deriva de que el euríbor a seis meses impacta en mayor medida en los tipos de los depósitos a plazo que en los de los depósitos a la vista, de forma similar a lo que se aprecia cuando se analiza el periodo histórico.

Por otro lado, ante variaciones de 100 pb del euríbor a seis meses, el *stock* de los depósitos a vista, a través de los tipos de los depósitos a plazo, desciende aproximadamente 330.000 millones de euros, mientras aumenta 407.000 millones el *stock* de los depósitos a plazo. De este modo, el agregado de los depósitos (plazo más vista) registraría un incremento neto de unos 77.000 millo-

nes en respuesta a un incremento de 100 pb en el euríbor a seis meses.

Esas estimaciones, tanto en saldos como en tipos, emergen de un modelo econométrico aplicado a la década pasada y, por tanto, extrapolan una "función de reacción" de las entidades similar a la registrada en el pasado. Esa hipótesis sería válida únicamente en el supuesto de que la normalización de tipos sea muy gradual (de dos a cuatro años) y con un horizonte de llegada muy acotado por un techo del 1,5% en el tipo de referencia del BCE. En el caso de una mayor aceleración en la senda de elevaciones, la más que probable emergencia de una guerra por captar pasivo estable –atacando a ese enorme volumen de más de 800.000 millones de depósitos a la vista- induciría a una traslación mucho más rápida e intensa al coste de los depósitos a plazo y, por ende, al coste medio de los pasivos, en los que el plazo ganaría peso con fuerza.

Todo ello nos lleva a resaltar que, aunque una futura normalización de la política monetaria –algo que no va a ocurrir de inmediato– debe redundar en una mejora generalizada de los márgenes, esa mejora será extraordinariamente sensible a la gestión que las entidades realicen de sus recursos de clientes.

ANEXO

Variable dependiente: TIPOS_DEP_VISTA

Muestra: 2008T3 2018T1

Variables independientes	Coef.	Prob.
С	0,00	0,00
EUR6M	0,20	0,00
PIB	-0,01	0,07
R-cuadrado	95%	
R-cuadrado ajustado	95%	

Variable dependiente: TIPOS_DEP_PLAZO

Muestra: 2008T3 2018T1

Variables independientes	Coef.	Prob.
С	0,01	0,00
EUR6M	0,75	0,00
PIB	-0,17	0,07
R-cuadrado	94%	
R-cuadrado ajustado	93%	

Variable dependiente: DEP_VISTA

Muestra: 2008T3 2018T1

Variables independientes	Coef.	Prob.
С	711	0,00
TIPOS_DEP_PLAZO	-9.034	0,00
PIB	-4.269	0,00
PRECIOVIV	3.624	0,00
INFLAC	2.950	0,00
DUMMY2018T1	83	0,02
R-cuadrado	94%	
R-cuadrado ajustado	94%	

Variable dependiente: DEP_PLAZO

Muestra: 2008T3 2018T1

Coef.	Prob.
244	0,00
4.292	0,00
4.982	0,00
-4.224	0,00
-109	0,01
84%	
82%	
	244 4.292 4.982 -4.224 -109

La eficacia recaudatoria de los tipos marginales en el IRPF: su medición a través de la equivalencia recaudatoria

José Félix Sanz Sanz* y Desiderio Romero Jordán**

En el diseño de los impuestos sobre las rentas personales, los tipos marginales tienen un protagonismo inmerecido, que deriva de su elevada visibilidad: el tipo marginal es el parámetro más evidente y obvio de la estructura del IRPF. Sin embargo, su eficacia recaudatoria depende del efecto que los cambios en los tipos marginales tienen en los tipos medios. Una forma de medir dicha eficacia recaudatoria es mediante el cómputo de los incrementos recaudatoriamente equivalentes (IRE), que consiste en determinar el incremento que debería exigirse a un tipo marginal para asegurar la misma recaudación que produciría elevar un punto porcentual otro tipo marginal de la misma tarifa. Este artículo ofrece los IRE de la tarifa del IRPF de la base liquidable general de 2018, tomando también en consideración el efecto comportamiento de los contribuyentes e incluyendo el efecto de los mínimos personales y familiares.

Si a un ciudadano lego en materia fiscal se le pregunta sobre cómo subir la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) o cómo conseguir un reparto más equitativo de la carga fiscal, su prescripción, muy probablemente, será la de subir los tipos marginales de la tarifa, añadiendo, con casi total seguridad, el matiz de que dicha subida deberá ser mayor para los tipos marginales altos (i.e., subir impuestos a los ricos). Esta concepción sobre la importancia de los tipos marginales como generadores de recaudación y justicia distributiva está muy extendida en la opinión pública y se ha convertido en una verdad colectiva que gana adeptos no solamente entre la población desinformada en materia fiscal sino, sorprendentemente, también entre la población ilustrada en cuestiones impositivas, incluidos algunos expertos fiscalistas. Este protagonismo exacerbado de los tipos marginales como "conseguidores" perfectos de recaudación y justicia social se debe a su alta visibilidad: el tipo marginal es el parámetro más evidente y obvio de la estructura del IRPF. Sin embargo, el IRPF es un impuesto de complicado diseño, cuya arquitectura enrevesada tiene consecuencias inesperadas, muchas veces ni siquiera buscadas por el legislador, que influyen sobre el verdadero papel que juegan los tipos marginales en la determinación de la recaudación y la redistribución impositivas.

Desde hace más de un siglo, la economía de la imposición ha demostrado que la capacidad

^{*} Universidad Complutense de Madrid y Funcas.

^{**} Universidad Rey Juan Carlos y Funcas.

Cuadro 1 Elasticidades del tipo medio-tipo marginal asociadas a la tarifa de la base liquidable general del IRPF vigente en 2012

Tramos de base liquidable	$_{\Delta tmg}$ $\eta_{tme, tmg}$ 2011-2012 (%)		Δ recaudación (% sobre total)
0 -17.707,20	3,13	0,3332	35,21
17.707,20 -33.007,20	7,14	0,1768	42,71
33.007,20 -53.407,20	8,11	0,0460	12,62
53.407,20 -120.000	9,30	0,0105	3,31
120.000 -175.000	11,36	0,0029	1,12
175.000 -300.000	13,33	0.0103	E 07
> 300.000	15,56	0,0102	5,03

Notas: tmg es el tipo marginal; *tme* es el tipo medio; $\eta_{tme, tmg}$ es la elasticidad del tipo medio respecto al tipo marginal. *Fuente:* Sanz (2016).

recaudatoria, la progresividad y el poder redistributivo de un impuesto dependen de la magnitud de los tipos medios, no de la dimensión de los tipos marginales¹. Esto no significa que los tipos marginales no influyan en la recaudación o en la capacidad redistributiva del IRPF; efectivamente influyen, pero lo hacen de modo indirecto en la medida en que el cambio en los tipos marginales consiga trasladarse a los tipos medios. Una forma natural de medir esa sensibilidad es a través del cómputo de la elasticidad de los tipos medios a los tipos marginales, $\eta_{tme,tmg}$. Cuanto mayor sea esta elasticidad mayor será la capacidad de los tipos marginales para modificar los tipos medios y, por tanto, mayor su influencia en la determinación de la recaudación y en el poder redistributivo del impuesto².

A título ilustrativo, el cuadro 1 recoge información sobre la mayor subida de tipos marginales sufrida en el IRPF español desde que se implantase en 1978: la que se llevó a cabo con la entrada

en vigor del Real Decreto Ley 20/2011. Como puede observarse, este cambio normativo supuso un incremento intenso y generalizado de los tipos marginales, especialmente en sus tramos altos. Con su aprobación, el gobierno del momento anunció que la ganancia recaudatoria por IRPF en 2012, primer año de su aplicación, alcanzaría los 5.400 millones de euros. Sin embargo, la realidad fue muy distinta: la ganancia tan solo alcanzó los 702,3 millones de euros (Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, 2013). Como muestra la tercera columna del cuadro 1, una de las razones residió en la inelasticidad de los tipos medios a los tipos marginales que presentaba el IRPF del momento, particularmente evidente en los tramos altos. Como puede observarse, los tres últimos tramos de la tarifa, a pesar de haber soportado subidas porcentuales de más de dos dígitos en sus tipos marginales, apenas aportaron el 5% de la exigua ganancia recaudatoria total generada³.

¹ Pigou (1928), Slitor (1948), Musgrave y Thin (1948) o Kakwani (1976, 1977) son buenos ejemplos de esta literatura.

² Para computar esta elasticidad es necesario conocer la función de tipos medios relevante del impuesto. La función de tipos medios del IRPF español actualmente vigente se ha obtenido a partir de Sanz-Sanz (2016).

Los tipos medios son poco elásticos a los tipos marginales porque estos últimos generan costes de eficiencia. Estos costes de eficiencia surgen por las distorsiones que provocan los impuestos en el comportamiento de los agentes económicos, haciendo que sus decisiones se alejen de los criterios de rentabilidad o coste económico estrictos, incorporando en su decisión la variable fiscal. Como ha apuntado Slemrod (1995, 1996 y 1998), estos costes de eficiencia se producen por diferentes canales, que van desde la alteración de decisiones económicas reales, como por ejemplo trabajar o ahorrar menos o asumir menos riesgos, como por el ajuste temporal en la generación de determinadas rentas, como por ejemplo en el caso de las plusvalías, o simple y llanamente alterando la probabilidad y la intensidad de la evasión y la elusión fiscales.

Junto a la elasticidad del tipo medio, el cómputo de los incrementos recaudatoriamente equivalentes (IRE) es otra alternativa para medir la eficacia recaudatoria relativa de los tipos marginales de una tarifa impositiva. Este procedimiento, que proponemos en esta nota, consiste en determinar el incremento que debería exigirse a un tipo marginal para asegurar la misma recaudación que produciría elevar un punto porcentual otro tipo marginal de la misma tarifa. Es decir, para una distribución de contribuyentes y rentas dada, la magnitud de los IRE informa de la existencia e intensidad de los diferenciales de eficacia recaudatoria entre los tipos marginales de una tarifa. Esa eficacia relativa dependerá del valor del IRE. Si IRE = 1, el tipo marginal analizado y el de referencia tendrán la misma eficacia recaudatoria. Si IRE < 1, el tipo marginal escrutado será más eficaz que el de referencia puesto que, para obtener la misma recaudación, se necesita un incremento menor. Finalmente, si IRE > 1, el tipo marginal analizado será menos eficaz recaudatoriamente, puesto que el incremento requerido superará al del tipo marginal de referencia.

A continuación, se ofrecen los *IRE* de la tarifa del IRPF de la base liquidable general de 2018. El cálculo se realiza para las comunidades autónomas del territorio de régimen común⁴.

Equivalencia recaudatoria de los tipos marginales en la determinación de la cuota íntegra de la base liquidable general

El cuadro 2.1 resume los IRE de los tipos marginales de 2018 que gravan la base liquidable general. La lectura por filas del cuadro 2.1 nos permite identificar el incremento recaudatoriamente equivalente a la subida de un punto porcentual del tipo marginal de referencia, recogido en la diagonal (sombreada). Por ejemplo, incrementar un punto porcentual el primer tipo marginal de la tarifa genera la misma recaudación que subir 2,59 puntos el segundo, 2,79 puntos el tercero, 6,41 puntos el cuarto y 7,22 puntos el quinto tipo marginal. Estas cifras evidencian que la eficacia recaudatoria de los tipos marginales en la determinación de la cuota íntegra de la base liquidable general es manifiestamente decreciente. Subir un punto porcentual el tipo marginal del primer tramo genera la misma cuota adicional como subir 7,22 puntos el último tipo marginal. O visto de otro modo, como ilustra la última fila del cuadro 2.1, elevar un punto el último tipo marginal equivale a subir apenas 0,14 puntos el primero de los tipos marginales.

Cuadro 2.1 IRE de los tipos marginales de la tarifa de la base liquidable general de 2018 (efecto mecánico)

	dtmg,	dtmg ₂	$dtmg_3$	dtmg₄	dtmg ₅
dtmg,	1	2,59	2,79	6,41	7,22
$dtmg_2$	0,39	1	1,08	2,48	2,79
$dtmg_{_3}$	0,36	0,93	1	2,30	2,59
$dtmg_{_{4}}$	0,16	0,40	0,43	1	1,13
$dtmg_{5}$	0,14	0,36	0,39	0,89	1

Nota: dtmg es la variación del tipo marginal en términos porcentuales para generar una recaudación equivalente. *Fuente:* Cálculos propios a partir de Sanz (2016).

⁴ Dado que las comunidades autónomas tienen competencias normativas en la fijación de sus tarifas regionales, se ha optado por ofrecer el resultado para el total nacional asumiendo que la tarifa estatal es aceptada sin cambios como tarifa autonómica en todas las comunidades. No obstante, los cálculos se han realizado también por separado para cada una de las comunidades autónomas. La eficacia recaudatoria diferencial obtenida para cada comunidad es semejante a la obtenida para el agregado nacional. Sin embargo, existen diferencias de una comunidad a otra debido a la distinta distribución de bases liquidables y contribuyentes entre comunidades. El resultado individualizado de cada comunidad autónoma está disponible previa solicitud por escrito a Funcas.

Cuadro 2.2 IRE de los tipos marginales de la tarifa de la base liquidable general de 2018 (efecto mecánico + efecto comportamiento)

	dtmg ,	$dtmg_2$	$dtmg_{_3}$	$dtmg_{_{4}}$	dtmg₅
$dtmg_{_{1}}$	1	2,62	2,91	7,55	11,68
$dtmg_2$	0,38	1	1,11	2,88	4,46
$dtmg_{_{\it 3}}$	0,34	0,90	1	2,59	4,01
$dtmg_{_{4}}$	0,13	0,35	0,39	1	1,55
dtmg₅	0,09	0,22	0,25	0,65	1

Notas: Las elasticidades de base liquidable asumidas en las simulaciones han sido las siguientes: primer y segundo tramos: 0,05; tercer tramo: 0,055; cuarto tramo: 0,1 y quinto tramo: 0,2.

dtmq es la variación del tipo marginal en términos porcentuales para generar una recaudación equivalente.

Fuente: Cálculos propios a partir de Sanz (2016).

El cuadro 2.1 reporta los resultados cuando se tienen en cuenta únicamente los efectos mecánicos generados por la alteración de los tipos marginales. Es decir, recoge los cálculos bajo el improbable supuesto de que los contribuyentes

En ausencia de efecto comportamiento de los contribuyentes, y sin tomar en consideración el efecto de los mínimos personales y familiares, subir un punto porcentual el tipo marginal del tramo superior de la tarifa da lugar a un aumento de recaudación que equivale al que se obtendría elevando 0,14 puntos el tipo marginal del primer tramo. Este valor sería incluso inferior en el caso de considerar la reacción conductual de los contribuyentes: 0,09 puntos.

no cambien su comportamiento ante la modificación de sus tipos marginales. Sin embargo, como reconoce la literatura, la base liquidable es endógena a los tipos marginales, lo que abre la posibilidad de que, ante un cambio de los tipos marginales, se induzca una alteración en la magnitud de la base liquidable gravada por el impuesto. Este efecto adicional se conoce como efecto comportamiento y, si existe, tendrá un impacto recaudatorio que es necesario tener en consideración.

¿Qué cabría esperar con los valores de los IRE si tuviésemos en cuenta la reacción conductual de los contribuyentes a las alteraciones de tipos marginales? El cuadro 2.2 recalcula los valores de los IRE en el supuesto más realista de existencia de comportamiento reactivo en el contribuyente. Como puede comprobarse, la incorporación de comportamiento en el análisis exacerba la ineficacia recaudatoria de los tipos marginales, incluso para elasticidades de la base liquidable moderadas, como las utilizadas en estas simulaciones⁵.

Los (falsos) mínimos personales y familiares en la equivalencia recaudatoria

Los cuadros 2.1 y 2.2 recogen el cómputo de los IRE para la cuota íntegra de la base liquidable. Sin embargo, desde la reforma de 2007, el sis-

El parámetro que se utiliza para incorporar comportamiento en las simulaciones es la elasticidad de la base liquidable, $\eta_{v,(t,r)}$. Las elasticidades de base liquidable asumidas para cada uno de los tramos han sido las siguientes: primer y segundo tramos: 0,05; tercer tramo: 0,055; cuarto tramo: 0,1 y quinto tramo: 0,2. Estas elasticidades son moderadas, encontrándose en el rango bajo de las elasticidades de base liquidable estimadas para la realidad del IRPF español. Para una revisión de la literatura empírica sobre el concepto de base liquidable aplicado a la realidad fiscal española ver Arrazola y Hevia (2017).

Cuadro 3.1

IRE de los tipos marginales de la tarifa general de 2018 en la determinación de la cuota íntegra (cuota íntegra = cuota íntegra 1- cuota íntegra 2)

-Únicamente efecto mecánico-

	dtmg ,	dtmg ₂	dtmg₃	$dtmg_{_{4}}$	dtmg₅
dtmg _i	1	0,91	0,95	2,17	2,45
$dtmg_{_2}$	1,10	1	1,04	2,39	2,69
$dtmg_{_3}$	1,06	0,96	1	2,29	2,58
$dtmg_4$	0,46	0,42	0,44	1	1,13
$dtmg_{5}$	0,41	0,37	0,39	0,89	1

Nota: dtmg es la variación del tipo marginal en términos porcentuales para generar una recaudación equivalente. *Fuente:* Cálculos propios a partir de Sanz (2016).

tema de cálculo de la cuota íntegra pasa por restar a la cuota íntegra de la base liquidable (cuota íntegra 1), la cuantía que surge de la aplicación de la tarifa, por separado, a la suma de los mínimos personales y familiares (cuota íntegra 2)⁶.

¿Cuál es el efecto sobre la eficacia recaudatoria de los tipos marginales cuando tenemos en cuenta el actual sistema de mínimos personales y familiares (falsos mínimos)? Los cuadros 3.1 y 3.2 tienen la respuesta. El cuadro 3.1 recoge exclusivamente el efecto mecánico. El cuadro 3.2 incluye además el efecto comportamiento.

La observación y comparación de los cuadros 2.1 y 2.2 con los cuadros 3.1 y 3.2, nos permite confirmar que el actual sistema mínimos que se aplica en el IRPF español, afecta significativamente a la eficacia relativa del tipo marginal del primer tramo de la tarifa, dejando prácticamente inalterada la del resto de tipos marginales. En concreto:

■ La aplicación de la tarifa a la base liquidable (cuota 1) presenta un perfil relativo de eficacia recaudatoria monótonamente decreciente —i.e., de más a menos eficaz: (tmg₁, tmg₂, tmg₃, tmg₄)—. Sin embargo, al

Cuadro 3.2

IRE de los tipos marginales de la tarifa general de 2018 en la determinación de la cuota íntegra (cuota íntegra = cuota íntegra 1- cuota íntegra 2)

-Efecto mecánico + Efecto comportamiento-

	dtmg ₁	$dtmg_2$	dtmg₃	$dtmg_{_4}$	dtmg₅
$dtmg_{_1}$	1	0,92	0,99	2,55	3,94
$dtmg_2$	1,09	1	1,07	2,77	4,29
$dtmg_{_3}$	1,01	0,93	1	2,58	3,99
$dtmg_{_{4}}$	0,39	0,36	0,39	1	1,55
$dtmg_{\scriptscriptstyle 5}$	0,25	0,23	0,25	0,65	1

Notas: Las elasticidades de base liquidable asumidas en las simulaciones han sido las siguientes: primer y segundo tramos: 0,05; tercer tramo: 0,055; cuarto tramo: 0,1 y quinto tramo: 0,2.

dtmg es la variación del tipo marginal en términos porcentuales para generar una recaudación equivalente.

Fuente: Cálculos propios a partir de Sanz (2016).

⁶ Este sistema de aplicación de mínimos personales y familiares, vigente en España desde que fuese aprobado por la Ley 35/2006, desvirtúa la esencia del sistema genuino de mínimos personales y familiares de tradición germánica, al gravar la renta de subsistencia a cambio de una deducción en la cuota. Por este motivo, esta forma de aplicación de los mínimos se bautizó en Sanz, Castañer y Romero (2009) con el nombre de mínimos no genuinos o falsos mínimos, al tratarse de una transformación encubierta de lo que debería ser una reducción de base imponible, en una deducción de cuota. Este cambio supone anualmente un coste para el contribuyente de algo más de 6.000 millones de euros.

tener en cuenta los falsos mínimos los tipos marginales más eficaces pasan a ser los del segundo y tercer tramo. El nuevo orden relativo de la eficacia recaudatoria una vez que se tiene en cuenta la aplicación de los mínimos no genuinos es (tmg₂, tmg₃, tmg₁, tmg₄, tmg₃). La eficacia relativa entre los tipos marginales distintos al primero se mantiene prácticamente inalterada.

■ El efecto precedente se produce tanto para el caso en el que solo se considera el efecto mecánico como en el que se tiene en cuenta el efecto comportamiento.

¿Cuál sería el efecto sobre los IRE si se recuperasen los mínimos personales y familiares genuinos?

¿Qué ocurriría con la eficacia recaudatoria de los tipos marginales de la actual tarifa del IRPF si se recuperase el sistema de mínimos que existió en España entre 1998 y 2007? Es decir, si los mínimos redujesen efectivamente la base liquidable y los contribuyentes únicamente tributasen por la magnitud de su renta fiscal discrecional, aquella que le queda después de haber descontado la renta requerida para cubrir sus necesidades básicas. Los cuadros 4.1 y 4.2 recogen los resultados

Cuadro 4.1

IRE de los tipos marginales de la tarifa general de 2018 en la determinación de la cuota íntegra con mínimos genuinos

		mecánico	

	dtmg ,	$dtmg_2$	$dtmg_{_{\it 3}}$	dtmg₄	dtmg₅
dtmg,	1	2,95	3,41	6,73	5,94
$dtmg_2$	0,34	1	1,16	2,28	2,01
$dtmg_{_3}$	0,29	0,86	1	1,97	1,74
$dtmg_{_{4}}$	0,15	0,44	0,51	1	0,88
$dtmg_{5}$	0,17	0,50	0,57	1,13	1

Nota: dtmg es la variación del tipo marginal en términos porcentuales para generar una recaudación equivalente. *Fuente:* Cálculos propios a partir de Sanz (2016).

Cuadro 4.2

IRE de los tipos marginales de la tarifa general de 2018 en la determinación de la cuota íntegra con mínimos genuinos

-Efecto mecánico + Efecto comportamiento-

	dtmg ,	$dtmg_2$	$dtmg_{_3}$	$dtmg_{_{4}}$	$dtmg_{\scriptscriptstyle 5}$
dtmg ₁	1	3,02	3,70	8,72	10,80
$dtmg_2$	0,33	1	1,23	2,89	3,58
$dtmg_{_3}$	0,27	0,82	1	2,36	2,92
$dtmg_{_{4}}$	O,11	0,35	0,42	1	1,24
$dtmg_{\scriptscriptstyle 5}$	0,09	0,28	0,34	0,81	1

Nota: dtmg es la variación del tipo marginal en términos porcentuales para generar una recaudación equivalente. *Fuente:* Cálculos propios a partir de Sanz (2016).

Cuadro 5

Comparación de la distribución de mínimos y ahorros fiscales entre los tramos de la tarifa de 2018 bajo los sistemas genuino y no genuino de mínimos personales y familiares

SISTEMA DE MÍNIMOS NO GENUINOS (actualmente vigente)					
	Distribución de mínimo	Distribución de ahorros fiscales			
Tramo tarifa 2018	Valor en tramo	Porcentaje absorbido en tramo	Ahorro acumulado por tramo	Porcentaje absorbido en tramo	
1	104.281.306.707	90,23	19.813.448.274	87,56	
2	9.586.200.176	8,29	2.300.688.042	10,17	
3	1.682.507.281	1,46	504.752.184	2,23	
4	23.559.878	0,0204	8.717.155	0,04	
5	73.446	0,000064	33.051	0,00015	
Totales	115.573.647.488		22.627.638.706		

SISTEMA DE MÍNIMOS GENUINOS (vigente entre 1998 y 2006)					
	Distribución de mínimo	Distribución de ahorros fiscales			
Tramo tarifa 2018	Valor en tramo	Porcentaje absorbido en tramo	Ahorro acumulado por tramo	Porcentaje absorbido en tramo	
1	51.293.921.504	44,38	6.086.834.061	21,24	
2	25.554.378.449	22,11	6.798.015.135	23,73	
3	26.267.577.450	22,73	9.683.737.182	33,80	
4	8.899.439.527	7,70	4.238.442.325	14,79	
5	3.558.330.557	3,08	1.846.181.818	6,44	
Totales	115.573.647.488		28.653.210.521		

Nota: Cálculos realizados a partir de la base de microdatos de la Agencia Tributaria y el Instituto de Estudios Fiscales. Los programas de cálculo se han realizado en Stata 15.1.

de dicha simulación. Los efectos esperados serían los siguientes:

- Se incrementaría la eficacia relativa del primer tipo marginal respecto del resto de tipos marginales. La eficacia relativa del resto de tipos marginales entre sí quedaría prácticamente inalterada.
- Con comportamiento, se recuperaría la monotonicidad de la eficacia recaudatoria de los tipos marginales. Esta recuperación de la monotonicidad solamente sería parcial para el caso del efecto mecánico, al quebrantarse para el tipo marginal del último tramo.
- El perfil de la eficacia recaudatoria de los tipos marginales se asemejaría más al de la base liquidable (cuadros 2.1 y 2.2).

El impacto diferencial sobre la eficacia recaudatoria de los tipos marginales derivado de estas dos formas alternativas de aplicación de los mínimos personales y familiares se debe a que proyectan una

En el sistema actual de mínimos, el 87,56% de los ahorros fiscales en la cuota tributaria se generan por aplicación del tipo marginal del primer tramo. Sin embargo, en un sistema genuino de mínimos, los ahorros fiscales se generarían por una aplicación más homogénea de todos los tipos marginales de la tarifa.

distribución de los mínimos en los tramos de la tarifa muy desigual, lo que induce que el coste recaudatorio de ambos sistemas sea también muy diferente. El cuadro 5 muestra la distribución de mínimos y ahorros fiscales de ambos sistemas para 2018. Como puede observarse:

- La cantidad de mínimos personales y familiares ascenderá a 115.574 millones de euros. Esa cifra, sin embargo, generará ahorros fiscales y costes recaudatorios distintos dependiendo del sistema de liquidación de mínimos implementado.
- El sistema de falsos mínimos tiende a generar un coste recaudatorio muy inferior. En concreto, frente a 28.653 millones que costaría un sistema genuino de mínimos, la aplicación del sistema de falsos mínimos que se aplicará en 2018 generará un coste recaudatorio significativamente inferior: 22.628 millones. Es decir, la aplicación del sistema vigente incrementará la cuota íntegra del IRPF en 6.026 millones (un 26,63%).
- El motivo de este diferencial de coste recaudatorio se encuentra en que en un sistema de falsos mínimos las cargas personales y familiares reducen la cuota según el tipo marginal del primer tramo de la tarifa, mientras que en un sistema de mínimos genuino dicha reducción se distribuye de forma más homogénea a lo largo de todos los tipos marginales de la tarifa. Como puede observase, en el sistema de falsos mínimos el 87,56% de los ahorros fiscales se generan por aplicación del tipo marginal del primer tramo. Sin embargo, en un sistema de mínimos auténtico los ahorros fiscales se generarían por una aplicación más homogénea de todos los tipos marginales de la tarifa -i.e., 21,24%, 23,73%, 33,80%, 14,79% y 6,44%-.

Como muestra el cuadro 5, una misma tarifa impositiva — los mismos tipos marginales— puede generar cuotas integras muy distintas simplemente alterando otras partes menos obvias de la arquitectura del IRPF, como por ejemplo la forma

de computar los mínimos personales y familiares⁷. A su vez, la eficacia recaudatoria de los tipos marginales depende también de estos otros elementos del diseño del impuesto.

Referencias

- Arrazola M., y J. de Heva (2017), La elasticidad de la renta declarada: concepto, relevancia y resultados para España, en "La teoría económica de las reformas fiscales: análisis y aplicaciones para España", Papeles de Economía Española, 154: 144-159.
- KAKWANI N. C. (1976), "Measurement of Tax Progressivity: An International Comparison", *The Economic Journal*, Vol. 87, N° 345: 71-80.
- (1977), "Applications of Lorenz Curves in Economic Analysis", Econometrica, Vol. 45, N

 3: 719-728.
- Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2013), Memoria de la Administración Tributaria 2013.
- Musgrave R. A., y T. Thin (1948), "Income Tax Progression, 1929-48", *The Journal of Political Economy*, Vol. 56, N° 6: 498-514.
- Pigou A. C. (1928), A Study in Public Finance, London.
- Sanz J. F. (2016), "The Laffer Curve in Schedular Multi-Rate Income Taxes with Non-Genuine Allowances: An Application to Spain", *Economic Modelling*, 55: 42-56.
- Sanz, J. F.; Castañer, J. M., y D. Romero (2009), Análisis de reformas del Impuesto sobre la Renta Personal a partir de microdatos tributarios. El simulador de las Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCASim), Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).
- SLEMROD J. (1995), "Income Creation or Income Shifting? Behavioral Responses to the Tax Reform Act of 1986", *The American Economic Review,* Vol. 85, N° 2: 1975-180.
- (1996), "High-Income Families and the Tax Changes of the 1980's: The Anatomy of Behavioral Response", en Martin Feldstein y James Poterba (ed.s), Empirical Foundations of Household Taxation, University of Chicago Press: 169-192.

El impuesto sobre la renta español está plagado de ejemplos semejantes al de los mínimos personales y familiares aquí analizado. Entre los elementos del IRPF que pueden alterar la capacidad recaudatoria de los tipos marginales cabe destacar la definición legal de la base liquidable, los supuestos de exención, los criterios que restringen la generalidad con la que se aplica el impuesto o el número y cuantía de las deducciones y bonificaciones que, por distintos motivos, se incrustan en la estructura del impuesto.

- (1998), "Methodological Issues in Measuring and Interpreting Taxable Income Elasticities", National Tax Journal, Vol. 51, N° 4: 773-788.
- SLITOR R. E. (1948), "The Measurement of Progressivity and Built-in Flexibility", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 62, N° 2: 309-313.

150 años de la peseta

José María Serrano Sanz*

Se cumplen este otoño 150 años de la conversión de la peseta en la moneda oficial española. Estuvo vigente, como tal, hasta ser sucedida por el euro, en el marco del proceso de integración europea. Ha sido, por consiguiente, durante más de 130 años una pieza fundamental de la economía española y, sin embargo, el aniversario está pasando completamente desapercibido. El modesto propósito de este trabajo es recuperar por un instante su historia. Para ello nos proponemos en tres apartados, evocar su creación, describir su trayectoria y, a modo de síntesis, resumir su significado.

Figuerola y la peseta

El 19 de octubre de 1868 Laureano Figuerola, como miembro del Gobierno Provisional, aprobó el Decreto que convertía a la peseta en "unidad monetaria" de "todos los dominios españoles". Se publicó al día siguiente en la Gaceta de Madrid, aunque en página interior, reflejo de la efervescencia política del momento. Tan solo había pasado un mes desde el comienzo de la sublevación conocida en nuestra Historia como "la Gloriosa" y diez días desde la constitución del gobierno presidido por el general Serrano. Fue, en orden cronológico, la tercera gran medida económica del gobierno, pues únicamente se habían aprobado antes la supresión del impuesto de consumos, una exigencia de las juntas revolucionarias, y la liberalización del tráfico interior de mercancías. La asombrosa urgencia ilustra, a la vez, la determinación de Figuerola, la importancia concedida al tema y la madurez de su preparación.

En cuanto a la importancia concedida al tema, el ministro explicó en el preámbulo, con toda claridad, su propósito de aprovechar la reforma monetaria pendiente para hacer desaparecer cuanto antes los símbolos de la vieja monarquía y crear de inmediato una nueva imaginería. El destronamiento de Isabel II debía ir seguido de la desaparición de su efigie en las monedas y su escudo con la flor de lis, representación de la dinastía. Por ese motivo, el Decreto de creación de la nueva unidad monetaria ordenaba que todas las monedas contuvieran "una figura que represente a España con las armas y atributos propios de la soberanía nacional" y en la misma Gaceta le seguía al primero, otro Decreto encargando a la Academia de la Historia la creación de un escudo de armas "de carácter nacional" para que figurase en el reverso de las nuevas monedas. En su rápida respuesta la Academia diseñó el escudo que desde entonces ha sido el de España, con algunas variantes. En la versión más común del anterior, el isabelino, solo

^{*} Universidad de Zaragoza.

estaban las armas de Castilla y León, mientras que ahora se incorporaron las barras de Aragón, las cadenas de Navarra, el símbolo de Granada y las columnas de Hércules. Para el anverso se eligió la figura de una matrona de origen romano (Hispania), con una rama de olivo en la mano y recostada entre los Pirineos y Gibraltar. Figuerola pretendía que la reacuñación fuese rápida y encargó a la Junta Consultiva de la Moneda que la organizase con premura, pues en el Decreto se concedía de plazo hasta el 31 de diciembre de 1870 para que dejasen de circular las monedas antiguas. Para la prensa de aquellos días la clave de la reforma monetaria era la reacuñación.

El 19 de octubre de 1868, tan solo diez días después de su constitución, el gobierno provisional aprobó el Decreto que convertía la peseta en "unidad monetaria" de "todos los dominios españoles". Como señaló el ministro Figuerola, hasta entonces circulaban en España noventa y siete clases de monedas distintas, españolas y extranjeras, algunas de siglos anteriores y casi todas desgastadas por el uso.

Sin embargo, lo importante no solo era la reacuñación, sino la necesidad, ampliamente sentida, de cambiar el propio sistema monetario, como demuestra que Figuerola se encontrase en el Ministerio un proyecto acabado de reforma, que fue el llevado a efecto, casi al pie de la letra; en sus palabras, "con ligerísimas modificaciones". El proyecto lo había elaborado la Junta Consultiva de la Moneda y presentado al Gobierno Narváez; había sido incluso dictaminado positivamente por el Consejo de Estado después, pero el último gobierno isabelino no se había decidido a llevarlo a la práctica, acaso por su propia debilidad.

El origen de esa necesidad era doble. Por una parte, había razones internas para reformar el sistema monetario español, porque los anteriores intentos modernizadores no habían funcionado. En 1868 había un desorden considerable en ese terreno, pues el propio Figuerola señaló que circu-

laban noventa y siete clases de monedas distintas, españolas y extranjeras, algunas de siglos anteriores y casi todas desgastadas por el uso. En 1848, la reforma Bertrán de Lis había adoptado el sistema decimal e implantado el real como unidad monetaria, aunque había otras unidades como la propia peseta, el duro y el escudo. La peseta de 1848 era una moneda de plata equivalente a cuatro reales, mientras el duro valía veinte reales o cinco pesetas y el escudo eran diez reales, 2,50 pesetas o medio duro. Pocos años después, en 1864, el ministro Salaverría hizo una nueva reforma, que convirtió al escudo en la moneda oficial, sin cambiar el conjunto de monedas complementarias de 1848, ni sus equivalencias. Fue una reforma efímera, que no cuajó internamente, ni tenía respaldo en la escena internacional. Poner orden en ese caos era también objetivo de la reforma Figuerola.

Por otra parte, en 1868 estaba la conveniencia de sumarse al proceso de cooperación monetaria en Europa, en unos años en que se encontraba en plena ebullición. Eran los tiempos en que se extendían al ámbito monetario los acuerdos alcanzados poco antes en el comercial o en los pesos y medidas, que iban a ofrecer el entramado legal y práctico de lo que se conoce como primera globalización. En 1865 Francia, Italia, Bélgica y Suiza habían creado la Unión Monetaria Latina, a la que se sumó después Grecia, para constituir una zona donde las monedas de pleno contenido, en oro y plata, pudiesen circular libremente por ser del mismo peso y ley. Era una apuesta por el bimetalismo, que tenía su contrapunto en Gran Bretaña, firme defensora del monometalismo oro. En la primavera de 1867 se celebró en París, en el marco de una Exposición Universal, una Conferencia Monetaria donde ambas posturas se confrontaron y, aunque no se alcanzó ningún acuerdo, se hicieron propuestas de "unión monetaria mundial de una audacia desconocida hasta entonces" (Schumpeter, 1971:1.168). En concreto, se aprobó recomendar que todos los países acuñasen una moneda de oro de 900 milésimas de ley y 8 gramos de peso, que sería universal. Para conseguirlo, Gran Bretaña debía devaluar la libra (pues pesaba 8 gramos, pero tenía una ley de 917 milésimas), Estados Unidos revaluar su moneda

de 5 dólares (de 8 gramos, pero una ley ligeramente inferior) y Francia acuñar una moneda de 25 francos, pues en su interpretación del sistema decimal se pasaba de la moneda de 20 francos a la de 50. España también tenía una moneda parecida a la recomendada, aunque un poco más valiosa; era la de 10 escudos, o centén de Isabel II, que pesaba 8,3 gramos, con ley de 900 milésimas. España estuvo representada en la Conferencia y a la vuelta se planteó la reforma que acabaría por llevar a efecto Figuerola.

El ministro se decantó, como el proyecto de la Junta, por un sistema bimetálico, que seguía las bases propuestas por la Unión Monetaria Latina. No se solicitaba el ingreso en la misma, por el momento, en espera de una estabilización del nuevo régimen. A la que, por cierto, se esperaba que contribuyese la medida, pues la promesa de acuñar monedas de pleno contenido y circulación en los países de la Unión, debía ser bien vista por los inversores y acreedores extranjeros, como, en efecto, ocurrió. Pero ya nunca se haría el ingreso, porque la Unión entraría en un pronunciado declive tras la derrota francesa de Sedán en 1870 y la caída del precio de la plata pocos años después, que haría inviable el bimetalismo y daría el triunfo al oro. Desde los setenta del diecinueve hasta la Primera Guerra Mundial, el patrón oro sería el eje de las relaciones monetarias internacionales.

Tras la reforma, la peseta, dividida en cien céntimos, se convirtió en la única unidad monetaria española. Su fortuna le vino de que en los sistemas de 1848 y 1864 era una moneda de plata casi equivalente en peso y ley –y por tanto en valor- al franco francés y las demás monedas base del sistema de la Unión Monetaria Latina, de manera que era fácil organizar, a partir de ella, un sistema monetario español equivalente. De las otras monedas anteriores, los reales y los duros dejaron de ser oficiales, pero nunca desaparecerían del lenguaje cotidiano, con sus equivalencias históricas. Sí cayó en desuso el nombre del escudo, pero no la moneda que representaba, pues las 2,50 pesetas -e incluso un múltiplo, las 25 pesetas- reaparecieron más adelante, contraviniendo el sistema decimal francés.

En el Decreto aprobado en 1868 estaba previsto que se acuñarían monedas de oro de pleno contenido (esto es, con una ley de 900 milésimas) de 100, 50, 20, 10 y 5 pesetas, que serían de curso legal. También serían de pleno contenido y curso legal las de plata de 5 pesetas. La proporción en el peso entre unas y otras sería de 1 gramo de oro por 15,5 gramos de plata, como en la tradición francesa. Además, se acuñarían monedas de plata de 2 pesetas, 1 peseta, cincuenta céntimos y veinte céntimos, con una ley menor (835 milésimas) y monedas de bronce de 10, 5, 2 y 1 céntimo, que no serían de curso legal, en el sentido de que no era obligatorio admitirlas, sino hasta 50 pesetas las de plata y 5 las de bronce.

En resumen, la previsión era que se acuñarían cinco monedas de oro y una de plata de pleno contenido, más cuatro de plata de baja ley y otras cuatro de bronce; en total, catorce monedas. Era un sistema muy ambicioso, que nunca se llegó a completar del todo. También era complejo de gestionar, por las piezas de pleno contenido y sus equivalencias con monedas anteriores. Para igualar exactamente la nueva peseta al franco francés se le quitó, a ella y a todas las monedas del sistema, un poco del contenido metálico que tenían las de 1864 (un 4%, aproximadamente), de manera que, enseguida hubo protestas. Era la vieja querella entre nominalistas y metalistas; Figuerola se había alineado con los primeros, que daban prioridad al valor facial, mientras los segundos sostenían que lo importante era que los acreedores o los rentistas iban a percibir menos valor de aquel al que tenían derecho si se les pagaba con las nuevas monedas. El 26 de marzo de 1869 Figuerola publicó en la Gaceta de Madrid una resolución defendiendo el nuevo sistema con el argumento de que las monedas viejas también habían perdido valor porque estaban en su mayoría desgastadas, pero ofreciendo unas tablas de equivalencia de las principales monedas anteriores con la nueva peseta, por si en los contratos se aludía explícitamente al pago en alguna moneda concreta. En la misma resolución insistía en la urgencia de adoptar el nuevo sistema y en sus bondades y anunciaba que los siguientes presupuestos se harían con las nuevas pesetas.

El problema del metalismo se suscitó de nuevo, con más virulencia, en 1871. En marzo de ese año, el entonces ministro de Hacienda, Segismundo Moret, aprobó la sustitución de la moneda de oro de 20 pesetas por una de 25 pesetas y 8 gramos de peso (en lugar de los 8,3 del centén isabelino), para seguir la tendencia hacia la "moneda universal", en espera de que Francia hiciera lo mismo y Gran Bretaña y Estados Unidos ajustaran las suyas. Nada de esto acabó por hacerse, sin embargo. En septiembre, el Banco de España se negó a cambiar las nuevas monedas por las anteriores, alegando que perdía en cada cambio y el ministro de Hacienda de entonces, Servando Ruiz Gómez, hubo de rectificar, ordenando volver a la moneda de 1864.

Eso acentuó el desequilibrio entre el oro y la plata, que se estaba viendo muy afectado por la desvalorización de la última, y el oro comenzó a desaparecer de la circulación. En 1873, el gobierno de la I República suspendió las acuñaciones de oro. Estas se reanudaron en la Restauración, con monedas de 10 y 25 pesetas, aunque a finales de los ochenta, en pleno idilio comercial con Francia, por las exportaciones vinícolas, se volvió a acuñar la moneda de oro de 20 pesetas. En papel, las primeras emisiones de pesetas se hicieron en 1874, cuando el Banco de España recibió, de manos de Echegaray, el privilegio del monopolio de emisión.

Etapas de la peseta

El periodo fundacional había concluido y la escena internacional se había aclarado: el patrón oro era el sistema monetario que se había impuesto y el bimetalismo era imposible, porque la depreciación de la plata hacía la relación histórica de equivalencia entre los dos metales (1 a 15,5) cada vez más irreal.

Al mismo tiempo, la situación política española había cambiado, ganando en estabilidad, con la Restauración. El nuevo régimen se planteó de inmediato (1876) la integración de la peseta en el patrón oro y comenzó a activar las acuñaciones en ese metal, pero nunca eliminó el curso legal

de las monedas de plata de cinco pesetas y ese fue el factor que impidió que se consolidase la integración. Teniendo legalmente el mismo estatus, pero valiendo realmente menos la plata, el Banco de España siempre prefirió conservar el oro y hacer circular la plata. A su vez, esta abundancia creciente, hacía cada vez más caro para el Estado, desmonetizar la plata, pues había de rescatarla al precio nominal y venderla con pérdidas que iban siendo mayores con su progresiva depreciación. Además, esta estrategia estimuló la creciente fiduciarización de la economía española, pues los billetes eran más cómodos de manejar que la plata (Sardá, 1948). Un patrón bimetálico, de derecho, un patrón plata, de hecho, y una elevada fiduciarización, fueron los elementos constitutivos del sistema monetario español hasta la guerra civil. Es cierto que la peseta no formó parte del patrón oro, pero mantuvo cierta disciplina, como se refleja en la evolución de los precios y el cambio, que la alejan de la estricta periferia.

Entre el centro y la periferia

Tres fuerzas dominaron el devenir de la peseta en aquel periodo. En primer lugar, la aspiración nunca conseguida pero tampoco abandonada, de volver al patrón oro como paradigma de una posición de respetabilidad monetaria. Si es cierto que no se reintegró la peseta, también lo es que este deseo determinó la permanencia de una cierta cultura de estabilidad y fue seguramente un factor de contención para las tentaciones de indisciplina.

Hubo incluso dos momentos en que pareció verosímil la posibilidad de esa vuelta al patrón oro. En los primeros años del siglo XX, cuando la estabilización que siguió al Desastre parecía reclamar un complemento cambiario, llegó a haber varios proyectos de ley para la reintegración en el Congreso de los Diputados. Pero lo efímero de los gobiernos en aquellos años en que comenzaba la crisis política de la Restauración tras la muerte de Cánovas y Sagasta, más la oposición de ciertos intereses, impidió que fueran aprobados (Serrano Sanz, 2004).

El segundo episodio, a finales de los años veinte, llegó de la mano de lo que parecía un renacimiento del patrón oro, tras la vuelta al mismo de Gran Bretaña y Francia, coincidiendo con que la peseta parecía estabilizada en una década de crecimiento, tras el fin de la guerra de Marruecos. Este intento dio origen a un famoso y espléndido documento de análisis de la economía española, el Dictamen de la Comisión del Patrón Oro (Flores de Lemus, 1929). En él se desaconsejaba la entrada de momento por el excesivo coste que tendría la estabilización previa, imprescindible para restaurar la convertibilidad oro de la peseta a la antigua par. Poco tiempo después, la crisis de 1929 y el abandono del patrón por los principales países quitó todo interés al tema, ya antes de la guerra civil.

El déficit presupuestario crónico hizo de las necesidades de financiación de la Hacienda una constante y del recurso al Banco de España, el camino más fácil para atenderlas. Si el privilegio de monopolizar la emisión de billetes en 1874 se otorgó al Banco a cambio de un préstamo en condiciones favorables, otro tanto ocurrió con las dos renovaciones de 1891 y 1921.

Enfrente de esta línea de fuerza, y operando en dirección contraria, estuvieron todo el tiempo las dificultades de la Hacienda. Estas provenían de un sistema fiscal muy rígido, incapaz de proporcionar nuevos ingresos al ritmo en que progresaba la actividad económica y crecían las necesidades de financiación del gasto público. En última instancia, detrás de esa rigidez y las consiguientes dificultades hacendísticas, habría que reconocer la incapacidad de los políticos, o su falta de auténtico deseo, para reformar la tributación en un sentido de mayor flexibilidad y suficiencia. El déficit presupuestario crónico hizo de las necesidades de financiación de la Hacienda una constante y del recurso al Banco de España, el camino más fácil para atenderlas. Si el privilegio de monopolizar la emisión de billetes en 1874 se otorgó al Banco a cambio de un préstamo en condiciones favorables, otro tanto ocurrió con las dos renovaciones de 1891 y 1921. Además, en 1917, durante los difíciles días de la guerra europea y la crisis política española, se rebajó el interés que el instituto emisor cobraba a la banca por créditos dispuestos con garantía de fondos públicos. Este interés quedó por debajo del cobrado por los tenedores de títulos públicos, la banca, para quien la obtención de créditos con garantía de deuda se convertía así en una línea de liquidez remunerada. En definitiva, se abrían las puertas a la creación de dinero por medio de una monetización indirecta de la deuda, o lo que es lo mismo, a un siempre latente descontrol monetario.

La tercera fuerza en presencia fue la briosa defensa de los intereses del Banco de España que a lo largo de todo el periodo hicieron sus gobernadores, consejeros y accionistas. Esto presionó a favor de la ortodoxia financiera, pero también interesada en que los niveles de beneficio del Banco fueran muy elevados y constantes y la acumulación de oro y metales preciosos notabilísima. Lo cierto es que tan buenos negocios realizaba el Banco con la Hacienda que se especializó en dichas operaciones, abandonando casi por completo la financiación al sector privado. De manera que su papel en relación con la peseta fue una extraña combinación de prudencia financiera y aliento de las prácticas poco ortodoxas de la Hacienda que le proporcionaban negocio. Por eso en determinadas coyunturas se opuso el Banco a un ingreso en el patrón oro, que pudiese reducir su papel de prestamista del Estado.

Este panorama relativamente plácido se vio roto en dos ocasiones por violentas fluctuaciones. La primera fue a causa de la crisis de 1898, reflejada en una profunda depreciación de la peseta, que alcanzó su punto culminante en mayo, como resultado de las necesidades financieras de la guerra y de la desconfianza en la capacidad de España para afrontarlas; en ese mes hacían falta 49,2 pesetas para adquirir una libra esterlina. Sin embargo, las autoridades reaccionaron con presteza y la peseta se recuperó tras la estabilización de Fernández Villaverde. El segundo episodio fue de signo contrario y tuvo lugar en los momentos

finales de la Primera Guerra Mundial. La neutralidad española se tradujo en extraordinarios superávits comerciales y la entrada de oro fue seguida de una apreciación de la peseta, que en mayo de 1918 alcanzó su cénit histórico: para adquirir una libra esterlina bastaban entonces 16,9 pesetas. La posguerra se encargaría, tras un duro ajuste, de reconducir el cambio a la normalidad (Martín Aceña, 1984).

Paréntesis en guerra y aislamiento

Entre 1936 y 1959 la peseta vivió una situación singular, una especie de paréntesis, por causa de la guerra civil y el periodo de aislamiento que siguió, hasta que pudo reintegrarse en condiciones de normalidad en la escena internacional, donde la cooperación monetaria había comenzado con Bretton Woods, antes del fin de la Segunda Guerra Mundial. En el ámbito monetario nada volvió a ser igual durante la segunda mitad del siglo veinte. Dos fueron las transformaciones sustantivas en el terreno monetario. En el interior de los diversos países, la aceptación de una cultura inflacionista, con matices diferenciados, pero generalizada si se compara con la centuria anterior. Y en el ámbito de las relaciones monetarias internacionales, el patrón oro nunca volvió a ser restaurado –ni siquiera se intentó o propuso-, pero se tomó conciencia generalizada de la necesidad de institucionalizar la cooperación.

Pero ahora es momento de volver a la guerra civil, para relatar los avatares de la peseta en ella. O, mejor dicho, de las dos pesetas, pues la moneda, como el resto del país, también se escindió en aquellos días terribles (Sánchez Asiaín, 2012).

La primera medida monetaria del gobierno de la República tras el levantamiento fue el bloqueo de las cuentas bancarias y una estricta limitación a disponer de fondos, que luego se iría relajando. A pesar de esta prudencia inicial, el curso de la guerra hizo que aumentase considerablemente la circulación fiduciaria, incluso con la emisión de monedas locales o regionales, y la inflación acabó por ser un problema grave, máxime cuando las

carencias de producción eran cada vez mayores. Desde la perspectiva de la financiación de la guerra, en cambio, el gobierno republicano tuvo la fortuna de contar con la sede del Banco de España en Madrid, donde se hallaba depositado el grueso de las abundantes reservas de oro, que fueron movilizadas y gastadas totalmente desde el propio mes de julio. También el oro que estaba depositado en Francia, en Mont de Marsan, como garantía de un préstamo, fue controlado y en parte gastado por el gobierno de la República. La mayor porción de estas reservas acabó en poder de la Unión Soviética como pago por el material de guerra suministrado a la República. Aparte del oro, también recibió el Tesoro préstamos del Banco para la financiación de la guerra.

Del otro lado, a finales del verano del 36 estaba claro que la sublevación había fracasado como pronunciamiento y sus promotores únicamente podrían triunfar tras una guerra prolongada. Se aplicaron entonces a la construcción de una Administración paralela, que incluyó un "nuevo" Banco de España y poco a poco un sistema monetario alternativo, con la peseta también como base. El Banco de España de la zona nacional se reunió por primera vez en Burgos el 24 de septiembre de 1936 y el 12 de noviembre se hizo obligatorio el estampillaje de los billetes republicanos anteriores al 18 de julio, pues los emitidos con posterioridad no se reconocían. En este momento se creó un área monetaria distinta y una nueva peseta. En ella, el Banco de Burgos financió ampliamente las operaciones militares mediante créditos al Tesoro (10.000 millones de pesetas en total), pero fue prudente en la emisión de billetes y estimuló los depósitos bancarios mediante un tratamiento favorable en la conversión de billetes. Como resultado la circulación fiduciaria no se desbordó y tampoco la inflación.

En cuanto a la liquidación de la guerra civil en el plano monetario, se realizó a través de dos disposiciones de los años 1939 y 1942. En diciembre de 1939 se aprobó la denominada Ley de Desbloqueo, que permitía volver a disponer de los saldos bancarios de las dos zonas, aunque con unos coeficientes correctores para las cuentas que

hubiesen estado en la republicana, compensadores teóricamente de una inflación superior. La ley de 1942 aprobó la reunificación de los balances del Banco de España escindido desde 1936 y liquidó los ejercicios siguientes. Se redujo el activo del Banco a cuenta de la desaparición del oro y el no reconocimiento de las deudas del Tesoro republicano, y también el pasivo, a consecuencia del no reconocimiento de los billetes emitidos después del 18 de julio o no estampillados y por la regularización del Desbloqueo. Como la reducción del activo superaba a la del pasivo en 4.500 millones de pesetas, se le compensó al Banco con una deuda especial, amortizable con los beneficios futuros del Banco a los que tenía derecho el Estado desde la Ley de Ordenación Bancaria de 1921.

Concluida la guerra civil debían ser liquidados sus efectos en el balance del Banco de España y las cuentas bancarias privadas, como sucedió en la ley de 1942, pero antes de acometer la ineludible tarea, ya se sabían algunas cosas que obligaban a reorganizar el sistema monetario anterior. Apenas había oro en el Banco, y por tanto, era imposible cumplir la proporción entre circulación fiduciaria y reservas metálicas prevista en la legislación vigente. Además, las finanzas públicas estaban exhaustas, pero el Banco no podía adquirir deuda con nuevas emisiones de billetes por falta de contrapartidas. Es la herencia del sistema monetario anterior a la guerra civil, de base fiduciaria, pero con múltiples garantías, propias de una época en la que el metalismo tuvo amplio predicamento. Esa etapa se dio por finalizada en la ley de 9 de noviembre de 1939, que consagró el sistema fiduciario en toda su pureza, al dejar en suspenso la necesidad de garantías metálicas para el Banco de España, declarar el pleno poder liberatorio de los billetes y considerar la deuda contrapartida de la circulación fiduciaria. Ya no había únicamente monetización indirecta de la Deuda, como desde 1917. sino también directa. Las vías para una expansión monetaria escasamente controlada estaban abiertas y en los dos decenios siguientes se utilizaron con generosidad, resultando una tasa de inflación continuada, que fue característica de la autarquía en el terreno monetario.

Las medidas de noviembre de 1939 fueron confirmadas en la nueva Ley de Ordenación Bancaria de 1946, que venía a sustituir a la de 1921. La nueva disposición prorrogó el monopolio de emisión del Banco de España, haciéndolo más estrechamente dependiente del gobierno, si bien preservó su carácter de empresa privada. Junto al continuismo con respecto a 1939, acaso lo más significativo de la ley de 1946 fuera la definición del *statu quo* bancario; es decir, la determinación de que no podían abrirse nuevos bancos, lo cual fosilizó durante largo tiempo al sistema bancario español al reducir de la competencia.

En la política cambiaria los problemas vinieron de los excesos de intervencionismo, así como de una deficiente organización, pues los responsables de la política de tipos de cambio eran completamente independientes de los rectores teóricos del área monetaria interna. La política monetaria se hallaba en manos del Banco de España, mientras la cambiaria dependía del Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME), un organismo creado en 1939 con el fin de regir las relaciones financieras con el exterior y el tipo de cambio, bajo la tutela de Industria y Comercio. Como el destino exterior de una moneda es inseparable de su vertiente interna, de esa organización solamente podían venir disfunciones continuas y así ocurrió.

Las relaciones de la peseta con las restantes monedas estuvieron marcadas, durante los veinte años que van de 1939 a 1959, por un severo control de cambios, definido por la inconvertibilidad interna y exterior de la peseta y las restricciones para cualquier transacción con divisas. Además, el tipo de cambio se mantuvo permanentemente sobrevalorado, aunque conviene distinguir dos etapas distintas con el año 1948. Hasta ese momento rigió un tipo de cambio ilusorio (10,95 pesetas por dólar) que se sostenía por el racionamiento de las divisas. Después, para flexibilizar el sistema y en teoría hacerlo más realista, se fijaron tipos de cambio múltiples, es decir, diferentes para distintas operaciones (Serrano Sanz y Asensio, 1997).

Los tipos múltiples tuvieron desde el principio dos características: encubrieron continuas devaluaciones y discriminaron arbitrariamente a unos sectores en relación con otros, de modo que distorsionaron la asignación eficiente de recursos y las decisiones de consumo, ahorro e inversión.

Los tipos múltiples encubrieron continuas devaluaciones y discriminaron arbitrariamente a unos sectores en relación con otros. A mediados de 1959, cuando se suprimieron definitivamente, los cambios para exportaciones iban de 31 a 45 pesetas por dólar y para importaciones de 42 a 84.

El mito del tipo de cambio como indicador de prestigio nacional estaba tan arraigado entre las autoridades de la época que no se hicieron devaluaciones declaradas hasta 1957 y 1959. Sin embargo, de una manera encubierta a través de los tipos múltiples, la peseta se devaluó entre 1948 y 1951 más intensamente que sumando las revisiones de los años 57 y 59. En cuanto a la discriminación, en 1948 se establecieron 25 tipos distintos según fueran para importar una u otra clase de productos. Los tipos también variaban dependiendo de las mercancías exportadas, o de si las divisas se asociaban a operaciones de turismo y a entradas o salidas de capital. Por si la complejidad del entramado cambiario descrito fuera pequeña, en 1950 se creó además un mercado de divisas en la Bolsa de Madrid, donde se podían negociar ciertos porcentajes de las divisas conseguidas en algunas exportaciones o de las necesarias para ciertas importaciones, con lo que aún se hizo más alambicado el sistema. Hasta 1957 no se unificaron teóricamente los cambios, y aún entonces los vicios de funcionamiento eran tales, que pronto reaparecieron los cambios múltiples camuflados bajo los nombres de "primas" y "retornos". A mediados de 1959, cuando se suprimieron definitivamente, los cambios para exportaciones iban de 31 a 45 pesetas por dólar y para importaciones de 42 a 84. Un sistema tan complejo no solamente era poco eficiente, sino inútil, porque fracasó en contener el deterioro de la balanza de pagos, hasta que en el verano de 1959

las divisas se habían agotado por completo y había además deudas a corto plazo.

Para entonces el aislamiento de España tocaba a su fin. El comienzo de la guerra fría a finales de los cuarenta y el conflicto de Corea, cambiaron el panorama y permitieron que España, de la mano de Estados Unidos, fuera integrándose en las redes de cooperación internacionales. Los pactos con Estados Unidos en 1953 simbolizaron la nueva época, si bien comportaron menos ayuda económica que la obtenida por los países del Plan Marshall. Vino a continuación la integración en la Organización de Naciones Unidas y la aproximación a los organismos de cooperación económica, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y la Organización Europea de Cooperación Económica. Con ello se consiguió asistencia técnica para preparar un cambio de política económica, cobertura financiera en divisas para afrontar la incertidumbre de todo cambio y legitimidad para la rectificación con la promesa de una incorporación progresiva a un área rica y en plena expansión.

El Plan de Estabilización en julio de 1959 fue la respuesta a ese nuevo contexto y a la inviabilidad del modelo autárquico. Consistía en un programa de liberalización y desregulación de la economía española, apertura al exterior y racionalización de las intervenciones públicas. Desde la perspectiva de la peseta se inauguró entonces un tiempo de mayor control monetario apoyado en una disciplina fiscal más adecuada. Además, la peseta se encontró, por primera vez en su historia formalmente en un marco institucional de disciplina exterior, el sistema de Bretton Woods, alcanzó una convertibilidad limitada pero apreciable para la época y la devaluación a 60 pesetas por dólar le dio cierta estabilidad en los años inmediatos y permitió hacer viable el proceso de apertura comercial y financiera que se inauguró con el Plan. Los años de aislamiento de la peseta habían quedado definitivamente atrás.

Por el camino de Europa

El proceso iniciado en 1959 tuvo su culminación con la integración de la peseta en el euro, a partir del 1 de enero de 1999. El recorrido de

esos cuarenta años se puede ver en la distancia como un proceso menos sinuoso y más rectilíneo de lo que parecía contemplado desde cada una de las coyunturas por las que ha atravesado. Si se descompone en etapas cabe hablar de tres pesetas: la peseta de Bretton Woods, de 1959 a 1974, la peseta flotante, entre 1974 y 1989 y la peseta en Europa, de 1989 a 1999. Pero es también posible contemplar unitariamente el período, pues existió una lógica dominante en todo él: la peseta se encontró en sintonía con su entorno y cuando las autoridades pudieron elegir no rehuyeron el compromiso. Su objetivo, sistemáticamente perseguido, fue conseguir un marco internacional estable para la peseta. Por eso el euro, a pesar de sus disfunciones, es la desembocadura natural del 59.

Quince años se mantuvo la peseta en el marco institucional establecido en Bretton Woods, exactamente hasta el 22 de enero de 1974 cuando el gobierno español optó por la flotación, aunque manifestando que se trataba de una medida provisional y se retornaría a la paridad fija tan pronto lo permitiesen las circunstancias monetarias internacionales. No fue la moneda española responsable de la brevedad de su andadura en un sistema con disciplina externa, e incluso fue de las últimas en abandonarlo, pues desde la declaración de no convertibilidad del dólar en oro en agosto de 1971 el goteo de monedas que pasaban a flotación fue continuo. Y tampoco pudo hacer mucho por retornar a la disciplina, pues Bretton Woods no volvió a existir; la alternativa cercana, el Sistema Monetario Europeo se creó en 1979 pero no era accesible hasta la integración en 1986 y, por último, la combinación de crisis económica y transición política dibujó un escenario interno ciertamente complejo.

A pesar de su novedad, la disciplina fue una experiencia razonablemente bien asumida por la peseta, acaso porque era un *desideratum* anterior, había cierta memoria histórica de estabilidad y eran años de crecimiento y escasos problemas de financiación exterior. En el decenio de los sesenta se produjo una sola modificación de la paridad, la devaluación de noviembre de 1967, cuando se pasó de 60 a 70 pesetas por dólar, siguiendo a la

libra esterlina. Los primeros setenta, en cambio, fueron turbulentos y la peseta se vio arrastrada hacia una progresiva apreciación frente al dólar: en diciembre de 1971 cotizaba a 64 y a partir de febrero de 1973, a 58 pesetas por dólar. De manera que la moneda española acabó su trayectoria en Bretton Woods con una ligera apreciación final en términos nominales respecto al tipo de cambio inicial. Se había acumulado, además, un importante volumen de divisas como reservas, y la balanza por cuenta corriente mostraba un notable superávit, tras un período en el cual el grado de apertura exterior de la economía española se había doblado.

La peseta acabó su trayectoria en el sistema de Bretton Woods con una ligera apreciación final en términos nominales respecto al tipo de cambio inicial. Se había acumulado, además, un importante volumen de divisas como reservas, y la balanza por cuenta corriente mostraba un notable superávit, tras un periodo en el cual el grado de apertura exterior de la economía española se había doblado.

En el frente interno la política monetaria dio pasos hacia una mayor disciplina y la tasa de inflación se redujo respecto a la autarquía. Sin embargo, continuó practicándose una política de dinero barato, racionamiento del crédito en beneficio de sectores privilegiados y penalización del ahorro con unos tipos de interés fijos y muy bajos en un contexto relativamente inflacionista. Era una política tosca desde el punto de vista técnico, que mejoraba ciertamente la anterior, pero no resultaba satisfactoria y creaba también distorsiones, como una tendencia a la inversión en actividades intensivas en capital.

En 1974 con la flotación se recobró una gran autonomía para la política monetaria, pues cada país puede elegir una senda propia de evolución de precios y magnitudes monetarias, acoplada con el resto por medio de los ajustes del cambio. Esta realidad confiere un gran protagonismo potencial

a la política monetaria, especialmente si se cuenta —como era el caso en España— con un banco central preparado técnicamente para el manejo sofisticado del instrumental monetario. Por eso en los años de flotación se utilizó para suplir otras carencias, con una tecnología avanzada, pero resultados pobres, pues el problema no estaba en la instrumentación monetaria sino en las orientaciones últimas mediatizadas por múltiples compromisos.

Entre enero de 1974 y junio de 1989, otro período idéntico de quince años, la peseta se mantuvo en régimen de flotación sin compromisos exteriores. Las autoridades mantuvieron cierta preferencia por la estabilidad cambiaria y de ahí que intervinieran frecuentemente para fijar la cotización; incluso cuando decidieron alterar su valor de un modo significativo lo hicieron por medio de devaluaciones formales, en lugar de permitir que el mercado ajustase una nueva paridad. Esto ocurrió en tres ocasiones: 1976, 1977 y 1982. En todas ellas la peseta se devaluó frente al dólar, la moneda que continuaba proporcionando la principal referencia exterior: un 11% en 1976, un 20% en 1977 y un 12% en 1982. El problema del tipo de cambio en esos años fue que hubo de soportar los desequilibrios del resto de la economía, en particular una inflación diferencial con los principales competidores de los productos españoles, que obligó a periódicos reajustes cuando el sector exterior no podía sostener el equilibrio. A su vez, la inflación era consecuencia de la gravedad que la crisis tuvo para la economía española y las restricciones que la transición política impuso a las políticas de ajuste. Cuando este se hubo realizado, a mediados de los ochenta, y el déficit público y el desempleo tomaron el relevo de la inflación y el deseguilibrio exterior como problemas acuciantes, el tipo de cambio dejó de tener tensiones depreciadoras y hubo, más bien, que limitar su apreciación. En conjunto, sin embargo, el saldo de este segundo período, desde la perspectiva del valor nominal de la peseta fue una severa depreciación, pues en 1989 cotizaba a 109 por dólar, frente a las 58 en que comenzó la flotación. La segunda mitad de los setenta y los ochenta fueron años en que la peseta se convirtió en moneda de cambio de la transición y la crisis y sirvió de muelle para

que el ajuste fuera más suave, acumulando desvalorización interna y depreciación exterior.

En los años ochenta y noventa el problema del tipo de cambio fue que hubo de soportar los desequilibrios del resto de la economía, en particular una inflación diferencial con los principales competidores de los productos españoles, que obligó a periódicos reajustes cuando el sector exterior no podía sostener el equilibrio.

En 1986 España se integró en la Comunidad Europea y en junio de 1989 comenzó la aventura europea de la peseta, con su integración en el Sistema Monetario Europeo. Una vez incorporada dejó de tener al dólar como referencia y pasó a medirse en relación con la unidad de cuenta europea, el ecu, y con la principal moneda del sistema, el marco alemán. Desde una perspectiva estrictamente cambiaria, la etapa europea de la peseta se saldó con éxito, pues no abandonó nunca el patrón de cambios y entró como moneda fundadora en la unión monetaria. Atravesó un momento delicado entre 1992 y 1995, en unos años críticos para todo el sistema, con cuatro devaluaciones sucesivas, pero pudo permanecer. El problema de los años centrales fue el mismo que en la etapa de flotación, aunque notablemente atenuado: la indisciplina en precios interiores mantuvo a la moneda española sobrevalorada hasta que los mercados financieros obligaron a las autoridades a poner las cosas en su sitio. Entre tanto, la balanza comercial sufrió las consecuencias, aunque los elevados tipos de interés consiguieron entradas de capitales que evitaron problemas de solvencia exterior. La peseta se depreció a lo largo de este período, pues comenzó su andadura a 130 pesetas por ecu y se integró en el euro al tipo irreversible de 166,386 por euro.

En todo caso, el denominador común en la política cambiaria española entre 1959 y 1999 fue la voluntad de las autoridades de convertirla en factor de estabilidad para las relaciones económicas con el exterior, incluso a través de los tres

regímenes cambiarios y a pesar de las múltiples dificultades del período central.

No obstante, tras la experiencia de la crisis de 2008, dentro del euro, no puede negarse que la peseta fue un mecanismo eficiente de ajuste, cuando se produjeron históricamente desequilibrios externos (Serrano Sanz, Sabaté y Gadea, 2017). En particular, considerando las profundas deficiencias con que se instituyó el euro, que lo convertían en un área de mera estabilidad cambiaria y no en una verdadera unión monetaria (Serrano Sanz, 2013). Deficiencias que solo empezaron a remediarse una vez comenzada la crisis, pero que han sido un inmenso lastre para la recuperación de la economía española, enfrentada a la necesidad de acometer una severa devaluación interna.

Balance de la peseta

Para finalizar, será oportuno hacer un balance de la entera historia de la peseta. Aunque no es un tema cerrado, por supuesto, y quedan muchas líneas de trabajo abiertas, especialmente en lo interpretativo, hay cuestiones que están suficientemente cerradas. En concreto, la evolución de los precios españoles en tiempos de la peseta y su comparación con aquellas monedas europeas con las que nació en paridad y desaparecieron con ella.

Si se examina el mantenimiento del valor de una peseta de 1868 en el momento de finalizar su existencia, en 1999 (medido en términos del deflactor del PIB), puede parecer que no fue una moneda muy competente en ese terreno (cuadro 1). Sin embargo, una mirada atenta al cuadro enseguida permite descubrir que el problema se concentra en los años posteriores a la guerra civil. En efecto, una peseta de 1868 equivalía a 1,50 en 1935, pero su poder adquisitivo era igual al de 455,75 pesetas de 1999, cuando finalizó su andadura.

Sin embargo, la pérdida de valor no fue un proceso regular en cada uno de los dos periodos. Cuando se observa la inflación por etapas, que-

Cuadro 1

Valor de 1 peseta de 1868 en años sucesivos

1868	1,00
1870	0,94
1880	0,89
1890	0,82
1900	0,92
1910	0,92
1920	2,00
1935	1,55
1940	2,72
1950	8,73
1960	18,28
1970	32,59
1980	126,58
1990	309,66
1999	455,75

Fuente: Elaboración propia con datos del deflactor del PIB.

dan claras dos cosas (cuadro 2). Primera, como se acaba de señalar, la inflación es un fenómeno que afectó a la economía española sobre todo en la segunda mitad del siglo veinte, como sucedió, en general, con las economías occidentales. Los datos son inequívocos: 0,86 de tasa media anual entre 1874 y 1935, frente a 9,02 entre 1936 y 1997. Segunda, tampoco hubo homogeneidad en esas dos grandes etapas, sino episodios particulares. En la primera etapa, sobresalen los años de

En 1868 con una peseta se compraba un franco y una lira, mientras en 1999, de acuerdo con los tipos de conversión irrevocables del euro, una peseta compraba 11,6372 liras y 3,9424 francos (de los de 1868, pues en 1958 se multiplicó por cien su valor nominal al crear el franco nuevo).

la Primera Guerra Mundial, como un momento singular, con una inflación media anual del 10,46% y los veinte y treinta con deflación (-1,67%). En el segundo periodo, destacan los años con infla-

Cuadro 2 **Evolución de la inflación**

(En porcentaje)

	Tasa media anual
1874-1997	4,97
1874-1935	0,86
1874-1914	0,07
1915-1920	10,46
1921-1935	-1,67
1936-1997	9,02
1936-1961	9,53
1962-1971	6,37
1972-1977	13,78
1978-1988	10,98
1989-1997	4,87
Fuento: Sabató y Cadoa (2003)	

Fuente: Sabaté y Gadea (2003).

ción media anual de dos dígitos, que son los que van de 1972 a 1977 (13,78%) y de 1978 a 1988 (10,98%). También queda claro que la inflación es un problema que se reconduce a lo largo de los noventa (4,87%).

Otra forma de ver el comportamiento de la peseta en relación con el mantenimiento de su valor es compararla con las dos monedas más representativas de la Unión Monetaria Latina, con las que nació en paridad y que también han desembocado en el euro, el franco francés y la lira italiana. Pues bien, en 1868 con una peseta se compraba un franco y una lira, mientras en 1999, de acuerdo con los tipos de conversión irrevocables del euro, una peseta compraba 11,6372 liras y 3,9424 francos (de los de 1868 pues en 1958, como es sabido se multiplicó por cien su valor nominal al crear el franco nuevo). Es decir, en ciento treinta años la peseta mantuvo su valor diez veces mejor que la lira y cuatro mejor que el franco francés.

Referencias

- FLORES DE LEMUS, A. (Pres.) (1929), Dictamen de la Comisión del Patrón Oro, I. Samarán, Madrid.
- García Delgado, J. L., y J. Mª. Serrano Sanz (dirs.) (2000), Del real al euro. Una historia de la peseta, la Caixa, Barcelona.
- Martín Aceña, P. (1984), La política monetaria en España (1919-1935), IEF, Madrid.
- Sabaté, M., y D. Gadea (2003), "La peseta y los precios", Papeles y Memorias de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, XI.
- SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A. (2012), La financiación de la guerra civil española, Crítica, Barcelona.
- SARDÁ, J. (1948), La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX, I. Sancho de Moncada, Madrid.
- Schumpeter, J. A. (1971), Historia del análisis económico, Ariel, Barcelona.
- Serrano Sanz, J. Mª. (2004), El oro en la Restauración, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- (2013), "El euro, árbol que crece torcido", Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Año LXV, nº 90.
- Serrano Sanz, J. M^a., y M. J. Asensio (1997), "El ingenierismo cambiario. La peseta en los años del cambio múltiple, 1948-1959", *Revista de Historia Económica*, XIV (3).
- Serrano Sanz, J. Mª.; Sabaté, M., y D. Gadea (2017), "Gone with the euro. A reappraisal of the peseta's adjustment mechanism (1870-1998)", Revista de Historia Económica- Journal of Iberian and Latin American Economic History, vol. 35 (2).

FCONOMÍA INTERNACIONAL

Situación y dinámica del crecimiento del seguro en el mundo

Daniel Manzano*

En los últimos años se ha producido un cierto agotamiento de la capacidad de expansión del negocio de seguros en los países avanzados, habiéndose observado un estancamiento de los ingresos por primas en términos reales. En este comportamiento ha sido determinante la reciente crisis económica y financiera, así como el escenario de bajos tipos -prolongado en el tiempo-, derivado de las expansivas políticas monetarias adoptadas por los bancos centrales, tendentes a combatir un potencial horizonte deflacionista. A nivel mundial dicho comportamiento ha sido compensado no obstante por el gran dinamismo de los ingresos en los países emergentes; particularmente en China, que supone ya el segundo mercado asegurador del mundo tras Estados Unidos. Las muy superiores tasas de crecimiento económico en estos países, junto con sus bajos PIB per cápita, que facilitan elasticidades superiores a uno de la demanda de seguros en relación a dicho crecimiento, son los impulsores de la notable expansión del negocio asegurador. Esta dinámica no tiene visos de cambiar en los próximos años. Sin embargo, cabe esperar una cierta mejoría relativa de la evolución de las primas en el ramo de vida en los países avanzados al calor de la progresiva normalización de los niveles de tipos de interés y, de manera más estructural, como consecuencia del ahorro previsional complementario que requerirá la insuficiente respuesta de los sistemas públicos de pensiones al marco demográfico que está emergiendo. La aparición de nuevos riesgos asociados a la innovación, a la intensificación tecnológica y a la digitalización, o al cambio climático, es una fuente potencial de expansión de la actividad aseguradora, cuya concreción está aún por ver.

La publicación del tradicional *Informe anual* sobre la actividad aseguradora mundial que realiza el Swiss Re Institute (2018), junto con la información estadística tratable gráficamente que proporciona como recurso dicha entidad¹, da la oportunidad de analizar la dinámica de creci-

miento del negocio asegurador en el mundo, tanto por regiones como por segmentos de actividad. La información disponible muestra un cierto agotamiento de la capacidad de expansión del negocio en los países avanzados durante los últimos años que, no obstante, es compensado por un gran

^{*} Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

¹ Todos los gráficos de este artículo han sido generados utilizando la herramienta web que proporciona dicha entidad.

dinamismo en los países emergentes, particularmente China que supone ya el segundo gran mercado asegurador del mundo, tras Estados Unidos.

Aunque no es objeto específico de este artículo el análisis detallado de los factores determinantes de este comportamiento, está claro que la crisis económica y financiera de la última década afectó singularmente al mercado de seguros en los países avanzados, tanto en los ramos de vida como de no vida. El escenario de bajos tipos, prolongado en el tiempo, que trae causa de dicha crisis, está impactando además adicionalmente de manera negativa en la expansión del negocio de vida. Su potencial de desarrollo es sin embargo muy importante en el contexto venidero de incapacidad de los sistemas públicos de pensiones para dar respuesta suficiente al déficit de ahorro previsional que el marco demográfico, con bajas tasas de natalidad y una longevidad creciente, impone a las economías avanzadas.

Por su parte, el dinamismo del mercado de seguros en las economías emergentes tiene su explicación fundamental precisamente en esta condición, la cual propicia elasticidades superiores a uno en la demanda de seguros en relación al crecimiento de sus economías; crecimiento que, por otra parte, y liderado por China, ha venido siendo muy notable en estos años.

La emergencia de nuevos riesgos asociados a la innovación, a la intensificación tecnológica y a la digitalización, o al cambio climático, podría ser fuente de una expansión de la actividad aseguradora, en cierta medida "disruptiva" como aconteció en otras situaciones históricas (e.g. irrupción del automóvil).

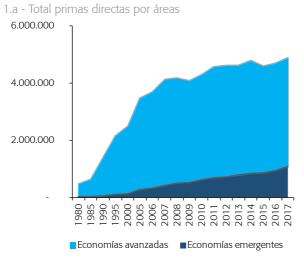
En este artículo analizamos, en primer lugar, esta dinámica global, para centrarnos posteriormente en el comportamiento relativo de los tres grandes bloques de economías avanzadas y finalizar con la visión específica del bloque de Europa occidental en el que está encuadrado el mercado español de seguros, que ocupa la decimoquinta posición a nivel mundial con una cuota cercana al 1,5% en primas totales por seguro directo.

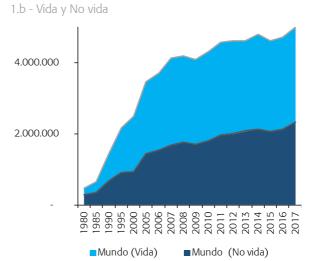
Dinámica general: economías avanzadas y emergentes

Las primas ingresadas por el sector seguros a nivel mundial alcanzan una cifra cercana a los 5 billones de dólares en 2017 (gráficos 1a y 1b).

Gráfico 1

Evolución de las primas de seguro directo en el mundo (Millones de dólares)





Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting.

El crecimiento anual del volumen de primas en términos reales este último año ha sido del 1,5%, similar a la tasa media anual del 1,4% de la década 2007-2016. Debe recordarse que en

este período impactó de manera notable la crisis económica y financiera reciente. En todo caso, se trata de tasas reales de crecimiento (cuadro 1) históricamente bajas.

Cuadro 1

Desarrollo de los principales mercados de seguros en 2017

	Posición ranking primas	Primas vida		Prim	nas no vida	Total	primas	Densidad (USD)	Penetración seguros
	2017	USD m.m.	Variación* vs 2016 (%)	USD m.m.	Variación* vs 2016 (%)	USD m.m.	Variación* vs 2016	2017	2017 (%)
Economías avanzadas		2.059	-2,7	1.760	1,9	3.820	-0,6	3.517	7,8
EE.UU.	1	547	-4,0	830	2,6	1.377	-0,1	4.216	7,1
Japón	3	307	-6,1	115	0,0	422	-4,5	3.312	8,6
Reino Unido	4	190	-0,7	93	0,5	283	-0,3	3.810	9,6
Francia	5	154	-2,7	88	1,1	242	-1,3	3.446	8,9
Alemania	6	97	-1,8	126	1,3	223	-0,1	2.687	6,0
Coreal del Sur	7	103	-6,5	78	2,3	181	-2,9	3.522	11,6
Italia	8	114	-7,5	42	-0,5	156	-5,7	2.660	8,3
Economías emergentes		598	13,8	474	6,1	1.072	10,3	166	3,3
Latinoamérica y Caribe		78	1,1	90	-0,9	168	0,1	262	3,1
Brasil	12	47	1,2	36	1,6	83	1,4	398	4,1
México	25	12	1,0	13	0,9	25	1,0	196	2,2
Europa central y del este		19	12,2	44	3,3	63	5,8	198	1,9
Rusia	28	6	48,2	16	-5,4	22	4,4	152	1,4
Asia Emergente		448	17,7	272	10,1	720	14,7	188	4,1
China	2	318	21,1	224	10,2	541	16,4	384	4,6
India	11	73	8,0	25	16,7	98	10,1	73	3,7
Oriente Medio y Asia central		15	7,0	45	4,1	60	5,0	163	2,1
Emiratos Árabes	35	3	3,3	10	13,5	14	11,0	1.436	3,7
Africa		45	0,3	22	1,0	67	0,5	54	3,0
Sudáfrica		38	-0,3	10	1,3	48	0,1	842	13,8
Total mundial		2.657	0,5	2.234	2,8	4.892	1,5	650	6,1
Pro memoria:									
España	15	33	-7,4	37	2,0	71	-2,6	1.519	5,4

Notas: * en términos reales ajustado por inflación.

Penetración= primas como % del PIB; Densidad= primas per cápita.

Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting.

La expansión del volumen de primas está impulsada básicamente por las economías emergentes (+10% en 2017, y +8,4% de media en 2007-2016), con un claro liderazgo de China (+21%) dentro de este grupo. Por el contrario, las economías avanzadas definen una situación de estancamiento en términos reales (-0,6% y +0,3% respectivamente) lastradas por el comportamiento del negocio de vida.

No vida sigue presentando globalmente un crecimiento en primas más pujante (2,8% en 2017 y 2,1% en 2007-2016) que vida (0,5% y 0,9% respectivamente), manteniéndose en los dos ramos el mismo patrón de comportamiento diferencial entre economías emergentes y avanzadas antes señalado.

A pesar del mucho mayor crecimiento relativo del negocio de seguros (medido por el volumen de primas) en las economías emergentes (especialmente en China que representa la mitad del negocio de este conjunto de países), las economías avanzadas acumulan casi el 80% del total de primas emitidas en 2017. Esto es congruente con que la ratio de penetración del seguro (primas/PIB) en dichas economías, que alcanza el 7,8%,

sea más del doble (gráfico 2) que la ratio de las emergentes (3,3%).

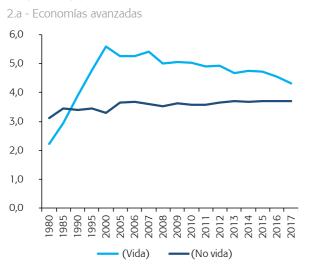
A pesar del mayor crecimiento del negocio asegurador en las economías emergentes, especialmente en China, las economías avanzadas acumulan casi el 80% del total de primas emitidas en 2017 y su ratio de penetración (primas/PIB) alcanza el 7,8%, más del doble que la ratio de las emergentes (3,3%).

Bien es cierto que en un contexto en el que dicho gap se viene estrechando de manera continuada y significativa en los últimos años, fenómeno tanto más reseñable por cuanto las tasas de avance del PIB son muy superiores en las economías emergentes. En otras palabras, la elasticidad de la variación de las primas respecto al PIB es notablemente mayor en las economías emergentes que en las avanzadas. Esto es consecuente con los inferiores niveles de renta per cápita en los primeros, y la evidencia empírica de que la densidad y penetración del seguro aumentan (al menos hasta un punto) con los niveles de renta de un país (gráfico 3).

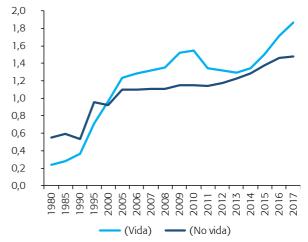
Gráfico 2

Evolución de la penetración (primas/PIB) en vida y no vida por áreas, 1980-2017

(En porcentaje)



2.b - Economías emergentes

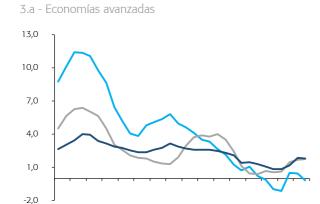


Fuente: Swiss Re Institute.

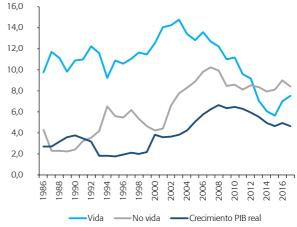
Gráfico 3

Crecimiento de las primas de vida y no vida frente al crecimiento del PIB en términos reales (media móvil de 7 años)

(En porcentaje)



3.b - Economías emergentes



Fuente: Swiss Re Institute.

Dinámica de los tres grandes bloques de las economías avanzadas

No vida

Crecimiento PIB real

Como se ha señalado anteriormente, el grueso del negocio de seguros está concentrado en los tres grandes bloques de economías avanzadas. Norteamérica, Europa Occidental y los países asiáticos

desarrollados acaparan respectivamente el 31%, el 29% y el 22% del mercado mundial de primas. Salvo la alternancia que se ha producido en los últimos años en la primacía dentro de este *ranking* entre el mercado norteamericano y el de Europa occidental, los cambios relativos en estos mercados maduros no han sido muy destacables (gráfico 4).

Gráfico 4

Primas de seguro directo por áreas

(En millones de dólares)



Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting

Sí conviene reseñar que difieren en la importancia relativa en cada uno de ellos de los segmentos de vida o no vida. El mercado norteamericano es un mercado fundamentalmente de no vida, acaparando el 40% del total mundial de este ramo, en tanto que sólo lo hace del 23% del de vida. En el otro extremo Europa occidental es quien lidera el mercado de vida, con una cuota mundial del 32%, que

El mercado norteamericano es un mercado fundamentalmente de no vida, acaparando el 40% del total mundial de este ramo, en tanto que solo lo hace del 23% del de vida. En el otro extremo, Europa occidental es quien lidera el mercado de vida, con una cuota mundial del 32%, que se reduce al 26% en el caso de no vida.

se reduce al 26% en el caso de no vida. El mercado asiático de las economías avanzadas

tiene también, por su parte, un aún más evidente sesgo hacia el segmento de vida, 22% del mercado mundial (casi la misma cuota que el norteamericano), en tanto que concentra sólo un 10% del mercado de no vida (gráficos 5a y 5b).

Las tasas medias de penetración del seguro se mantienen en niveles algo superiores al 7% en Norteamérica y Europa occidental, alcanzando sin embargo referencias superiores al 10% en las economías asiáticas avanzadas.

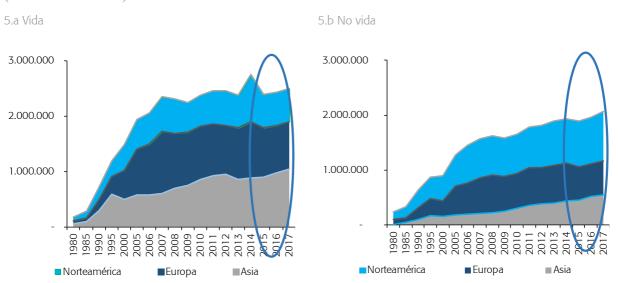
Dinámica en Europa occidental

En el ámbito más cercano en el que se encuadra nuestro país, las economías avanzadas de Europa occidental, es muy claro el cambio estructural que globalmente se ha producido en la última década, coincidente por otra parte con la gran crisis económica y financiera internacional. Como puede observarse, las tasas de

Gráfico 5

Descomposición de las primas de seguro directo de vida y no vida por áreas

(En millones de dólares)



Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting.

crecimiento reales del negocio de vida, además de muy bajas e incluso negativas, han sido extremadamente volátiles en este periodo. Las de no vida, aun siendo mucho más estables en su comportamiento, están muy lejos también de las referencias observadas en décadas anteriores (gráficos 6a y 6b).

La dispersión en cuanto a tasa de penetración en Europa Occidental es muy elevada. Por arriba, en niveles del entorno del 10% se sitúan países como Finlandia, Dinamarca, Reino Unido y Holanda, mientras que en la zona baja se sitúa España, con una tasa de penetración que no alcanza el 5,5%.

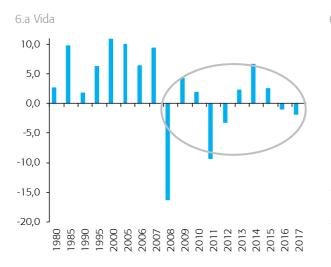
Este relativo estancamiento del negocio (siempre en términos reales) ha tenido su traducción en una caída de la tasa de penetración del seguro, provocada básicamente por la cesión del negocio de vida. En este caso, la penetración se reduce desde su máximo del 5,7% del PIB en 2007 hasta la referencia del 4,4% en 2017, en el que por segundo año consecutivo se registra una tasa negativa de crecimiento real de las primas de este ramo. Globalmente, tras incluir el negocio del ramo de no vida, que se ha mantenido relativamente estable y cercano a una tasa de penetración del 3%, se supera la referencia del 7% (gráficos 7a y 7b).

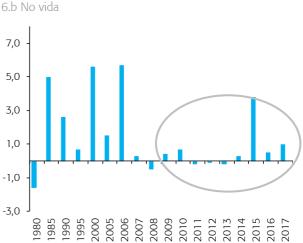
No obstante, la dispersión en cuanto a tasa de penetración dentro de Europa occidental es muy elevada. Por arriba, en niveles del entorno del 10%, se sitúan países como Finlandia, Dinamarca, Reino Unido y Holanda, mientras que en la zona baja se sitúa España con una tasa de penetración que no alcanza el 5,5%.

Dicha dispersión es explicada en buena medida por los niveles de renta per cápita que definen cada uno de los países. No obstante, como puede observarse en los gráficos 8a y 8b, esa relación creciente, que es clara para niveles de renta per cápita relativamente bajos, se diluye y se hace menos evidente

Gráfico 6

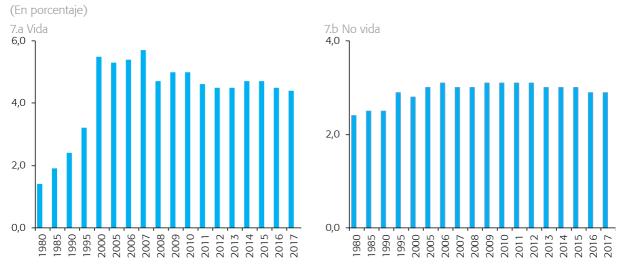
Crecimiento de las primas en Europa occidental en vida y no vida en términos reales
(En porcentaje)





Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting.

Gráfico 7 Penetración del seguro de vida y no vida (primas/PIB) en Europa occidental



Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting.

cuando se sobrepasa la zona de 45.000 dólares per cápita.

Dados los parámetros específicos de España, el mercado potencial de seguros es muy superior al actualmente existente, singularmente para el segmento de vida.

Específicamente, en el caso español, cuyo mercado de seguros por volumen total de primas directas ocupa la decimoquinta posición en el mundo con una cuota cercana al 1,5%, los niveles de renta per cápita justificarían parcialmente unos niveles de penetración y densidad del seguro inferiores a los de otros principales países europeos (Manzano, 2017 y 2018). Ahora bien, no es menos cierto que, dados los parámetros específicos de nuestro país, su mercado potencial es superior, singularmente para el segmento de vida, como se pone de manifiesto en algunos análisis².

A pesar de esa todavía menor penetración relativa del ramo de vida en nuestro país, visto con

² Véase por ejemplo Fundación Mapfre (2018).

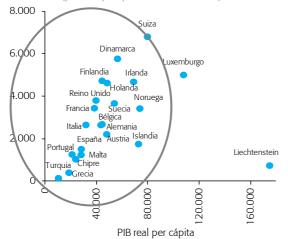
perspectiva este ha mostrado un cierto dinamismo en la última década. De hecho, prácticamente todo el aumento de la penetración del seguro en España en este periodo se debe al mismo. En un mercado tan bancarizado como el español, con un enorme peso de los depósitos bancarios, ha influido significativamente en los últimos años la nula o muy reducida rentabilidad, tanto de estos como de otras alternativas de inversión a corto plazo, lo que ha desplazado la demanda de productos de ahorro hacia plazos largos, beneficiándose de ello el negocio asegurador de vida-ahorro, que, aunque también define bajas rentabilidades han estado siendo superiores a las de productos alternativos de corto plazo. No obstante, también hay que poner un acento especial en la apuesta y el esfuerzo comercial singular llevado a cabo por algunas entidades líderes en el ramo de vida.

Por otra parte, desde una perspectiva estructural, y en un horizonte de medio plazo, las dificultades del sistema público de pensiones para mantener el poder adquisitivo de las pensiones en un entorno sociodemográfico estresado (nótese que las pensiones públicas definen una tasa de

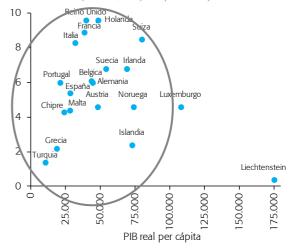
Gráfico 8

Densidad y penetración del seguro en cada país frente a su PIB per cápita





8.b Penetración (Primas/PIB) en porcentaje



Fuente: Sigma world insurance database 2017, Swiss Re Economic Research & Consulting.

sustitución muy alta comparativamente respecto de nuestros homólogos europeos) y la creciente sensibilización hacia el ahorro previsional debieran impulsar la demanda de productos asociados al ramo de vida con elasticidades superiores a uno.

Referencias

DGSFP (2018), Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2017. Fundación Mapre (2018), El mercado español de seguros en 2017.

Manzano, D. (2017), "Los seguros y los bancos españoles en contraste" *Cuadernos de Información Económica*, 259, julio-agosto: 67-72.

— (2018), "Rentabilidad, solvencia y concentración del sector seguros español", Cuadernos de Información Económica, 262, enero-febrero: 41-48.

Swiss Re Institute (2018), Sigma 3/2018, World insurance in 2017: solid, but mature life markets weigh on growth.

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)

revis	visiones en azul												
		PIB	Consumo	Consumo		Fo		ruta de Capital Fi	jo	Exportaciones	Importaciones		Saldo
			privado	público			Constru					nacional (a)	exterio (a)
					Total	Total	Vivienda	Otras construcciones	Bienes de equipo y otros productos			(4)	(4)
					Volum	en enca	denado, t	tasas de crecim	iento interanu	ales			
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	-0,9	7,4	9,9	4,2	5,4	3,9	-0,3
2016		3,2	2,9	1,0	2,9	1,1	7,0	-3,7	4,7	5,2	2,9	2,4	0,8
2017		3,0	2,5	1,9	4,8	4,6	9,0	0,6	5,0	5,2	5,6	2,9	0,1
2018		2,6	2,1	1,9	5,3	5,4	7,5	3,2	5,2	2,6	2,9	2,6	0,0
2019		2,2	1,5	1,1	4,7	5,1	6,2	3,9	4,2	4,2	3,8	2,0	0,2
2017	1	2,9	2,3	1,2	4,7	3,9	7,8	0,4	5,5	6,1	5,5	2,5	0,4
	Ш	3,1	2,5	1,7	3,6	4,1	9,2	-0,6	3,1	5,4	4,4	2,6	0,5
	Ш	2,9	2,6	2,0	5,8	5,7	9,7	2,0	5,8	5,4	7,0	3,2	-0,3
	IV	3,1	2,7	2,6	5,2	4,8	9,2	0,5	5,6	4,2	5,4	3,3	-0,2
2018	1	2,8	3,1	2,4	3,9	5,7	9,3	2,1	2,1	3,4	4,7	3,1	-0,3
	Ш	2,5	2,3	1,9	7,7	7,0	7,0	6,9	8,4	2,3	5,2	3,3	-0,8
	Ш	2,5	2,0	2,1	6,3	5,7	6,5	4,8	7,0	0,4	2,0	3,0	-0,5
	IV	2,3	2,0	2,1	6,5	6,5	6,9	6,0	6,6	1,2	3,5	3,0	-0,7
019	1	2,3	1,5	1,6	6,3	5,8	6,3	5,3	6,9	1,3	2,3	2,6	-0,3
	П	2,3	1,8	1,7	4,0	4,8	7,3	2,3	3,1	2,2	2,4	2,3	0,0
	Ш	2,3	1,6	1,1	4,2	5,3	6,9	3,6	3,1	4,5	4,0	2,0	0,3
	IV	2,3	1,6	0,7	4,7	4,6	5,9	3,1	4,9	3,3	2,7	2,0	0,3
				Volume	en enca	denado	tasas de	crecimiento in	tertrimestrales	anualizadas			
2017	- 1	3,3	2,1	4,3	10,1	4,9	10,4	-0,3	15,3	5,5	9,8	4,3	-1,0
	П	3,5	3,4	2,3	-0,6	4,2	12,1	-3,2	-5,1	5,2	1,9	2,4	1,2
	Ш	2,6	3,6	2,6	9,5	7,1	8,1	6,1	12,0	0,5	7,8	4,7	-2,1
	IV	2,9	1,7	1,4	2,3	3,0	6,5	-0,4	1,6	5,6	2,3	1,8	1,2
2018	ı	2,2	3,7	3,2	4,7	8,5	10,6	6,1	0,9	2,4	6,9	3,5	-1,3
	П	2,3	0,4	0,5	14,6	9,3	2,9	16,6	20,3	1,0	4,0	3,2	-0,9
	Ш	2,4	2,4	3,4	4,1	2,1	6,1	-1,9	6,2	-6,9	-4,8	3,2	-0,8
	IV	2,2	1,6	1,2	3,1	6,2	8,2	4,1	0,0	9,1	8,7	1,8	0,4
2019	1	2,4	1,6	1,2	3,9	5,8	8,2	3,2	2,0	2,8	1,6	2,0	0,5
	II	2,2	1,6	1,2	4,9	5,4	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					Dawa	t.:. Jal DID -					
		corrientes nm. euros)					POICE	inaje uei PIB a	precios corrie	iiie3			
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	10,1	34,3	31,4	97,1	2,9
2017		1.206,5	57,7	18,3	21,3	10,5	5,4	5,3	10,6	34,5	32,4	97,1	2,3
2010		1.253,0	57,2	18,1	21,8	11,1	5,7	5,3	10,8	35,0	32,8	97,8	2,1
.019		1.233,0	31,2	10,1	21,0	11,1	١,١	2,3	10,0	33,0	32,0	31,0	2,2

^{*} Datos corregidos de estacionalidad y calendario. (a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIBTasas de crecimiento

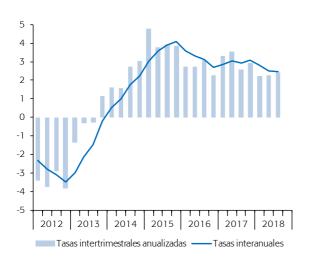


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB

Puntos porcentuales

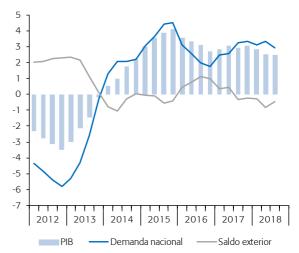


Gráfico 1.3.- Consumo final

Tasas de crecimiento interanuales

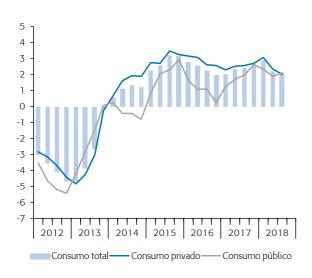
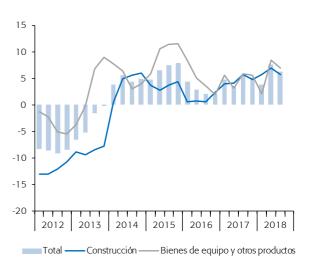


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo

Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2 Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico* (SEC 2010, Base 2010)

						do bruto a precios bás	icos			Impuestos netos
		Total	Sector primario	In	dustria	Construcción		Servicios		sobre los producto
				Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios	
				Volum	nen encadenad	o, tasas de crecir	niento inte	ranuales		
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	9,2
2016		3,0	8,2	5,6	4,7	3,5	2,1	1,3	2,4	4,8
2017		2,9	-0,9	4,4	4,4	6,2	2,5	1,7	2,7	3,3
2016	IV	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	3,8
2017	I	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,4
	II	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	4,2
	III	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,1
	IV	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,7
018	I	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9
	II	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	1,0
	III	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	1,3
		,-			•			ales anualizadas	,-	,-
2016	IV	2,2	-3,2	2,1	2,0	4,9	2,2	0,2	2,9	3,3
2017	I	3,5	-3,2	8,2	9,1	5,7	2,5	2,1	2,6	1,3
	II	3,2	-2,7	3,4	3,1	8,1	3,0	2,6	3,1	6,8
	III	2,7	6,1	2,5	4,5	5,4	2,4	1,5	2,7	1,1
	IV	3,1	1,8	5,7	4,9	7,9	2,1	2,5	2,0	1,7
2018	I	2,3	3,8	-1,2	-1,1	8,1	2,6	1,9	2,8	2,1
	II	2,6	1,1	2,9	4,1	7,3	2,2	1,8	2,4	-1,0
	III	2,4	-8,7	-1,9	-1,5	5,7	3,7	2,7	4,0	2,5
	c	Precios orrientes			P	orcentaje del VAI	B a precios	corrientes		
2011	(111	m. euros) 983,7	2,5	17,5	13,5	7,5	72,5	18,7	53,8	8,8
012		954,0	2,5	17,3	13,2	6,7	73,5	18,5	54,9	9,0
013		935,6	2,8	17,4	13,4	5,8	74,0	19,0	55,0	9,6
014		944,5	2,7	17,6	13,7	5,6	74,1	18,8	55,4	9,9
015		981,0	2,7	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

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

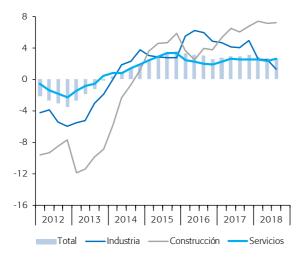


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

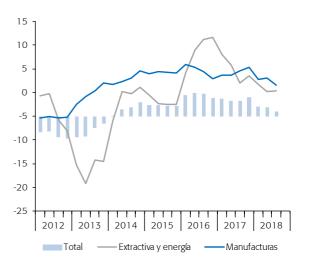


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

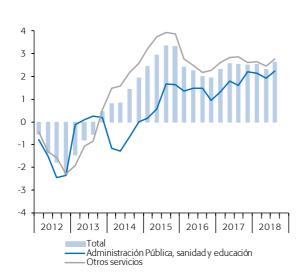
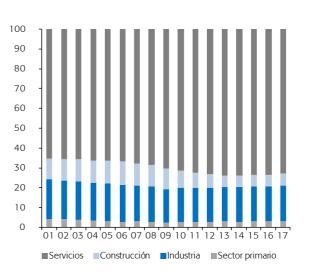


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

Previsiones en azul

				Total econ	omía			Manufacturas							
		PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remune- ración 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		
				Índ	ices, 2010 =	= 100, corre	gidos de	estacionali	dad y calen	dario					
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	91,7	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	IV	103,4	97,1	106,5	102,1	95,8	94,6	105,7	91,4	115,6	106,5	92,2	89,6		
2017	- 1	104,2	97,8	106,6	102,4	96,1	94,6	108,0	92,2	117,1	107,1	91,5	88,9		
	II	105,2	98,7	106,6	102,2	95,9	93,8	108,8	93,1	116,9	107,2	91,7	88,1		
	Ш	105,8	99,3	106,5	102,3	96,1	93,8	110,0	93,9	117,2	107,3	91,5	87,6		
	IV	106,6	99,8	106,8	102,6	96,1	93,2	111,3	94,7	117,6	107,6	91,5	87,4		
2018	I	107,2	100,3	106,8	102,8	96,2	93,8	111,0	95,0	116,8	107,7	92,2	88,4		
	II	107,8	101,1	106,6	102,9	96,5	93,6	112,2	95,3	117,7	108,2	91,9	87,6		
	Ш	108,4	101,8	106,5	103,5	97,1	94,0	111,8	94,4	118,4	109,5	92,5	87,7		
								interanua							
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 3,2	3,3 3,0	0,3 0,1	0,8 -0,5	0,5 -0,6	0,0 -0,9	4,2 4,7	3,1 4,2	1,1 0,4	-0,2 0,5	-1,3 0,1	-0,9 0,5		
2016		3,2 3,0	2,9	0,1	-0,5 0,3	-0,6 0,2	-0,9	4,7	4,2 3,8	0,4	0,8	0,1	-2,0		
2017		2,6	2,9	0,1	1,0	0,7	-0,2	4,4	<i></i>				-2,0		
2019		2,0	1,9	0,3	2,0	1,7	0,1			_					
2019	IV	2,7	2,8	-0,1	-0,6	-0,6	-1,3	3,0	4,6	-1,6	0,4	2,0	0,3		
2017	1	2,9	2,7	0,1	0,4	0,0	-0,5	3,7	3,9	-0,2	0,8	1,0	-0,7		
	11	3,1	2,9	0,1	0,0	-0,1	-1,4	3,7	4,0	-0,3	0,8	1,1	-2,3		
	Ш	2,9	2,9	0,0	0,4	0,4	-0,8	4,6	3,7	0,8	0,6	-0,2	-2,4		
	IV	3,1	2,9	0,2	0,5	0,3	-1,5	5,4	3,6	1,7	1,0	-0,7	-2,5		
2018	1	2,8	2,6	0,3	0,4	0,2	-0,9	2,8	3,1	-0,2	0,5	0,8	-0,6		
	Ш	2,5	2,5	0,0	0,7	0,6	-0,1	3,1	2,3	0,7	1,0	0,3	-0,6		
	Ш	2,5	2,5	0,0	1,1	1,1	0,1	1,6	0,6	1,0	2,0	1,1	0,1		

⁽a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB. *Fuente:* INE y Funcas (previsiones).

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

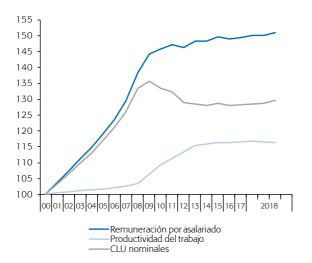
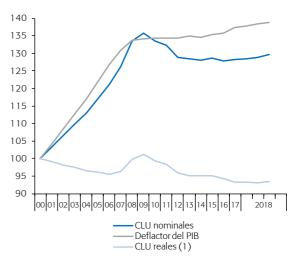


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía Índices, 2000=100



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

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

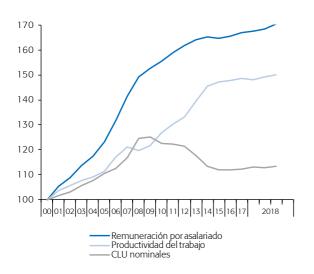
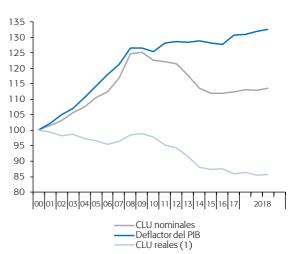


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

		PIB	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación de la nación
			М	VI euros, su	ma 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	453,5	1.067,4	834,9	232,4	221,0	47,6	41,9	21,5	20,4	1,1	1,7
2016		1.118,7	528,6	475,2	1.107,6	854,8	252,7	228,6	47,2	42,5	22,6	20,4	2,2	2,4
2017		1.166,3	547,3	499,0	1.154,7	886,2	268,6	246,1	46,9	42,8	23,0	21,1	1,9	2,2
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	IV	1.118,7	528,6	475,2	1.107,6	854,8	252,7	228,6	47,2	42,5	22,6	20,4	2,2	2,4
2017	I	1.129,7	532,5	480,2	1.119,7	863,8	255,9	232,3	47,1	42,5	22,7	20,6	2,1	2,3
	II	1.141,5	536,8	486,1	1.129,7	871,0	258,8	235,7	47,0	42,6	22,7	20,6	2,0	2,2
	Ш	1.152,1	541,7	490,6	1.140,3	878,0	262,3	240,8	47,0	42,6	22,8	20,9	1,9	2,1
	IV	1.166,3	547,3	499,0	1.154,7	886,2	268,6	246,1	46,9	42,8	23,0	21,1	1,9	2,2
2018	1	1.176,5	551,9	502,8	1.164,4	893,9	270,6	249,0	46,9	42,7	23,0	21,2	1,8	2,1
	Ш	1.186,3	557,2	504,9	1.174,6	901,6	273,0	255,1	47,0	42,6	23,0	21,5	1,5	1,8
	Ш	1.196,6	563,7	507,3		911,2		260,2	47,1	42,4		21,7		
			Та	sas de crec	imiento int	eranuales			Dife	rencia en pu	ntos porcent	tuales sob	re el año a	nterior
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	2,6	4,3	3,0	9,5	9,5	0,2	-0,6	1,0	1,0	0,1	
2016		3,5	2,7	4,8	3,8	2,4	8,7	3,5	-0,3	0,5	1,1	0,0	1,1	
2017		4,3	3,5	5,0	4,3	3,7	6,3	7,7	-0,3	0,3	0,4	0,7	-0,2	
2018		3,4	3,5	-1,3	3,9	3,5	5,2	7,3	0,0	-2,0	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		3,5	2,7	4,8	3,8	2,4	8,7	3,5	-0,3	0,5	1,1	0,0	1,1	0,7
2017	ı	3,7	2,8	4,4	3,9	2,9	7,6	3,7	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,8	0,4
	II	3,7	2,9	4,4	3,8	3,1	6,0	4,0	-0,4	0,3	0,5	0,1	0,4	0,1
	Ш	3,8	3,1	4,2	3,8	3,4	5,4	5,8	-0,3	0,2	0,4	0,4	0,0	-0,3
	IV	4,3	3,5	5,0	4,3	3,7	6,3	7,7	-0,3	0,3	0,4	0,7	-0,2	-0,2
2018	I	4,1	3,6	4,7	4,0	3,5	5,7	7,2	-0,2	0,2	0,3	0,6	-0,3	-0,2
	II	3,9	3,8	3,9	4,0	3,5	5,5	8,2	-0,1	0,0	0,3	0,9	-0,5	-0,4
	Ш	3,9	4,1	3,4		3,8		8,1	0,1	-0,2		0,8		

⁽a) Incluyendo ajustes por variación participación en reservas de fondos de pensiones. *Fuente:* INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

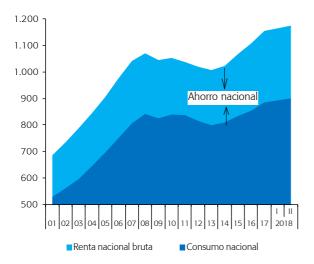


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

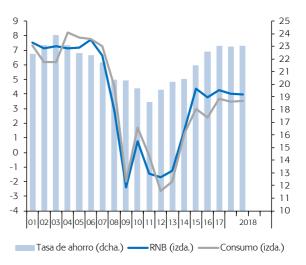


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la rentaPorcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

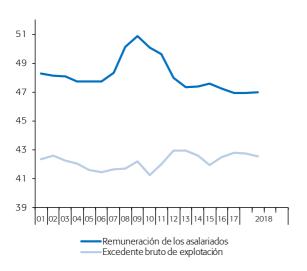
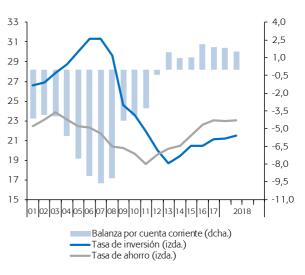


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

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 financier	as		
		Renta dispo- nible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financia- ción	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financia- ción	
		ММ е	uros, suma	móvil 4 trin	nestres	Porcentaje del PIB				euros, suma 4 trimestre		Po	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		687,0	626,0	59,6	33,2	8,7	3,1	2,4	246,2	175,9	154,1	16,3	14,3	2,8	
2016		699,7	643,6	54,7	34,4	7,8	3,1	1,7	260,6	195,1	167,2	17,4	14,9	3,0	
2017		711,2	670,5	39,2	42,4	5,5	3,6	-0,4	278,0	210,4	177,2	18,0	15,2	3,3	
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	Ш	695,8	638,1	56,5	34,0	8,1	3,1	2,0	257,4	193,9	164,5	17,5	14,8	3,3	
	IV	699,7	643,6	54,7	34,4	7,8	3,1	1,7	260,6	195,1	167,2	17,4	14,9	3,0	
2017	I	701,2	651,3	48,7	36,8	6,9	3,3	1,0	263,9	200,2	169,4	17,7	15,0	3,3	
	II	705,4	658,1	46,1	38,0	6,5	3,3	0,6	268,9	201,1	172,7	17,6	15,1	3,0	
	Ш	707,3	663,9	42,2	40,1	6,0	3,5	0,0	272,4	202,9	174,3	17,6	15,1	2,9	
	IV	711,2	670,5	39,2	42,4	5,5	3,6	-0,4	278,0	210,4	177,2	18,0	15,2	3,3	
2018	I	715,9	677,1	37,3	43,0	5,2	3,7	-0,6	280,6	212,2	179,0	18,0	15,2	3,3	
	II	718,7	683,6	33,7	45,1	4,7	3,8	-1,1	281,3	214,7	180,3	18,1	15,2	3,3	

	Tasas de crecimiento interanuales					sobre año	anterior		de crecimi nteranuales		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	2,3	2,8	-3,9	23,1	-0,6	0,5	-1,0	3,9	10,8	3,8	1,0	-0,1	1,0	
2016	1,8	2,8	-8,3	3,5	-0,9	0,0	-0,6	5,9	10,9	8,5	1,2	0,7	0,2	
2017	1,6	4,2	-28,3	23,1	-2,3	0,6	-2,1	6,7	7,8	6,0	0,6	0,2	0,3	
2018	3,9	3,9	4,3	11,9	0,0	0,3	-0,1	1,2	0,7	6,0	-0,5	0,4	-0,8	
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 III	1,2	2,7	-12,8	10,7	-1,3	0,2	-1,2	5,5	15,6	7,0	1,8	0,4	1,1	
IV	1,8	2,8	-8,3	3,5	-0,9	0,0	-0,6	5,9	10,9	8,5	1,2	0,7	0,2	
2017 I	1,6	3,3	-17,5	12,2	-1,6	0,2	-1,4	5,6	10,6	6,9	1,1	0,5	0,5	
II	1,6	3,8	-21,5	12,2	-1,9	0,3	-1,6	6,2	7,1	8,1	0,6	0,6	-0,3	
III	1,7	4,1	-25,3	18,0	-2,2	0,4	-1,9	5,8	4,6	6,0	0,2	0,3	-0,3	
IV	1,6	4,2	-28,3	23,1	-2,3	0,6	-2,1	6,7	7,8	6,0	0,6	0,2	0,3	
2018 I	2,1	4,0	-23,3	16,9	-1,7	0,4	-1,6	6,3	6,0	5,7	0,3	0,2	0,0	
II	1,9	3,9	-26,9	18,8	-1,8	0,5	-1,7	4,6	6,8	4,4	0,5	0,1	0,4	

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

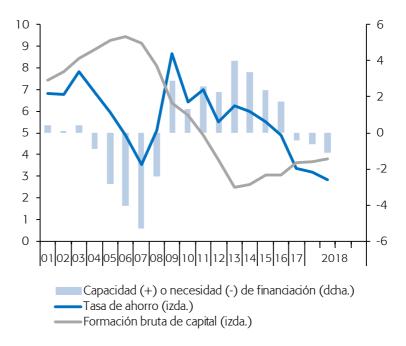
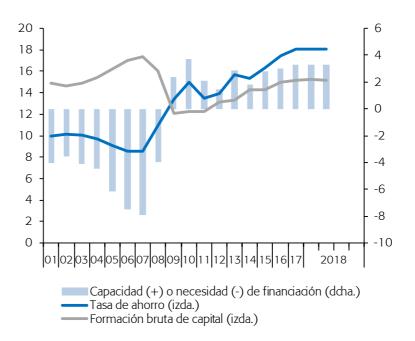


Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

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

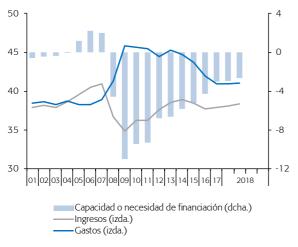
Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la produc- ción y las impor- taciones (recibidos)	Impues- tos sobre la renta y el pa- trimonio (recibi- dos)	Cotiza- ciones sociales (recibi- das)	Remune- ración de asalaria- dos	Intereses y otras rentas del capital netas (pa- gadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvencio- nes y trans- ferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o ne- cesidad (-) de financia- ción	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3 +4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
					N	/IM euros,	suma má	óvil 4 trimes	stres					
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	149,6	129,0	110,9	136,0	121,5	23,1	174,1	20,5	186,4	211,2	-24,8	25,2	-50,0	-47,6
2017	151,7	134,7	118,6	143,1	123,0	22,6	177,7	19,8	204,9	215,7	-10,7	25,2	-35,9	-35,4
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 III	149,3	128,5	107,1	135,1	121,2	23,3	173,4	21,0	181,2	211,3	-30,1	24,8	-54,9	-52,5
IV	149,6	129,0	110,9	136,0	121,5	23,1	174,1	20,5	186,4	211,2	-24,8	25,2	-50,0	-47,6
2017 I	150,2	130,9	112,0	137,8	121,9	23,0	174,6	19,1	192,3	212,5	-20,2	26,1	-46,3	-43,7
II	150,0	132,7	115,1	139,5	121,6	22,8	175,5	20,0	197,3	212,9	-15,6	25,0	-40,6	-39,7
III	150,8	134,0	118,7	141,2	122,3	22,6	176,3	20,0	203,6	214,1	-10,5	24,9	-35,3	-34,8
IV	151,7	134,7	118,6	143,1	123,0	22,6	177,7	19,8	204,9	215,7	-10,7	25,2	-35,9	-35,4
2018 I	152,2	136,7	120,7	144,5	123,5	22,3	178,9	20,6	208,9	216,8	-7,9	26,9	-34,8	-34,5
	153,0	138,8	122,5	146,5	124,2	21,7	180,1	20,5	214,3	217,9	-3,6	28,6	-32,1	-31,9
					Porce	entaje del I	PIB, sum	a móvil 4 tr	imestres					
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	10,9	2,1	15,6	1,8	16,7	18,9	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017	13,0	11,6	10,2	12,3	10,5	1,9	15,2	1,7	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,1	-3,0
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 III		11,6	9,6	12,2	10,9	2,1	15,6	1,9	16,3	19,0	-2,7	2,2	-4,9	-4,7
IV		11,5	9,9	12,2	10,9	2,1	15,6	1,8	16,7	18,9	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017 I	- ,-	11,6	9,9	12,2	10,8	2,0	15,5	1,7	17,0	18,8	-1,8	2,3	-4,1	-3,9
II		11,6	10,1	12,2	10,7	2,0	15,4	1,8	17,3	18,6	-1,4	2,2	-3,6	-3,5
III		11,6	10,3	12,3	10,6	2,0	15,3	1,7	17,7	18,6	-0,9	2,2	-3,1	-3,0
IV		11,6	10,2	12,3	10,5	1,9	15,2	1,7	17,6	18,5	-0,9	2,2	-3,1	-3,0
2018 I	,-	11,6	10,3	12,3	10,5	1,9	15,2	1,8	17,8	18,4	-0,7	2,3	-3,0	-2,9
II	12,9	11,7	10,3	12,3	10,5	1,8	15,2	1,7	18,1	18,4	-0,3	2,4	-2,7	-2,7

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 6.3.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

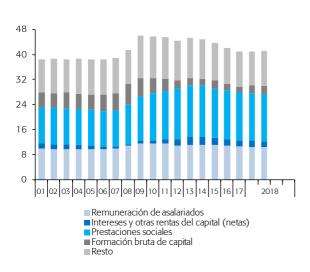


Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

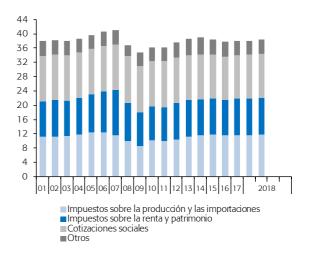
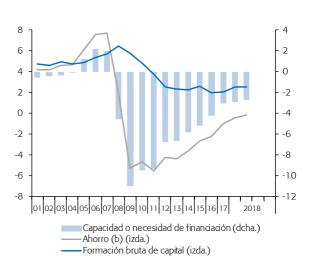


Gráfico 6.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)

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

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)

Previsiones en azul

	Ad	dmón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
		мм	euros, suma	móvil 4 trimest	res			мм	euros, final de p	eriodo	
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		-27,2	-9,6	7,0	-17,7	-47,6	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017		-21,5	-4,2	7,1	-16,8	-35,4	1.010,8	288,1	29,1	27,4	1.144,4
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	Ш	-33,6	-9,3	6,8	-16,5	-52,5	968,8	272,7	34,7	17,2	1.108,4
	IV	-27,2	-9,6	7,0	-17,7	-47,6	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017	-1	-22,2	-10,7	7,2	-18,1	-43,7	986,6	279,4	31,7	17,2	1.126,3
	П	-19,2	-10,7	7,4	-17,1	-39,7	994,9	285,9	32,4	17,2	1.135,1
	Ш	-17,0	-6,9	7,3	-18,1	-34,8	998,8	284,4	30,5	23,2	1.133,4
	IV	-21,5	-4,2	7,1	-16,8	-35,4	1.010,8	288,1	29,1	27,4	1.144,4
2018	1	-22,1	-3,2	7,1	-16,3	-34,4	1.027,6	289,7	29,0	27,4	1.160,7
	Ш	-19,3	-2,7	6,3	-16,4	-32,0	1.032,9	293,2	29,4	34,9	1.163,9
		Porcenta	je del PIB, su	ma móvil 4 trin	nestres			Po	rcentaje 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		-2,4	-0,9	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0
2017		-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	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	Ш	-3,0	-0,8	0,6	-1,5	-4,7	87,2	24,6	3,1	1,5	99,8
	IV	-2,4	-0,9	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0
2017	1	-2,0	-0,9	0,6	-1,6	-3,9	87,3	24,7	2,8	1,5	99,7
	II	-1,7	-0,9	0,6	-1,5	-3,5	87,2	25,0	2,8	1,5	99,4
	Ш	-1,5	-0,6	0,6	-1,6	-3,0	86,7	24,7	2,7	2,0	98,4
	IV	-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	86,7	24,7	2,5	2,3	98,1
2018	1	-1,9	-0,3	0,6	-1,4	-2,9	87,3	24,6	2,5	2,3	98,7

Deuda

0,5

-1,4

-2,7

87,1

24,7

2,5

2,9

98,1

-0,2

-1,6

⁽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

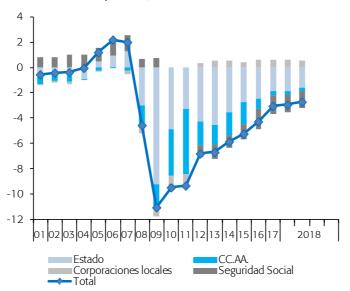


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB

120
100 80 60 40 20 0 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 2018

Estado
Corporaciones locales
Total consolidado

CC.AA.
Seguridad Social

Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

		Población entre 16 y	Població	n activa	Ocup	ados	Desem	oleados	Tasa de	Tasa de ocu-		Tasa de deser	mpleo (c)	
		64 años							actividad 16-64 años (a)	años (b)	Total	16-24 años	Españo- les	Extranje- ros
			Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			CVE			
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13
				Millo	nes				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		19,2		3,5		74,8	63,2	15,3	-		
2019		30,2	22,7		19,6		3,2		74,7	64,2	13,9	-	-	
2016	IV	30,0	22,7	22,7	18,5	18,5	4,2	4,2	75,1	61,1	18,6	42,9	17,8	24,7
2017	- 1	30,0	22,7	22,8	18,4	18,6	4,3	4,1	75,0	60,8	18,8	41,7	17,8	25,5
	Ш	30,0	22,7	22,7	18,8	18,8	3,9	3,9	75,1	62,0	17,2	39,5	16,4	23,6
	Ш	30,0	22,8	22,7	19,0	18,9	3,7	3,8	75,2	62,8	16,4	36,0	15,5	22,7
	IV	30,1	22,8	22,8	19,0	19,0	3,8	3,8	75,1	62,6	16,5	37,5	15,6	23,6
2018	- 1	30,1	22,7	22,8	18,9	19,1	3,8	3,6	74,7	62,1	16,7	36,3	15,7	24,3
	Ш	30,2	22,8	22,8	19,3	19,3	3,5	3,5	75,1	63,5	15,3	34,7	14,3	21,9
	III	30,2	22,9	22,8	19,5	19,4	3,3	3,4	75,0	64,0	14,6	33,0	13,7	20,6
				sas de creo	imiento (d)			Dif	erencia sobr	e el año a	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	-0,1		2,2		-11,2		-0,3	1,2	-1,9	-		
2019		0,2	0,0		1,7	-	-9,2		-0,1	1,0	-1,4	-		
2016	IV	-0,3	-0,6	-1,3	2,3	2,4	-11,3	-15,6	-0,2	1,5	-2,3	-3,3	-2,1	-3,7
2017	- 1	-0,2	-0,6	0,2	2,3	3,0	-11,2	-11,5	-0,3	1,4	-2,2	-4,8	-2,0	-4,3
	II	-0,1	-0,6	-1,1	2,8	2,5	-14,4	-16,4	-0,5	1,7	-2,8	-7,0	-2,7	-3,7
	III	0,0	-0,3	0,8	2,8	3,0	-13,6	-9,4	-0,3	1,7	-2,5	-6,0	-2,6	-2,1
	IV	0,1	0,1	0,6	2,6	2,3	-11,1	-7,3	-0,1	1,5	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	- 1	0,2	-0,1	-0,2	2,4	2,2	-10,8	-11,6	-0,3	1,3	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,4	0,5	0,5	2,8	3,4	-10,8	-14,1	0,0	1,5	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,5	0,3	0,2	2,5	1,9	-10,9	-8,8	-0,2	1,2	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1

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

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

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

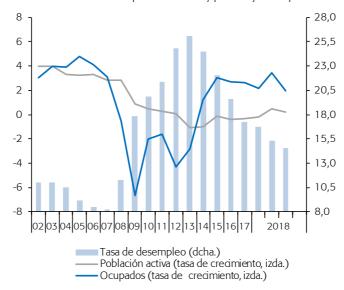
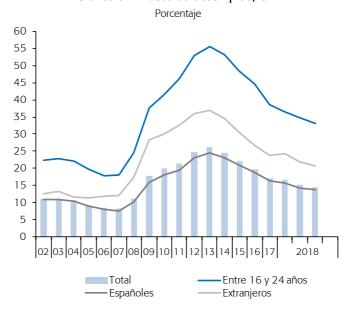


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE



Cuadro 9

Índice de precios al consumo Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos		Sin alimentos no elabo	orados ni energí	a	Alimentos no	Energía	Alimentos
		ni energía	Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados	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,
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101
2018	103,7	102,1	102,0	100,1	103,1	101,7	105,8	115,2	103
2019	105,2	103,1	103,0	100,4	104,6	102,8	108,8	118,7	104
				Tasas de crecimient	o interanual				
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,
2018	1,8	0,9	1,0	0,0	1,5	1,1	3,1	6,6	1
2019	1,4	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	2,9	3,1	1,
2018 Ene	0,6	0,8	0,8	-0,2	1,3	1,1	1,6	-1,7	1,
Feb	1,1	1,1	1,1	0,0	1,7	1,4	0,3	1,4	1,
Mai	1,2	1,1	1,2	-0,1	1,9	1,3	1,6	1,3	1,
Abı	1,1	0,7	0,8	0,0	1,1	1,4	2,0	2,3	1,
May	2,1	1,1	1,1	0,0	1,8	1,3	3,5	7,8	2
Jun	2,3	1,0	1,0	-0,1	1,6	1,0	5,4	9,9	2,
Ju	1 2,2	0,9	0,9	0,0	1,5	0,8	4,0	11,2	1.
Ago	2,2	0,8	0,8	-0,1	1,3	0,7	4,6	11,1	2
Sep	2,3	0,8	0,8	-0,1	1,3	0,8	3,7	12,0	1,
Oct	2,3	1,0	1,0	0,1	1,6	1,0	3,5	10,7	1,
Nov	1,9	1,0	1,0	0,0	1,6	0,9	3,5	7,6	1,
Dio	1,8	1,1	1,0	0,1	1,6	0,9	3,5	6,7	1,
2019 Ene	1,9	1,0	1,0	0,0	1,7	0,9	4,0	6,9	1,
Feb	1,7	0,9	0,9	0,0	1,4	0,9	4,6	5,8	2
Mai	2,0	1,0	1,0	0,1	1,5	0,9	3,8	7,9	1,
Abı	1,7	1,0	0,9	0,2	1,4	0,8	3,6	6,3	1
May	1,2	1,0	0,9	0,2	1,4	0,8	2,8	2,1	1,
Jun	1,2	1,0	1,0	0,3	1,5	0,9	1,8	2,5	1,
Ju	l 1,3	1,0	1,0	0,3	1,5	1,1	2,4	2,3	1,
Ago	1,1	1,0	1,0	0,4	1,4	1,1	2,0	1,2	1,
Sep	0,9	1,0	1,1	0,4	1,4	1,3	2,4	-0,8	1
Oct	t 0,9	0,9	1,0	0,4	1,3	1,2	2,5	-0,2	1,
Nov	1,1	0,9	1,0	0,4	1,2	1,2	2,4	1,4	1
Dio	1,2	0,9	1,0	0,4	1,2	1,3	2,4	2,6	1,

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

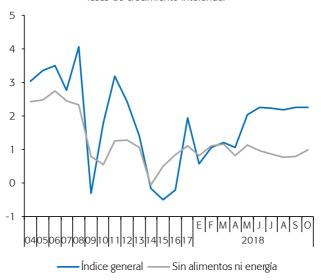
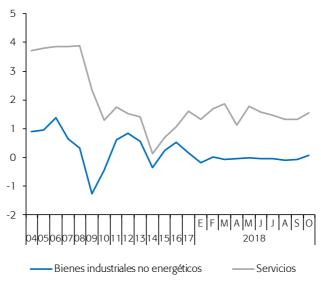


Gráfico 9.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	D	eflactor del PIB (a)		de precios ustriales	Precio de	e la vivienda	Precios del suelo urbano	Encues	ta trimestral de	costes labor	ales	Incrementos salariales
			Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)	(M. de Fomento)	Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes labo- rales totales por hora trabajada	pactados en negociación colectiva
	2	2010=100	20	15=100		2007=100			2000=1	00		
2011		100,0	99,1	98,1	83,4	84,6	69,8	144,5	141,9	152,5	154,9	
2012		100,1	102,9	99,8	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	
2013		100,5	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,3	
2014		100,3	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	
2015		100,8	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	
2016		101,1	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,3	
2017		102,3	101,1	101,9	74,3	74,8	58,2	144,0	142,3	149,1	156,3	
2018 (Ł	2)	103,0	103,7	103,0	77,9	76,7	-	144,1	142,1	150,2	152,1	
2016	IV	101,3	99,5	100,1	70,8	73,5	61,6	149,8	150,6	147,3	163,8	
2017	1	101,5	101,4	101,4	72,4	74,2	60,1	140,2	137,0	150,2	147,3	_
2017	ıı	102,3	100,4	101,9	73,8	74,4	59,7	146,1	145,5	148,1	154,2	
	III											
		102,4	100,5	102,0	75,2	74,9	58,1	138,7	135,5	148,7	159,0	-
	IV	103,1	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,9	151,3	149,6	164,9	-
2018	1	102,6	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,7	148,7	
		103,1	103,4	103,1	78,8	77,2	58,5	147,0	146,2	149,6	155,6	
	I (b)	103,4	105,5	103,1	-	-						
2018	Jul	-	105,0 105,4	103,1 103,1		-	-	-	-	-		
	Ago Sep	_	105,4	103,1	-				_	_		
	Зер		100,2	103,0	Tan	as de crecimient	 					
2011		0.0	6.0	4.2				• •	1.0	1.6	2.2	2.0
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		0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016		0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,0
2017		1,2	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018 (d	d)	1,0	2,9	1,2	6,5	3,2	-2,4	0,7	0,7	0,7	0,9	1,7
2016	IV	0,7	1,2	0,6	4,5	0,4	13,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,5	1,0
2017	1	0,7	6,9	2,4	5,3	2,3	6,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	1,3
	II	1,3	4,8	2,5	5,6	2,0	1,8	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	1,3
	III	1,2	3,3	2,1	6,6	1,8	7,4	0,4	0,3	0,7	-0,3	1,4
	IV	1,8	2,6	2,1	7,2	0,9	-10,9	0,7	0,5	1,5	0,7	1,4
2012												
2018	I	1,1	0,8	1,4	6,2	1,4	-2,6	0,7	0,8	0,3	1,0	1,5
	II	0,8	3,0	1,1	6,8	2,6	-2,1	0,6	0,5	1,0	0,9	1,6
	I (e)	1,0	5,0	1,1	-	-			-			1,7
2018	Ago	-	5,1	1,1	-		-	-	-	-		1,7
	Sep	-	5,2	0,9		-			-			1,7
	Oct		_								_	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

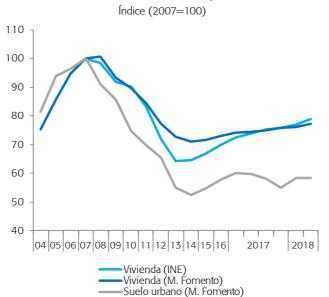
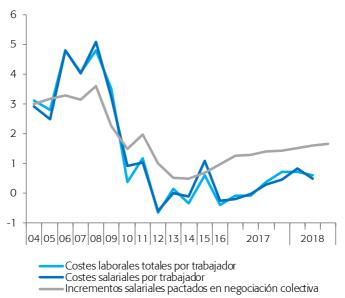


Gráfico 10.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual

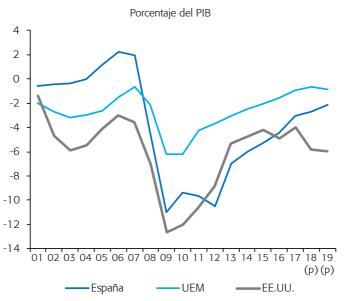


Cuadro 11 **Desequilibrios: comparación internacional**En azul: previsiones de la Comisión Europea

Lii azui. pie	visionics de	ia Comisio	"I Luiopea						
		Saldo de las AA.I	PP.	Deuda	pública bruta cons	solidada	Balan:	za de pagos por cu (Contabilidad Na	
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
			Mi	les de millone:	s de moneda na	cional			
2006	22,2	-133,8	-411,6	392,1	6.003,4	8.879,5	-90,7	27,4	-594,0
2007	20,8	-63,2	-513,6	384,7	6.113,2	9.356,6	-104,1	18,6	-728,5
2008	-49,3	-208,7	-1.033,3	440,6	6.626,5	10.851,1	-102,9	-57,6	-866,1
2009	-118,2	-579,4	-1.827,4	569,5	7.364,4	12.541,3	-46,5	51,3	-564,3
2010	-101,4	-592,5	-1.797,7	650,1	8.099,9	14.316,0	-42,0	57,2	-497,7
2011	-103,2	-416,3	-1.646,6	744,3	8.564,5	15.512,8	-35,3	80,1	-412,4
2012	-108,8	-362,0	-1.430,7	891,5	9.021,7	16.726,4	-4,6	218,2	-206,8
2013	-71,7	-304,5	-894,0	979,0	9.334,8	17.592,7	15,0	273,4	-208,2
2014	-61,9	-252,5	-832,5	1.041,6	9.580,4	18.311,9	10,3	308,2	-76,6
2015	-57,0	-215,5	-765,2	1.073,9	9.698,4	19.080,1	11,4	352,5	-169,2
2016	-50,0	-168,5	-920,0	1.107,2	9.874,2	19.959,1	24,1	376,2	-318,9
2017	-35,9	-108,0	-781,6	1.144,4	9.962,4	20.498,5	22,4	444,4	-329,3
2018	-32,4	-73,2	-1.186,8	1.175,6	10.084,8	21.685,3	14,6	446,1	-
2019	-27,0	-100,2	-1.282,3	1.211,4	10.208,0	23.055,0	12,5	438,5	-
				Porcen	taje del PIB				
2006	2,2	-1,5	-3,0	38,9	67,4	64,3	-9,0	0,3	-4,3
2007	1,9	-0,7	-3,6	35,6	65,0	64,7	-9,6	0,2	-5,0
2008	-4,4	-2,2	-7,0	39,5	68,7	73,8	-9,2	-0,6	-5,9
2009	-11,0	-6,2	-12,6	52,8	79,2	86,8	-4,3	0,6	-3,9
2010	-9,4	-6,2	-12,0	60,1	84,8	95,5	-3,9	0,6	-3,3
2011	-9,6	-4,2	-10,6	69,5	87,3	99,8	-3,3	0,8	-2,7
2012	-10,5	-3,7	-8,8	85,7	91,6	103,3	-0,4	2,2	-1,3
2013	-7,0	-3,1	-5,3	95,5	93,9	104,8	1,5	2,7	-1,2
2014	-6,0	-2,5	-4,8	100,4	94,2	104,5	1,0	3,0	-0,4
2015	-5,3	-2,0	-4,2	99,3	92,1	104,7	1,1	3,3	-0,9
2016	-4,5	-1,6	-4,9	99,0	91,2	106,7	2,2	3,5	-1,7
2017	-3,1	-1,0	-4,0	98,1	88,9	105,2	1,9	4,0	-1,7
2018	-2,7	-0,6	-5,8	96,9	86,9	105,8	1,2	3,8	-
2019	-2,1	-0,8	-6,0	96,2	84,9	107,3	1,0	3,6	-

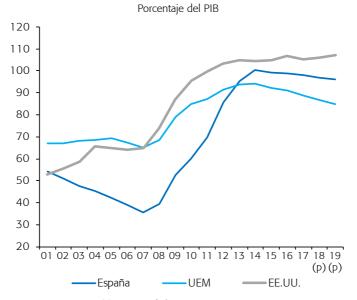
Fuente: Comisión Europea, Previsiones, otoño 2018.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada



(p) Previsión de la Comisión Europea.

1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

Población

	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
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∎	18.566	2,52		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

		Nupcialidad									
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio (hombres)	Edad media al primer matrimonio (mujeres)	Matrimonios del mismo sexo (%)					
2006	9,3	9,5	2,86	32,2	29,7	2,08					
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62					
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87					
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04					
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06					
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26					
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46					
2017	7,3	6,9									
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP					

112

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

			Fecundi	dad		
	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)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
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-septiembre.

Cuadro 3

Educación

		Formación alca	nzada (%)	
	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∎	20,7	6,6	29,1	42,0
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

		Alumnos mat	riculados en enseñanz	as no obligatorias	S .	Gasto en	educación
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 ^{er} y 2º 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•	130.7461 •	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-septiembre.

[•] Datos provisionales.

Cuadro 4 Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*									
	Desempleo	Seguridad Social								
	Desempleo	Jubi	ilación	Incapacida	ad 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♦	746.128	5.908.362	1.083	951.115	942	2.358.627	657			
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL			

	Prestaciones no contributivas/asistenciales							
	Desempleo	Segur						
	Desempleo	Jubilación	Invalidez	Otras				
	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♦	848.462	256.879	197.175	16.850				
Fuentes:	BEL	IMSERSO	IMSERSO	BEL				

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

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

◆ Los datos se refieren al periodo enero-agosto.

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

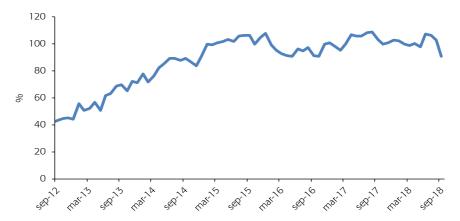
	Satis	sfacción*	Pacientes en espera			
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por médico de familia y pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes (por 1.000 hab.)			
2006	5,6	7,0	9,4	35,4		
2008	6,4	7,0	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

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 (septiembre 2012-septiembre 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).

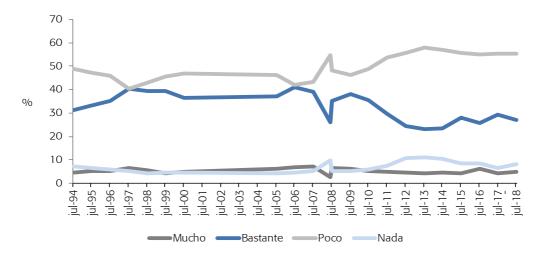
Fuente: Estudios ICC (Índice de Confianza del Consumidor), Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

3. FLASH SOCIAL. La elevada insatisfacción con el rendimiento de los tributos

La mayoría de la sociedad española piensa que, en conjunto, se beneficia "poco" de los impuestos y cotizaciones sociales que paga. Así lo ha vuelto a poner recientemente de manifiesto la encuesta "Opinión pública y política fiscal", elaborada anualmente por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS). En efecto, quienes en 2018 mantienen esa opinión representan actualmente el 55% de la población española. Unidos a los que piensan que la sociedad no se beneficia "nada" de lo que paga en impuestos y cotizaciones, la proporción se aproxima a dos terceras partes (63%). Estas opiniones críticas han prevalecido en la sociedad desde al menos mediados de los años noventa, cobrando especial intensidad a partir de 2011, con un máximo en 2013 (gráfico 2).

La crítica sobre la eficacia de la imposición fiscal también queda reflejada en las respuestas a la pregunta acerca del beneficio que los entrevistados, en particular, extraen de los impuestos y las cotizaciones. Seis de cada diez españoles de 18 o más años piensan que las administraciones públicas les dan menos de lo que ellos pagan en tributos. Aunque la proporción de quienes así opinan se ha mantenido desde 1999 por encima de la mitad de la población, es a partir de 2008, con el inicio de la crisis, cuando ha adquirido mayor volumen (gráfico 3). Como se desprende de los resultados de la última encuesta "Opinión pública y política fiscal" (julio de 2018), los individuos entre 35 y 64 años —pertenecientes a los grupos de edad que, al fin y al cabo, concentran el grueso de la población empleada— son los que en mayor medida consideran que las administraciones públicas les dan menos de lo que pagan en impuestos y cotizaciones (gráfico 4).

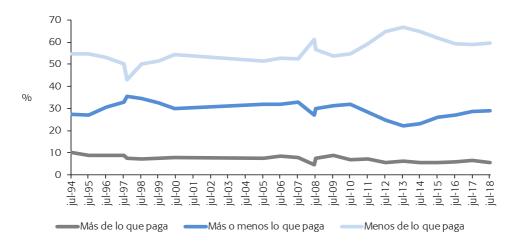
Gráfico 2 Opinión sobre los beneficios que la sociedad extrae de los impuestos y las cotizaciones (1994-2018)



Pregunta: "En general, teniendo en cuenta los servicios públicos y prestaciones sociales existentes, ¿diría Ud. que, en conjunto, la sociedad se beneficia mucho, bastante, poco o nada de lo que pagamos a las administraciones públicas en impuestos y cotizaciones?". *Fuente:* Encuestas "Opinión pública y política fiscal", Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 3

Opinión sobre los beneficios que los entrevistados y sus familias extraen de los impuestos y las cotizaciones (1994-2018)

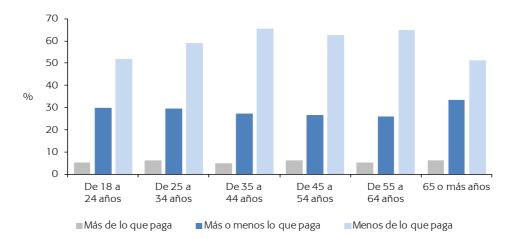


Pregunta: "Y más en concreto, teniendo en cuenta lo que Ud. y su familia reciben de las distintas administraciones públicas, ¿diría Ud. que las administraciones públicas le dan más de lo que Ud. paga en impuestos y cotizaciones, más o menos lo que paga, o menos de lo que paga en impuestos y cotizaciones?".

Fuente: Encuestas "Opinión pública y política fiscal", Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 4

Opinión de los beneficios que los entrevistados y sus familias extraen de los impuestos y las cotizaciones, por grupos de edad (julio 2018)



Pregunta: "Y más en concreto, teniendo en cuenta lo que Ud. y su familia reciben de las distintas administraciones públicas, ¿diría Ud. que las administraciones públicas le dan más de lo que Ud. paga en impuestos y cotizaciones, más o menos lo que paga, o menos de lo que paga en impuestos y cotizaciones?".

Fuente: Encuestas "Opinión pública y política fiscal", Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de noviembre de 2018

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,5	Agosto 2018
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,9	Agosto 2018
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,9	Agosto 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	725.490	Octubre 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	167.410	Octubre 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	466	Octubre 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

A. Dilleto y tipos	ac interes						
Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 octubre	2018 15 de noviembre	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	-0,318	-0,317	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,3	-0,03	-0,186	-0,149	-0,148	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)		4,2	1,4	1,5	1,5	1,6	Tipos de interés del con- junto del mercado (no ex- clusivamente 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 sim- ples (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 aumentado en la primera mitad de noviembre. El euríbor a 3 meses ha pasado del -0,318% de octubre al -0,317%, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado al -0,148% desde el -0,149% de octubre. 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. A mediados de noviembre, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado hasta el 1,6%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 agosto	2018 septiembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al con- tado con letras del Tesoro	BE	44,4	102,6	54,60	43,46	125,25	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	76,1	55,1	27,60	29,46	50,91	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	1,2	0,4	3,46	-	0,98	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	1,9	4,76	2,70	2,14	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	1,7	0,0	-0,7	-0,5	-0,4	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	726,2	1.104,9	1.127,1	1.154,7	1.142,1(a)	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	0,2	-1,3	-5,9	-0,2	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	-30,9	-7,1	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Recto- ras 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	951,78	916,7(a)	Con base 1985=100
15. lbex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.880,1	8.790,9	10.451,5	9.389,2	9.106,6(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	14,3	13,3(a)	Ratio "cotización/renta- bilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 agosto	2018 septiembre	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	-5,1	6,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	10,6	5,8	5,8	12,8	54,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 14 de noviembre de 2018.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de septiembre, se produjo un aumento de la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 125%) y de la contratación de obligaciones del Estado (hasta el 50,91%). El IBEX-35 se sitúa a mediados del mes de noviembre en los 9.106,6 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid en los 916,7 puntos. En septiembre, las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 6,9% mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice crecieron un 54,3%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2016	2017	2018 (1T)	2018 (2T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2,1	2,0	2,0	1,7	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,1	2,6	0,5	0,5	0,4	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	261,5	297,0	287,4	287,3	286,0	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)

		•	•				
Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2016	2017	2018 (1T)	2018 (2T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,6	64,4	61,3	60,5	60,8	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hoga- res e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,5	0,6	3,8	-0,4	2,6	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hoga- res e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,5	1,1	-0,1	0,1	1,6	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el segundo trimestre de 2018 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se redujo hasta el 1,7% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero disminuyó hasta el 0,4% del PIB. Se observa también un aumento de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 60,8% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 julio	2018 agosto	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,3	-4,1	-0,4	-0,9	-1.5	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	-O,1	2,4	-1,7	-0,9	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de ban- cos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,5	-11,6	-3,7	-1,0	0,2	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	0,3	-1,4	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 enti- dades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,2	-4,5	-1,7	1,9	1,7	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mer- cado interbancario

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 julio	2018 agosto	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	0,2	-3,6	-3,8	-1,6	-1,9	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de ban- cos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-1,8	-22,2	-3,5	-3,4	0,4	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	9,0	-0,3	-1,2	1,0	-1,0	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En agosto de 2018 se observó una caída del crédito al sector privado del 1,5% y también un descenso del 0,9% de los depósitos. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 0,2% mientras que las acciones y participaciones disminuyeron en un 1,4%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 1,9% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2015	2016	2017	2018 marzo	2018 junio	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	194	124	122	122	122	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el terri- torio español.
37. Número de en- tidades de depósito extranjeras operando en España	BE	75	82	83	82	82	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	246.618	189.280	187.472	187.472(a)	-	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	40.047	28.643	27.320	26.929	26.707	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al euro- sistema (total entida- des financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	318.141	527.317	762.540	760.140	725.490(b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades perma- nentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	65.106	138.455	170.445	169.678	167.410(b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades perma- nentes 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 2000-2015	2016	2017	2018 marzo	2018 junio	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total en- tidades financieras es- pañolas): operaciones principales de finan- ciación a largo plazo (millones euros)		20.270	1.408	96	2	466 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones princi- pales de l/p. Total España

⁽a): Diciembre de 2017.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En octubre de 2018, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 167.410 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 octubre de 2018, el importe de estos programas en España era 333.639 millones de euros y 2,7 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 resul- tados de las entidades de depósito
	44. Ratio " depósitos clien- tes/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 "ofici- nas/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 impues- tos/activos totales medios
	50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	3,12	3,66	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Be- neficio 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.

⁽b): Último dato a octubre de 2018.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 157. Análisis económico de la revolución digital

PANORAMA SOCIAL

N.º 27. Brechas de género

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 266. La empresa española: crecimiento y competitividad

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 7, N° 5 (2018). Spain's revised fiscal outlook and key challenges

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 5. Junio (2018)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 89. Construcción europea, identidades y medios de comunicación

LIBROS

El gobierno de la globalización. A propósito del 70 aniversario del GATT

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2018

	Su	Números sueltos**			
Publicación	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 lo					

^{*} Gastos de envío: España, 7€/año; Europa, 10€/ejemplar; resto países: 20,85€/ejemplar.

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

^{**} Gastos de envío: correo postal (Madrid y provincias): 1€.

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

