

## Alquileres, desigualdad, *shocks* externos

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

El mercado del alquiler

La desigualdad tras la  
crisis económica

Financiación autonómica

Escenarios de riesgo para  
la economía española

Debilidad de las  
exportaciones

Carteras de valores  
en intermediarios  
financieros

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Rentabilidad bancaria en  
Europa y Estados Unidos

Estabilidad de precios y  
*forward guidance*

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

## CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño  
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

ISSN: 2254-3422

© 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

269

marzo/abril 2019



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Retos del mercado del alquiler en España  
*José García Montalvo*
- 13 Acotando el espacio de la desigualdad tras la Gran Recesión  
*Eduardo Bandrés Moliné*
- 23 La financiación autonómica en la recuperación: buenos resultados, reivindicaciones contenidas  
*Susana Borraz*
- 29 ¿Cómo reaccionaría la economía española ante posibles *shocks* adversos?  
*Raymond Torres y María Jesús Fernández*
- 39 Debilidad de las exportaciones españolas en 2018  
*María Jesús Fernández*
- 45 Carteras de valores en intermediarios financieros (bancos, fondos y seguros): España frente a la eurozona  
*Ángel Berges y Fernando Rojas*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 53 Análisis de las diferencias en la rentabilidad bancaria entre Europa y Estados Unidos  
*Santiago Carbó Valverde, Timothy Cobau y Francisco Rodríguez Fernández*
- 63 Estabilidad de precios, *forward guidance* y construcción de la unión monetaria  
*Erik Jones*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 72 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 95 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 101 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

Los tres primeros artículos de la sección de Economía y Finanzas Españolas con los que se abre este número de *Cuadernos de Información Económica* atienden a otros tantos debates que con diferente intensidad han prendido con fuerza en la sociedad española: el mercado de alquiler de viviendas, la desigualdad de rentas y la financiación autonómica. En el primero de ellos, JOSÉ GARCÍA MONTALVO analiza la situación actual y los retos más importantes del mercado del alquiler en España. El rápido crecimiento del precio de los alquileres de vivienda en algunas grandes ciudades españolas ha provocado una cierta alarma ante la posible existencia de una burbuja, hasta el punto de la aprobación de un Real Decreto Ley de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler, que regula aspectos como la duración de los contratos, incrementos de rentas y garantías. Uno de los problemas a los que se enfrenta cualquier análisis del mercado de alquiler es la fragilidad de los datos y la falta de una estadística de referencia, de modo que la información con la que se cuenta es de muy limitada calidad. En todo caso, los indicadores disponibles sí parecen avalar la existencia de una subida de precios en algunas grandes ciudades. El artículo examina las posibles causas y trata de situar en su justa medida factores como el papel de los grandes tenedores de viviendas, los apartamentos de uso turístico, las plataformas de contratación o la demografía. El elemento más conflictivo del debate social es el que se refiere al establecimiento de un control de rentas. Y en este punto la evidencia empírica advierte con claridad sobre los impactos negativos de su implantación. La propuesta de movilización de suelo público a partir de iniciativas

público-privadas y la calificación pública de las viviendas construidas con subvenciones delimitan algunas fórmulas sobre las que podría articularse una política de incentivación de la oferta de vivienda en alquiler.

El interés académico y social por la desigualdad se ha revitalizado como consecuencia de los efectos de la última crisis económica sobre el nivel de vida de gran parte de la población de los países avanzados. España ha sido uno de los países donde la intensidad de la crisis ha dado lugar a un mayor aumento de la desigualdad, quebrándose así una tendencia de reducción que ya en los primeros años del nuevo siglo se había estabilizado. El artículo de EDUARDO BANDRÉS MOLINÉ pretende acotar el espacio de la desigualdad, para identificar así los factores que están detrás de su crecimiento más reciente. Por una parte, la renta de los percentiles superiores e inferiores comparada con la mediana de la distribución revela que el ensanchamiento de la dispersión se explica principalmente por la mayor distancia entre la renta mediana y las rentas bajas. Por otra, la caída de la renta disponible en términos reales y el consiguiente aumento de las tasas de pobreza se ha proyectado sobre la población en edad de trabajar, dejando prácticamente a salvo de las vicisitudes de la crisis al colectivo de pensionistas. En consecuencia, para aislar mejor el foco donde se concentran los problemas hay que remitirse a los deciles inferiores y a la población entre 18 y 65 años. El análisis realizado muestra que es en el espacio de la renta de mercado donde se genera el aumento de la desigualdad, a pesar de que el sistema de transferencias e impuestos ha intensificado su

esfuerzo redistributivo sobre ese colectivo poblacional. Es, por tanto, sobre el proceso de formación de rentas primarias donde debe actuarse de forma prioritaria: empleo, temporalidad, salarios. Las estimaciones de los organismos internacionales sitúan el desempleo y la intensidad laboral en el centro del problema de la desigualdad de ingresos. Lo que no es óbice para reconocer que también las políticas sociales deben afrontar una mayor atención a los hogares monoparentales y de jóvenes con hijos dependientes ubicados en los deciles inferiores de la distribución.

El casi permanente debate sobre la reforma de la financiación autonómica parece haberse desactivado en los últimos meses en un contexto de mejora muy notable de las cifras del sistema al amparo de la recuperación económica. De hecho, las comunidades que con mayor insistencia venían demandando una reforma del actual sistema son las que han obtenido un mayor rendimiento en los dos últimos años. El artículo de SUSANA BORRAZ revela cómo el buen comportamiento de los recursos tributarios ha permitido acelerar el crecimiento de las liquidaciones en 2015 y 2016, correspondientes a dos años atrás, debido al diferencial entre las entregas a cuenta y el dinamismo real de la economía. No obstante, el aplazamiento de la reforma tiene el riesgo de que esta se plantee posteriormente en un escenario económico menos favorable y donde resulte aún más complejo estimar la dinámica de comportamiento del nuevo sistema.

Entrando ya en el análisis macroeconómico, las recientes revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de la eurozona, realizadas por la OCDE y el Banco Central Europeo (BCE), situando en el 1% y en el 1,1% respectivamente la tasa esperada para el año 2019, abren nuevos interrogantes sobre el alcance e intensidad del proceso de ralentización económica en Europa. Factores como la contracción del crecimiento en China, un *brexit* sin acuerdo, las disrupciones derivadas de las guerras comerciales o un precio del petróleo en la parte alta del rango de previsiones, configuran un deterioro de las condiciones económicas internacionales que terminaría impactando también sobre la evolución de la economía española. Aunque el escenario central contempla ya una reducción de la tasa de crecimiento del PIB nacional hasta el 2,1% en 2019, en línea con un entorno mundial en desaceleración, el artículo de

RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ propone una evaluación del comportamiento de la economía española ante situaciones más desfavorables del contexto internacional y de las condiciones financieras. Se dibujan así dos escenarios adversos –de riesgo y de riesgo incrementado– caracterizado el primero por un *shock* comercial y el segundo por un *shock* financiero adicional al anterior, con un rango de probabilidades que se sitúan entre el 20 y el 25% en el primero, y en un máximo del 5% en el segundo. El objetivo del trabajo es analizar la capacidad de resistencia de la economía española ante un empeoramiento de las condiciones inicialmente previstas. En el primero de los casos, la caída en unas décimas de la tasa de crecimiento del PIB situaría la tasa de paro en el 12,5% en 2021, casi un punto porcentual por encima del escenario central, el saldo de la balanza por cuenta corriente se volvería deficitario y el déficit de las cuentas públicas repuntaría hasta el 2,6% del PIB. En el segundo, y muy improbable, escenario, la economía entraría en recesión por el desplome de la demanda interna y el déficit público se incrementaría hasta rozar el 5% del PIB en 2021. En el bienio 2019-2021 se perderían 215.000 empleos netos, de los cuales solo dos terceras partes se recuperarían en 2021. En todo caso, incluso bajo estos supuestos altamente adversos, la economía española tendría un comportamiento menos negativo que en los años centrales de la Gran Recesión; porque no estaríamos ante una burbuja inmobiliaria y porque la posición financiera de empresas y familias es ahora más favorable. Pero tres debilidades podrían ensombrecer el horizonte ante una hipótesis de situación recesiva: el estrecho margen de maniobra de la política fiscal por el elevado nivel de deuda pública, el carácter marcadamente procíclico del mercado laboral y la elevada dependencia de la economía española con respecto al petróleo, que condiciona fuertemente el saldo de la balanza de pagos.

Precisamente el sector exterior, y más concretamente las exportaciones de bienes, son el objeto de análisis en el artículo de MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ. Por primera vez en todo el periodo posterior al inicio de la última crisis económica, las exportaciones españolas de bienes han crecido en 2018 por debajo del comercio mundial, sin que los factores que generalmente forman parte de la función convencional de exportaciones expliquen en su totalidad este mal resultado. Ni la desaceleración de los principales destinos geográficos, ni la trayectoria del



tipo de cambio del euro, ni la evolución de la competitividad precio son argumentos suficientes para justificar esta caída en la tasa de crecimiento en términos reales: del 4,7% al 1,8% según la Contabilidad Nacional, y del 7% al 0,2% según Aduanas. Aunque todavía no es posible establecer un diagnóstico preciso que permita discernir si el mal resultado de las exportaciones en 2018 es un hecho puntual o es el inicio de una etapa de menor dinamismo, conviene prestar atención a la evolución de un sector que ha desempeñado un papel tan importante en la salida de la crisis.

Entre los potenciales riesgos sistémicos de los sistemas financieros, las autoridades supervisoras están prestando una creciente atención a las interrelaciones entre los diferentes subsectores: bancos, seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones. Preocupan, en tal sentido, las coincidencias en las tenencias de valores en sus carteras de inversión, pues en el hipotético caso de una brusca caída en el valor de mercado de esos activos, podría producirse una amplificación de los riesgos que afectaría a la respuesta de los inversores. El artículo de ÁNGEL BERGES Y FERNANDO ROJAS realiza un análisis comparativo de la importancia relativa de esas carteras en España y en la eurozona. En el caso español destacan los bancos como los principales tenedores de carteras de valores, con un volumen agregado que supera al de todos los demás subsectores juntos, en claro contraste con la eurozona, donde los fondos de inversión son los que detentan la mayor cartera de valores. No obstante, la reducción de la deuda pública en los balances bancarios ha recortado la distancia de los bancos con respecto a los fondos de inversión, que han registrado un fuerte incremento en su patrimonio gestionado. Este desplazamiento hacia los fondos de inversión sitúa el riesgo sistémico en una posición diferente, puesto que no se refiere tanto a impactos sobre la solvencia del conjunto del sistema como a los efectos de la respuesta de los inversores ante cambios bruscos del mercado.

La rentabilidad sigue siendo una de las principales asignaturas pendientes de la banca europea, en claro

contraste con la banca de Estados Unidos. El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, TIMOTHY COBAU y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ analiza los factores que están detrás de estas diferencias, y que tienen que ver con la política monetaria, la regulación, los ejercicios de transparencia, la dimensión y la forma en que se ha resuelto, a uno y otro lado del Atlántico, la crisis financiera. Más allá de los elementos competitivos y de mercado que afectan a la rentabilidad de las entidades, dos problemas destacan a efectos comparativos. El primero, la limitada capacidad de acción y de recursos del esquema de protección que sostiene la unión bancaria en Europa, lo que impide aislar y acotar problemas como por ejemplo los de la banca italiana. El segundo, el distinto ambiente financiero en Europa y Estados Unidos, condicionado por la política monetaria, aunque en este caso, y a pesar de las subidas de tipos de interés, las entidades norteamericanas no han conseguido elevar su margen de intereses por encima del 3,5%, superior en todo caso al promedio europeo, que se mantiene por debajo del 1%.

La sección de Economía Internacional se cierra con un artículo de ERIK JONES sobre la problemática asociada a la interpretación de las indicaciones prospectivas (*forward guidance*) del Banco Central Europeo (BCE) ante la ambigüedad con la que se define el objetivo de estabilidad de precios. La tesis del autor es que si la *forward guidance* funcionase eficientemente, el BCE y los mercados deberían apuntar en la misma dirección, lo que no siempre sucede, precisamente por la ambigüedad señalada. La estrategia de comunicación debería ayudar a clarificar la evaluación que hace el Consejo de Gobierno de las condiciones de cada momento, y saber cuál será su reacción ante los acontecimientos subyacentes. El BCE habría afrontado estos problemas promoviendo la integración de los mercados financieros dentro de la eurozona y elaborando una narrativa que explique cómo los precios pueden mantenerse estables para el conjunto pese a las diferencias de inflación de un país a otro. Y todo ello con objeto de mejorar la efectividad de la política monetaria, tanto a nivel de percepciones como de realidad.



## Retos del mercado del alquiler en España

José García Montalvo\*

**El rápido crecimiento del precio del alquiler en algunas grandes ciudades españolas ha popularizado el término “burbuja del alquiler”. La alarma provocada, junto con el aumento de los desahucios ligados al impago del alquiler, ha derivado incluso en el Real Decreto-ley 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler. Sin embargo, un análisis detallado arroja serias dudas sobre la existencia de dicha burbuja. Primero, es necesario destacar que cualquier análisis del mercado de la vivienda en alquiler está limitado por la escasa calidad de los datos disponibles. En segundo lugar, si bien es cierto que la crisis financiera y la posterior recuperación han coincidido con un aumento en la demanda de vivienda de alquiler, algunos indicadores, como la tasa de privación severa de vivienda, se ha mantenido, para todas las formas de tenencia, por debajo del promedio de la UE-28. Además, existe poca evidencia empírica para apoyar algunos conceptos erróneos sobre las razones de los recientes aumentos en los precios de alquiler, como el crecimiento de los inversores a gran escala o los apartamentos turísticos. Dicho esto, las medidas de política pública no han logrado abordar adecuadamente los problemas en el mercado de alquiler. En el futuro, será importante evaluar cuidadosamente los efectos de cualquier medida adoptada para garantizar la incentivación, en lugar de la restricción, de la oferta de alquiler, así como evaluar cualquier impacto potencial sobre la desigualdad.**

Hace ya muchos meses multitud de analistas y medios de comunicación comenzaron a hablar de la existencia de una supuesta “burbuja del alquiler” en referencia al rápido incremento de los precios de los alquileres en algunas grandes ciudades. La alarma provocada por este proceso junto con el aumento de los desahucios ligados al impago del

alquiler ha derivado incluso en la aprobación del Real Decreto-ley 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler, para modificar la Ley de Arrendamientos Urbanos y la Ley de Enjuiciamiento Civil. En este artículo se repasa la situación reciente del mercado del alquiler en España, los prejuicios erróneos sobre

\* Catedrático de Economía de la Universitat Pompeu Fabra. Research Professor (Barcelona GSE e IVIE).

su evolución, la escasa información disponible para su análisis y los efectos de distintas políticas para hacer frente a los problemas del mercado del alquiler.

## La situación del mercado del alquiler

España ha tenido en los últimos treinta años una proporción de tenencia en alquiler muy baja en comparación con los países con un nivel de desarrollo similar. En la UE-28 la media de la proporción de alquiler de mercado en 2016 era del 19,8% mientras en total el alquiler alcanzaba el 30,7% (Ministerio de Fomento, 2017). A mitad de los años 2000 la proporción del alquiler a precio de mercado en España se situaba en el 9,5% y el total (incluyendo alquiler a precio por debajo de mercado y cesión gratuita) estaba en el 19,4%. Esto no fue siempre así. En los años 50 la tenencia en alquiler en España superaba el 50%. El estricto control de alquileres de la época franquista y el aumento de los precios de la vivienda en los años 60 y parte de los 70, junto con los posteriores intensos incentivos a la compra de vivienda (desgravaciones a la vivienda, tipos impositivos reducidos, ausencia de imputación de las rentas proporcionadas por la vivienda propia, deducciones en las ganancias de capital inmobiliarias, etc.) provocó lo que algunos han denominado “cultura de la propiedad” y que es simplemente el resultado de los incentivos económicos a la compra de la vivienda. La liberación parcial de los alquileres tras la denominada Ley Boyer fue contrabalanceada por nuevos incentivos a la compra, lo que mantuvo la tendencia decreciente de la tenencia en alquiler hasta casi el comienzo de la crisis de 2008. En ese momento, y teniendo en cuenta que la financiación de la vivienda en propiedad estaba en el origen de la crisis inmobiliaria y bancaria española, algunos ya apuntamos hace casi diez años que el alquiler sería la estrella del futuro del sector inmobiliario en España (García-Montalvo y Garicano, 2009) y propusimos cambios para mejorar su regulación (García-Montalvo, 2012).

Desde el comienzo de la crisis se observa un creciente impulso de la demanda de vivienda en alquiler sustentada por el aumento de los requisitos para conseguir una hipoteca, la desaparición de las desgravaciones fiscales a la compra, el recuerdo de los problemas de una parte significativa de la población para pagar las cuotas hipotecarias, la percepción de riesgo en la adquisición de una vivienda en propiedad que no existía con anterioridad, y un cierto cambio social que deja de ver la propiedad como única forma de tenencia socialmente aceptable. Este último factor está asimismo relacionado con la expansión de la economía colaborativa. La oferta también ha aumentado, aunque a menor ritmo, fundamentalmente por las compras de pequeños inversores, dada la elevada rentabilidad de la vivienda en alquiler respecto a las alternativas de inversión. De esta forma, lo que hemos observado estos últimos años es un ajuste hacia una nueva situación donde la proporción de vivienda en alquiler será claramente superior al periodo precrisis. En 2017 la tenencia en alquiler no cedido alcanzó el 16,9%<sup>1</sup>, significativamente superior a los valores de hace diez años.

## La necesidad de unas estadísticas fiables sobre el mercado de alquiler

El complejo proceso de ajuste a la nueva situación de equilibrio, con una proporción de tenencia en alquiler muy superior a la situación anterior, ha provocado desajustes importantes, en muchos casos amplificadas por intereses políticos. Desgraciadamente el conocimiento sobre el proceso es muy deficiente, puesto que las estadísticas sobre alquileres en España son absolutamente precarias. La proporción de tenencia en alquiler se puede obtener de los Censos o de la *Encuesta de Condiciones de Vida*. Sin embargo, en ninguno de los dos casos se trata de una operación estadística que tenga como objetivo estimar esta proporción. La situación de las estadísticas sobre los precios del alquiler es todavía más deficiente tras el fracasado estudio realizado en 2006 por

<sup>1</sup> Esta proporción se refiere al alquiler a precio de mercado y a precio inferior al de mercado, y no incluye otras formas de tenencia como la cesión gratuita.

el Observatorio Estatal de la Vivienda en Alquiler, cuyos resultados fueron puestos en tela de juicio por investigadores y participantes en el mercado.

*La fragilidad de los datos sobre alquileres y la falta de una estadística de referencia impiden que la información que se transmite a partir de los medios de comunicación y ciertos representantes políticos, basada en buena medida en los precios de oferta de diversos portales inmobiliarios, refleje la evolución real de los alquileres.*

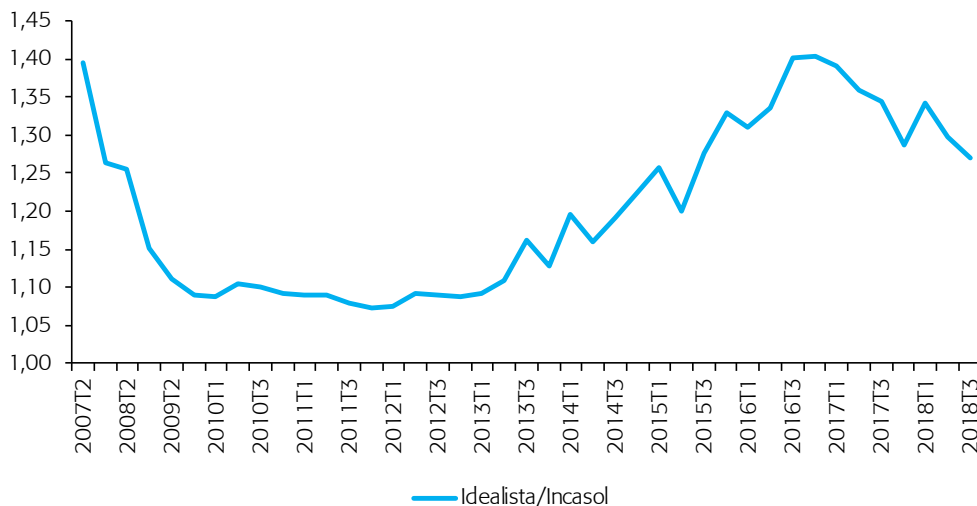
Como sucede con muchas otras estadísticas inmobiliarias, la información disponible sobre alquileres es escasa y muy deficiente, proviene generalmente de portales inmobiliarios y, por tanto, no refleja los precios de mercado sino los precios solicitados por los propietarios. Sin embargo, la mayoría de los analistas y medios de comunicación recogen la información que proporcionan esos portales inmobiliarios. Desafortunadamente la cantidad de información recopilada por los portales es inversamente proporcional a su

calidad como indicador del alquiler de mercado. Por ese motivo existe una gran diferencia entre los precios de oferta que recogen los portales inmobiliarios y los alquileres de mercado<sup>2</sup>. Para empeorar las cosas, la diferencia entre ambas lógicamente no se mantiene estable, por lo que las tasas de crecimiento no son tampoco similares. La divergencia entre las expectativas de los arrendadores y los potenciales inquilinos emerge en la diferencia entre los precios solicitados y los precios finales.

Esto genera multitud de sesgos. Pongamos un ejemplo: supongamos que un portal anuncia un piso de 5.000 euros al mes y doce de 500. El precio medio será de 846 euros. Como el alquiler de 5.000 euros está fuera de mercado se alquilarán las viviendas de 500, pongamos seis. ¿Qué ha pasado con el alquiler medio? Según el portal habrá subido un 35%. ¿Qué habría pasado si se alquilan las seis viviendas, pero el propietario que quería alquilar por 5.000 reconsidera y baja el precio a 2.500 euros? Según el portal el alquiler habría caído un 7%. El hecho de que se alquilen rápido las viviendas baratas y tarden en alquilarse las más caras genera un claro sesgo que impide interpretar estos datos.

Gráfico 1

**Ratio alquiler medio (euros por m<sup>2</sup> y mes) Idealista/Incasol**



Fuentes: Idealista, Incasol y elaboración propia.

<sup>2</sup> Los Informes de Tecnocasa muestran cómo el descuento sobre el precio de oferta es muy procíclico.

¿Cómo se podría evaluar la calidad de los datos de oferta? Una posibilidad es comparar los datos de los portales con los alquileres efectivamente pagados. Este ejercicio, en general, no puede realizarse. Sin embargo, en Cataluña y, más concretamente en la ciudad de Barcelona, los depósitos de fianzas en el Incasol permiten establecer una relación entre los precios de oferta y los precios de mercado. El gráfico 1 muestra de forma más sistemática la ratio del precio de alquiler en Barcelona según Idealista dividido por la renta del alquiler obtenida a partir de las fianzas depositadas en el Incasol.

El gráfico 1 muestra cómo en las recesiones la ratio se acerca a uno mientras en las expansiones sube muy rápido. Este movimiento de ida y vuelta es lógico. En las expansiones la presión de la demanda hace que los precios de oferta sean más altos respecto a los de mercado, pues las expectativas de crecimiento futuro del alquiler se capitalizan en las rentas corrientes solicitadas. Lo contrario sucede cuando la economía se ralentiza o se contrae.

Otra forma de comprobar la relación existente entre los alquileres de los portales inmobiliarios y

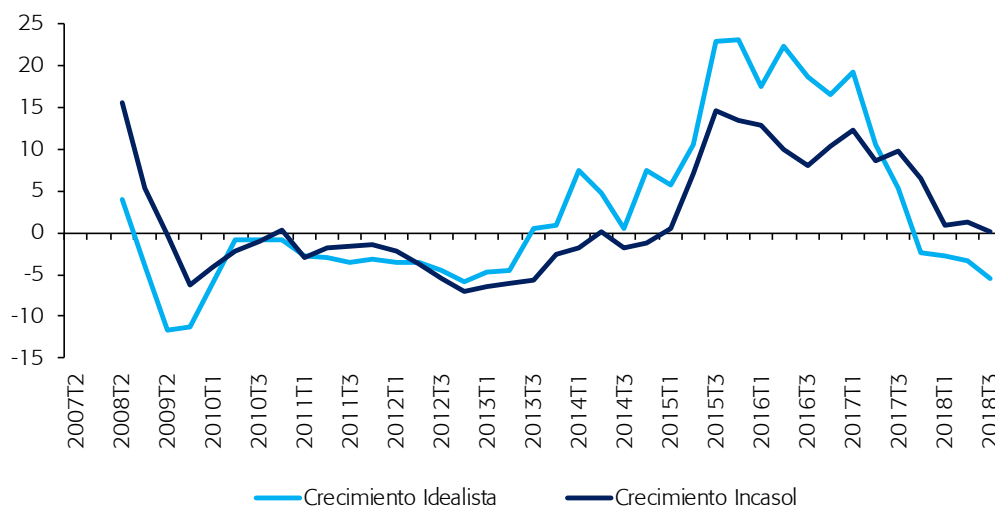
las fianzas depositadas es el análisis de las tasas de crecimiento. El gráfico 2 muestra que, en la contracción, las tasas de caída de los alquileres publicados en los portales inmobiliarios son mayores que los alquileres de mercado, mientras que en las subidas las tasas son mucho más altas. En las fases de estabilidad, por ejemplo el periodo 2010-2012, las tasas de variación son similares. Por el contrario, entre el tercer trimestre de 2015 y 2016 según Idealista, el alquiler medio solicitado se incrementó un 18,5%. Sin embargo el precio de los contratos firmados entre esos dos momentos subió un 8%. En 2017 el portal estimaba una caída del alquiler del 2,4% mientras que el precio en los alquileres contratados subía un 4,4%.

Los datos del alquiler en la ciudad de Barcelona muestran que los valores de los portales no son un buen indicador del alquiler real de mercado. El hecho de que no haya una relación de proporcionalidad entre ambos indicadores, pues su ratio cambia con el tiempo, hace que los alquileres de los portales sean de poca utilidad para hacer un seguimiento del mercado del alquiler. Es urgente la producción de una serie estadística oficial de rentas de alquileres evitando los errores que se cometieron en la construcción original

Gráfico 2

**Tasa de crecimiento (euros por m<sup>2</sup> y mes) Idealista frente a Incasol**

(En porcentaje)



Fuentes: Idealista, Incasol y elaboración propia.

del índice de precios de la vivienda (Ministerio de Obras Públicas y Urbanismo, actual Ministerio de Fomento) y la estadística de alquileres de 2006.

La fragilidad de los datos sobre alquileres y la falta de una estadística de referencia impiden que la información que se transmite a partir de los medios de comunicación y ciertos representantes políticos refleje la evolución real de los alquileres. De esta forma, en las fases de expansión se calienta adicionalmente el mercado expandiendo la idea de que los alquileres suben más deprisa de lo que realmente aumentan y retroalimentando el proceso. Asimismo, cuando el proceso se detiene, los medios siguen generando alarma. Por ejemplo, a principios de 2019 los medios de comunicación siguen insistiendo en que los alquileres están subiendo sin control en Barcelona a pesar de que los precios de oferta hace meses que están cayendo. Utilizando los últimos datos del tercer trimestre de 2018 algunos periódicos afirman que el alquiler en Barcelona seguía subiendo al 5% interanual cuando la realidad es que el alquiler por metro cuadrado se había estabilizado. El 5% es el crecimiento del alquiler total, no por metro cuadrado. Los titulares fueron “los alquileres siguen subiendo al 5%” cuando deberían haber dicho “los barceloneses están alquilando casas más grandes”.

## ¿Por qué sube el precio del alquiler en las grandes ciudades?

El rápido crecimiento del precio del alquiler en las grandes ciudades españolas, especialmente Madrid y Barcelona, ha popularizado el término “burbuja del alquiler”. Es importante empezar señalando que desde un punto de vista económico no tiene sentido hablar de burbuja del alquiler. Solo se pueden generar burbujas en los precios de los activos (acciones, inmuebles, etc.). No tendría sentido hablar de una burbuja de los dividendos, como no tiene sentido hablar de una burbuja del alquiler. De hecho, uno de los indicadores más claros de la burbuja en los precios de la vivienda en el pasado, además del espectacular crecimiento del crédito, era precisamente la baja rentabilidad

del alquiler. En el peor momento llegó a estar por debajo del 2%. ¿Por qué alguien querría pagar un precio astronómico por viviendas con una rentabilidad tan baja comparada con otros activos en ese momento? La única explicación era la expectativa de que los precios siguieran subiendo sin límite, y se realizaran ganancias de capital en la venta. ¿Por qué comprar en lugar de alquilar, y poner el dinero en el banco al 5%? Pues por el temor a que los precios siguieran subiendo y no poder comprar en el futuro. Al final son estas expectativas irreales sobre el crecimiento futuro de los precios las que alimentan las burbujas en presencia de crédito abundante. En estos momentos, con rentabilidades del alquiler entre el 5% y el 7%, los precios de la vivienda están bien justificados por las rentas. Finalmente, mientras que es evidente que el precio de la vivienda puede aumentar sin límite, si el crédito aumenta sin límite, no sucede lo mismo con el alquiler, que viene limitado por la renta de las familias.

El rápido aumento de los precios del alquiler en algunas grandes ciudades ha motivado la búsqueda de las causas de este proceso. No obstante, conviene evitar el alarmismo generalizado causado por una selección interesada de los indicadores de acceso a la vivienda. Las últimas estadísticas de la Unión Europea (UE), referidas a 2016, indican que la tasa de privación de vivienda severa en España (1,7%) se sitúa claramente por debajo de la media de la UE-28 (4,8%) y la eurozona (3,5%), e incluso por debajo de países como Suecia, Francia o Alemania. En segundo lugar, la tasa de “asequibilidad” de la vivienda (proporción de hogares que destinan al menos el 40% de su renta disponible equivalente a la vivienda) para el conjunto de la población se sitúa en el caso español en el 10,2%, por debajo de la media de la UE-28 (11,1%) y de la eurozona (11%). La población que vive en alquiler a precio reducido o cesión también tiene un nivel de asequibilidad (10,6%) mejor que la media de la UE-28 (13%) y la eurozona (11,8%). El problema de asequibilidad se concentra exclusivamente en el mercado de alquiler a precio de mercado, donde la tasa de asequibilidad en España alcanza el 43%, muy por encima de la media de la UE-28 (28%).

Sin duda, el aumento de la proporción destinada al pago del alquiler ha generado una situación de enormes dificultades para el acceso a la vivienda (unido a la dificultad de conseguir un crédito hipotecario teniendo en cuenta la elevada temporalidad y los bajos salarios de los contratos en España). Existen dos problemas fundamentales para hacer frente a esta situación. En primer lugar, la ausencia casi absoluta de información precisa sobre las variables fundamentales del mercado impide realizar un análisis riguroso de las causas. En segundo lugar, y dado que es muy difícil obtener resultados empíricos, las recomendaciones para afrontar el problema se basan en *a priori*s ideológicos y propuestas de medidas que ya fracasaron en el pasado.

---

*La oferta de viviendas en alquiler sigue dominada por pequeños propietarios locales (pequeños inversores, jubilados, etc.) Hay más de 2,3 millones de españoles que declaran el cobro de rentas por alquileres inmobiliarios. Los grandes tenedores de viviendas no representan más del 5% del mercado. Por tanto, es difícil pensar que estos últimos puedan tener capacidad de monopolio para controlar los precios.*

---

El primer presunto culpable son los grandes tenedores de vivienda en alquiler. Sin embargo, al contrario de interpretaciones poco informadas, la oferta de viviendas en alquiler sigue dominada por pequeños propietarios locales (pequeños inversores, jubilados, etc.). Hay más de 2,3 millones de españoles que declaran el cobro de rentas por alquiler inmobiliarias. Los grandes tenedores de viviendas no representan más del 5% del mercado. Por tanto, es difícil pensar que estos últimos puedan tener capacidad de monopolio para controlar los precios y hacerlos subir a su discreción. Es importante recordar cuando se piensa en medidas de protección para el inquilino, que en el otro lado de la relación contractual puede haber un pensionista o un pequeño ahorrador que tiene al alquiler como fuente para complementar su renta. Y todo esto sin contar que sería deseable que el

mercado de alquiler tuviera una oferta profesionalizada, como en muchos otros países, en lugar de basarse en particulares que, por lo general, ofrecen unos servicios de poca calidad.

El segundo presunto culpable son los apartamentos turísticos. En el verano de 2018 se produjo una fuerte controversia respecto al impacto de los apartamentos turísticos que tuvo como protagonistas a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) y al Ayuntamiento de Madrid. La CNMC publicó un informe que, entre otras cosas, señalaba que no había evidencia del impacto de los apartamentos turísticos sobre los alquileres. Desde una perspectiva teórica es muy difícil dar una respuesta a esta pregunta. Es absolutamente simplista pensar que todos los apartamentos turísticos estarían en el mercado de alquiler de largo plazo en el caso de, por ejemplo, prohibirse los apartamentos turísticos. Muchos apartamentos de las plataformas están en alquiler por temporadas muy breves de tiempo que coinciden con periodos en que sus dueños están de viaje, vacaciones, etc. Otros no saldrían al mercado porque sus dueños pueden pensar que la rentabilidad estándar del alquiler no les compensa los riesgos que ven en alquilar su propiedad. E incluso algunos de ellos no existirían, pues los compradores de los mismos no habrían hecho la inversión

---

*Cuando la CNMC dice que no existe evidencia de la relación entre apartamentos de uso turístico y precio del alquiler acierta de lleno. Una cosa distinta es que de aquí se pueda extraer la conclusión de que no hay relación: lo que sucede es que no existe información suficiente para hacer un estudio creíble que permita descubrir si existe o no dicha relación.*

---

en otras condiciones. Por tanto, el impacto de los apartamentos turísticos dependerá del tamaño relativo del sector y de su impacto sobre oferta de vivienda en alquiler. Este efecto solo puede analizarse utilizando evidencia empírica y no argumentos teóricos.



La visión más simplista consiste en interpretar la coincidencia entre el comienzo del fenómeno de los apartamentos turísticos con el incremento de los alquileres sin tener en cuenta que en ese mismo momento comienza también la expansión económica, la mejora del empleo, etc. Y sin considerar, por ejemplo en el caso de Barcelona, que el precio del alquiler había caído un 20% entre 2008 y 2013. Por tanto, esa coincidencia es cualquier cosa menos una evidencia creíble. Además, y aunque no sea una medida muy precisa, en el caso de Barcelona el número de contratos de alquiler de la ciudad inscritos en el Incasol aumentó un 23% entre 2015 y 2017. Si contamos desde el comienzo de la crisis, el número de contratos se ha duplicado.

La evidencia empírica muestra que no existe correlación entre el número, o la proporción de apartamentos turísticos por distritos de Barcelona, y el incremento del precio del alquiler. Evidentemente esta evidencia es débil pues no es causal, pero hace más difícil poder justificar un impacto relevante de los alquileres turísticos sobre el alquiler convencional. Entonces, ¿cómo justificaba el informe del Ayuntamiento de Madrid la afirmación de que la proliferación de viviendas de uso turístico había producido un aumento “astronómico” de los alquileres? El sustento se encuentra en una interpretación de una declaración de un miembro de una asociación de vecinos. Como argumento es más bien deficiente. En la página siguiente el informe señala que “la evidencia estadística de la variación de los precios del Distrito Centro respecto al conjunto de la ciudad parece avalar, al menos parcialmente, esta hipótesis”. “Parece” y “parcialmente”. Pero, ¿cuál es esa evidencia? Que los alquileres del Distrito Centro han experimentado un movimiento diferente al promedio de Madrid, si bien hay distritos distintos al Distrito Centro donde el alquiler ha aumentado más. Resumen: donde más aumentan los apartamentos turísticos no es donde más crece el alquiler. Para culminar las inconsistencias lógicas se concluye que “se han encontrado importantes limitaciones, debido a la ausencia de series de información estadística suficientes, lo que hace difícil establecer modelos robustos y concluyentes.” Y después

de añadir, a todo lo anterior, que hay mucho los otros factores que afectan al precio del alquiler, el informe concluye que hay relación entre la vivienda de uso turístico y el precio del alquiler.

Ante la imposibilidad de obtener evidencia empírica en el caso español, podemos mirar a lo sucedido en otros sitios. Este ejercicio siempre es complicado, pues la extrapolación de unas ciudades a otras supone una cantidad ingente de hipótesis. Por la novedad del fenómeno existen pocos estudios publicados. El único que tiene un cierto rigor y no es meramente especulativo se refiere a la ciudad de Boston (Horn y Merante, 2017). Los autores concluyen que un aumento sustancial de los apartamentos turísticos supondría un incremento del 0,4%, cuando el precio del alquiler en Boston aumenta por encima del 5%. La proporción es económica y estadísticamente poco significativa. Además el estudio, que también se queja de la falta de buena información para realizar la investigación, está hecho no con precios de alquileres de mercado sino con precios solicitados o de oferta, lo que diluye parcialmente su credibilidad.

En conclusión, cuando la CNMC dice que no existe evidencia de la relación entre apartamentos de uso turístico y precio del alquiler acierta de lleno. Sin embargo, una cosa distinta es que de aquí se pueda extraer la conclusión de que no hay relación: lo que sucede es que no existe información suficiente para hacer un estudio creíble que permita descubrir si existe o no dicha relación.

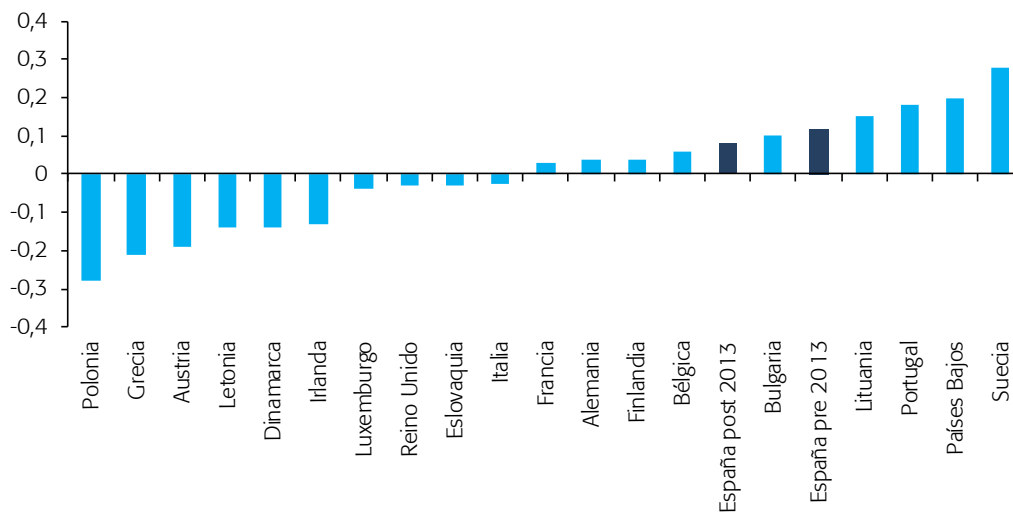
El tercer culpable podría ser la demografía. Por seguir con el ejemplo de Barcelona, la población se ha mantenido constante durante los últimos seis años con un tamaño medio familiar que ha aumentado algo, lo que significa menos hogares. Además, el grupo de jóvenes en edad de emanciparse, los que suponen mayor demanda potencial, se ha reducido por la caída del tamaño de estas cohortes. Es cierto que los extranjeros de países con alto poder adquisitivo han aumentado desde 2014 y la comunidad latinoamericana se ha reducido, pero el efecto generado por este diferencial de renta per cápita es una gota de agua en el mar del mercado de alquiler de Barcelona (suponiendo que alquilen y no compren).

Hay otro factor que también coincide en 2014 con la expansión de Airbnb: el comienzo de la recuperación económica. Siguiendo con el ejemplo, la ciudad de Barcelona ha sentido de manera decisiva la recuperación económica. La base imponible general por declarante de Barcelona ya superaba en 2015 el nivel de 2008, y en junio de 2017 ya había menos desempleados inscritos en Barcelona que en diciembre de 2008. Desde que comenzó la recuperación hasta 2017 (estimación, último dato disponible) el PIB a precios constantes de Barcelona subió un 12,6%. Desde finales de 2013 hasta finales de 2016 el PIB per cápita había subido un 8,5%. Pero, ¿qué ha pasado con la distribución de la renta? Pues que, si en 2008 los sueldos y salarios más las cotizaciones sociales representaban un 75% del total, en 2014 (último año disponible) representan un 81% por la caída del peso de los beneficios. Esta mejora económica proporciona al menos una explicación parcial de la recuperación del mercado. La segunda explicación es la escasez de oferta de vivienda en alquiler y la consiguiente incapacidad del mercado para ajustarse sin grandes variaciones de las rentas del alquiler.

## Propuestas recientes en materia de alquiler

En principio existen diversas políticas públicas que tienen efecto sobre el mercado del alquiler. La cuestión es decidir cuándo aplicarlas, y cuáles son las más eficaces y las que tienen menos efectos colaterales negativos. El Real Decreto Ley (RDL) 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler, ha vuelto a poner sobre la mesa la cuestión de la política sobre el alquiler. Cualquier modificación legislativa en este campo altera el delicado equilibrio entre propietarios e inquilinos y, por tanto, debe ser estudiada y planteada con rigor para evitar generar más consecuencias negativas que las que intentan resolver. El primer punto es preguntarnos sobre la situación actual de dicha relación en España. Teniendo en cuenta todos los indicadores regulatorios del mercado del alquiler, ¿en qué situación está actualmente la relación entre inquilinos y propietarios? El gráfico 3 muestra el indicador compuesto de relación entre inquilinos y propietarios para los países de la UE. Valores más pequeños representan un menor grado de protección del inquilino. El gráfico

Gráfico 3  
**Indicador compuesto de relación entre inquilinos y propietarios**  
 (Aspectos cualitativos de los contratos)



Fuente: Cuerpo, Kalantaryan y Pontuch (2014).

refleja que España está bien situada en cuanto a la protección del inquilino según los indicadores de la UE, incluso después de la reforma de 2013, aunque pierde una posición.

Las modificaciones incluidas en el RDL 7/2019, entre otras cuestiones, amplían la duración de los contratos de tres a cinco años con excepción de los contratos realizados por personas jurídicas (grandes tenedores), que alcanzan un mínimo de siete años. El incremento de la extensión de los contratos es razonable si se tiene en cuenta que el alquiler cada vez es una opción más frecuente. De esta forma se permite una mayor estabilidad al inquilino, aunque no está claro por qué los grandes tenedores deben estar sujetos a un régimen diferente. A su vez, el incremento de rentas durante la duración del contrato se limita al crecimiento del IPC interanual. No obstante, esta medida no tendrá necesariamente un efecto sobre el incremento de las rentas del alquiler si el proceso se mantiene en el tiempo. Al final de cinco años, si las rentas siguen creciendo, se actualizarían al precio de mercado lo que supondría una subida acumulada de cinco años en lugar tres. De hecho podría suceder que se intentara anticipar la expectativa de la pérdida que supondría mantener el crecimiento de los precios ligado al IPC durante el periodo de duración del contrato. Asimismo, normalmente los contratos de alquiler han tenido, de hecho, una extensión superior a los tres años. Por ejemplo, en Barcelona de media su duración ha sido de unos cuatro años y medio. Es interesante también notar que mientras el mínimo temporal del contrato obliga al propietario, dicho plazo no obliga al inquilino proporcionándole una ventaja que no se suele considerar. Cuando las rentas del alquiler caen, como sucedió en que Barcelona entre 2008 y 2013, en que disminuyeron un 20%, los inquilinos pudieron unilateralmente romper, o amenazar con romper, los contratos en su beneficio. Este fenómeno sucedió en Barcelona de forma generalizada durante la primera fase de la crisis financiera forzando bajadas de precios del alquiler.

El RDL 7/2019 fija en dos mensualidades las que se pueden solicitar en forma de garantía adicional a la fianza, ya sea a través de depósito o de

aval bancario. No parece razonable que se puedan pedir cinco o seis meses de fianza por un alquiler convencional. Pero limitar esta garantía podría provocar la expulsión del mercado de los inquilinos más vulnerables si no se acompaña de otras medidas. Se podría establecer un subsidio público para el pago de un seguro frente al impago para los inquilinos afectados por la limitación anterior.

---

*Los controles que limitan el valor absoluto de los alquileres dan lugar a una reducción de la oferta de vivienda en alquiler, un impacto negativo sobre la movilidad y una mala asignación de recursos que beneficia a unos inquilinos y perjudica a otros. Los controles que limitan el crecimiento de la renta no tienen todavía evidencia; observaciones poco sofisticadas muestran un escaso impacto sobre el crecimiento de los precios e indicios de pagos en negro.*

---

El elemento más conflictivo de la discusión pública sobre el alquiler es el control de rentas entre contratos. El RDL 7/2019 no contempla esta posibilidad que aparecía reflejada de forma muy confusa en el acuerdo pactado por el PSOE y Podemos. La evidencia empírica desde hace mucho tiempo muestra lo desaconsejable de este tipo de medidas. No obstante aún hay gente que parece pensar que la economía es una ciencia menor y que todo es muy fácil. Que suben los precios, pues control de precios. Que suben los alquileres, pues control de rentas del alquiler. Esta visión simplista de los procesos económicos sigue teniendo muchos partidarios. Baste recordar que la hiperinflación venezolana comenzó con medidas de control de precios que acusaban a los comerciantes de generar inflación. Este control de precios consiguió una tasa de inflación que podrían cerrar en 1.000.000 al final de 2018, un récord histórico. La razón es simple: antes de aplicar cualquier medida de política económica es necesario tener un buen diagnóstico y las consecuencias, tanto directas como colaterales y de largo plazo, de las medidas. En el caso venezolano los precios suben aceleradamente porque

el banco central sigue imprimiendo dinero a toda velocidad para financiar el gasto público. Por tanto, las medidas de control de precios no tienen ningún impacto mientras se siga imprimiendo dinero exponencialmente.

A pesar de que a veces se quiere trasladar la opinión de que el tema del control de rentas sigue siendo controvertido entre los economistas profesionales, el mismo Krugman, que no es sospechoso de ser un economista de los que despectivamente se conocen como “neoliberales”, se ha referido a los controles de rentas como “uno de los temas mejor conocidos en la ciencia económica y, entre los economistas, de los menos controvertidos”. Hay mucha evidencia empírica relativa a los controles de alquileres de primera generación (los que limitan el alquiler en valor absoluto, denominados *caping limits* o *rent ceilings*). Los estudios muestran una reducción de la oferta de vivienda en alquiler, un impacto negativo sobre la movilidad y una mala asignación de recursos que beneficia a unos inquilinos y perjudica a otros. De hecho, el reciente trabajo de Diamond, McQuade y Qian (2018) muestra que los controles de rentas en San Francisco provocaron que muchos propietarios de unidades en alquiler las vendieran, generando una contracción significativa de la oferta de vivienda en alquiler y un incremento en la desigualdad dado que los compradores, por el elevado precio de la vivienda, eran familias de elevados ingresos. Los llamados controles de segunda generación, que limitan el crecimiento de la renta en lugar del nivel (*rental brakes* o *rent stabilization*), no tienen todavía evidencia que los sustente. De hecho, observaciones todavía poco sofisticadas, muestran un escaso impacto sobre el crecimiento de los precios del alquiler e indicios de pagos en negro para superar las restricciones. Además, también se ha observado un impacto negativo en el mantenimiento de los edificios. Cuando se habla de esta medida siempre aparece alguien que dice “si lo hacen en Berlín”. Es curioso, por qué siempre se cita Berlín pero nunca el impacto que ha tenido la limitación de alquileres. Milton Friedman solía señalar que uno de los mayores errores es juzgar las políticas públicas por sus intenciones en lugar de por sus resultados. Finalmente, incluso si los

resultados de la política en Berlín hubieran sido positivos, habría que plantearse si en un contexto institucional e inmobiliario muy diferente los resultados serían los mismos. ¿Es posible que las políticas sobre alquileres tengan el mismo impacto en una ciudad con el 70% del parque en alquiler que en otra con un poco más del 25%?

Este proceso de ajuste de oferta y demanda en el mercado español de vivienda en alquiler podría haber sido suavizado con la existencia de un parque sustancial de vivienda pública en alquiler. El problema es que durante muchos años el sector público ha preferido la venta de viviendas con ayudas públicas en lugar del alquiler social, fundamentalmente por motivos electorales. Si esto se hubiera evitado, ahora existiría un parque sustancial de vivienda social en alquiler. Solo contando las viviendas construidas entre 1980 y 2008, este parque sería superior a los dos millones de unidades. La crisis ofreció oportunidades para que un ayuntamiento/comunidad autónoma hubiera aumentado, condicionado obviamente a su capacidad financiera, el parque público de vivienda en alquiler social de forma rápida y barata. Los precios de derribo de las viviendas de los bancos, provenientes en su mayoría de constructoras y, por tanto, en bloques, favorecía su gestión en alquiler social. En lugar de aprovechar la ocasión, o hacerlo de forma timorata, beneficiándose además del precio subsidiado a partir de las inyecciones de capital público, la idea fue volver a construir viviendas públicas sin la restricción de utilizarlas solo para

---

*El proceso de ajuste de oferta y demanda en el mercado español de vivienda en alquiler podría haber sido suavizado con la existencia de un parque sustancial de vivienda pública en alquiler. El problema es que durante muchos años el sector público ha preferido la venta de viviendas con ayudas públicas en lugar del alquiler social.*

---

alquiler social. Y cuando el ritmo de producción de las mismas no es el esperado, entonces se recurre a medidas de dudosa legalidad como la obliga-

ción que el Ayuntamiento de Barcelona ha establecido de destinar a viviendas sociales el 30% de las viviendas construidas por promotores privados. La medida no es solo legalmente difícil de sostener, sino que tendrá un impacto mínimo (unas 300 unidades anuales) y, sin embargo, ahonda en la inseguridad jurídica que últimamente sufre el sector.

Ante esta situación de fuerte demanda y oferta con insuficiente capacidad de respuesta, es razonable establecer un criterio básico: dado que afectar a la demanda de alquiler será muy difícil, a no ser que se quiera alentar una nueva expansión irresponsable del crédito hipotecario, cualquier medida que provoque una contracción de la oferta sin un beneficio claro y contrastado debe evitarse. De esta forma es bastante incomprensible que se juegue con la seguridad jurídica permitiendo o alentando la ocupación de edificios, o se coquetea con la aplicación de criterios retroactivos. La incertidumbre legal provoca que los propietarios exijan una rentabilidad superior para compensar el aumento del riesgo y puede incentivar a muchos de ellos a transformar en viviendas para la venta residencias que estaban en alquiler, con la consiguiente reducción de la oferta. Con unos mercados financieros muy volátiles y de desastrosa rentabilidad en el último año, la vivienda está volviendo a ser un activo refugio, lo que mantiene su precio al alza y hace mucho más sensibles a los propietarios respecto a los riesgos del alquiler, dada la evidente rentabilidad de la venta.

## Conclusiones

Después de cuarenta años de políticas erráticas en materia de vivienda es importante darse cuenta de que la situación actual no tiene soluciones mágicas. Dos o tres principios básicos y

una voluntad clara y compartida ayudarían a evitar estos problemas en el futuro. No hay que ir tan lejos como Berlín o París. Solo hace falta mirar al País Vasco. La calificación pública de cualquier vivienda construida con una subvención pública debe ser indefinida y las nuevas deben ser todas de alquiler social. Las administraciones deberían promover la movilización de suelo público a partir de iniciativas público-privadas. Las administraciones competentes deberían agilizar las licencias urbanísticas. Y lo más importante: cuando hay un problema de oferta de vivienda en alquiler las políticas públicas deben incentivar la oferta y no desalentarla.

## Referencias

- CUERPO, C., KALANTARYAN, S. y PONTUCH, P. (2014). Rental market regulation in the European Union. *Economic Papers*, 515. Comisión Europea.
- DIAMOND, R., MCQUADE, T. y QIAN, F. (2018). The effect of rent control expansion on tenants, landlords, and inequality: evidence from San Francisco. *Working paper*. Stanford Business School
- FEDEA (2009). *Por un mercado de la vivienda que funcione: una propuesta de reforma estructural*.
- GARCÍA-MONTALVO, J. (2012). El alquiler y la solución al círculo vicioso de la vivienda. *ARA*, 18 de marzo de 2012.
- GARCÍA-MONTALVO, J. y GARICANO, L. (2009). El alquiler como solución. *La Vanguardia*, 18 de octubre de 2009
- HORN, K. y MERANTE, M. (2017). Is home sharing driving up rents? Evidence from Airbnb in Boston. *Journal of Housing Economics*, 38, pp. 14-24.
- MINISTERIO DE FOMENTO (2017). Observatorio de Vivienda y Suelo. *Boletín Especial: Alquiler Residencial*.



# Acotando el espacio de la desigualdad tras la Gran Recesión

Eduardo Bandrés Moliné\*

**El debate sobre la desigualdad ha adquirido un protagonismo que hasta fechas relativamente recientes se sustentaba en ámbitos limitados por el interés académico. En España, la relevancia viene marcada por la intensidad del problema, habida cuenta que las cifras comparativas con los demás países de la Unión Europea (UE) sitúan a nuestro país en los primeros lugares en cuanto al nivel de desigualdad alcanzado. La caída de la renta disponible equivalente durante los años de la Gran Recesión afectó singularmente a las personas en edad de trabajar quienes, a pesar de la redistribución en forma de transferencias e impuestos, empeoraron su situación relativa. La clave del aumento de la desigualdad se relaciona, por tanto, con el impacto de la crisis sobre el mercado de trabajo y con la insuficiencia de las políticas de protección a los jóvenes y a los hogares con hijos dependientes.**

Los últimos datos de Eurostat sobre distribución personal de la renta, correspondientes al año 2016, sitúan a España como el cuarto país de la Unión Europea (UE) con mayor desigualdad, tan solo por detrás de Bulgaria, Lituania y Letonia<sup>1</sup>. Si la comparación se realiza para una muestra más homogénea en términos económicos y sociales, como los países de la UE-15, España se coloca a la cabeza de todos ellos.

Quizá por ello, una observación apresurada de los datos podría llevarnos a una cierta frustración, por nuestra incapacidad para hacer frente al fenómeno de la desigualdad tras más de cuarenta

años de democracia, en los que tanto el proceso de negociación colectiva y formación de rentas en el mercado de trabajo, como el desarrollo de las políticas sociales, tendrían que haber favorecido una reducción de la desigualdad. Por tanto, es preciso echar la vista atrás unos cuantos decenios para tener una cierta perspectiva temporal sobre qué ha sucedido con la desigualdad en España.

Analizar la evolución de la desigualdad en España en los últimos cincuenta años no es tarea fácil, porque las estadísticas disponibles se basan en encuestas realizadas con metodologías y finalidades muy diferentes (véase Ayala, 2016 y Goerlich

\* Universidad de Zaragoza y Funcas.

<sup>1</sup> La base de datos está disponible en: [appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc\\_di12&lang=en](https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_di12&lang=en)

y Villar, 2009). Sin embargo, hay bastante coincidencia al señalar que la desigualdad disminuyó desde mediados de los años 70 del pasado siglo hasta mediados de los 80, siguió reduciéndose aún con mayor intensidad hasta comienzos de los 90, entrando después en una etapa de estabilidad –con un pequeño repunte en la breve recesión 1992-1993 y un ligero descenso posterior hasta final de siglo– que se quiebra con la Gran Recesión. De modo que, en conjunto, sí hay una más que notable reducción de la desigualdad desde los años 70 del siglo XX, si bien dicha reducción se detiene con el cambio de siglo, y revierte en sentido contrario con la última crisis económica.

---

*La desigualdad disminuyó desde mediados de los años 70 del pasado siglo hasta mediados de los 80, siguió reduciéndose aún con mayor intensidad hasta comienzos de los 90, entrando después en una etapa de estabilidad que se quiebra con la Gran Recesión.*

---

Es oportuno, por tanto, indagar qué ha sucedido con la desigualdad en España durante los últimos diez años para detectar qué factores están detrás de este nuevo aumento de la desigualdad y qué singularidades se presentan en comparación con otros países. En términos económicos, la desigualdad en la distribución de la renta disponible refleja las diferencias en el acceso a bienes y servicios que terminan afectando a la vida que cada uno puede llevar. Por eso es importante detectar quiénes son los que sufren en mayor medida las peores posiciones, puesto que ahí debería focalizarse buena parte de las políticas económicas y sociales de mitigación de la desigualdad.

El examen comparativo con los demás países europeos es mucho más fiable desde la creación

de la *European Statistics on Income and Living Conditions* (EU-SILC) que en España se plasma en la *Encuesta de Condiciones de Vida* (ECV). Su implantación desde el año 2004 permite establecer comparaciones homogéneas que comprenden íntegramente el periodo de la Gran Recesión, justo cuando se produce un notable aumento de la desigualdad en España.

Como decíamos, en términos de desigualdad referida a la renta disponible equivalente, España se sitúa en las primeras posiciones de la Unión Europea. En realidad, no es ninguna novedad que España presente una distribución de la renta más desigual que los países escandinavos o los del centro de Europa. El sistema de bienestar mediterráneo se ha venido caracterizando por unos índices de desigualdad elevados, que entre los países avanzados solo se asemejaban a los de aquellos que conforman el denominado modelo anglosajón (Estados Unidos, Reino Unido, Australia, Canadá, Nueva Zelanda). Tomando el indicador más utilizado, el coeficiente de Gini<sup>2</sup>, pueden establecerse tres grupos diferentes entre los países de la UE-15 (gráfico 1). El primero, formado por los cuatro mediterráneos –España, Portugal, Grecia e Italia– más Reino Unido, que alcanzan los mayores niveles de desigualdad. Un grupo intermedio, integrado por dos de los países centrales de la Unión –Alemania y Francia– además de Luxemburgo e Irlanda. Y un tercer grupo, que reúne a los países menos desiguales: tres nórdicos –Suecia, Dinamarca y Finlandia– y otros tres del centro de Europa –Austria, Holanda y Bélgica–.

Pero la utilización del coeficiente de Gini para medir la evolución de la desigualdad no revela con precisión los cambios que pueden haberse producido en los dos extremos de la distribución de la renta, que es donde se focaliza buena parte del debate social sobre la desigualdad. Una

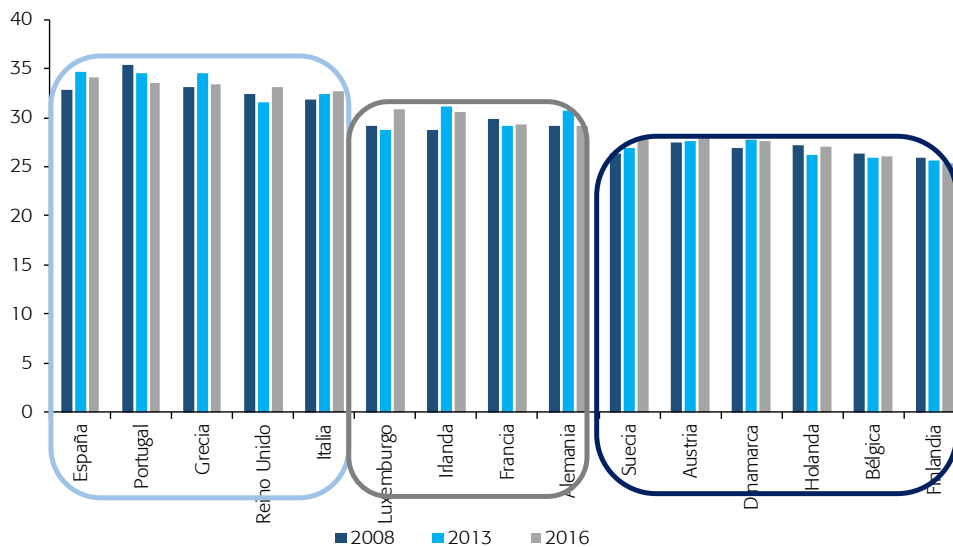
<sup>2</sup> Los estudios comparativos sobre desigualdad toman como referencia la renta monetaria disponible equivalente, es decir, los ingresos netos medios de los integrantes de un mismo hogar, que se obtienen dividiendo la renta anual del hogar no por el número de miembros que lo forman, sino por el número de unidades de consumo. Estas se calculan utilizando la escala de la OCDE modificada, que otorga un peso de 1 al primer adulto, de 0,5 a los demás adultos y de 0,3 a los menores de 14 años. Esto es lo que se conoce como renta disponible equivalente. Sobre esta base, el indicador más utilizado es el coeficiente de Gini que, como es sabido, adquiere un valor 0 en el supuesto de igualdad absoluta y 100 (ó 1, según la escala utilizada) en el caso de máxima desigualdad.



Gráfico 1

**Desigualdad de la renta disponible equivalente en los países de la UE-15**

(Coeficiente de Gini)



Fuente: Eurostat, EU-SILC.

forma sencilla de superar esa limitación es recurriendo a distintos ratios que relacionan la renta media equivalente entre los deciles superiores e inferiores, o entre esos mismos deciles y la renta mediana. Así, la ratio  $S90/S10$  es el cociente entre la renta disponible del 10% de la población con mayores ingresos y la del 10% de la población con menores ingresos. Y lo que se observa es que mientras el coeficiente de Gini aumenta un 5,25% entre 2007 y 2016, la ratio  $S90/S10$  lo hace un 32,67%, de modo que es la distancia entre los extremos la que acentúa la tendencia de la desigualdad durante los años de la Gran Recesión.

*El ensanchamiento de la desigualdad a lo largo de la distribución ( $P90/P10$ ) se explica en más de un 90% por la mayor distancia entre la renta mediana y las rentas bajas ( $P50/P10$ ), y solo en un 10% por el crecimiento de las rentas altas respecto a la mediana ( $P90/P50$ ).*

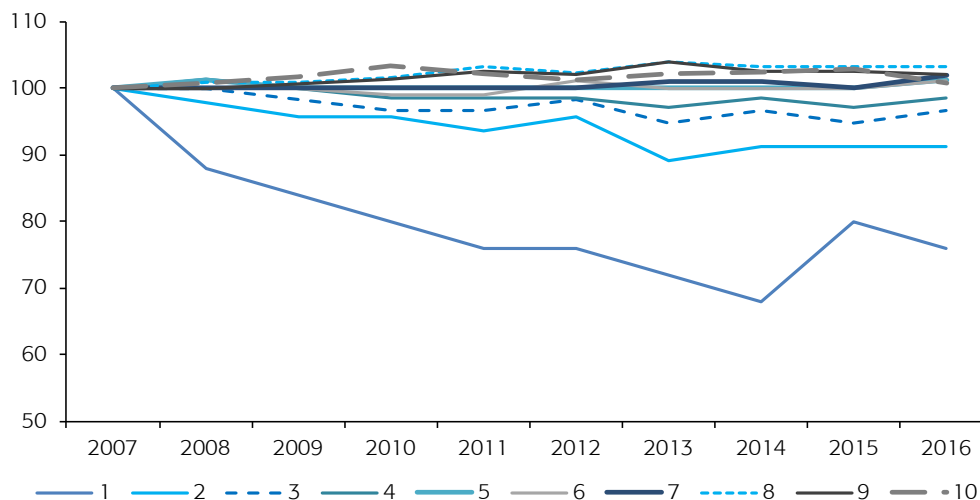
Esa divergencia en los extremos de la distribución se observa asimismo en el gráfico 2, que

marca la evolución del peso relativo que suponía cada uno de los deciles respecto a la renta disponible equivalente, tomando como base el año 2007. La pendiente es especialmente acusada en los tres deciles inferiores, que sufren con especial intensidad la pérdida de peso en la distribución de la renta disponible total. A partir de ahí puede anticiparse que es en la parte inferior de la distribución donde se sitúa la causa principal del aumento de la desigualdad. Esto se ve confirmado cuando se toma la relación entre algunos percentiles especialmente significativos: renta equivalente del 90 respecto al 10 ( $P90/P10$ ), que es el resultado de multiplicar otras dos ratios,  $P90/P50$ , que toma como referencia de comparación la mediana de la distribución, y  $P50/P10$ , que relaciona dicha mediana con el percentil 10. Lo que se observa, en el gráfico 3, es que el ensanchamiento de la desigualdad a lo largo de la distribución ( $P90/P10$ ) se explica en más de un 90% por la mayor distancia entre la renta mediana y las rentas bajas ( $P50/P10$ ), y solo en un 10% por el crecimiento de las rentas altas respecto a la mediana ( $P90/P50$ ).

Gráfico 2

**Evolución de la participación de los deciles en la renta disponible equivalente**

(Base 100 en 2007)

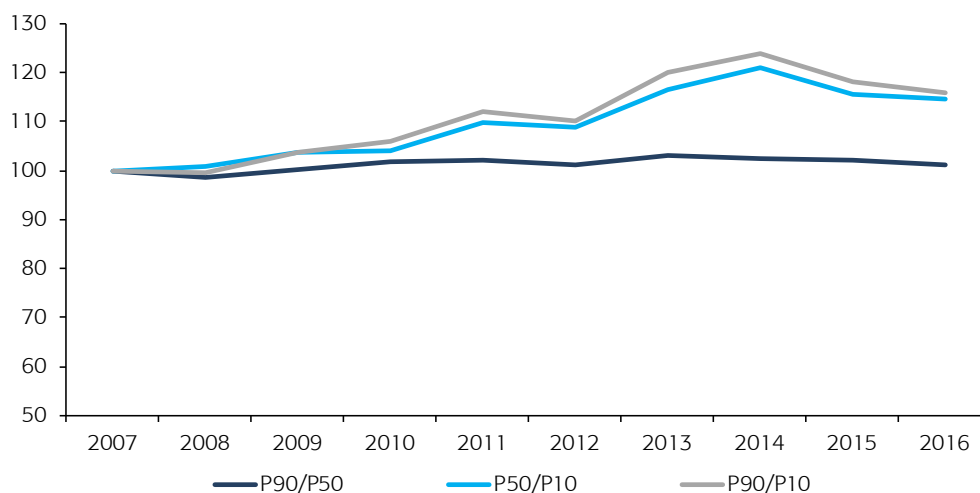


Fuente: Eurostat, EU-SILC y elaboración propia.

Gráfico 3

**Evolución de distintas ratios de desigualdad entre percentiles**

(Base 100 en 2007)



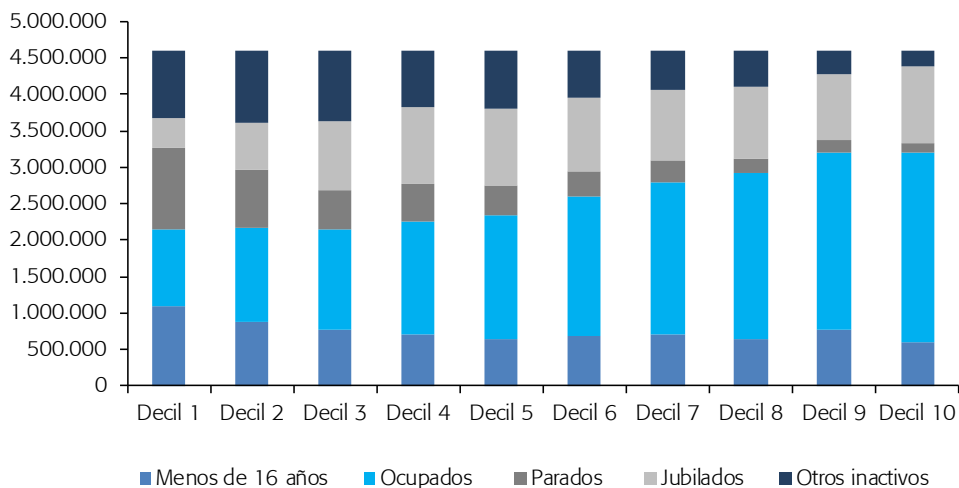
Fuente: Eurostat, EU-SILC y elaboración propia.

La cuestión siguiente, por tanto, es analizar quién habita los distintos deciles de la distribución. Como era de esperar, los parados e inactivos no pensionistas se concentran principalmente en los deciles inferiores, los ocupados se distribuyen de forma creciente hacia los deciles superiores, y los jubilados y demás pensionistas ocupan de

forma bastante homogénea los deciles 3 al 10 (gráfico 4).

La evolución de la renta media desde el comienzo de la Gran Recesión pone de relieve que la renta disponible equivalente de los pensionistas se ha mantenido prácticamente constante en térmi-

Gráfico 4

**Distribución de la población por deciles según su relación con la actividad, 2016**

Fuente: INE, Encuesta de Condiciones de Vida y elaboración propia.

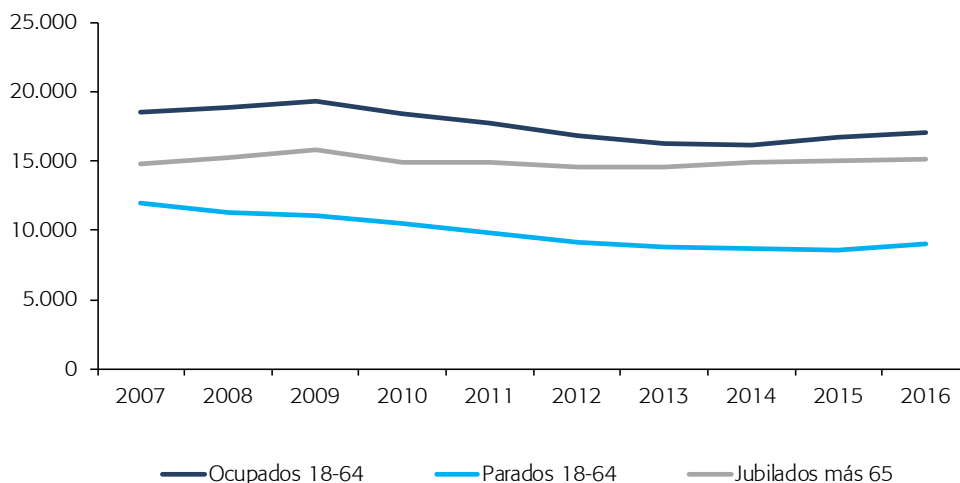
nos reales entre 2007 y 2016, mientras que en el caso de los ocupados ha existido una caída de un 8% y en el de los parados, de un 24% (gráfico 5). En suma, para desentrañar la situación y tendencias recientes de la desigualdad en España hay que aislar el componente asociado a los pensionistas y

centrarse en la población en edad de trabajar y en su relación con la actividad laboral, habida cuenta que las rentas del trabajo representan el 85% de los ingresos de mercado –sin tener en cuenta por tanto impuestos y transferencias públicas– de los españoles entre 18 y 65 años.

Gráfico 5

**Evolución de la renta media disponible equivalente según la relación con la actividad**

(En euros constantes de 2007)



Fuente: OECD, Database.

Esto se ve corroborado si se examina la tasa de riesgo de pobreza, tanto en su evolución temporal como en su situación comparativa con los demás países de la UE-15. El ligero aumento de la tasa de riesgo de pobreza entre 2008 y 2016 (motivado en parte por la caída de los umbrales asociados al descenso de la renta mediana que sirven como referencia para su cuantificación) ha sido, en cambio, muy pronunciado en lo que se refiere a los jóvenes entre 16 y 29 años, y en menor medida, pero también por encima de la media, en la franja de edad entre 45 y 64 años (gráfico 6). Por el contrario, la tasa de pobreza de los mayores de 65 años experimenta una fuerte caída –especialmente hasta 2013–, de modo que puede decirse que este es el colectivo que ha sufrido un menor impacto por razón de la crisis económica. En relación con la actividad laboral, la tasa de pobreza aumenta de forma destacada entre los parados durante los años de la Gran Recesión y, desde 2013, crece también entre la población ocupada, muy probablemente por la generalización del ajuste salarial a que da lugar el proceso de devaluación interna impulsado por la reforma laboral de 2012.

A la altura de 2016, la tasa de riesgo de pobreza de los mayores de 65 años era en España supe-

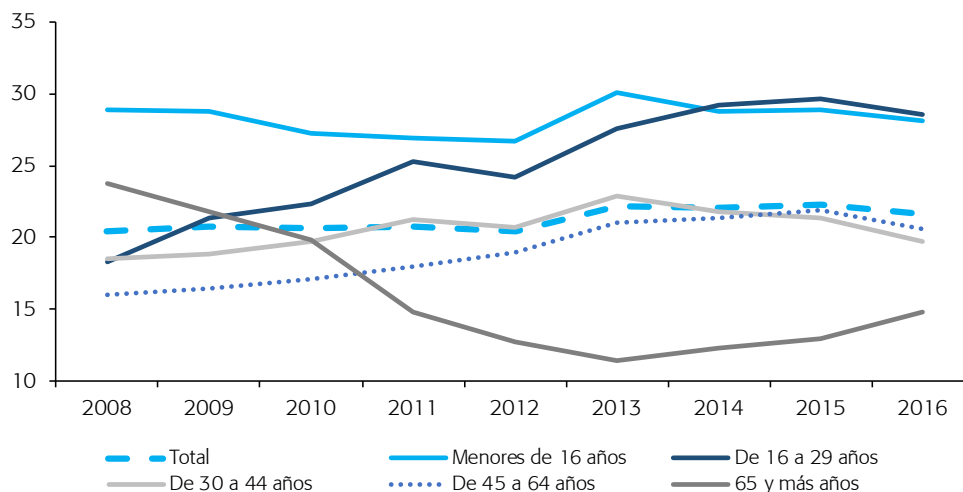
rior a la de Francia, Dinamarca y Holanda, pero estaba por debajo de las de Alemania, Reino Unido, Suecia o Italia, lo que confirma también que el problema de la elevada desigualdad y de la pobreza en España no trae causa principal de la situación de los pensionistas y mayores de 65 años. Sin embargo, entre las personas de 18 a 64 años, la tasa de riesgo de pobreza de España es la segunda más elevada de la UE-15, solo por detrás de Grecia.

*El ligero aumento de la tasa de riesgo de pobreza entre 2008 y 2016 ha sido, en cambio, muy pronunciado en lo que se refiere a los jóvenes entre 16 y 29 años, y en menor medida, pero también por encima de la media, en la franja de edad entre 45 y 64 años. Por el contrario, la tasa de pobreza de los mayores de 65 años experimenta una fuerte caída, especialmente hasta 2013.*

El hecho es que de los cerca de 4,6 millones de personas que se ubican en el decil inferior de la distribución, y cuya renta por persona –sin efectuar ajustes en términos de renta equivalente– está por debajo de los 300 euros mensuales, hay 1,1 millones de parados, casi otros tantos

Gráfico 6

## Evolución de la tasa de riesgo de pobreza por grupos de edad



Fuente: Eurostat, EU-SILC.

1,1 millones de ocupados, cerca de 1 millón de otros inactivos, 1,1 millones menores de 16 años y algo más de 400.000 pensionistas (en su mayor parte, perceptores de pensiones no contributivas y otras ayudas asistenciales) (gráfico 7).

En suma: el problema de la desigualdad y la pobreza en España apenas afecta a las personas mayores de 65 años, que han mantenido su nivel de renta incluso en los años más duros de la crisis. Se trata de un logro muy importante del Estado de bienestar y, más en concreto, del sistema público de pensiones. En todo caso, abordar una solución para reducir los niveles de pobreza de los mayores de 65 años pasa por actuar sobre las pensiones mínimas contributivas y sobre las no contributivas, pues ambas constituyen la fuente casi exclusiva de ingresos de los hogares integrados por personas de más de 65 años que se ubican en los dos primeros deciles de la distribución.

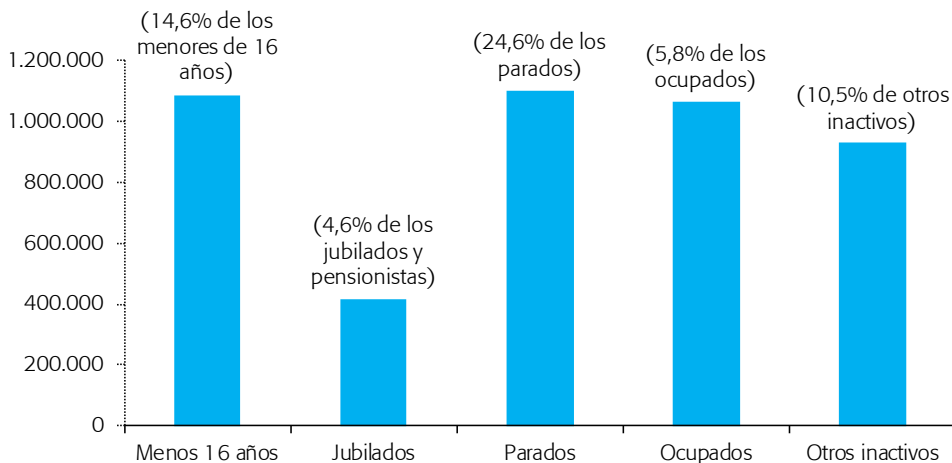
Mayor complejidad ofrece, en cambio, la problemática de la desigualdad y la pobreza entre la población en edad de trabajar, por cuanto en ella se mezclan aspectos relacionados con el mercado de trabajo –actividad, empleo, horas trabajadas, salarios, etc.– con otros que tienen que ver con la

fiscalidad y las políticas sociales. Por eso, aunque no cabe circunscribir el problema de la desigualdad en España a quienes se encuentran en edad de trabajar, sí que estos constituyen el colectivo más numeroso que puebla los dos deciles inferiores de la distribución de la renta, y es en los hogares encabezados por personas en edad activa donde se concentra también la práctica totalidad de la pobreza infantil.

En términos comparativos, y tomando exclusivamente la población entre 18 y 65 años en 2016, el coeficiente de Gini correspondiente a la renta de mercado era en España 0,461, solo superado por Irlanda, Grecia y Portugal entre los países de la UE-15. En cuanto a la renta disponible, el coeficiente de Gini de ese colectivo era 0,343, solo por debajo de Reino Unido y Grecia. En consecuencia, el esfuerzo redistributivo realizado por el sector público en forma de impuestos directos sobre los hogares y transferencias monetarias reduce la desigualdad, en términos del coeficiente de Gini, en 0,118 puntos, cifra superior a las de Italia, Reino Unido o Suecia, y muy similar a las de Alemania y Holanda (véanse gráficos 8 y 9).

Gráfico 7

### Estimación de la población situada en el primer decil según su relación con la actividad, 2016



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Adicionalmente, Holanda, España y Portugal son los tres países de la UE-15 que más han aumentado su efecto redistributivo en términos de reducción del coeficiente de Gini entre 2007 y 2016 para la población entre 18 y 65 años. De modo que la causa principal del aumento de la desigualdad debe buscarse en la renta de mercado, porque ahí es donde se genera una dispersión de ingresos entre las personas en edad activa que, posteriormente, resulta muy costoso reducir.

*El esfuerzo redistributivo realizado en España por el sector público en forma de transferencias monetarias e impuestos y cotizaciones sociales reduce la desigualdad, en términos del coeficiente de Gini, en 0,118 puntos, cifra superior a las de Italia, Reino Unido o Suecia, y muy similar a las de Alemania y Holanda.*

desigualdad en los ingresos derivados del trabajo está en la intensidad laboral (número de horas efectivas trabajadas respecto a las potenciales) y no tanto en la dispersión del salario por hora de los ocupados a tiempo completo. Aunque los datos sobre desigualdad salarial se refieren a individuos y no a hogares, la traslación de los primeros a la estructura familiar de la ECV no deja lugar a dudas. El desempleo de forma principal está detrás del aumento de la desigualdad de la renta de mercado. Las estimaciones efectuadas por la Oficina Internacional del Trabajo (OIT) muestran que el aumento de la desigualdad originado en el mercado de trabajo en España se debió en un 85% al efecto del desempleo y en el 15% restante al aumento de la dispersión salarial entre los ocupados. Estudios similares de la OCDE atribuyen al factor empleo (paro, inactividad y trabajo a tiempo parcial) un 75% del crecimiento de la desigualdad y el resto -25%- a la desigualdad salarial entre los trabajadores ocupados.

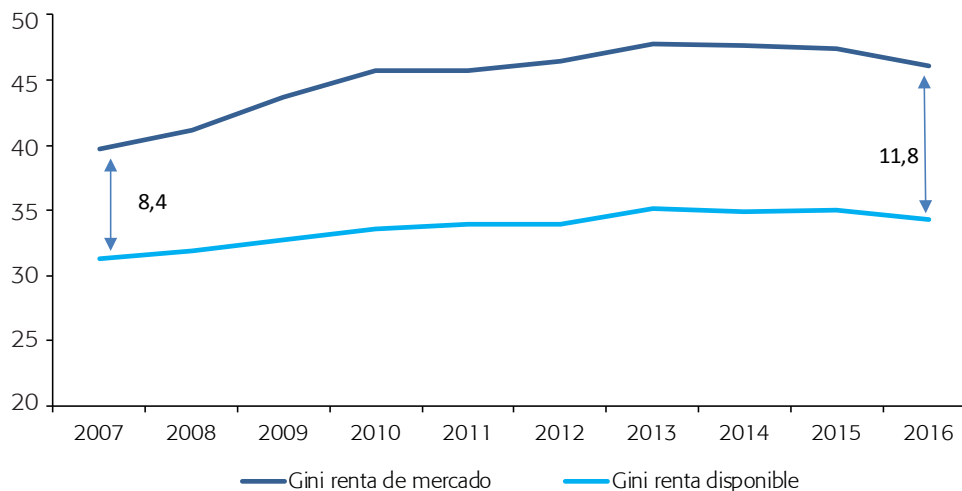
20 En este punto, trabajos como los del Banco de España (Brindusa *et al.*, 2018) y Goerlich (2016) revelan que la clave del aumento de la

Pero también hay que tener en cuenta que, atendiendo al tipo de hogares que integran los dos deciles inferiores, existe una elevada concen-

Gráfico 8

### Desigualdad en la renta de mercado y en la renta disponible entre la población de 18 a 65 años

(Coeficiente de Gini de la renta de mercado y de la renta disponible)

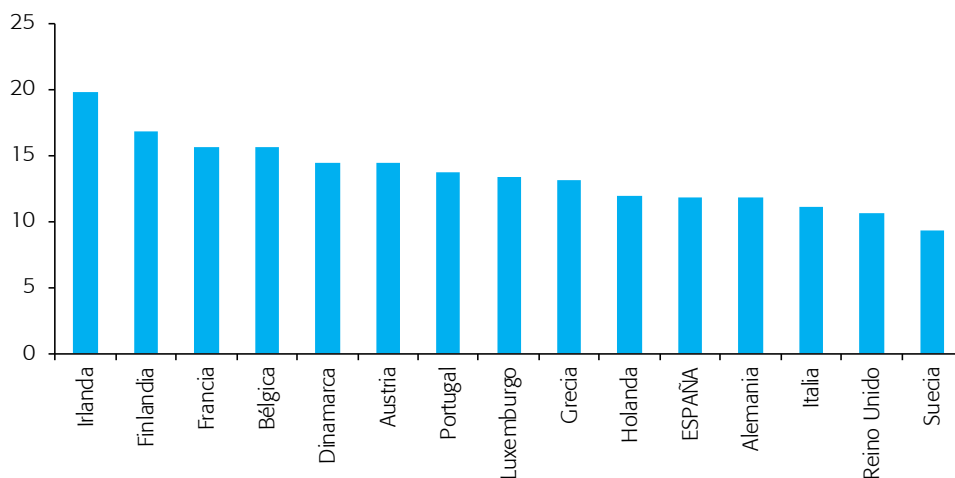


Fuente: OECD, Database y elaboración propia

Gráfico 9

**Efecto redistributivo de transferencias monetarias e impuestos entre la población de 18 a 65 años**

(Reducción del coeficiente de Gini en valores absolutos)



Fuente: OECD, Database y elaboración propia

tración de hogares monoparentales: el 40% de los hogares formados por un adulto (principalmente

*Aunque los datos sobre desigualdad salarial se refieren a individuos y no a hogares, la traslación de los primeros a la estructura familiar de la ECV no deja lugar a dudas. El desempleo de forma principal está detrás del aumento de la desigualdad de la renta de mercado.*

mujer) con uno o más niños dependientes se sitúan en esos dos primeros deciles. Ello requeriría una atención especial a este colectivo mediante políticas de protección a la familia/infancia que acompañen los ingresos derivados de la actividad y el empleo.

## Conclusiones

Desde mediados de los años setenta del siglo pasado, la desigualdad ha disminuido en España de forma muy apreciable, acortando las distancias

con otros países que habían desarrollado más tempranamente las instituciones del Estado de bienestar. Sin embargo, este proceso se estancó en los primeros años del cambio de siglo y se vio finalmente desbaratado por efecto de la Gran Recesión, siendo España uno de los países con mayor crecimiento de la desigualdad durante los años de la crisis.

El crecimiento de los indicadores de desigualdad a partir del año 2008 ha sido especialmente intenso en relación con los tramos inferiores de la distribución. La pérdida de peso de los tres deciles inferiores da lugar a que el aumento de la ratio P90/P10 (que pasa de 4,5 a 5,3) se explique en más de un 90% por el ensanchamiento de la distancia entre la renta mediana y las rentas bajas (P50/P10) y solo en una pequeña parte por el crecimiento de las rentas altas respecto a la mediana (P90/P50).

Pero ese aumento de la desigualdad se ha debido principalmente al empeoramiento de las rentas de las personas en edad de trabajar, mientras que los mayores de 65 años han conservado prácticamente inalterada su renta disponible equi-

valente en términos reales y su tasa de pobreza está en niveles intermedios dentro de la UE-15. En consecuencia, solo un pequeño porcentaje de la población jubilada se ubica en el primer decil de la distribución, que por el contrario está integrado por parados, ocupados con bajos ingresos, otros inactivos y menores. La atención a este tipo de colectivos debe constituir, por tanto, la prioridad de las políticas de reducción de la pobreza y la desigualdad.

En una aproximación muy general, la trayectoria seguida por la desigualdad entre la población de 18 a 65 años ha estado impulsada por la mayor dispersión de la renta de mercado, puesto que el esfuerzo redistributivo en forma de impuestos y transferencias monetarias incluso ha crecido durante los años de la crisis y se encuentra en cifras muy similares a las de países como Alemania y Holanda, y por encima de otros como Italia, Reino Unido o Suecia.

La práctica totalidad de los trabajos que han analizado los determinantes de los ingresos de la población en edad de trabajar concluyen que el desempleo y la caída de la intensidad laboral en los hogares españoles son la causa principal del aumento de la desigualdad de la renta de mercado, muy por delante de la propia dispersión salarial, que también ha aumentado. La mejora de

las condiciones laborales en España (creación de empleo, reducción de la temporalidad y del trabajo a tiempo parcial no deseado, y adecuación del crecimiento de los salarios al de la productividad) requiere, además, una atención especial de la política social al tipo de hogares que forman parte de los deciles inferiores: mayoritariamente familias monoparentales encabezadas por mujeres y en general, hogares jóvenes con hijos menores de edad.

## Referencias

- AYALA, L. (2016), La desigualdad en España: fuentes, tendencias y comparaciones internacionales. *Estudios sobre Economía Española 2016/24*, Fedea.
- BRINDUSA, A., BASSO, H., BOVER, O., CASADO, J. M., HOSPIDO, L., IZQUIERDO, M., KATARYNIUK, I. A., LACUESTA, A., MONTERO, J. M. y E. VOZMEDIANO (2018), La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España, *Documentos Ocasionales nº 1806*, Banco de España.
- GOERLICH, F. J. (2016), *Distribución de la renta, crisis económica y políticas redistributivas*, Bilbao: Fundación BBVA.
- GOERLICH, F. J. y A. VILLAR (2009), *Desigualdad y bienestar social. De la teoría a la práctica*, Bilbao: Fundación BBVA.



## La financiación autonómica en la recuperación: buenos resultados, reivindicaciones contenidas

Susana Borraz\*

**Desde el año 2014, el sistema de financiación autonómica viene generando resultados positivos (en términos de devengo) en contraste con el periodo previo, caracterizado por una tendencia contractiva, a excepción del ejercicio 2010. Esta mejoría, ligada a la recuperación económica, ha tenido un efecto aún mayor en términos de impacto presupuestario, teniendo en cuenta que las entregas a cuenta que se realizaron entre 2014 y 2015 se situaron claramente por debajo de la dinámica real de la economía. Así, el agregado conformado por las entregas a cuenta de esos ejercicios junto con la liquidación definitiva percibida en 2016 y 2017 llegó a crecer un 9,5% y un 7%, respectivamente. Esta evolución ha sido especialmente satisfactoria para Cataluña, Murcia, Comunidad Valenciana, Canarias, Baleares y Madrid, comunidades entre las que se encuentran algunas de las que con mayor insistencia han venido reclamando un cambio de modelo. Aun cuando las disfunciones del actual sistema han sido claramente identificadas, este buen comportamiento –con inequívoco reflejo en el cumplimiento de los objetivos de déficit– ha amortiguado las señales de alarma por parte de las comunidades autónomas. Esta coyuntura ha sido aprovechada para aplazar la reforma del sistema, dada la complejidad para alcanzar un acuerdo, máxime cuando las posiciones frente a posibles reestructuraciones de deuda son también muy controvertidas, no solamente en el ámbito académico sino en el seno de las propias regiones.**

El eterno debate sobre la reforma del sistema de financiación autonómica (en adelante, SFA) parece haberse desactivado en el último año, aun cuando varias circunstancias predisponían a iniciar las negociaciones para abordar el cambio demandado. En concreto, el buen comportamiento

del entorno económico –que ha posibilitado un próspero crecimiento de los recursos tributarios– mejoraba las expectativas sobre una nueva cesión de recursos desde el Estado hacia las comunidades autónomas para dar mayor cobertura a un nivel acordado o de referencia en la prestación

\* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

de los servicios públicos fundamentales<sup>1</sup>. Además, algunas voces, tanto del gobierno como de expertos en la materia, ya se habían pronunciado sobre la necesidad de acompañar el debate con una posible reestructuración de la deuda autonómica, aunque no sin pocas controversias debido a las restricciones que impone el riesgo moral, y por otra parte, sobre la conveniencia del retorno gradual de las comunidades autónomas a los mercados financieros. Sin embargo, varias razones disiparon estas perspectivas:

- La reforma debía ser consensuada por todas las partes<sup>2</sup>, pero el momento político no garantizaba alcanzar un acuerdo con la agilidad necesaria, máxime cuando coinciden otras demandas sobre el destino de los

ingresos públicos, como el necesario reequilibrio de la Seguridad Social.

- La positiva evolución del sistema de financiación actual, que está revirtiendo el impacto negativo de los años de contracción económica y que incide especialmente en las comunidades que con mayor insistencia han reivindicado un nuevo modelo.

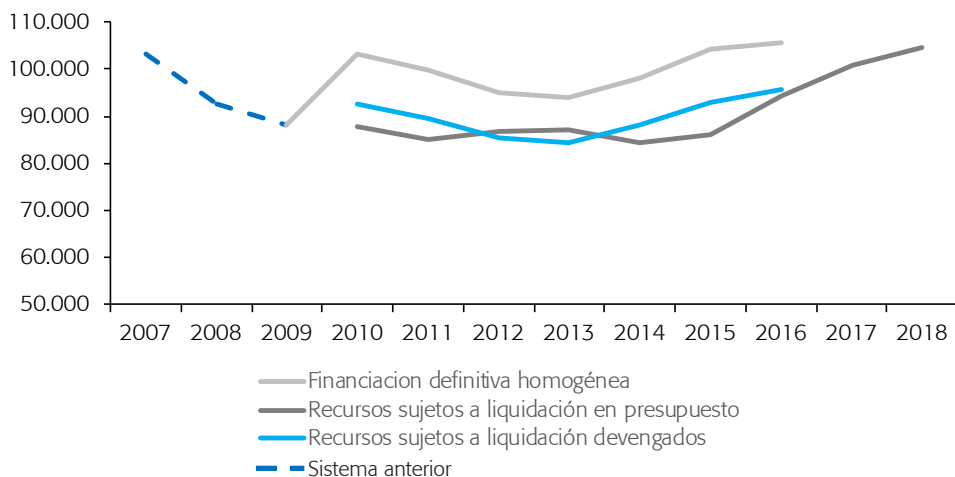
## Evolución de la financiación definitiva del sistema y de su impacto presupuestario

Si se atiende a la financiación definitiva del SFA en términos homogéneos (descontando, por

Gráfico 1

### Evolución de la financiación definitiva homogénea del SFA y de los recursos sujetos a liquidación (entregas a cuenta y liquidaciones), según criterio devengo y presupuestario

(Millones de euros)



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

<sup>1</sup> Recuérdese que la aprobación del vigente modelo de financiación (2009) traía consigo un incremento implícito de recursos para las comunidades autónomas de unos 11.000 millones de euros, con la intención de que fuera financiado principalmente con la subida del tipo general del IVA (2010). No obstante, la intensificación de la crisis económica en los primeros años de vigencia del sistema impidió que esta previsión se trasladara a un incremento de financiación, sirviendo únicamente para amortiguar una caída de recursos que habría sido más profunda de no haberse puesto en marcha el nuevo sistema.

<sup>2</sup> Por un lado, se encuentran las comunidades que se verían perjudicadas con una eliminación, aun cuando progresiva, del *statu quo*; por otro lado, las previsibles confrontaciones por las nuevas variables clave de reparto –población ajustada– y su peso relativo, que surgen entre los distintos intereses de comunidades con mayor capacidad fiscal (y población) con respecto a aquellas que registran una progresiva pérdida poblacional y envejecimiento.

tanto, la cobertura de las competencias singulares de las comunidades autónomas), los resultados disponibles hasta 2016 –último año en el que se ha liquidado el sistema actual– reflejan que se ha superado finalmente el máximo nivel de financiación alcanzado con el anterior sistema en 2007 (en términos no homogéneos). Como se observa en el gráfico 1, los peores resultados definitivos coinciden con los años 2012 y 2013, iniciándose a partir de entonces un proceso de intensa recuperación. De hecho, descontando los años 2009 y 2010 –en los se produce el arranque del sistema–, el promedio anual de crecimiento para el periodo 2014-2016 (4%) resulta mayor que la media de caída en el trienio anterior (-3,1%).

Otra cuestión relevante que se deduce del gráfico 1 es que el impacto presupuestario de los recursos sujetos a liquidación<sup>3</sup> empieza a acelerar su crecimiento a partir de 2015 y alcanza su mayor cota en 2016, gracias principalmente a la evolución de la liquidación de dos años atrás (2014). Esta liquidación fue especialmente elevada debido al importante diferencial entre las entregas a cuenta (incluso decrecieron con respecto a 2013) y el dinamismo real de la economía, que aseguró resultados tributarios muy superiores a los presupuestados. Esto ha provocado un rendimiento excepcional en los presupuestos autonómicos por esta vía. En 2016, estos recursos crecieron casi un 10%, y en el año siguiente un 7%. En 2018, con una desaceleración de las entregas a cuenta (del 6,4% al 4%) y la previsión de mantenimiento del nivel de liquidación de años precedentes, el impacto en presupuesto se moderó (3,8%)

Como puede apreciarse en el gráfico 2, las comunidades que han obtenido un rendimiento

más intenso (por encima de la media) a través de esta fuente de recursos han sido Cataluña, Murcia, Comunidad Valenciana, Canarias<sup>4</sup>, Baleares y Madrid, precisamente el grupo de comunidades que en mayor medida han demandado la necesidad de reformar el sistema vigente.

---

*El impacto presupuestario de los recursos sujetos a liquidación empieza a acelerar su crecimiento a partir de 2015 y alcanza su mayor cota en 2016, gracias principalmente a la liquidación de dos años atrás. Esta fue especialmente elevada debido al importante diferencial entre las entregas a cuenta –que incluso decrecieron respecto a 2013– y el dinamismo real de la economía, que aseguró resultados tributarios muy superiores a los presupuestados.*

---

Esta evolución por comunidades autónomas se explica por la diferente dinámica que han seguido los distintos tipos de recursos dentro del SFA (gráfico 5). Los recursos que mejor se han comportado han sido los tributarios, habiendo resultado más penalizados los recursos no tributarios (Fondo de Suficiencia Global –FSG– y Fondo de Garantía de Servicios Públicos Fundamentales –FGSPF–), incidiendo sobre estos la progresiva reducción del FSG como consecuencia de la aplicación del artículo 21.2 de la Ley 22/2009, de 18 de diciembre, por la que se regula el sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común y ciudades con estatuto de autonomía y se modifican determinadas normas tributarias<sup>5</sup>. En consecuencia, las comunidades que contaban con un mayor peso del FSG en los recursos procedentes

<sup>3</sup> Los recursos que se obtienen a través de las entregas a cuenta (anticipos) y las liquidaciones dos años después (IRPF, IVA, impuestos especiales y fondos (Fondo de Suficiencia y Fondo de Garantía de los Servicios Públicos Fundamentales). Para visualizar el reflejo en cada presupuesto, se toman las entregas a cuenta realizadas en el ejercicio de referencia y la liquidación abonada, esto es, la correspondiente a dos ejercicios atrás. Téngase en cuenta que la serie de financiación definitiva contiene los tributos cedidos tradicionales no sujetos a liquidación y que están estimados en términos normativos.

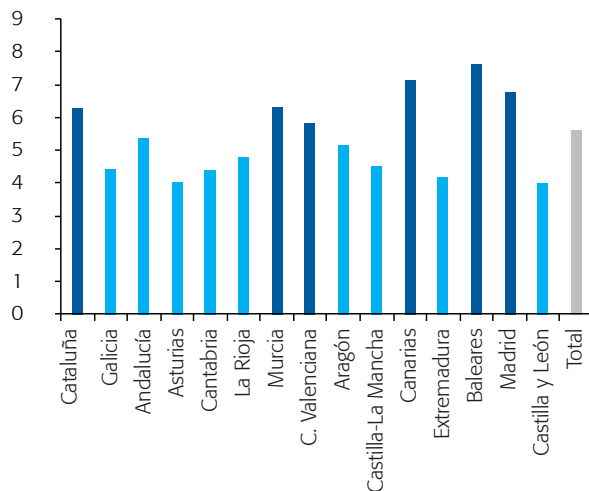
<sup>4</sup> El crecimiento de Canarias se explica sobre todo por cambios en el cálculo del Fondo de Competitividad.

<sup>5</sup> “Las variaciones en los tipos impositivos estatales de los impuestos especiales de fabricación e IVA determinarán una revisión del Fondo de Suficiencia Global provisional o definitivo por el importe del incremento o bajada de recaudación estimado para cada comunidad autónoma o ciudad con Estatuto de Autonomía. Dicha revisión se hará por el Ministerio de Economía y Hacienda de oficio, sin que sea preciso acuerdo en las comisiones mixtas, a estos efectos”.

Gráfico 2

### Promedio de la variación interanual del impacto presupuestario de entregas a cuenta y liquidaciones del SFA de dos años antes

(En porcentaje)

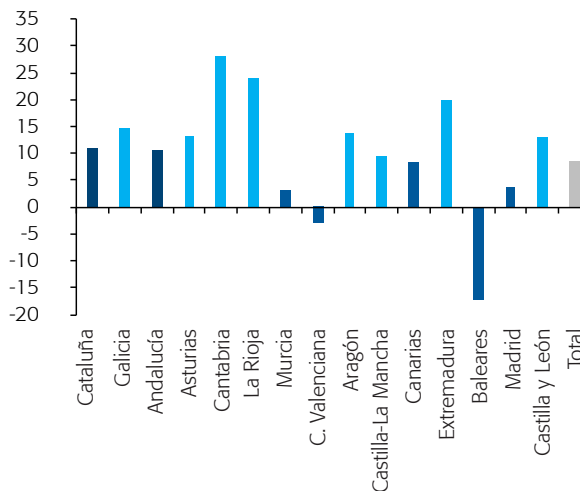


Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Gráfico 3

### Peso del Fondo de Suficiencia Global sobre los recursos procedentes del SFA (sin Fondos de Convergencia e incluidas competencias singulares)

(En porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

del SFA al inicio del sistema, se han visto más perjudicadas por esta pérdida de significatividad, lo que ha repercutido en que se encuentren entre las menos beneficiadas por la mejora del comportamiento de los ingresos (crecimientos por debajo

*Las comunidades que han obtenido un mayor rendimiento a través del sistema de financiación autonómica han sido Cataluña, Murcia, Comunidad Valenciana, Canarias y Madrid, precisamente el grupo de regiones que con mayor insistencia han demandado la reforma del actual sistema.*

de la media). En cambio, el buen comportamiento de los recursos tributarios compartidos

con el Estado ha beneficiado en mayor medida a las comunidades con mayor capacidad fiscal<sup>6</sup>.

### Comportamiento del resto de recursos autonómicos que no proceden del sistema

Para completar el análisis es preciso evaluar si este incremento de recursos ha venido acompañado de un crecimiento equivalente del resto de recursos que no proceden del SFA (otros tributos como impuestos propios, patrimonio, sucesiones, impuesto sobre depósitos en entidades de crédito, Fondo de Compensación Interterritorial, subvenciones, recursos de la Unión Europea<sup>7</sup>, etc.). Como puede apreciarse en los gráficos 4 y 5, el resto de recursos se

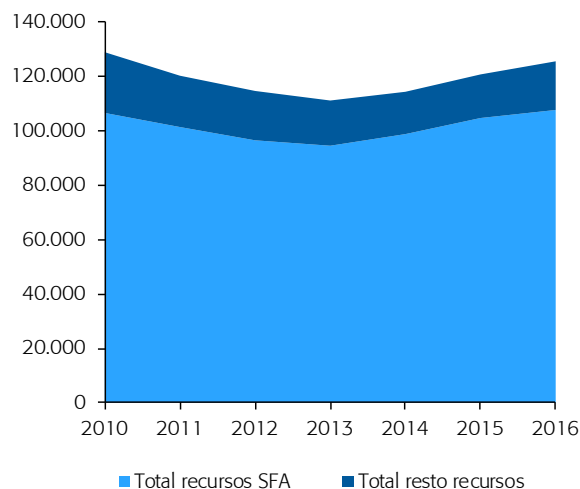
<sup>6</sup> También se han visto especialmente beneficiadas aquellas que tenían un FSG negativo, al reducirse su significatividad en el conjunto.

<sup>7</sup> Esta información aparece detallada hasta el ejercicio 2016 (última liquidación del SFA) en las publicaciones de *Las haciendas autonómicas en cifras* (disponible en <http://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/SistemasFinanciacionDeuda/InformacionCCAs/haciendas%202005.aspx>).

Gráfico 4

### Evolución recursos SFA y resto de recursos

(Millones de euros)

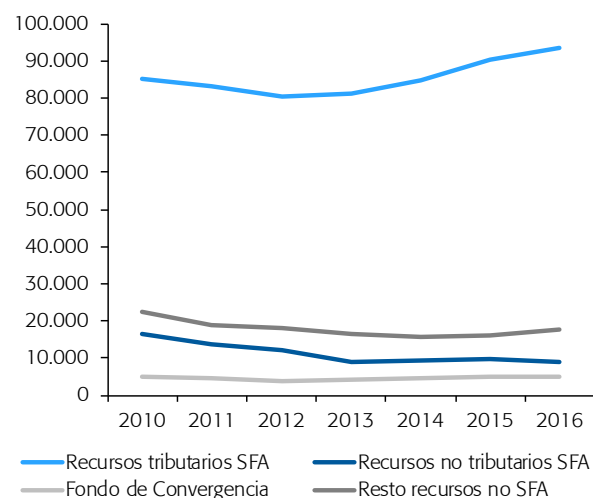


Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Gráfico 5

### Evolución recursos SFA por tipo, y recursos no SFA

(Millones de euros)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

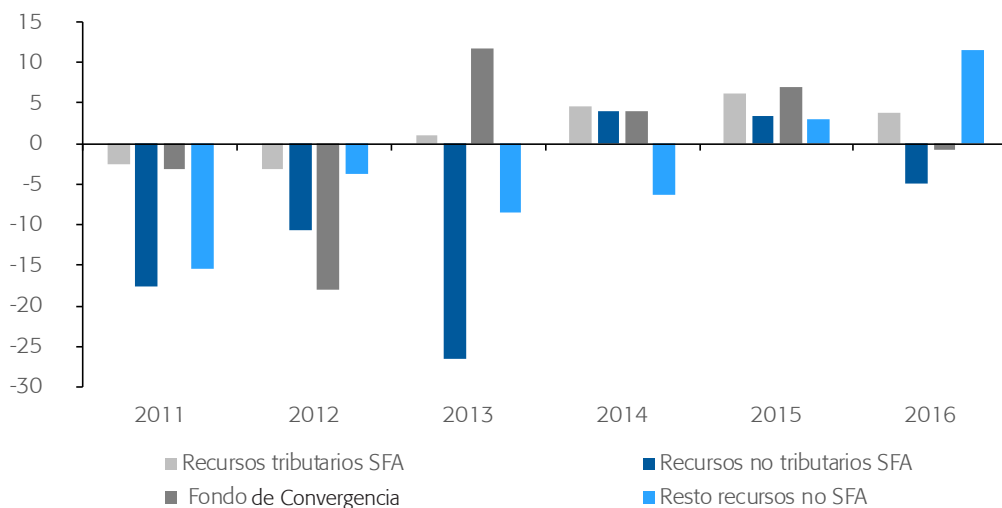
ha caracterizado en cambio por una caída más continuada, especialmente intensa en los años 2011 y 2013, iniciando una tímida recuperación en 2015 y con un importante repunte en 2016.

En términos de recursos totales (SFA y no SFA), las comunidades autónomas han pasado de contar con 128.903 millones de euros en 2010 a 125.561 millones de euros en 2016. Aunque

Gráfico 6

### Variación interanual por tipo de recurso SFA y resto de recursos

(En porcentaje)



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

el balance global es una reducción del 2,6% en los siete años de referencia, el promedio de variación interanual del trienio 2011-2013 se sitúa en -4,8%, mientras que la tasa de recuperación

---

*Los recursos totales de las comunidades, sumando los que proceden del sistema de financiación autonómica y los que no, han pasado de 128.903 millones de euros en 2010 a 125.561 en 2016. Aunque el balance global es una reducción del 2,6%, el promedio de variación interanual del trienio 2011-2013 se sitúa en -4,8%, mientras que la tasa de recuperación media en el trienio posterior alcanza el 4,2%.*

---

media en el trienio posterior lo hace en el 4,2%, resultando tasas de variación más compensadas que las correspondientes estrictamente al sistema de financiación autonómica.

## Conclusiones

La revisión del actual sistema de financiación debería haberse abordado transcurridos cinco años desde su vigencia, para que el Consejo de Política Fiscal y Financiera valorase las posibles modificaciones. Concediendo un margen mínimo de un año para la elaboración de estudios *ad hoc*, la reforma acumula un retraso de al menos tres años en su asunción.

En este sentido, las comunidades autónomas y los expertos han optimizado este margen extra desarrollando múltiples estudios de diagnóstico y valoración de posibles reformas, tanto desde las propias administraciones, como de los centros de investigación, del Comité Técnico Permanente de Evaluación y de la Comisión de Expertos para la revisión del sistema. Sin embargo, los puntos clave de la futura negociación siguen siendo objeto de controversia. El primer bloque de dificultades que se prevén en el proceso se circunscribe a la rela-

ción Estado–comunidades autónomas, y se concentra en la existencia o no de un desequilibrio vertical entre los dos subsectores para la financiación de sus respectivas competencias. El segundo bloque atañe a la relación entre las comunidades en lo que respecta a la metodología que se aplique para la configuración del reparto: eliminación o no del *statu quo*, alcance de la nivelación –parcial o total– y las nuevas variables clave (y su peso) en la población ajustada para financiar servicios públicos esenciales. Por último, el tercer bloque concierne a la necesidad o no de una reestructuración de la deuda sobre la base de la limitación del riesgo moral en su abordaje.

El aplazamiento de la reforma, como respuesta más conservadora ante un proceso que se adivina difícil, conlleva a su vez riesgos que no pueden ignorarse. El principal sería que la negociación se aborde finalmente en un momento económico con menos margen para la cesión de recursos, por menores perspectivas de crecimiento y por el reto que suponga dar respuesta al desequilibrio estructural de la Seguridad Social. Además, un retraso aún mayor puede fácilmente situar la negociación en un entorno económico aún más crítico, con la complejidad que conlleva que la estimación dinámica del comportamiento de un nuevo sistema dificulte la toma de decisiones por parte de las comunidades autónomas.

Con todos los riesgos que se abren en una futura negociación, una vez que se ha verificado que el sistema revierte positivamente en etapas de crecimiento económico y en mayor medida a las comunidades con mayor capacidad fiscal, y la elevada probabilidad de que otras comunidades –con mayor envejecimiento y problemas de atracción demográfica– pierdan posición relativa con respecto a la situación actual, la solución óptima de consenso podría consistir en el abordaje de modificaciones más puntuales donde el acuerdo está garantizado y, simultáneamente, evaluar una respuesta concreta para la infrafinanciación acumulada, manteniendo en todo caso los rasgos estructurales del sistema actual.

## ¿Cómo reaccionaría la economía española ante posibles *shocks* adversos?

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**El escenario central de previsiones de la economía española prevé un crecimiento del PIB del 2,1% en 2019, que se moderaría ligeramente en los dos años siguientes hasta situarse en su tasa potencial. Sin embargo, estas previsiones se basan en un entorno exterior estable, con una economía global que, aun en desaceleración, crecería más que durante la última crisis, y con unos tipos de interés en mínimos históricos. En un escenario de riesgo, en cambio, caracterizado por guerras comerciales, un *brexít* sin acuerdo y unos precios del petróleo singularmente más altos, la economía española vería recortado su crecimiento en unas décimas, con resultados algo peores en cuanto a tasa de paro, déficit público y saldo exterior. Por último, en el muy improbable escenario de riesgo incrementado, la economía podría entrar en recesión, empeorando todos los registros anteriormente señalados. Este artículo lleva a cabo una evaluación del comportamiento de la economía española en estos tres posibles escenarios, poniendo de relieve sus fortalezas y debilidades a la luz del análisis realizado.**

Tras cinco años de crecimiento desde el inicio de la recuperación, los fundamentos de la economía española siguen siendo relativamente sólidos, en la medida en que no se han generado desequilibrios en el sector privado que puedan desencadenar el fin de la etapa de crecimiento. No hay motivos, por tanto, para esperar, desde una perspectiva interna, el agotamiento de esta etapa, si bien su ritmo será más lento que en los años precedentes. Así, en el escenario central, se prevé un crecimiento del PIB del 2,1% en 2019, que se moderaría paulatinamente en los años posterior-

res hasta situarse en su tasa potencial (cuadro 1). Fruto de ello, el paro y la tasa de endeudamiento público —los principales desequilibrios— podrían seguir reduciéndose. El saldo exterior mantendría su superávit a lo largo del periodo de previsión, aunque en un nivel más reducido que en los años precedentes.

Sin embargo, estas previsiones descansan sobre la hipótesis de un entorno exterior estable, caracterizado por el mantenimiento de un crecimiento mundial en desaceleración pero más elevado que

\* Funcas.

Cuadro 1

**Escenario central de Funcas**

(Probabilidad: 75%)

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,5	2,1	1,8	1,7
Consumo privado	2,4	2,2	1,8	1,6
Consumo público	2,3	1,3	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,2	4,0	3,0	2,1
- Construcción	5,5	4,1	3,1	2,2
- Equipo y otros productos	4,9	3,8	2,9	2,1
Exportaciones	2,2	2,0	2,4	2,5
Importaciones	3,6	3,1	2,9	2,5
Demanda nacional (aportación)	2,9	2,4	1,9	1,6
Sector exterior (aportación)	-0,4	-0,3	-0,1	0,1
Tasa de inflación	1,7	1,1	1,3	1,5
Empleo	2,5	1,7	1,4	1,3
Tasa de desempleo	15,3	13,9	12,7	11,6
Balanza de pagos por cc (% PIB)	0,8	0,6	0,4	0,4
Tasa de ahorro de los hogares	4,4	4,1	3,8	3,7
Deuda AA.PP. (% del PIB)	97,4	95,9	94,8	93,6

durante la crisis, y de tipos de interés en mínimos históricos. El objetivo de este artículo es evaluar el comportamiento de la economía española en el caso de una evolución menos benévola del contexto internacional y de las condiciones financieras<sup>1</sup>. En primer lugar, se analiza el impacto de un debilitamiento de la economía mundial y europea, y de un incremento del precio del petróleo. Para este escenario de riesgo, se toman como referencia las previsiones más pesimistas de comercio internacional y de precio del petróleo (*shock* comercial). En segundo lugar, en un escenario de riesgo incrementado, se considera además del *shock* comercial un *shock* financiero. Este consiste en un aumento de tipos de interés y de primas de riesgo de una magnitud similar a la que provocó la crisis de la deuda soberana durante el periodo 2010-2012. Finalmente, el artículo concluye con una reflexión sobre fortalezas y debilidades de la economía española que se derivan del análisis.

Hay que señalar que todo el ejercicio de simulación se hace bajo la hipótesis de *no policy change*, es decir, que no se adoptan medidas de política económica.

**Escenario de riesgo**

En un escenario de riesgo, las interrupciones derivadas de las guerras comerciales y, en el caso de Europa, de un *bretxit* sin acuerdo, así como un precio del petróleo en la parte alta del rango de previsiones (85 dólares), reducirían el crecimiento de la economía mundial y europea por debajo del contemplado en el escenario central. El crecimiento del PIB en la eurozona se situaría en el 1% en 2019, iniciando una modesta recuperación a partir de la segunda mitad de 2020, una vez absorbido el impacto de las interrupciones mencio-

<sup>1</sup> Este trabajo actualiza los escenarios realizados hace un año (ver Torres y Fernández, 2018).



nadas. La economía norteamericana también se recuperaría, pero el crecimiento de la economía mundial permanecería lastrado por la evolución menos dinámica de China, como consecuencia de sus propios desequilibrios (ver anexo 1).

Estas hipótesis son poco probables con respecto a las que incorpora el escenario central. Sin embargo, la evolución reciente de la economía europea y de los mercados internacionales dan alas a las advertencias de los organismos internacionales (OCDE, 2019) y del propio BCE (2019). Por ello se considera que la probabilidad de este escenario es de entre un 20% y un 25%, frente al 75% del escenario central.

El tipo de cambio del euro se mantendría en 2019 en torno al nivel reciente de 1,13 dólares, ya que el retraso en la normalización de la política monetaria que tendría lugar en este contexto impediría la apreciación prevista en el escenario central de previsiones. La mejoría de las perspectivas económicas en 2020, propiciaría la elevación de los tipos de interés por parte del BCE a lo largo de dicho ejercicio, impulsando una moderada apreciación del euro a partir de entonces.

El menor crecimiento económico y la apreciación de un mayor grado de incertidumbre por parte de los mercados financieros elevaría la prima de riesgo española este año, situando la rentabilidad de la deuda a diez años en el 1,50%. En los ejercicios posteriores, la prima se mantendría estable en un nivel relativamente elevado, aunque la mejoría de las perspectivas a medio plazo seguiría impulsando al alza las rentabilidades hasta en torno al 2,2% en 2021.

Los crecimientos salariales esperados en este contexto serían inferiores a los previstos en el escenario central de previsiones, debido a la menor presión alcista sobre los mismos derivada de un menor crecimiento del empleo.

El deterioro de las condiciones internacionales se reflejaría en un menor crecimiento de las exportaciones. La menor demanda externa, unida a la mayor incertidumbre y al incremento de los costes de producción derivado del aumento del precio

de la energía, frenarían el crecimiento de la inversión. Todo ello en su conjunto repercutiría en un menor ritmo de creación de empleo, que, unido a la mayor tasa de inflación, ralentizaría el crecimiento del consumo. Un efecto negativo adicional sobre esta última variable procedería del deseo de aumentar la tasa de ahorro ante unas perspectivas más inciertas. No obstante, el repunte salarial derivado de las subidas de las remuneraciones de los funcionarios, el aumento del salario mínimo y la subida de las pensiones, ejercerían un efecto parcialmente compensatorio. En consecuencia, el crecimiento del PIB español se ralentizaría hasta el 1,8% en 2019 (cuadro 2 y gráfico 1).

En 2020, pese a la suave recuperación de las exportaciones, la inversión seguiría moderando su tono, debido a varios factores: el efecto negativo del incremento de la prima de riesgo sobre los tipos de interés, el impacto retardado del aumento de los costes laborales del año anterior (por la subida del salario mínimo y por el incremento de las bases de cotización), y la intensificación del debilitamiento del consumo. Este último fenómeno obedecería al agotamiento del efecto favorable sobre las rentas de los hogares de las medidas anteriormente mencionadas. El crecimiento del PIB se situaría en el 1,2%.

---

*En un escenario de riesgo, cuya probabilidad se mueve entre el 20% y el 25%, la tasa de paro se situaría en 2021 en el 12,5%, casi un punto porcentual por encima del resultado del escenario central. El saldo de la balanza por cuenta corriente se volvería deficitario y el déficit de las cuentas públicas repuntaría hasta el 2,6% del PIB.*

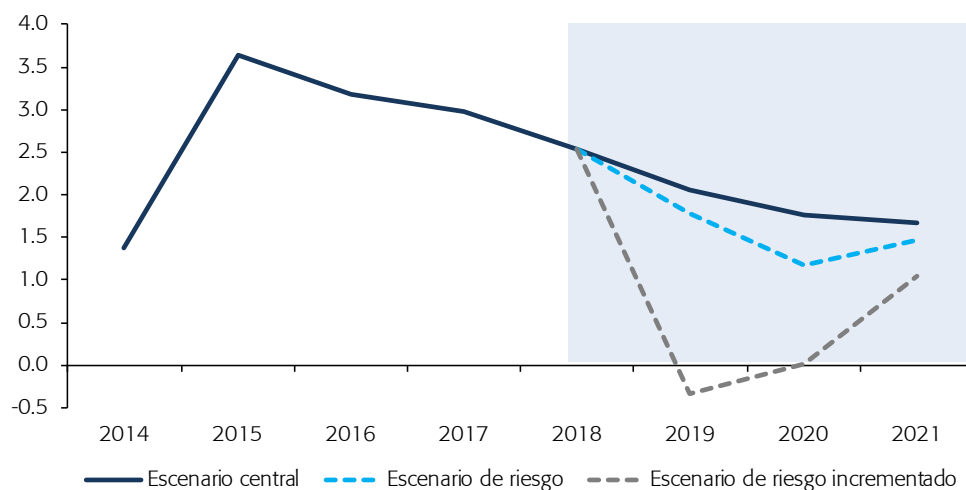
---

En 2021 el PIB registraría una cierta recuperación, aunque manteniéndose en tasas reducidas. La mejoría procedería del comportamiento de las exportaciones, y sobre todo de la inversión en equipo, componente que se vería impulsado por las expectativas más favorables, y que ya no sufriría el lastre derivado del incremento de la prima de riesgo —puesto que esta se mantiene— ni de un ascenso tan acusado de los costes laborales

Gráfico 1

**Crecimiento del PIB en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española**

(Tasas anuales de crecimiento)



Cuadro 2

**Escenario de riesgo de Funcas**

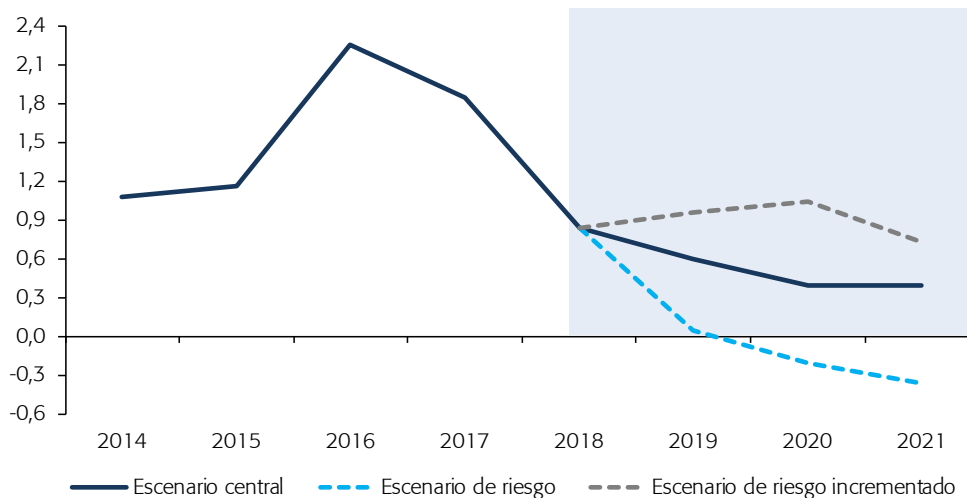
(Probabilidad: 20-25%)

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,5	1,8	1,2	1,5
Consumo privado	2,4	1,9	0,9	1,4
Consumo público	2,3	1,3	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,2	3,2	1,8	2,1
- Construcción	5,5	3,8	2,0	2,0
- Equipo y otros productos	4,9	2,7	1,5	2,1
Exportaciones	2,2	1,7	2,0	2,1
Importaciones	3,6	2,5	1,9	2,2
Demanda nacional (aportación)	2,9	2,0	1,1	1,5
Sector exterior (aportación)	-0,4	-0,2	0,1	0,0
Tasa de inflación	1,7	1,4	1,2	1,0
Empleo	2,5	1,5	0,8	1,1
Tasa de desempleo	15,3	14,1	13,4	12,5
Balanza de pagos por cc (% PIB)	0,8	0,0	-0,2	-0,4
Tasa de ahorro de los hogares	4,4	4,2	3,9	4,1
Deuda AA.PP. (% del PIB)	97,4	96,9	97,1	97,0

Gráfico 2

**Balanza por cuenta corriente en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española**

(Porcentaje del PIB)



unitarios. Como consecuencia, el empleo experimentaría una mejoría que impulsaría el consumo, lo que a su vez reforzaría el crecimiento del PIB y del empleo. El resultado final sería una recuperación del ritmo de crecimiento hasta el 1,5%.

La tasa de desempleo se situaría en 2021 en el 12,5%, casi un punto porcentual por encima del resultado del escenario central (gráfico 4). El saldo de la balanza por cuenta corriente se volvería deficitario debido fundamentalmente al enca-

Gráfico 3

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

(Porcentaje del PIB)

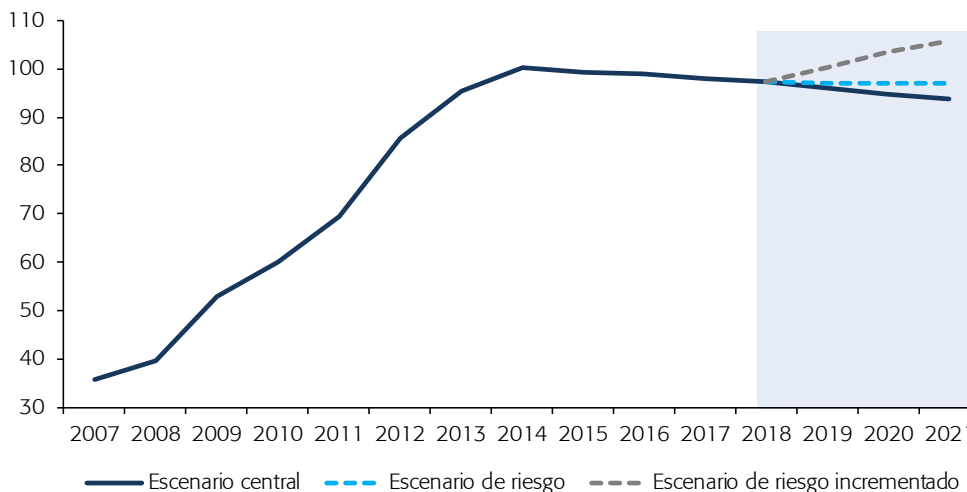
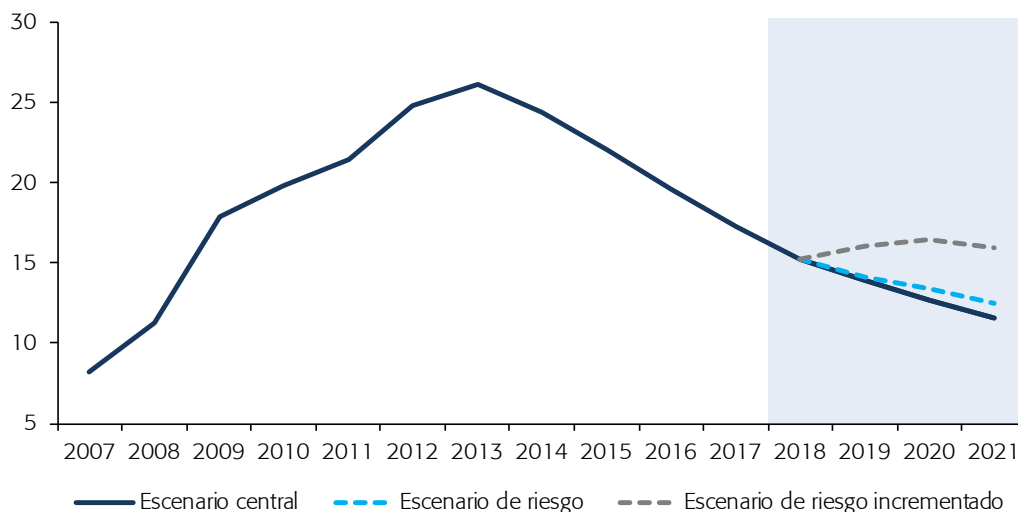


Gráfico 4

**Tasa de paro en los tres principales escenarios de Funcas para la economía española**

(Porcentaje de la población activa)



recimiento de las importaciones de petróleo, así como, en menor medida, al aumento de los pagos netos en intereses al exterior (gráfico 2). Finalmente, el déficit de las cuentas públicas repuntaría hasta el 2,6% del PIB, frente al 1,9% estimado en el escenario central de previsiones. La ratio de endeudamiento público descendería levemente en 2019, pero volvería a ascender en los años posteriores hasta situarse en torno al 97% del PIB en 2021 (gráfico 3).

**Escenario de riesgo incrementado**

En el escenario de riesgo incrementado, el contexto externo sufriría un deterioro más acusado que en el anterior escenario. Para ello, en primer lugar, se han tomado las previsiones de los analistas más pesimistas, que se derivan del agravamiento de las tensiones proteccionistas, y de un aterrizaje abrupto de la economía china. Además, la actual desaceleración de la economía europea sería más intensa, hasta prácticamente rozar la recesión

durante la segunda parte del presente ejercicio. Así pues, la eurozona pasaría de un crecimiento del 0,8% en 2019, hasta un 0,5% en 2020. A partir de ese año, la eurozona iniciaría una recuperación, pese a lo cual todavía crecería un 1%, por debajo del potencial.

En segundo lugar, el escenario de riesgo incrementado incorpora un *shock* financiero, de magnitud similar al que se produjo en el momento de la crisis de la deuda soberana de hace una década. En concreto, la fragmentación financiera provocaría un parón de los flujos de capital en la eurozona en los próximos meses, con un doble resultado. Por un lado, la prima de riesgo se incrementaría hasta alcanzar valores similares a los registrados en 2011, es decir cerca de 300 puntos (prácticamente el triple de la prima de riesgo observada actualmente en los mercados). En segundo lugar, el sector privado se enfrentaría a una restricción del crédito, lo que obligaría los hogares a pasar de la actual posición de necesidad de financiación al equilibrio (las empresas, por su parte, gozan de un importante excedente, por lo que las restriccio-

nes de crédito tendrían menos incidencia que para los hogares).

*En el escenario de riesgo incrementado, con probabilidad únicamente del 5%, la economía española entraría en recesión en 2019, por el desplome de la demanda interna, y el déficit público se incrementaría hasta rozar el 5% del PIB en 2021. En el bienio 2019-2020 se perderían 215.000 empleos netos, de los cuales solo dos terceras partes se recuperarían en 2021.*

Las hipótesis que se incorporan en este escenario de riesgo incrementado son poco probables, por la magnitud de los *shocks* y su simultaneidad. Por ello la probabilidad que se atribuye a este escenario es inferior al 5%.

En un contexto tan deteriorado, la economía española entraría en recesión en 2019, por el desplome de la demanda interna. El consumo privado —la variable que más peso tiene en el PIB— se contraería como consecuencia de las restricciones de crédito, lo que provocaría un fuerte incremento de la tasa de ahorro de las familias (cuadro 3). Esta aumentaría en más de un punto porcentual hasta el 5,5%. La parálisis del crédito, junto con el aumento de tipos de interés, también afectaría la inversión en vivienda. La inversión en bienes de equipo aguantaría mejor el *shock*, fruto de la buena situación financiera de las empresas. Por otra parte, el empeoramiento de los mercados internacionales se reflejaría en las exportaciones, que apenas crecerían un 1,4%, una tasa similar a la registrada en 2012, uno de los peores años de la crisis. Sin embargo, las importaciones se reducirían (en línea con lo esperado teniendo en cuenta la contracción de la demanda interna y la elasticidad histórica), por

Cuadro 3

### Escenario de riesgo incrementado de Funcas

(Probabilidad: 0-5%)

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,5	-0,3	0,0	1,0
Consumo privado	2,4	-1,0	0,0	1,5
Consumo público	2,3	1,3	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo	5,2	-3,2	-3,2	0,0
- Construcción	5,5	-6,4	-4,6	-1,9
- Equipo y otros productos	4,9	0,0	-1,8	1,8
Exportaciones	2,2	1,4	1,6	1,7
Importaciones	3,6	-0,6	0,0	1,8
Demanda nacional (aportación)	2,9	-1,0	-0,5	1,0
Sector exterior (aportación)	-0,4	0,7	0,5	0,0
Tasa de inflación	1,7	1,3	1,2	1,2
Empleo	2,5	-0,8	-0,5	0,7
Tasa de desempleo	15,3	16,1	16,5	16,0
Balanza de pagos por cc (% PIB)	0,8	1,0	1,0	0,7
Tasa de ahorro de los hogares	4,4	5,5	5,5	5,1
Deuda AA.PP. (% del PIB)	97,4	100,2	103,4	105,7

lo que el sector externo tendría un impacto neto positivo sobre la actividad.

Una vez realizado el ajuste, el gasto en consumo se estabilizaría en 2020 y emprendería una leve recuperación en 2021, a medida que las restricciones de crédito se van suavizando y el ahorro de precaución se reduce. La desaceleración de las exportaciones también tocaría fondo durante 2020, en consonancia con la recuperación de la economía europea, y esa tendencia se consolidaría en 2021. Fruto de ello, la inversión empezaría a repuntar a partir de ese año. Con todo, el PIB se estabilizaría en 2020 y crecería ligeramente en 2021.

En este escenario de riesgo incrementado, y teniendo en cuenta la hipótesis de política fiscal neutra, el déficit público se incrementaría hasta rozar el 5% del PIB en 2021. El resultado sería una elevación de la deuda pública durante todo el horizonte de previsión, hasta alcanzar el 105,7% del PIB, el máximo de la serie histórica (gráfico 3).

*Incluso bajo supuestos altamente adversos como los que se incorporan en el escenario de riesgo incrementado, la economía española tendría una evolución menos negativa que durante los años centrales de la última crisis económica.*

La recesión también haría mella sobre el mercado laboral. Durante el periodo 2019-2020, se perderían 215.000 empleos netos, de los cuales solo las dos terceras partes se recuperarían en 2021, por lo que la tasa de paro se quedaría en el 16% (gráfico 4). Esta es una tasa elevada, aunque cerca de diez puntos menos que el máximo registrado en años anteriores.

En suma, incluso bajo supuestos altamente adversos como los que se incorporan en este escenario, la economía española tendría una evolución menos negativa que durante los años centrales de la crisis. Esto se debe a dos factores:

- La economía española perdería menos empleos que durante la crisis de deuda

soberana, que coincidía con la explosión de la burbuja inmobiliaria, lo que obligaba a importantes ajustes en el sector de la construcción. Esa circunstancia explica buena parte del empleo que se destruyó en esos años, el aumento de las primas de riesgo hizo el resto. El crecimiento del paro también provocó una reacción de precaución entre las familias, que decidieron comprimir sus gastos ante el miedo a perder su empleo, lo que a su vez agravó la recesión. La situación actual es distinta, por no existir indicios claros de burbuja y por no detectarse sectores con un nivel de empleo sostenido artificialmente por el crédito. Por tanto, un *shock* financiero tendría un impacto similar al de una recesión. Por ello, en el escenario de riesgo incrementado, el empleo reacciona a la evolución del PIB en consonancia con las elasticidades esperadas durante una recesión sin burbuja. Como consecuencia, se perderían proporcionalmente menos empleos que durante la crisis de la deuda soberana y la productividad aparente del trabajo se incrementaría a un ritmo anual cercano al 0,5% durante el periodo de previsión, aproximadamente cuatro veces menos que durante la crisis.

- La posición financiera del sector privado es más favorable que en el momento de la crisis de la deuda soberana. A finales de 2018, las empresas no financieras habían reducido su deuda en nada menos que 320.000 millones de euros con respecto a 2010. Por tanto, un *shock* de tipos de interés tendría un impacto significativamente inferior al que se observó hace una década. Por ello, frente a un *shock* de magnitudes similares, las empresas pagarían cerca de 25.000 millones menos de intereses, lo que explica que atravesarían la recesión con menos dificultad. Asimismo, los hogares, al haberse desendeudado (aunque menos que las empresas), pagarían en torno a 10.000 millones menos de intereses. Finalmente, las instituciones financieras parten de una posición relativamente saneada, tanto en exposición a créditos dudosos como en ratios de capital y de liquidez.

## Fortalezas y debilidades ante posibles shocks

En conclusión, la economía española está mejor posicionada que en épocas anteriores ante la eventualidad de fuertes turbulencias internacionales o una parálisis financiera de magnitud similar a la que ocurrió en la Gran Recesión. El saneamiento financiero que se ha producido en el sector privado durante los últimos años, junto con la ausencia de burbujas o de sectores donde una parte significativa del empleo está artificialmente sostenido por el crédito, son importantes logros que explican la relativa resiliencia de la economía.

---

*Entre las principales debilidades destaca el estrecho margen de maniobra fiscal para contrarrestar los efectos de un posible shock. Tanto el déficit de las administraciones públicas como su elevado endeudamiento dejan poco espacio para adoptar medidas de estímulo que pondrían un suelo a la recesión y acelerarían la recuperación.*

---

Por el lado negativo, destaca el estrecho margen de maniobra fiscal para contrarrestar los

efectos de un posible *shock*. Tanto el déficit de las administraciones públicas como su elevado endeudamiento dejan poco espacio para adoptar medidas de estímulo que pondrían un suelo a la recesión y acelerarían la recuperación. El carácter marcadamente procíclico del mercado laboral es otra debilidad que reduce la capacidad de respuesta de la economía ante tendencias recesivas. Finalmente, la elevada dependencia con respecto al petróleo es otra de las asignaturas pendientes que explican la vulnerabilidad ante posibles tensiones en los mercados internacionales. Convendría, por tanto, avanzar en la contención de esos desequilibrios y progresar en las reformas así como en el cambio del modelo energético, para prolongar la onda expansiva y contener los efectos de nuevas turbulencias.

## Referencias

- BCE (2019). *Macroeconomic Projections*.
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2018). Escenarios para la economía española, 2018-2020. *Cuadernos de Información Económica*, 263, marzo-abril, pp. 1-11.
- OCDE (2019). *Economic Outlook*.

## Anexo 1. Principales hipótesis de los escenarios para la economía española

Cuadro A.1

### Escenario central

	2018	2019	2020	2021
PIB mundial	3,7	3,3	3,3	3,3
PIB zona euro	1,8	1,4	1,4	1,6
Petróleo	73	65	65	65
T/i largo plazo	1,43	1,25	1,75	2,00
Prima riesgo	1,02	1,00	1,00	1,00
T/i corto plazo	-0,32	-0,17	0,25	0,75
t/c euro	1,18	1,15	1,20	1,20
Productividad	0,0	0,3	0,3	0,3
Salarios	1,0	2,1	1,2	1,2

Fuente: Funcas.

Cuadro A.2

### Escenario de riesgo

	2018	2019	2020	2021
PIB mundial	3,7	3,0	2,8	2,8
PIB zona euro	1,8	1,0	1,1	1,3
Petróleo	73	78	85	85
T/i largo plazo	1,43	1,50	2,00	2,20
Prima riesgo	1,02	1,40	1,50	1,50
T/i corto plazo	-0,32	-0,30	0,00	0,25
t/c euro	1,18	1,13	1,15	1,15
Productividad	0,0	0,3	0,3	0,3
Salarios	1,0	1,9	1,0	1,0

Fuente: Funcas.

Cuadro A.3

### Escenario de riesgo incrementado

	2018	2019	2020	2021
PIB mundial	3,7	2,4	2,5	2,7
PIB zona euro	1,8	0,8	0,5	1,0
Petróleo	73	78	85	85
T/i largo plazo	1,43	2,88	3,28	3,48
Prima riesgo	1,02	2,78	2,78	2,78
T/i corto plazo	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30
t/c euro	1,18	1,15	1,20	1,20
Productividad	0,0	0,3	0,5	0,7
Salarios	1,0	1,5	0,8	0,8

Fuente: Funcas.



# Debilidad de las exportaciones españolas en 2018

María Jesús Fernández\*

**Las exportaciones españolas de bienes se han ralentizado de forma muy acusada durante 2018, siendo este el primer año del periodo posterior a la crisis en el que sus resultados han sido claramente inferiores a los del conjunto del comercio internacional. La desaceleración fue muy generalizada, tanto por destinos geográficos como por sectores económicos, y en todo caso, superior a lo que podría esperarse a partir de una función de exportaciones basada en las variables habituales. Todavía es pronto para saber si el mal resultado de 2018 es puntual o si se trata del inicio de una etapa de menor dinamismo, de modo que conviene prestar especial atención a un sector de gran peso en la estructura productiva española y sujeto a profundas transformaciones.**

## Contexto internacional

La economía europea sufrió una sensible desaceleración en 2018, más acusada en la segunda mitad del año. Ello se debió, por una parte, a la paralización temporal de la actividad en el sector de automoción, como consecuencia de las disrupciones derivadas de la entrada en vigor de nuevos protocolos de medición de emisiones. La ralentización de China también desempeñó un papel importante, especialmente en el caso de Alemania, que estuvo muy cerca de sufrir una recesión técnica. Italia sufrió dos trimestres consecutivos de caída del PIB, en medio de las incertidumbres derivadas del conflicto entre su Gobierno y la Comisión Europea por el objetivo de déficit, mientras que los resultados de Francia se resintie-

ron de los disturbios protagonizados por los *chalecos amarillos*.

En contraste, la economía norteamericana experimentó una aceleración, que se explica por el impulso de las rebajas impositivas del Gobierno de Trump. Por su parte, China registró la tasa más baja de crecimiento desde 1990, aunque el avance de las economías emergentes en su conjunto fue muy cercano al del año anterior –según las estimaciones de enero del FMI–, gracias a la mejora en los registros de países como India.

El elemento más relevante del contexto internacional de 2018 fue la guerra comercial desatada por la subida por parte de Estados Unidos de los aranceles aplicados a diversos productos, afec-

\* Funcas.

tando en algunos casos a las exportaciones europeas (el acero), pero sobre todo a las chinas. Estas actuaciones, complementadas con la amenaza de ampliar las subidas arancelarias a otros productos sensibles, como a los automóviles europeos, así como a prácticamente todas las mercancías exportadas por China, fueron seguidas de represalias, tanto por parte de la Unión Europea (UE) como del país asiático.

La incertidumbre relativa al nuevo sistema que emerja de las negociaciones finalmente abiertas entre Estados Unidos y la Unión Europea, por un lado, y China, por el otro, y su impacto sobre las cadenas de valor organizadas globalmente, puede haber repercutido negativamente sobre las decisiones de inversión internacional. En cualquier caso, este elemento de incertidumbre se ha añadido al derivado del *brexit*. La posibilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea, y la indefinición del modelo que regirá las relaciones comerciales entre ambos en el futuro, puede contribuir a explicar el frenazo sufrido por la economía europea en la segunda mitad del año. En el caso del Reino Unido, sin duda es un importante factor

explicativo de la caída de la inversión en capital que sufre desde finales de 2016.

En este contexto, el volumen de comercio internacional desaceleró su crecimiento en 2018, desde una tasa del 4,7% hasta el 3,3% –según datos del CPB World Trade Monitor–, destacando especialmente la caída sufrida en el último trimestre del año. Pese a ello, dicha tasa anual se situó por encima de la media registrada desde 2011.

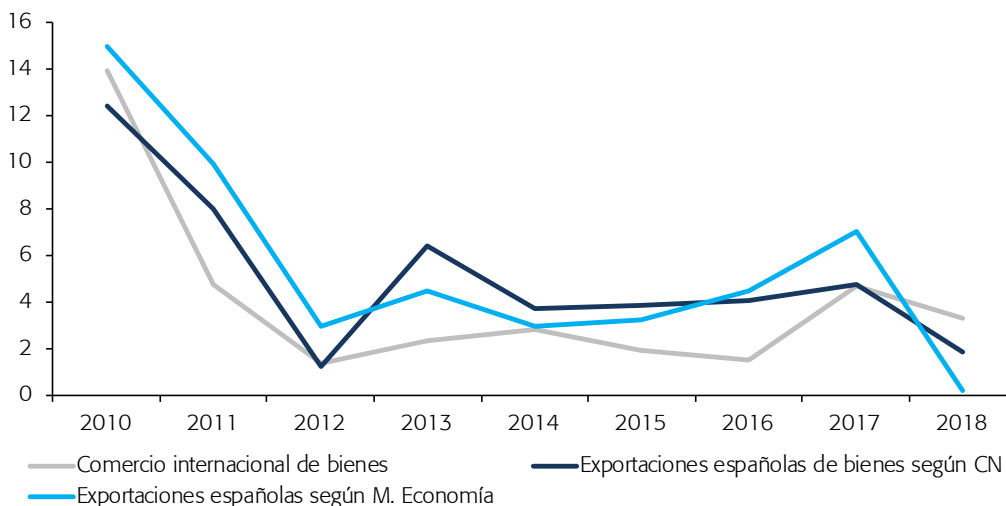
## Las exportaciones españolas en 2018

Las exportaciones españolas se ralentizaron notablemente en 2018, tanto las de bienes como las de servicios. En cuanto a las de bienes, su crecimiento en términos reales se frenó desde un 4,7% en 2017 hasta un 1,8% en 2018, según las cifras provisionales de Contabilidad Nacional. Conforme a las cifras del Ministerio de Economía<sup>1</sup>, la desaceleración fue mucho más acusada: desde un 7% en 2017 hasta un 0,2% en 2018. Se trata, en ambos casos, de una desaceleración más intensa

Gráfico 1

### Comercio internacional y exportaciones españolas de bienes

(Tasas de variación anual en volumen; porcentajes)



Fuentes: CPB World Trade Monitor, INE y Ministerio de Economía.

<sup>1</sup> Cifras de Aduanas deflactadas con los índices de valor unitario (IVU) calculados por el Ministerio de Economía.

que la sufrida por el comercio internacional, y un resultado claramente inferior a este por primera vez en todo el periodo posterior al inicio de la crisis (gráfico 1).

---

*Las exportaciones de bienes frenaron su crecimiento en términos reales desde un 4,7% en 2017 hasta un 1,8% en 2018, según las cifras provisionales de Contabilidad Nacional. La desaceleración fue incluso más acusada con las cifras de Aduanas del Ministerio de Economía: desde un 7% de crecimiento en 2017 hasta un 0,2% en 2018.*

---

El resultado fue inferior a la previsión proporcionada por una función de exportaciones habitual<sup>2</sup>, con variables explicativas como la demanda de los mercados de exportación, la demanda nacional y alguna medida de competitividad como el tipo de cambio efectivo nominal, o real a partir de los costes laborales unitarios (CLU) (variable esta última que registró un ligero deterioro en los últimos años). Es decir, parte de la ralentización obedeció al menor ritmo de crecimiento de los mercados exteriores, a la fortaleza de la demanda nacional y a la apreciación del euro registrada el año anterior, o bien al ligero debilitamiento de la competitividad en CLU. Pero estos factores no fueron suficientes para explicar totalmente el mal resultado de 2018.

## **Evolución de las exportaciones por país de destino**

La desaceleración de las exportaciones de bienes fue muy generalizada tanto por destinos

geográficos como por sectores económicos. En el primer caso, prácticamente todos los destinos importantes, tanto europeos como del resto del mundo, ralentizaron sus compras a España (gráfico 2). Destaca especialmente el caso de Turquía, que redujo en un 13,9% sus compras de bienes a España a precios corrientes, en el contexto de una crisis cambiaria que supuso una depreciación de casi el 40% de su divisa frente al euro. También fue llamativo el parón que sufrieron las ventas a China, que tras crecer un 22% en 2017, registraron un ascenso prácticamente nulo en 2018. Los países que más aportaron al crecimiento de las exportaciones españolas en 2018 fueron Portugal y Francia, aunque también en ambos casos sus compras a España crecieron menos que en 2017.

---

*Prácticamente todos los destinos importantes ralentizaron sus compras a España. Entre los países fuera de la Unión Europea destacan especialmente los casos de Turquía y China. Asimismo, en el caso del Reino Unido, que ocupa el quinto lugar entre los destinos principales de las exportaciones españolas, el avance fue prácticamente nulo en 2018, después de haber sufrido una caída del 6,7% el año anterior.*

---

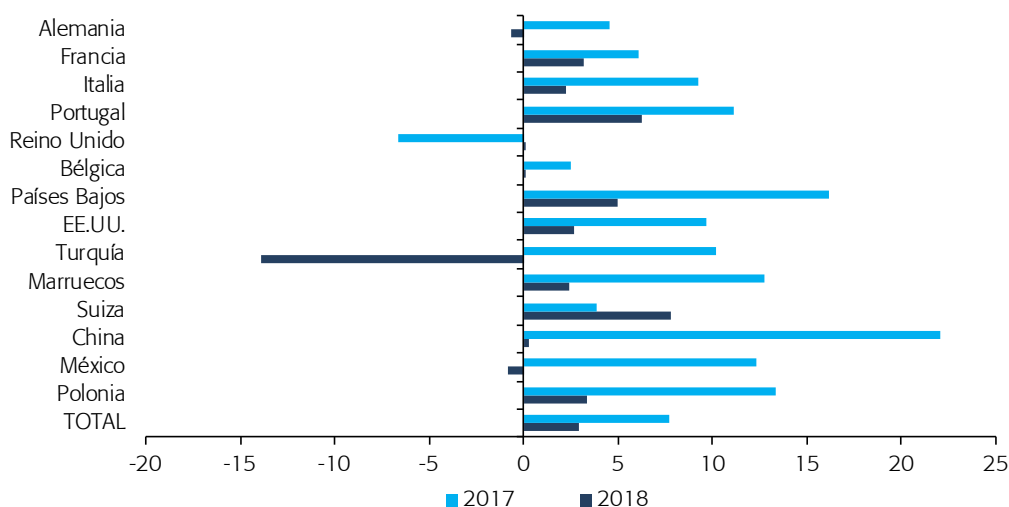
En el caso del Reino Unido, país que ocupa el quinto lugar entre los destinos más importantes de las exportaciones españolas, el avance fue prácticamente nulo en 2018, después de haber sufrido una caída del 6,7% el año anterior. Dicho retroceso, el único registrado ese año entre los destinos exportadores importantes, fue consecuencia de la depreciación de la libra derivada del resultado del referéndum del *brexit*, así como

<sup>2</sup> Se han estimado diversos modelos para las exportaciones reales de bienes, tanto para las cifras en términos de Contabilidad Nacional como para las calculadas por el Ministerio de Economía a partir de los índices de valor unitario (IVU), con datos anuales para el periodo posterior al inicio de la crisis económica (para recoger posibles cambios estructurales con respecto al periodo anterior). En dichos modelos, que incluyen un mecanismo de corrección del error, se han introducido como variables explicativas diferentes medidas del tipo de cambio retrasado un periodo, o alternativamente el tipo de cambio efectivo real calculado con los costes laborales unitarios (CLU), el crecimiento de las importaciones de los principales mercados de exportación y el crecimiento de la demanda nacional retrasado un periodo. Los resultados en todos los casos apuntan a que el crecimiento de las exportaciones en 2018 fue inferior a lo esperable a partir del comportamiento de sus factores determinantes, con un error en muchos casos superior a la media del periodo, si bien dentro de los intervalos de confianza.

Gráfico 2

**Exportaciones a precios corrientes a los principales destinos**

(Crecimiento anual, en porcentaje)



Fuente: Aduanas.

de la desaceleración del consumo y la caída de la inversión en bienes de equipo registradas por dicho país, circunstancias que también pueden achacarse, además de a la evolución del tipo de cambio, a la propia incertidumbre provocada por el *brexit*.

Así, el sector de bienes de equipo experimentó un retroceso importante en sus ventas al Reino Unido en 2017, aunque fue el sector del automóvil el que presentó un registro más negativo, un 21%, pasando a convertirse el primero de ellos en el principal sector exportador a este país. En 2018 se prolongó la tendencia decreciente en ambos sectores, pero esta fue contrarrestada por la mejoría registrada en otros, como los derivados del petróleo, medicamentos, hierro y acero y ciertos productos químicos. En suma, se puede decir que los sectores españoles más dañados por el *brexit*, antes incluso de que la salida de la UE se haya consumado, han sido automoción y bienes de equipo, como consecuencia de la depreciación de la libra y del deterioro del consumo y de la inversión, derivados —al menos en gran parte— de la incertidumbre posreferéndum.

**Evolución de las exportaciones por sector**

Prácticamente todas las agrupaciones sectoriales sufrieron una desaceleración de sus exportaciones en 2018 (gráfico 3). Los productos energéticos (fundamentalmente, derivados del petróleo) fueron los que registraron una mayor tasa de crecimiento, aunque por debajo de la obtenida el año anterior. Los peores resultados fueron para el conjunto del sector del automóvil (que engloba automóviles, motos y componentes), cuyas exportaciones a precios corrientes decrecieron un 1,5%,

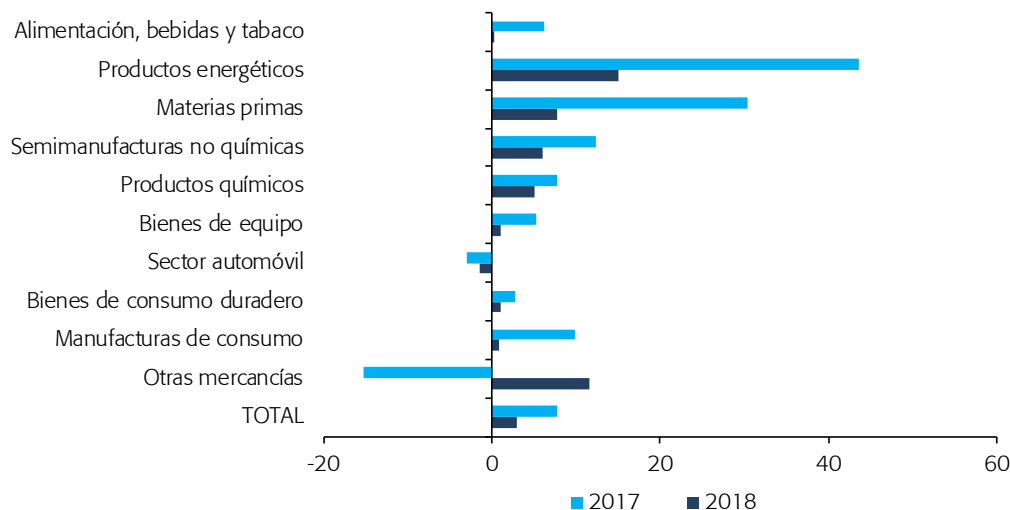
*Los peores resultados fueron para el sector del automóvil. El capítulo específico de automóviles y motos sufrió una caída del 4,1% a precios corrientes, continuando así el importante descenso del año anterior, que fue del 5,5%.*

aunque el capítulo específico de automóviles y motos sufrió una caída más intensa, del 4,1%, que continúa al importante descenso experimentado

Gráfico 3

**Exportaciones a precios corrientes por sector económico**

(Crecimiento anual, en porcentaje)



Fuente: Aduanas.

el año anterior, del 5,5%. También fue acusada la desaceleración sufrida por las manufacturas de consumo, más concretamente por los textiles, que constituyen el 10% de nuestras exportaciones.

En lo relativo al caso de los automóviles (excluyendo componentes), el principal destino es Alemania, que recibe el 20% de las exportaciones, seguido de Francia, con el 19%, e Italia y el Reino Unido, con una cuota de en torno al 10,5% en ambos casos. En total, ocho países (los anteriores más Bélgica, Turquía, Portugal y Austria) acaparan el 75% de las exportaciones españolas del sector. En 2017 el mercado que sufrió la caída más intensa fue el Reino Unido, país que por sí solo explicó casi la mitad del descenso en la cifra total de ventas, pero el retroceso fue muy generalizado, con tasas negativas en seis de los ocho grandes destinos mencionados. En 2018, también sufrieron un descenso la mayoría de los grandes destinos. Junto al Reino Unido, Turquía fue el país cuya aportación al crecimiento de este sector fue más negativa. Esta evolución contrasta con la de las exportaciones de automóviles del conjunto de la UE, que experimentaron tasas positivas de crecimiento tanto en 2017 como en 2018 (con datos provisionales hasta noviembre, para este último año).

**Conclusión**

Las exportaciones españolas de bienes en 2018, por primera vez en todo el periodo posterior al inicio de la crisis, crecieron claramente por debajo del comercio internacional, sin que la desaceleración de nuestros principales destinos de exportación, la trayectoria del tipo de cambio, la evolución de la competitividad en costes, o el posible efecto desincentivador de la fortaleza de la demanda interna expliquen en su totalidad este mal resultado.

Tampoco se explica por el posible mal comportamiento de un sector o destino geográfico concreto, ya que la desaceleración fue muy generalizada en todos los ámbitos. El Reino Unido fue uno de los destinos con un peor resultado, con una caída muy pronunciada de las ventas españolas en 2017 debido a la incertidumbre generada por el *brexit*, de la cual no se recuperó en 2018. Por otra parte, el sector que peor se comportó en 2018 fue el de automóviles, después del también mal resultado de 2017, aunque prácticamente todas las agrupaciones sectoriales empeoraron sus resultados.

Aún es pronto para saber si el mal resultado de las exportaciones en 2018 es puntual o si se trata del inicio de una etapa de menor dinamismo. En cualquier caso, destaca la negativa evolución de las exportaciones de automóviles en los dos últimos años, si bien es cierto que el comportamiento de este sector ha estado distorsionado por diversas circunstancias coyunturales, y que tanto

las exportaciones como el volumen de producción crecieron sensiblemente por encima de la media europea en los años anteriores. En consecuencia, debemos permanecer vigilantes ante la evolución de un sector de gran peso dentro de nuestra estructura productiva y exportadora, especialmente dadas las profundas transformaciones en que se encuentra inmerso.

## Carteras de valores en intermediarios financieros (bancos, fondos y seguros): España frente a la eurozona

Ángel Berges y Fernando Rojas\*

**Las autoridades supervisoras vienen prestando una creciente atención a las interrelaciones entre diferentes subsectores de los sistemas financieros, por las implicaciones que de las mismas se derivan para la estabilidad financiera. El Banco Central Europeo (BCE) no es ajeno a dicha atención y, en su más reciente Informe de Estabilidad Financiera, analiza el potencial riesgo sistémico derivado de las tenencias comunes de carteras (*communalities*) entre bancos, aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensiones. Sobre la base de esas estimaciones del BCE, este artículo lleva a cabo un análisis comparativo de la importancia relativa de dichas carteras en España frente a la eurozona.**

En los últimos años ha ido cobrando un creciente protagonismo entre los reguladores y supervisores financieros la vigilancia de los riesgos sistémicos, tanto dentro de cada uno de los diferentes subsectores financieros (bancos, seguros, fondos de inversión y de pensiones), como de forma transversal entre ellos.

Es en el marco de esa creciente atención donde cabe ubicar la creación de instituciones encargadas de realizar esa vigilancia, sin menoscabo del modelo de supervisión imperante, bien sea el sectorial actualmente vigente en España (un supervisor de bancos, uno de seguros y pensiones, y uno de fondos), o el denominado *twin peaks* vigente en el Reino Unido (un supervisor prudencial y otro de conducta, y cada uno de ellos con responsabilidad transversal en bancos, fondos de inversión, y seguros y pensiones).

A esa tendencia internacional a crear instituciones o autoridades responsables de la vigilancia del riesgo sistémico se ha unido recientemente España con la publicación del Real Decreto-ley (RDL) 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, así como del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

Más allá de la respuesta institucional, el fondo de la cuestión es la vigilancia del riesgo sistémico que emerge como consecuencia de comportamientos similares por parte de las diferentes entidades, por lo que se debe tomar en consideración las interrelaciones, y comportamientos comunes,

\* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

entre entidades financieras de diferentes ámbitos, sean bancos, compañías de seguros, fondos de inversión o fondos de pensiones. Al fin y al cabo, todas ellas son destinatarias del ahorro en origen, de tal manera que comportamientos muy similares en cuanto a la colocación de ese ahorro podrían desembocar en una amplificación del riesgo sistémico en el caso de *shocks* de liquidez en los principales mercados o activos en que dichos intermediarios invierten.

## Coincidencias en las estrategias inversoras

Es en el marco de esa consideración de riesgo sistémico que el Banco Central Europeo (BCE), en su más reciente edición de la *Revista de Estabilidad Financiera*, se hace eco de las interconexiones existentes entre estas cuatro diferentes categorías de entidades financieras (bancos, aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensiones) a través de las coincidencias en las tenencias de valores en sus carteras de inversión. Al fin y al cabo, si esos cuatro tipos de entidades financieras mantienen elevados grados de coincidencias en

sus estrategias de inversión, es obvio que asumen el mismo tipo de riesgo de mercado, y con ello amplifican los riesgos sistémicos en el evento de una brusca caída en el valor de mercado de esos valores. Ese potencial riesgo sistémico será tanto mayor cuanto mayores sean las coincidencias en las políticas inversoras, pero también cuanto mayor sea el tamaño absoluto de esas carteras de inversión en los diferentes subsectores.

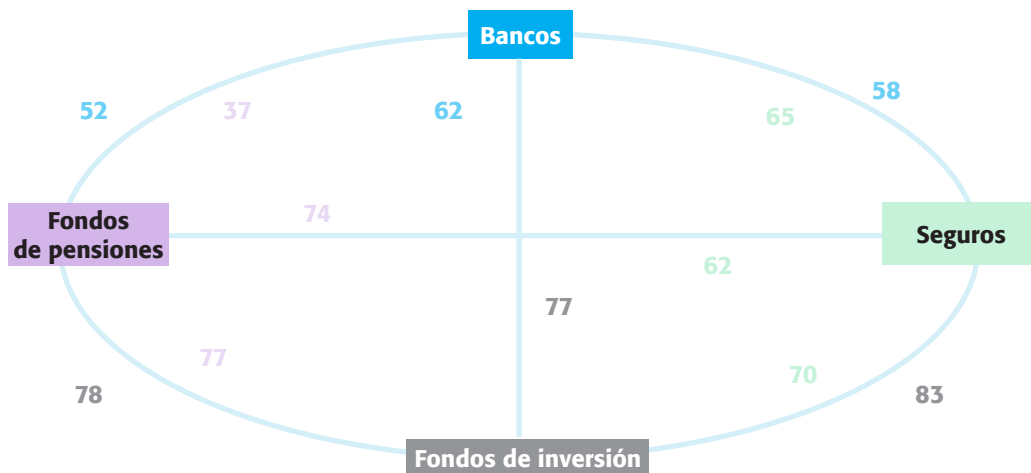
Para analizar el primer efecto, el BCE examina el grado de coincidencia entre los valores que componen las carteras de inversión de las cuatro categorías de intermediarios financieros, con datos a junio de 2018, y cuyos resultados se ilustran en el gráfico 1, extraído del mencionado informe. Cada uno de los cuatro tipos de intermediarios se representa con un color, y las líneas que unen a cada par de dichos tipos de intermediarios muestra la “comunalidad” en las carteras de inversión de esos pares de entidades, expresada como porcentaje sobre el total de cartera de cada uno de ellos, representada por su correspondiente color.

Para la interpretación de los resultados, considérese en primer lugar el caso de los bancos,

Gráfico 1

### Coincidencias en las carteras de valores de bancos, aseguradoras, fondos de inversión y de pensiones (eurozona, junio 2018)

(En porcentaje)



Fuente: Statistical Data Warehouse, Banco Central Europeo.



representados con el color azul. Pues bien, del total de cartera de valores mantenida por los bancos (color azul), un 58% tiene coincidencia con las carteras mantenidas por aseguradoras, un 52% tiene coincidencia con las carteras de los fondos de pensiones, y un 62% tiene coincidencia con las carteras de los fondos de inversión.

---

*La notable coincidencia en las carteras de valores mantenidas por bancos, aseguradoras, fondos de pensiones y fondos de inversión, pone de manifiesto la existencia de un elevado riesgo sistémico, al hallarse expuestos a riesgos de mercado de naturaleza similar.*

---

Alternativamente, si se analizan las carteras de los fondos de inversión (representados con el color gris), de su cartera de valores total un 77% tiene coincidencia con la de los bancos, un 78% con la de los fondos de pensiones y un 83% con la de las aseguradoras. Esa misma explicación es aplicable a las carteras de las aseguradoras y de los fondos de pensiones.

Sin entrar en detalles sobre qué pares de entidades presentan coincidencias más elevadas, no cabe duda que los porcentajes de comunalidad son muy elevados en la mayoría de dichos pares, lo que pone de manifiesto una alta coincidencia en las carteras de valores mantenidas por los diferentes tipos de entidades, y con ello un elevado riesgo sistémico al hallarse expuestos a riesgos de mercado de una naturaleza muy similar.

## **Carteras de valores en bancos, aseguradoras y fondos: España frente a la eurozona**

Una vez comprobada la elevada coincidencia en cuanto a las tenencias de valores entre las cuatro categorías de intermediarios financieros, para tener una idea del potencial riesgo sistémico derivado de esas tenencias es necesario completar el

análisis con una estimación cuantitativa del volumen que dichas carteras representan.

Esa estimación la realizamos comparando España con el agregado de la eurozona, utilizando en el primer caso datos de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, y en el segundo del *Statistical Data Warehouse* del BCE.

A tal fin, el cuadro 1 resume el valor estimado de las tenencias de valores al cierre de 2017 en cada uno de esos subsectores financieros, tanto para el conjunto de la eurozona como para el caso de España. En uno y otro caso las cifras son en miles de millones de euros, además de que para el caso español se presentan como porcentaje del total de la eurozona.

---

*En el caso español son los bancos los grandes tenedores de carteras de valores, con un volumen agregado (650.000 millones de euros) que supera a todos los demás subsectores juntos, lo que contrasta con la eurozona, donde son los fondos de inversión la categoría con mayor cartera de valores.*

---

Las cifras son realmente elevadas, sea cual sea el parámetro utilizado para relativizar. En el conjunto de la eurozona las entidades financieras mantienen carteras de valores por un importe agregado en torno a los 16 billones de euros, cifra que representa 1,5 veces el PIB agregado de la eurozona, y que supera el 80% de la capitalización total de los mercados de bonos y acciones existentes en los países integrantes de la eurozona. Esta última relación es únicamente a efectos de tener un orden de magnitud, pero no debe ser interpretada como de dominio de los intermediarios sobre los mercados de valores europeos, pues la relación entre ambos no es solo biunívoca, en la medida en que en los mercados europeos participan también inversores no europeos, y los intermediarios europeos invierten también en mercados fuera de Europa.

Cuadro 1

**Tenencias de valores por categoría de entidades financieras: eurozona y España**

(Miles de millones de euros)

	<i>Eurozona</i>	<i>España</i>	<i>España/Eurozona</i>
Bancos	4.100	650	15,9%
Fondos de inversión	6.400	250	3,9%
Seguros	4.500	250	5,6%
Fondos de pensiones	1.500	100	6,7%
Total	16.500	1.250	7,6%

Fuentes: Datos del Banco de España, *Statistical data Warehouse* (Banco Central Europeo) y Afi.

Por categorías de entidades, son los fondos de inversión los que poseen un mayor volumen de valores (6,4 billones de euros), mientras que bancos y aseguradoras aparecen en segundo lugar, con algo más de cuatro billones de euros en cada una de esas categorías.

En el caso español y a la misma fecha (junio de 2018), la cifra agregada de valores mantenidos en los balances de los diferentes intermediarios financieros se elevaba a 1,25 billones de euros, cifra que representa un 7,6% del total de la eurozona, y con una intensidad algo menor en términos relativos al PIB (aproximadamente 1,2 veces el PIB, frente a 1,5 veces en la eurozona), o a la profundidad de los mercados de valores (70% en el caso español, frente al 80% en la eurozona).

Pero en la comparativa entre España y la eurozona destaca sobre todo la muy diferente composición por categorías de las entidades dentro del sistema financiero. Así, en el caso español son los bancos los grandes tenedores de carteras de valores, con un volumen agregado (650.000 millones de euros) que supera a todos los demás subsectores juntos, lo que contrasta con la eurozona, donde son los fondos de inversión la categoría con mayor cartera de valores.

En todo caso, la presencia de los bancos como inversores en valores se ha ido reduciendo sensiblemente en los últimos años, tanto en la eurozona, como sobre todo en España. Esa reducción viene explicada fundamentalmente por el comportamiento de la renta fija, y muy especialmente de la deuda pública, en los balances bancarios. Desde 2013, y hasta mediados de 2019, la renta fija en

los balances bancarios se ha reducido un 25% en el caso de la eurozona, y nada menos que un 40% (200.000 millones de euros de reducción) en el caso español, cuyo sistema bancario tuvo un papel extraordinariamente importante como comprador de deuda pública española en los peores momentos de la crisis, cuando los inversores extranjeros abandonaron en gran medida dicho mercado, quedando los bancos españoles como principal inversor en el mismo.

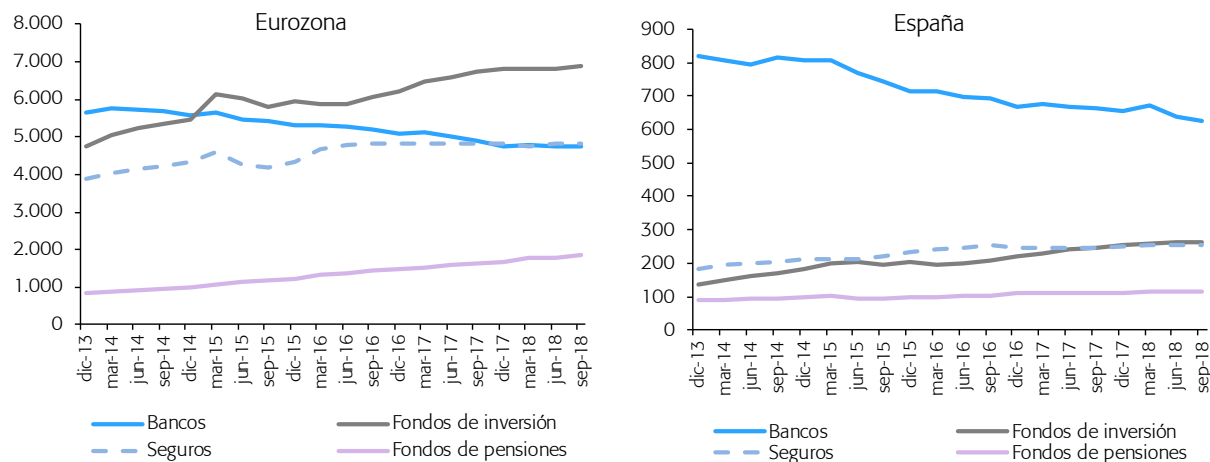
Desde entonces y hasta ahora, la recuperación de la confianza en la deuda pública española, y el impacto de los programas de compra de activos por el BCE, han presionado fuertemente a la baja los tipos de interés de la deuda pública, y también sobre la renta fija privada, reduciendo el atractivo inversor de la misma para los bancos. En la medida en que ese efecto ha sido más intenso en España que en la media de la eurozona, ello explicaría el más acusado descenso de la renta fija, y en general de las carteras de valores, en los bancos españoles.

Esa reducción de las carteras de los bancos coincide en el tiempo, por otra parte, con un fuerte incremento de las carteras de los fondos de inversión. De hecho, en la eurozona dicho tipo de intermediarios ha sobrepasado claramente a los bancos como principal tenedor de carteras de valores. En el caso español, por su parte, los bancos siguen ostentando la primera posición en cuanto a presencia de intermediarios financieros en los mercados de valores, aunque acortando su diferencia frente a los fondos de inversión, que han registrado un fuerte incremento en su patrimonio gestionado, al hilo de un desplazamiento

Gráfico 2

**Tenencias de valores por categoría de entidades financieras: evolución tras la crisis**

(Miles de millones de euros)

Fuentes: Datos del Banco de España, *Statistical data Warehouse* (Banco Central Europeo) y Afi.

del ahorro de los hogares desde depósitos bancarios hacia fondos de inversión.

Ese cambio registrado en el peso de las carteras de unos y otros intermediarios financieros puede haber tenido un efecto colateral sobre la asignación agregada de activos invertidos, si se da el caso de que las estrategias inversoras son diferentes en unos intermediarios y en otros. Eso es lo que pretendemos inferir al comparar la composición agregada de las carteras de unos y otros, distinguiendo entre las cuatro grandes categorías de activos que las cuentas financieras consideran: renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo, renta variable, y participaciones en los fondos de inversión, que incorporan una mezcla entre renta fija y variable.

Aunque en el caso español se cuenta con dicha información para los cuatro subsectores, en el caso de la eurozona no se dispone separadamente de aseguradoras y fondos de pensiones, sino que son tratados de forma conjunta, por lo que hemos integrado también en España a ambos tipos de entidades. En este sentido, hemos de resaltar que dicha agregación apenas se traduce en pérdida de información, pues la estructura agregada de las

carteras es muy similar en aseguradoras y en fondos de pensiones.

Con dicho matiz, el gráfico 3 ilustra la composición de las carteras para los tres tipos de intermediarios, tanto en España como en la eurozona. De los mismos se deduce una clara diferencia en la orientación inversora. En el caso de los bancos, sus carteras de valores tienen un sesgo muy accentuado hacia la renta fija, tanto en España como en la eurozona (90% en ambos casos), con una

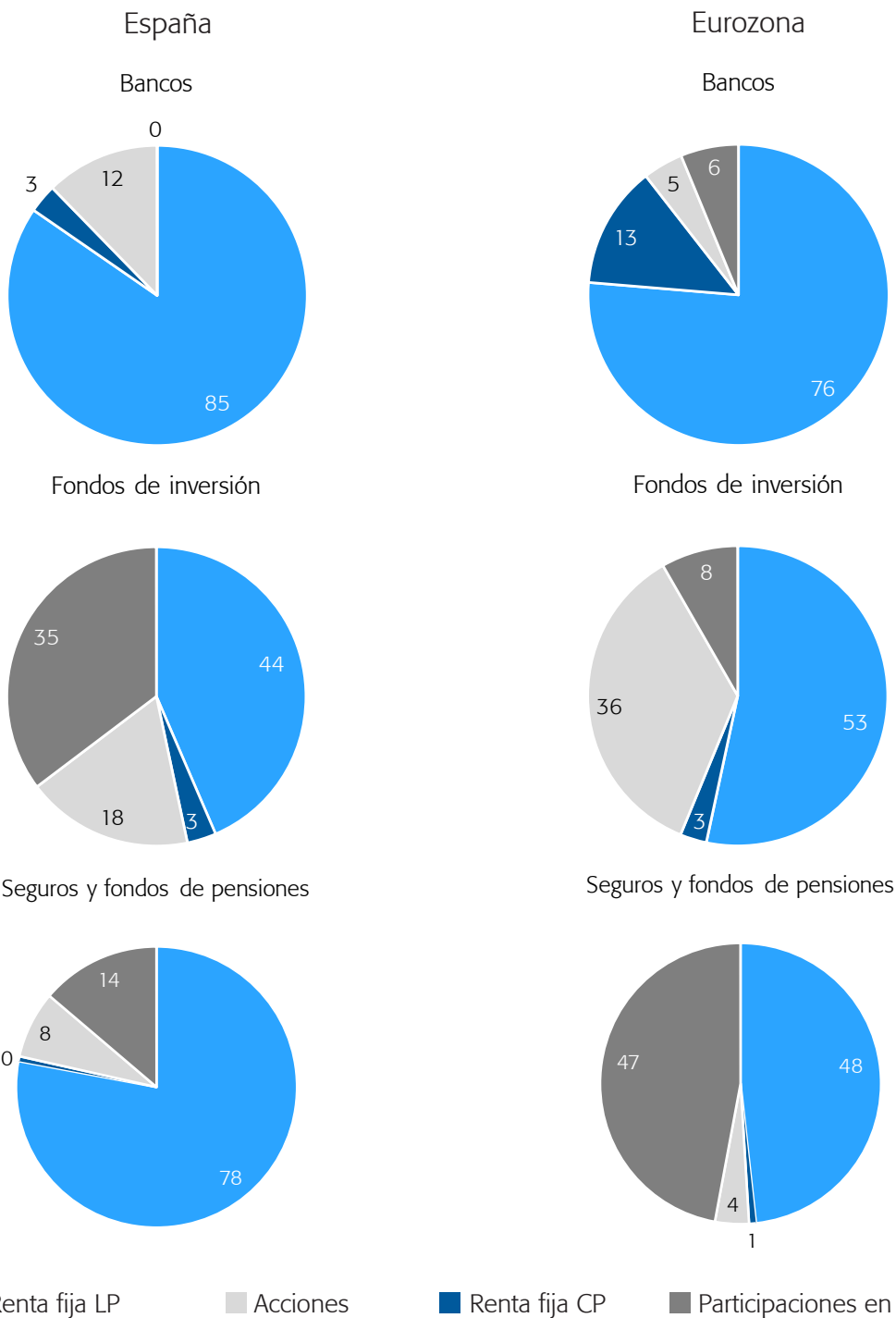
*El mayor perfil de riesgo descansa en los fondos de inversión, vehículos sin personalidad jurídica propia, en los que el riesgo de mercado lo asumen los partícipes, por lo que el riesgo sistémico de dichas posiciones no se refiere tanto a impactos sobre la solvencia del conjunto del sistema, sino a las potenciales respuestas de los inversores ante movimientos bruscos de mercado.*

pequeña diferencia en cuanto al plazo de la misma, más dilatado en España. Este sesgo hacia la renta fija en los bancos tiene sentido, desde la

Gráfico 3

**Distribución de las carteras por categorías de entidades financieras**

(Porcentajes)



Fuentes: Datos del Banco de España, *Statistical data Warehouse* (Banco Central Europeo) y Afi.

consideración de dichas carteras como un mecanismo de gestión integrada del riesgo de tipo de interés en las diferentes partidas de balance. Ese papel en cambio no lo juega la renta variable, cuyo perfil de riesgo le hace ser menos apropiada, especialmente en el nuevo marco de capital (Basilea III) que asigna a la renta variable una ponderación muy elevada a efectos de requerimientos de capital.

El sesgo hacia la renta fija aparece también en el caso de las aseguradoras (incluyendo fondos de pensiones), si bien con menos intensidad que en los bancos (78% en España y 50% en la eurozona); y claramente desaparece en el caso de los fondos de inversión, cuyas carteras están prácticamente equilibradas entre renta fija y variable, bien de forma directa o a través de participaciones en otros fondos de inversión.

Dadas esas diferentes orientaciones inversoras, con mucho mayor sesgo hacia la renta fija en bancos, algo menor en aseguradoras, y equilibrada en fondos de inversión, parece claro que el desplazamiento anteriormente analizado entre los diferentes tipos de intermediarios (con un decreciente peso de los bancos y muy creciente el de los fondos de inversión), se ha traducido en un mayor perfil de riesgo agregado en las carteras de valores del conjunto de los intermediarios

financieros españoles. Ese mayor perfil de riesgo descansa fundamentalmente en los fondos de inversión, vehículos sin personalidad jurídica propia, en los que el riesgo de mercado lo asumen los partícipes, por lo que el riesgo sistémico de dichas posiciones no se refiere tanto a impactos sobre la solvencia del conjunto del sistema, sino a las potenciales respuestas de los inversores en fondos ante movimientos bruscos de mercado.

Ese es precisamente otro foco de análisis al que el BCE también presta atención en su más reciente edición de la *Revista de Estabilidad Financiera*, en la que concluye que la sensibilidad de los flujos de suscripciones y/o redenciones en fondos de inversión a movimientos de mercado es actualmente bastante reducida (en torno a 0,2 de correlación), pero su comportamiento puede ser procíclico, y actuar como amplificador en caso de movimientos bruscos de mercado.

## Referencias

BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE (2018). *Revista de Estabilidad Financiera*, noviembre.

BERGES, A., PELAYO, A. y ROJAS, F. (2018). Nexo "bancos-deuda soberana" en España (II): la perspectiva bancaria. *Cuadernos de Información Económica*, 266, sept.-oct., pp. 49-58.



## Análisis de las diferencias en la rentabilidad bancaria entre Europa y Estados Unidos

*Santiago Carbó Valverde\**, *Timothy Cobau\*\** y *Francisco Rodríguez Fernández\*\*\**

**En este artículo se analizan las diferencias de rentabilidad entre la banca de la Unión Europea (UE) y la de Estados Unidos. Se muestra cómo las entidades norteamericanas mantienen un gap persistente de rentabilidad por encima de las europeas. Así, el *RoE* promedio de los bancos norteamericanos prácticamente duplica al de las entidades financieras de la UE. A su vez, mantienen niveles de solvencia más elevados, aunque en ese terreno las diferencias parecen acortarse. El análisis de este artículo revela que, junto a diferentes condiciones de mercado y monetarias (tiempos heterogéneos de implementación y desmantelamiento de la expansión cuantitativa), pueden estar realizándose esfuerzos de transparencia sobre el nivel de calidad de los activos de diferente intensidad.**

### Motivación e iniciativas recientes

El sector bancario continúa afrontando dificultades para recuperar los niveles de rentabilidad previos a la crisis. Tal vez el problema sea, en parte, de referencia temporal. La generación de márgenes antes de 2007 podía estar aupada sobre burbujas y principios de mercado que ya no existen y que, de hecho, no parece que vayan a volver a corto plazo.

Sea como fuere, a pesar de que la generación de nuevos negocios que eleven el valor del accionista es un desafío común, también se aprecian diferencias significativas en la rentabilidad de la

banca de Estados Unidos en comparación con la de las entidades financieras europeas. Aunque abundan los análisis al respecto, resulta difícil identificar una causa única que lo explique. El gráfico 1 resume algunos de los principales elementos de comparación. En Estados Unidos la resolución de la crisis fue más contundente y rápida, tanto en materia monetaria –lo que aseguró liquidez y devolvió la calma y la confianza a los mercados– como en limpieza de balances y ayudas bancarias. En la Unión Europea (UE), sin embargo, el esfuerzo ha sido heterogéneo, porque la expansión cuantitativa ha sido más gradual y las exigencias de transparencia no han sido homogéneas ni,

\* CUNEF, Bangor University y Funcas.

\*\* Fullbright Fellow, Funcas.

\*\*\* Universidad de Granada y Funcas.

en muchos casos, suficientemente convincentes para el mercado. El ejemplo más claro, es que más de diez años después de los grandes rescates bancarios europeos, sigue habiendo episodios de estrés e incertidumbre respecto a la solvencia de los bancos italianos.

Por otro lado, aunque uno de los elementos que se identificaron como problemáticos en la resolución de problemas bancarios fue el de contar con entidades con un tamaño excesivo (*too big to fail*), la dimensión promedio de las instituciones financieras ha aumentado, lo que ha obligado a singularizar aquellas que son sistémicas y otorgarles un tratamiento supervisor y regulatorio diferenciado. En todo caso, en los años más recientes se viene observando que, en general, los bancos estadounidenses aumentan de forma más acelerada y orgánica (mediante negocio), así como su tamaño con operaciones corporativas (fusiones y adquisiciones), algo no tan observable en los europeos. De hecho, algunos bancos de la UE eran actores destacados en Estados Unidos y ahora han reducido su presencia o se plantean, directamente, abandonar ese mercado.

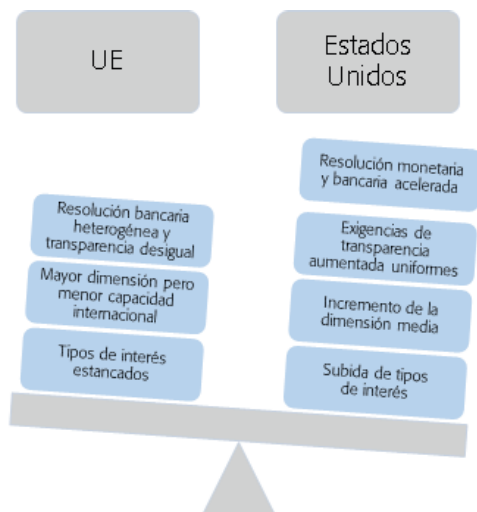
Finalmente, el ambiente financiero para los negocios bancarios es también sustancialmente

distinto entre ambas jurisdicciones. En Estados Unidos los tipos de interés han experimentado varias subidas, como expresión firme del desmantelamiento progresivo de la expansión cuantitativa. En la eurozona, estas elevaciones del precio del dinero aún no se han producido. Este gap en tipos de interés puede mantenerse durante algún tiempo. Asimismo, es posible que no se produzcan variaciones considerables en un tiempo, habida cuenta de que tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han emitido señales recientemente de que las próximas subidas de tipos podrían retrasarse si se confirma la desaceleración económica.

En este artículo se analizan las diferencias de rentabilidad entre la banca de la UE y la de Estados Unidos a partir de las dimensiones descritas en el gráfico 1. Por ello, una referencia obligada son los mensajes recientes de las autoridades supervisoras en ambos casos, relativos a la mejora en la solvencia y a las condiciones de crédito. Se trata, entre otras cosas, de comunicaciones y ejercicios de transparencia que intentan reducir las incómodas dudas que el mercado sigue teniendo, en algunos casos, sobre la capacidad de generación de resultados de la banca y de su solvencia y resistencia. En el caso de la eurozona, el pasado 1

Gráfico 1

### Principios para evaluar las diferencias en rentabilidad bancaria entre la Unión Europea y Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia.



de febrero el Banco Central Europeo publicó un comunicado en el que realizaba su propio análisis “agregado” sobre los resultados de las pruebas de estrés a los que fueron sometidos los principales bancos bajo su supervisión en 2018. Es importante señalar que este análisis incorporó novedades. En particular, el BCE amplió el que realizó la Autoridad Bancaria Europea (ABE). Fueron 33 las entidades de la eurozona que tomaron parte en la prueba de resistencia a escala de la UE coordinada por la ABE y, en este informe, el BCE realizó pruebas de resistencia adicionales a 54 entidades significativas que supervisa directamente y que no participaron en la prueba de resistencia de la ABE.

Destaca el BCE que los bancos europeos han mejorado “su base de capital y sus colchones de capital son más elevados que en 2016”, año en que se realizaron las anteriores pruebas comparables. La ratio media de capital de primera categoría (CET1) de las 87 entidades examinadas en el escenario macroeconómico adverso se situó en el 10,1%, frente al 8,8% de 2016. Señalaba también el BCE que la solvencia es más elevada en las entidades de mediana dimensión, que muestran una CET1 en el escenario adverso del 11,8%, frente al 8,5% de 2016.

---

*Si problemas como los de la banca italiana pudieran acotarse y aislarse, no tendrían que afectar a la reputación y valor de mercado del resto de la banca europea, pero en cierto modo, lo siguen haciendo. La principal razón es que el esquema de protección (unión bancaria) es común, pero sus recursos y capacidad de acción son más limitados de lo que sería deseable.*

---

Unos días antes, el 25 de enero de 2019, el BCE publicó las estadísticas supervisoras sobre el sector bancario correspondientes al tercer trimestre de 2018. Se mostraba que la ratio de capital total (CET1 y de segunda categoría) en relación a los activos ponderados por riesgo, aumentó ligeramente en el tercer trimestre de 2018, para situarse en el 17,83%. Asimismo, destacaba que

la tasa de morosidad media había descendido hasta el 4,17%.

Señala el BCE que “las ratios medias de capital CET1 entre los Estados miembros participantes oscilan desde el 11,75% en España hasta el 25,27% en Luxemburgo”. También indica preocupantes variaciones en la calidad de los activos, ya que aunque la morosidad media es reducida, supera el 40% en Grecia y ya ha aumentado para situarse por encima del 10% en Italia.

El principal problema a efectos comparativos con Estados Unidos es el relativo a la consideración de una protección uniforme. Si problemas como los de la banca italiana pudieran acotarse y aislarse, no tendrían que afectar a la reputación y valor de mercado del resto de la banca de la UE pero, en cierto modo, lo siguen haciendo. La principal razón es que el esquema de protección (unión bancaria) es común, pero sus recursos y capacidad de acción son todavía algo más limitados de lo que sería deseable.

Las noticias que llegan de Estados Unidos suenan algo distinto. La mejora de los principales indicadores de solvencia y rentabilidad (con las diferencias señaladas respecto de la UE) vienen acompañadas de un cierto ambiente positivo corporativo en el que los bancos están emprendiendo numerosas operaciones de fusión y adquisición, lo que se une a su crecimiento orgánico reciente al albur de la expansión de la economía norteamericana. Sin embargo, también hay cierta preocupación reguladora y supervisora por el alcance de largo plazo que los cambios en la estructura de la industria pueden tener en la economía real. En particular, en el mes de febrero se produjo un interesante debate. La senadora Elizabeth Warren envió una carta al presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, indicando que “hay un escrutinio poco exhaustivo de las solicitudes de fusión y adquisición que hace que aumente la preocupación por si esta oleada de consolidación se está produciendo en detrimento de los consumidores y del sistema financiero”. Powell respondió que, efectivamente, había que hacer frente a esta preocupación ya que el cambio competitivo “podría

estar reduciendo el acceso al capital y a la financiación de las pequeñas y medianas empresas”.

*La expansión cuantitativa (QE) y la subsiguiente abundancia de liquidez han propiciado que las curvas de rendimiento de los bonos públicos se aplanen considerablemente, lo que sugiere que persiste la incertidumbre y/o la generación de un entorno financiero enrarecido a causa de la dimensión alcanzada por la QE.*

Resulta sintomático que este ambiente corporativo positivo para las entidades bancarias estadounidenses no se ha hecho extensible para un número importante de instituciones europeas que operan en esa jurisdicción. Aunque este sería un análisis que requeriría un examen más exhaustivo, se apunta en muchas ocasiones al cambio en la estructura del negocio y a la forma en que los bancos europeos lo han realizado en comparación con los norteamericanos. En este sentido, tras la crisis, algunos de los grandes bancos europeos que operaban en Estados Unidos han per-

dido cuota de negocio en banca de inversión y corporativa a manos de las entidades nacionales. Muchos de estos grandes bancos europeos se han visto obligados a cambiar su especialización y orientar su *core business* hacia la banca minorista. Sin embargo, este es un negocio donde sus principales competencias y cuota de mercado están en sus territorios europeos de origen, donde algunas de estas instituciones están concentrando progresivamente su negocio y abandonando Estados Unidos, lo que deja aún más campo de acción para los grandes bancos estadounidenses.

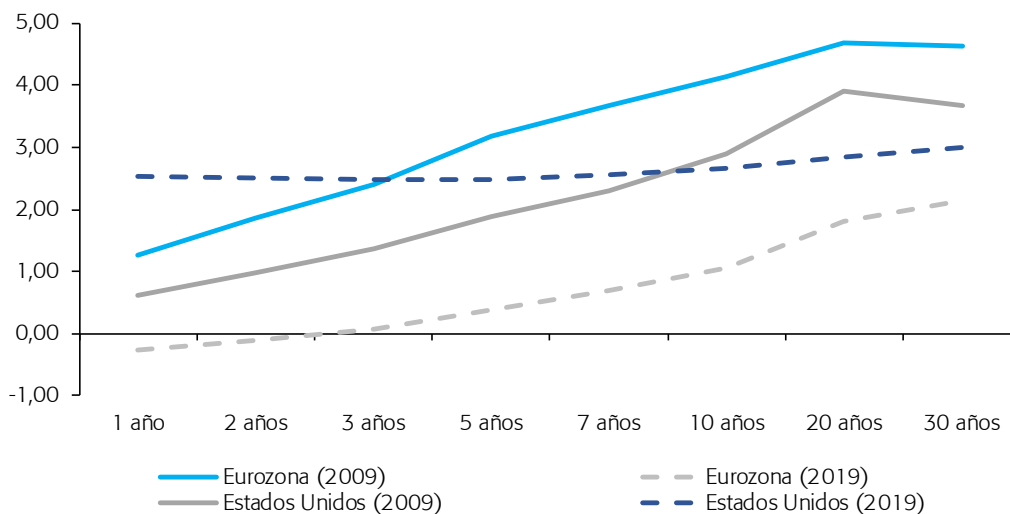
## El ambiente financiero en Europa y Estados Unidos

Pocas veces se ha tenido una evidencia tan clara de que el negocio bancario está íntimamente vinculado al ambiente monetario como en los últimos años. La expansión cuantitativa (QE) y la subsiguiente abundancia de liquidez han propiciado que las curvas de rendimiento de las principales referencias para la deuda (los bonos públicos) se “aplanen” considerablemente. Esto implica que los tipos de interés ofrecidos por los bonos a corto plazo presentan escasa diferencia con los de largo

Gráfico 2

### Curvas de rendimiento de la deuda pública de Estados Unidos y la eurozona en la última década (2009 vs. 2019)

(Rentabilidad en porcentaje)

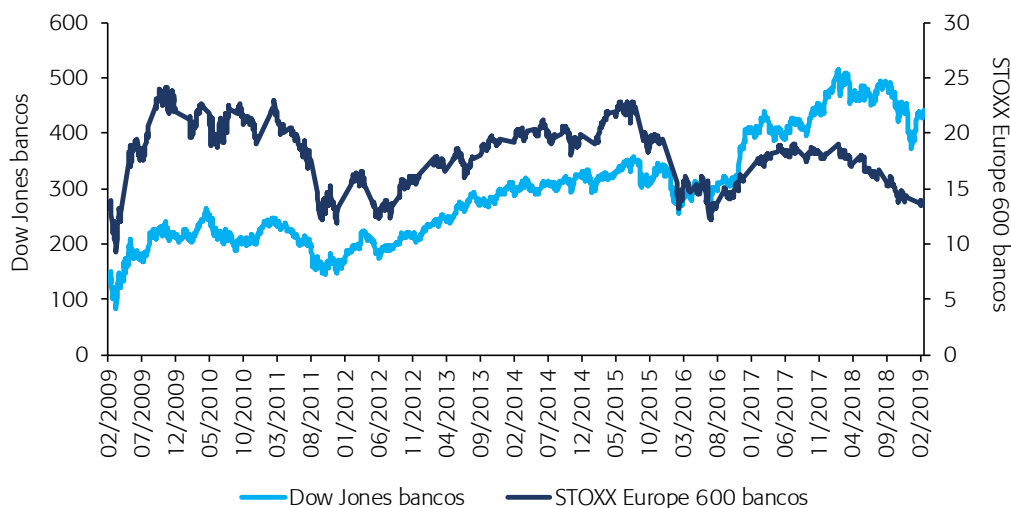


Nota: Datos de 2019 hasta febrero.

Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos y elaboración propia.

Gráfico 3

## Índice Dow Jones U.S. de bancos vs. STOXX Europe 600 bancos (2009-2019)



Nota: Datos de 2019 hasta febrero.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

plazo, lo que sugiere la persistencia de incertidumbre y/o la generación de un entorno financiero enrarecido a causa de las dimensiones de la QE.

Como muestra el gráfico 2, tanto en la eurozona como en Estados Unidos existía una diferencia de hasta cuatro puntos porcentuales entre el rendimiento de la deuda más a corto y más a largo. Ese diferencial se ha reducido por debajo del punto porcentual en Estados Unidos y a apenas dos puntos porcentuales en el caso europeo. De cualquier modo, conviene señalar que también han cambiado las diferencias de nivel, con tipos medios ahora mayores en Estados Unidos (tras las subidas del precio del dinero de la Fed) que en la eurozona, cuando la situación era completamente la inversa hace diez años. Aun así, la rentabilidad del 3% parece una cota que Estados Unidos se resiste a superar en la medida que puede existir una transmisión entre el coste de la deuda pública y la privada que puede poner en dificultades a muchas empresas en aquel país, lo que tampoco sería conveniente para las entidades bancarias. El ajuste de mercado de la deuda está llamado a ser gradual y está en consonancia con los últimos mensajes de la Fed respecto a la “paciencia” antes de acometer nuevas elevaciones de tipos de interés.

Se observa aún más heterogeneidad entre Estados Unidos y la UE en lo que se refiere a la valoración bursátil del sector bancario. El gráfico 3 compara la evolución desde 2009 hasta febrero de 2019 de los índices “Dow Jones U.S. Bancos” y del “STOXX Europe 600 Bancos”. Si bien hasta 2015 la correlación entre ambos índices era significativa –y el estadounidense se mantenía por debajo del europeo–, desde esa fecha se ha ido abriendo una brecha de valoración a favor de los bancos norteamericanos, que parece confirmar un binomio más atractivo de solvencia y generación de beneficios. El final de 2018 fue un período particularmente negativo para la valoración de la banca europea.

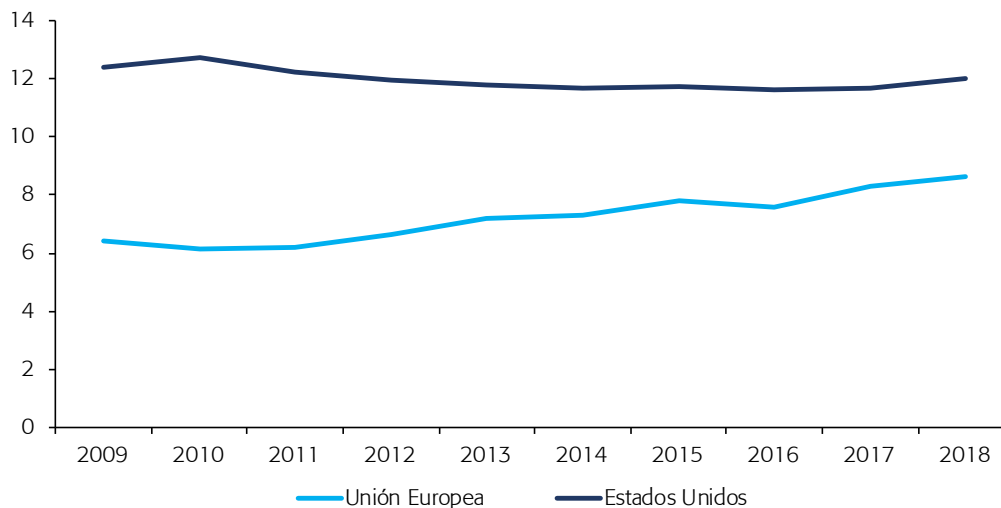
### Comparando la rentabilidad bancaria y otros indicadores a los dos lados del Atlántico

La presión para generar rentabilidad está dominada por factores competitivos y de mercado pero también por considerables exigencias regulatorias. Los requerimientos de solvencia han aumentado significativamente y el mercado exige que los colchones de recursos propios (los niveles por

Gráfico 4

**Ratio “recursos propios totales/activos totales” en Estados Unidos y la Unión Europea (2009-2018)**

(En porcentaje)



Fuente: Indicadores financieros del Banco Mundial y elaboración propia.

encima de los mínimos regulatorios) sean aún más elevados. En este punto también se observa una diferencia entre la banca europea y la banca estadounidense. El gráfico 4 toma como referencia datos del Banco Mundial en los que se comparan ambas áreas geográficas. La ratio de referencia

*En Estados Unidos la rentabilidad sobre recursos propios (RoE) ha ido aumentando desde el 2% en la salida de la crisis financiera hasta el 12% a finales de 2018. En la UE, sin embargo, los niveles son inferiores y muy erráticos.*

es la de capital total (Tier 1, 2 y 3) en relación a los activos totales bancarios. Como se aprecia en el gráfico, la fuerte recapitalización bancaria tras los rescates en Estados Unidos situó esta ratio en el entorno del 12%, donde se ha mantenido desde entonces. En la UE, sin embargo, el nivel de capitalización medio era prácticamente la mitad en 2009, aunque a finales de 2018 se había alcanzado ya el 10%.

Las diferencias en rentabilidad se aprecian con independencia de la medida empleada. Cuando

se usa la rentabilidad sobre recursos propios (RoE) (gráfico 5) se aprecia como en Estados Unidos ha ido aumentando desde el 2% en la salida de la crisis hasta el 12% a finales de 2018. En la UE, sin embargo, los niveles son inferiores y la evolución más errática. Particularmente negativo fue el año 2012, con la crisis de deuda soberana en plena efervescencia. Desde entonces, la banca europea no ha conseguido sacudirse completamente las dudas sobre la salud de sus activos. En los últimos años, el RoE promedio en la UE oscila entre el 4% y el 6%, prácticamente la mitad que en la banca estadounidense.

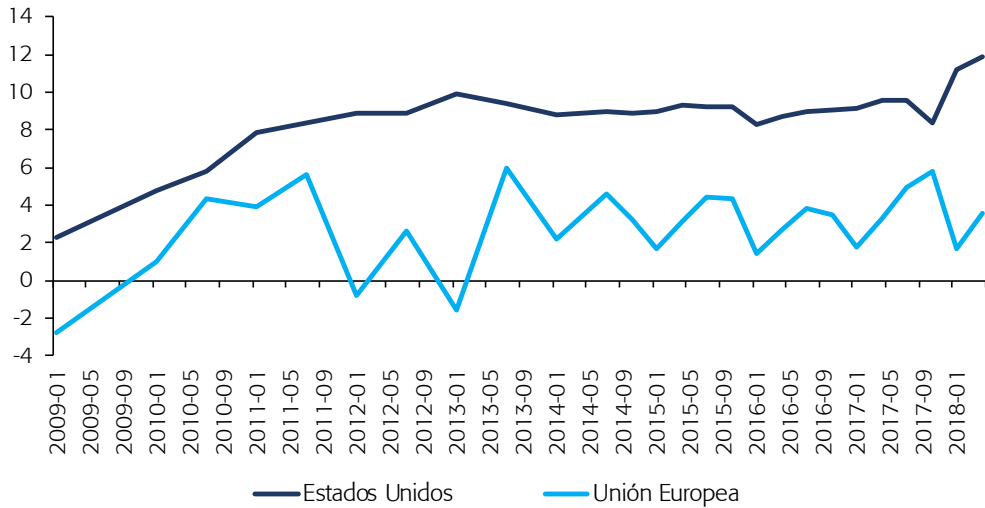
*La generación de márgenes se halla condicionada por la persistencia de tipos de interés reducidos. Incluso con las subidas recientes de tipos, las entidades financieras norteamericanas no han conseguido elevar su margen de intereses por encima del 3,5%, mientras que en el promedio europeo se mantiene por debajo del 1%.*

Las diferencias se mantienen cuando la medida que se emplea es la rentabilidad sobre activos (RoA) (gráfico 6) que, a finales de 2018 se sitúa

Gráfico 5

### Evolución trimestral de la rentabilidad sobre recursos propios (RoE) en los bancos de Estados Unidos y la Unión Europea (2009-1T a 2018-3T)

(En porcentaje)



Fuente: Indicadores financieros del Banco Mundial y elaboración propia.

cerca del 1,4% en Estados Unidos mientras que en la UE no llega al 0,4%.

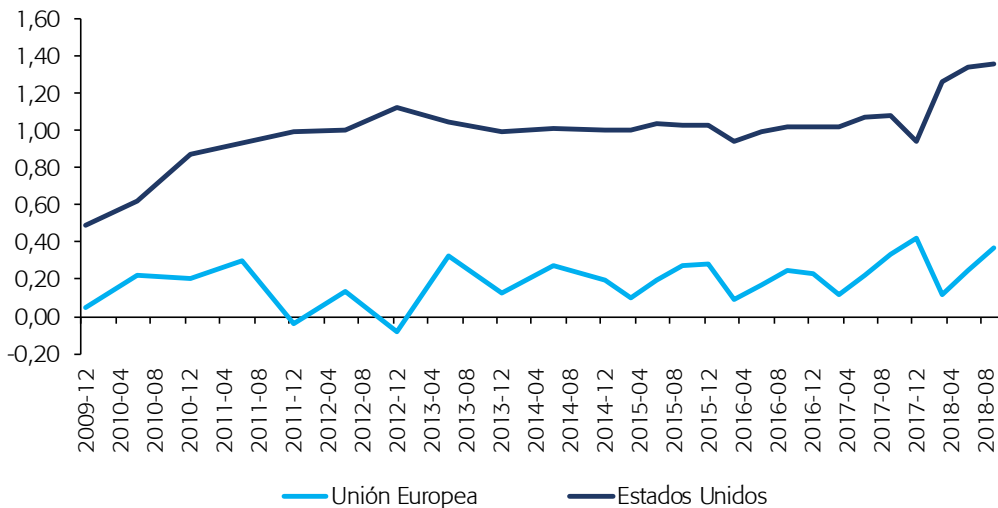
Finalmente, la generación de márgenes de intereses (ingresos de los préstamos menos coste

de los pasivos, principalmente depósitos) también se halla condicionada –en ambos casos– por la persistencia de tipos de interés reducidos. Incluso con las subidas recientes de tipos de interés, las entidades financieras norteamericanas no han

Gráfico 6

### Evolución trimestral de la rentabilidad sobre activos (RoA) en los bancos de Estados Unidos y la Unión Europea (2009-1T a 2018-3T)

(En porcentaje)

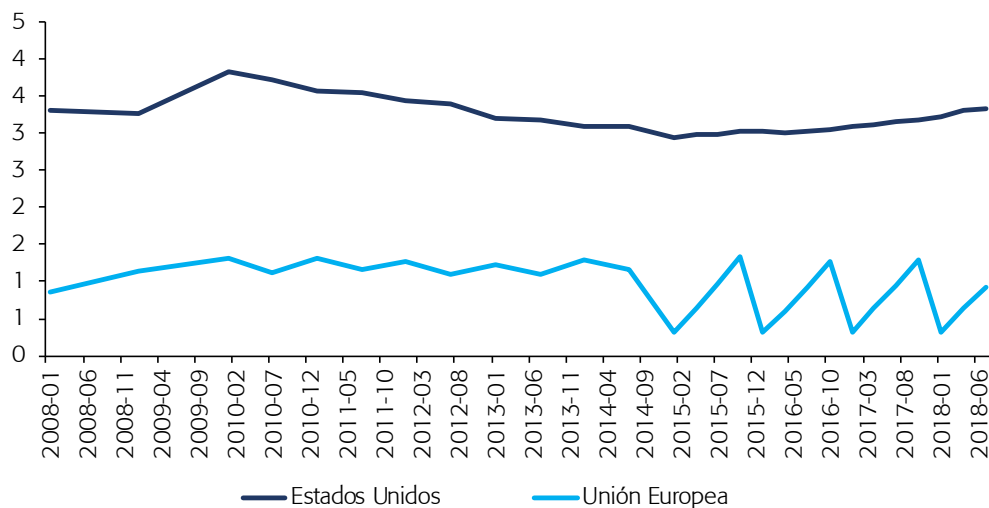


Fuente: Indicadores financieros del Banco Mundial y elaboración propia.

Gráfico 7

## Evolución trimestral del margen de intereses en los bancos de Estados Unidos y la Unión Europea (2009-1T a 2018-3T)

(En porcentaje sobre activos totales)



Fuente: Indicadores financieros del Banco Mundial y elaboración propia.

conseguido elevar su margen de intereses por encima del 3,5%, mientras que en el promedio europeo se mantiene por debajo del 1%.

## Conclusiones

El análisis comparativo de este artículo muestra que la banca estadounidense mantiene niveles de solvencia y rentabilidad superiores a la europea. En el caso de la solvencia, ese gap parece reducirse con el tiempo pero la diferencia de rentabilidad, sin embargo, parece mantenerse. El ambiente monetario tiene un honda influencia en este contexto dado que, aunque se mantienen diferencias de nivel (mayores tipos de interés en Estados Unidos) las curvas de rendimiento en ambas áreas geográficas se han aplanado de forma ostensible, dificultando la generación de márgenes financieros.

Aunque la exigencia de solvencia parece irrenunciable como medida macroprudencial, es también conveniente que los supervisores transmitan al mercado una imagen creíble sobre la resistencia real de las entidades financieras antes episodios de

estrés. En este sentido, mirando al futuro próximo, cabe destacar que tanto Estados Unidos como Europa están preparándose para la siguiente edición de las pruebas de esfuerzo de los principales bancos. En el caso estadounidense, los bancos sistémicos tienen que someterse a dos pruebas de esfuerzo, llamadas *DFAST (Dodd-Frank Act stress test)* y *CCAR (Capital Analysis and Review)*. En 2019, las pruebas de esfuerzo se van a concentrar en escenarios económicos adversos que consideran un nivel de desempleo del 10% y aumentarán las exigencias de estrés relativas a préstamos corporativos e inmobiliarios. Para la mayor parte de analistas, estas pruebas son, en gran medida, más exigentes que las realizadas en la eurozona pero, sobre todo, son más consistentes año a año. En la zona del euro, sin embargo, se sigue un enfoque de ir construyendo la imagen sobre la calidad de los activos pieza a pieza (*piecemeal*). Se comenzó por los riesgos de crédito y luego se extendió a los de mercado y liquidez. En 2019, como novedad, se pondrán en marcha algunos exámenes para medir el “período de supervivencia” de los bancos, que indica el número de días que una entidad bancaria puede continuar operando con

el efectivo y las garantías que tiene<sup>1</sup>. El objetivo es ver como funcionarían los bancos durante una crisis, en ausencia de liquidez en los mercados.

Si 2019 supondrá o no un impulso en la confianza y el valor de mercado de los bancos en Europa y Estados Unidos sigue siendo una incógnita. Lo que sí revelan los datos es que los bancos de la UE han estado más “castigados” en términos relativos por la influencia en la confianza

que generan casos aislados como el italiano, así como por problemas políticos que inciden sobre la capacidad de respaldo fiscal en algunos países. En Estados Unidos, sin embargo, además de una mayor transparencia exigida, las entidades financieras se han podido impregnar de un período de crecimiento económico vigoroso y prolongado, al tiempo del que de reformas fiscales. Todas ellas, condiciones que no tienen por qué mantenerse a medio plazo.

<sup>1</sup> [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/19/presbce2019\\_23.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/19/presbce2019_23.pdf)





## Estabilidad de precios, *forward guidance* y construcción de la unión monetaria

Erik Jones\*

**Los esfuerzos del Banco Central Europeo (BCE) en aras de la integración monetaria y de potenciar las indicaciones prospectivas (*forward guidance*) de política monetaria tienen por objeto mejorar el funcionamiento de la unión económica y monetaria. Sin embargo, la adopción de medidas de política monetaria no convencional ha generado confusión, gran parte de la cual puede deberse a la ambigüedad que rodea a la definición de la estabilidad de precios. La diversidad entre los Estados miembros de la eurozona ha generado perspectivas divergentes sobre la estabilidad de precios, algunas de las cuales han sido admitidas públicamente por miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Tráandose de una institución basada en normas, los participantes en el mercado deben saber con suficiente antelación lo que el BCE está planificando y hacia qué dirección se dirige su política monetaria. Para aportar mayor claridad, el Consejo de Gobierno podría promover la integración de los mercados financieros de la eurozona, fomentar la convergencia y elaborar una narrativa que explique cómo los precios pueden ser estables en la eurozona en su conjunto a pesar de las diferencias en las tasas de inflación nacionales. Si bien el BCE no puede eliminar toda la ambigüedad que rodea a la estabilidad de precios, sus esfuerzos por construir una unión monetaria más cohesionada pueden producir políticas monetarias más efectivas, tanto en la percepción de las mismas como en la realidad.**

Al tiempo que el Consejo de Gobierno iniciaba la retirada de las medidas monetarias no convencionales, el Banco Central Europeo (BCE) se esforzaba en potenciar sus indicaciones prospectivas de política monetaria (*forward guidance*). El objetivo con tales indicaciones prospectivas es

asegurar que los participantes del mercado conozcan con suficiente antelación lo que el BCE planea hacer y el modo en que ello se concretará en forma de decisiones del Consejo de Gobierno. Sin embargo, la *forward guidance* no está funcionando eficientemente a juzgar por la conferencia

\* Director de European and Eurasian Studies y profesor de European Studies and International Political Economy at the Paul H. Nitze School of Advanced International Studies.

de prensa celebrada en diciembre de 2018. En el turno de preguntas posterior a la declaración introductoria del presidente del BCE, Mario Draghi, uno de los periodistas interrogó por la velocidad a la que el banco empezaría a reducir la reinversión de los activos que vayan venciendo una vez que comience la subida de los tipos de interés oficiales; en su respuesta, Draghi prefirió poner el acento en la posibilidad de otra ronda de operaciones de refinanciación a más largo plazo (*LTRO*, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>, algo que efectivamente se ha puesto en marcha tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2019. Cualquier frenazo en el ritmo de reinversión contrae el tamaño del balance del BCE; cualquier nueva *LTRO* ayuda a mantener ese balance cerca de su tamaño actual a medida que venzan los préstamos existentes. Si la *forward guidance* del BCE estuviese funcionando eficientemente, el banco y los mercados no estarían apuntando en direcciones opuestas.

Esta divergencia en las perspectivas no debería exagerarse. El BCE dejó clara su intención de avanzar progresivamente en la senda de endurecimiento monetario cuando en octubre de 2017 empezó a reducir las compras netas de valores comercializables en el marco del programa de compra de activos a gran escala<sup>2</sup>. Los periodistas estaban cuestionando “si el momento había llegado”, mientras que Draghi repetía que la política es “dependiente de las fechas pero, también, de la situación de la economía”. De hecho, Draghi incluso dejó caer que “puede que el momento no llegue nunca”. Es más, el presidente del BCE tenía motivos para ser prudente, y en muy pocos meses el tiempo le ha dado la razón. La dimensión tanto política como económica de la retirada de las medidas monetarias no convencionales del banco reviste más complejidad de lo que superficialmente parece (Jones, 2017). Cuando los periodistas preguntaban por la velocidad a la que el BCE normalizaría los tipos de interés, estaban poniendo sobre la mesa discrepancias entre los

diferentes miembros del Consejo de Gobierno que ya eran públicas. Y cuando Draghi reclamaba prudencia, estaba enfatizando las complejas interacciones ante la inusual situación en que se encuentran los instrumentos clásicos de política monetaria.

Pero los matices no eliminan la disonancia cognitiva. Aun reconociendo las discrepancias de política y la complejidad técnica, sigue siendo significativo que las dos partes de la conferencia de prensa estuviesen apuntando en direcciones opuestas. Más aún, hay un buen motivo para creer que gran parte de la confusión procede de la ambigüedad, tanto en términos conceptuales como de percepciones de mercado, que rodea a la definición de estabilidad de precios del BCE. Esa ambigüedad tiene dos fuentes diferentes: la singularidad del proyecto de unión económica y monetaria de Europa, y la disparidad entre los Estados miembros que han adoptado el euro como moneda común. Dado que el BCE es una institución basada en un conjunto de reglas, tanto la ambigüedad como la confusión asociada a ello son significativas. El BCE no puede tener una *forward guidance* eficiente si los participantes del mercado no tienen claro hacia dónde se dirige la política monetaria. En la medida en que la noción de estabilidad de precios del BCE es inherentemente ambigua —y lo es—, tanto el Consejo de Gobierno como los participantes en el mercado van a tener que aceptar los límites de la *forward guidance*.

## La experiencia única de la unión económica y monetaria

En muchos aspectos, la unión económica y monetaria de Europa carece de precedentes, pero hay tres rasgos distintivos que son relevantes para la conducción de la política monetaria. En

<sup>1</sup> Esta conferencia de prensa se celebró el 13 de diciembre de 2018. La transcripción puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is181213.en.html>

<sup>2</sup> La retirada real empezó en enero de 2018; el anuncio se realizó en octubre de 2017. La transcripción de dicho anuncio puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171026.en.html>

primer lugar, el mandato del BCE se centra en la estabilidad de precios en sentido estricto<sup>3</sup>. El BCE puede tomar en cuenta otras consideraciones con miras a apoyar la consecución de los objetivos más amplios de política económica de la Unión Europea, así como en relación con la gestión de los tipos de cambio frente a otras monedas mundiales, pero dichos intereses están subordinados a la estabilidad de precios, y el BCE tiene amplia discreción para decidir cuándo permitir que esos otros objetivos influyan en las decisiones del Consejo de Gobierno. En la práctica, los sucesivos presidentes del BCE han dejado claro que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución que la institución puede realizar tanto a los demás objetivos de la Unión Europea (UE) como a la relación entre el euro y las demás monedas.

---

*En la medida en que la noción de estabilidad de precios del BCE es inherentemente ambigua —y lo es—, tanto el Consejo de Gobierno como los participantes en el mercado van a tener que aceptar los límites de la forward guidance.*

---

El segundo aspecto es que el Consejo de Gobierno del BCE goza de la facultad para definir la estabilidad de precios y, por tanto, para formular su propio objetivo de política monetaria. Esta facultad refleja el hecho de que la integración monetaria es un “proceso en construcción”. La creación de una moneda multinacional implicó dotarse de nuevos agregados estadísticos para medir los movimientos de precios relativos entre los distintos países y para capturar el crecimiento y la distribución de las diferentes definiciones de liquidez (o instrumentos monetarios). También requirió establecer un nuevo mecanismo de transmisión a través del que las decisiones de política monetaria adoptadas en Frankfurt pudieran afectar a las condiciones financieras de los países participantes. De ahí que la hipótesis de partida fuera que el Consejo de Gobierno del BCE tendría que aprender a controlar la economía monetaria de Europa “sobre la mar-

cha”. La discrecionalidad sobre la formulación de la estabilidad de precios de la que goza el Consejo de Gobierno era, pues, necesaria para permitir al BCE adaptarse a la situación en cada momento.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno del BCE reconoció explícitamente que la manera de moldear las percepciones del mercado sobre la estabilidad de precios resultaría crítica, tanto para la creación de la moneda única como para el funcionamiento de la política monetaria. Al enfatizar los nuevos índices de precios y los agregados monetarios, el Consejo de Gobierno trasladaba la idea de que la eurozona tenía una sola masa de liquidez, una única política monetaria y un único mecanismo de transmisión monetaria; incluso antes de que el euro existiese como moneda común. El Consejo de Gobierno también trabajó duro para crear una estrategia de comunicación con los participantes del mercado financiero y otras instituciones europeas. Esta comunicación no siempre era unidireccional: los gobernadores de los bancos centrales nacionales conservaban acceso privilegiado a sus jurisdicciones y mercados domésticos, y a menudo se dirigían a ellos sobre las condiciones económicas nacionales, interfiriendo con los mensajes desde el Consejo de Gobierno y el BCE. No obstante, el Comité Ejecutivo del BCE —y su presidente— rápidamente emergieron como las voces más autorizadas para hablar sobre la eurozona en su conjunto.

Los sucesivos Consejos de Gobierno complementaron esa noción de estabilidad de precios con objetivos que cabe calificar de *constructivamente ambiguos*: constructivos, porque ayudaron a promover una idea de proyecto común entre todos los participantes en la zona del euro, pero también ambiguos, en tanto que dejaron espacio para interpretaciones alternativas. La ambigüedad no resultó inmediatamente evidente. Por ejemplo, cuando el Consejo de Gobierno anunció por primera vez su definición de estabilidad de precios en octubre de 1998, todos los focos se centraron en el techo del 2%, así como en la ausencia de un límite inferior. “La estabilidad de

<sup>3</sup> Véase el artículo 2 de los Estatutos del BCE, cuyo texto completo puede encontrarse aquí: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_32620121026es\\_protocol\\_4.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026es_protocol_4.pdf)

precios”, rezaba la declaración, “se define como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%”<sup>4</sup>. Pese a todo, las matizaciones que siguieron a dicha declaración resultaron igual de importantes para el modo en que el Consejo de Gobierno aplicaría la política monetaria en la práctica. Aunque en la declaración se aludía a variaciones interanuales de los precios, el resto del texto dejó claro que el objetivo era influir en las expectativas a medio plazo, que la medida relevante era el agregado para el conjunto de la eurozona, y que el Consejo de Gobierno basaría sus decisiones en el comportamiento de los agregados monetarios y el desempeño macroeconómico, utilizando una función de reacción que evolucionaría con el tiempo.

Además, cada vez que el Consejo de Gobierno modificaba su especificación de la estabilidad de precios, estas matizaciones cobraban más importancia para la implementación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno fue espaciando gradualmente sus reuniones regulares de política para dejar más tiempo a que los cambios relevantes en las condiciones macroeconómicas y monetarias fueran acumulándose; abandonó la práctica de anunciar el valor de referencia para medir el crecimiento de los agregados monetarios; reforzó el límite inferior de los movimientos de precios añadiendo que la inflación agregada anual debería mantenerse por debajo del 2%, pero próxima a este valor; estableció el medio plazo como un horizonte temporal de entre cinco y diez años; y comenzó a hablar sobre la dispersión de las tasas de inflación nacionales (y la importancia de cierto grado de convergencia condicional entre los países participantes)<sup>5</sup>. Por último, el Consejo de Gobierno dejó claro que las expectativas relevantes deberían

operar sin la influencia de la acomodación monetaria; en otras palabras, la estabilidad de precios solo existe si los precios se mantienen estables sin el apoyo del BCE. Tal como explicó Draghi en diciembre de 2017: “Lo verdaderamente importante es cómo de sólida es la senda de convergencia hacia una tasa de inflación automantenida y sostenible que sea inferior, pero próxima, al 2% a medio plazo”<sup>6</sup>.

---

*Los sucesivos Consejos de Gobierno del BCE complementaron la noción de estabilidad de precios basada en el 2% con objetivos que cabe calificar de constructivamente ambiguos: constructivos, porque ayudaron a promover una idea de proyecto común entre todos los participantes en la zona del euro, pero también ambiguos, en tanto que dejaron espacio para interpretaciones alternativas.*

---

Como consecuencia de estas precisiones, a menudo resulta difícil para los participantes del mercado anticipar en qué punto se encuentra el Consejo de Gobierno respecto a su objetivo de política, aun conociendo las propias estimaciones sobre inflación agregada actual y prevista del BCE. Esa es la razón por la que la estrategia de comunicación del BCE es tan importante: porque ayuda a disipar la ambigüedad sobre cómo evalúa el Consejo de Gobierno las condiciones actuales y cuál será su reacción a los acontecimientos subyacentes y esperados. Véase, como botón de muestra, la *chained guidance* relativa al modo en que el Consejo de Gobierno preveía retirar sus medidas de política monetaria no convencionales<sup>7</sup>: el presidente del BCE, Mario Draghi, explicó repetidamente cómo y cuándo se adoptarían las diferentes

<sup>4</sup> Esta declaración se realizó en el marco de la conferencia de prensa del 13 de octubre de 1998, cuya transcripción está disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981013.en.html>

<sup>5</sup> La revisión más importante tuvo lugar en mayo de 2003 y quedó reflejada en un seminario para periodistas sobre la evaluación del BCE de su política monetaria, que puede encontrarse aquí: [https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2003/html/is030508\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2003/html/is030508_1.en.html)

<sup>6</sup> La pregunta fue si un 1,7% era «próximo» al 2%. La conferencia de prensa tuvo lugar el 14 de diciembre de 2017 y puede consultarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171214.en.html>

<sup>7</sup> La expresión *chained guidance* procede de las actas de la reunión de diciembre de 2018, y el documento donde aparece puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190110.en.html>

decisiones de política, y bajo qué condiciones se implementarían. Ello no ha impedido que el mensaje recibido en los mercados siga siendo vago en algunos aspectos importantes.

## Una sola moneda, diferentes perspectivas

La diversidad entre los países que han adoptado el euro como moneda común también contribuye a la ambigüedad que rodea a la noción de estabilidad de precios. Ahora bien, la intención al señalar esto no es reiterar la clásica crítica a una política monetaria “de talla única”, sino reconocer que la manera en que los participantes del mercado perciben al BCE e interpretan sus acciones de política monetaria tiende a diferir de un contexto nacional a otro. Algunas de estas diferencias brotan de tradiciones de política o paradigmas competidores. Así, por ejemplo, la escuela de economistas alemanes acepta la rigidez de los salarios y precios a la baja, y otorga escasa confianza a la existencia de una curva de Phillips explotable en la que puedan basarse los *policy makers* para buscar un compromiso entre inflación y desempleo. En lugar de ello, los economistas alemanes prestan mayor atención a cómo las instituciones de negociación salarial tienden a institucionalizar las expectativas. De ahí que el Bundesbank tenga una larga tradición de *monetary targeting* (objetivos concretos de agregados monetarios) con el fin de establecer credibilidad entre los negociadores de los salarios. La tradición intelectual y de elaboración de política monetaria es muy diferente en Francia, donde la gestión de la demanda agregada al estilo “keynesiano” ha gozado de mayor preminencia<sup>8</sup>. Las dos reglas de política utilizadas por el BCE abarcan ambas interpretaciones.

La disparidad de los sistemas institucionales nacionales también crea diferencias a través de una forma de racionalidad limitada (*bounded*

*rationality*). Una ilustración obvia son los mercados de trabajo: el sistema alemán de elaboración de política monetaria funciona bien cuando las instituciones del mercado de trabajo promueven una negociación salarial coordinada, pero es menos efectivo en estimular la estabilidad de precios cuando las negociaciones salariales son más descoordinadas y conflictivas (Hall, 1994). Algo similar es aplicable a los mercados financieros. Cuando las empresas disponen de capital fijo aportado por inversores a largo plazo o procedente de relaciones estables entre banco y empresa, es más fácil para los gestores de política enfocarse en la evolución de los grandes agregados monetarios; pero cuando las empresas recurren a fuentes alternativas de financiación y las relaciones banco-empresa son más flexibles o se rigen por condiciones de libre competencia, la influencia de la política monetaria no es la misma<sup>9</sup>.

Una tercera fuente de diferencias es de tipo conductual, y refleja lo que los bancos centrales denominan la “ley de Goodhart”, en alusión al economista y banquero central británico, Charles Goodhart. Lo que Goodhart observó es que las relaciones macroeconómicas dejan de tener valor predictivo una vez que su uso como instrumento de política es conocido por los participantes del mercado, quienes inmediatamente reaccionan a los movimientos de las variables claves dentro de su modelo de formulación de expectativas<sup>10</sup>. En la práctica, Goodhart utilizó esto para argumentar que, al perseguir la estabilidad de precios mediante la utilización de una regla monetaria, el BCE canceló de hecho la utilidad de esa regla monetaria para predecir la tasa de inflación. La hipótesis que subyace a la ley de Goodhart es que los participantes del mercado se centran todos ellos en la misma cosa. Sin embargo, dadas las diferentes tradiciones de política o pensamiento, y los diferentes contextos institucionales, es más probable que los participantes del mercado en el conjunto de la eurozona se fijen en diferentes facetas de lo que el Consejo

<sup>8</sup> Para un tratamiento extenso de esta comparación, véase Brunnermeier, James y Landau (2016).

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, la introducción en Hall y Soskice (Eds.) (2001).

<sup>10</sup> Goodhart (2006) utilizó esta crítica para cuestionar el papel de los agregados monetarios en el marco de la política del BCE.

de Gobierno está haciendo. Como resultado, las expectativas en diferentes partes de la eurozona no descansan en los mismos cálculos, por lo que las percepciones sobre la dirección de la política monetaria deberían divergir<sup>11</sup>.

---

*Al colapsar los mercados financieros europeos durante la crisis y quedar dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria, las diferencias de perspectiva entre países cobraron mayor importancia. El Consejo de Gobierno perdió la capacidad de influir en las condiciones monetarias de distintas partes de la eurozona, y las percepciones del papel que debía jugar el BCE divergieron.*

---

Estas diferencias de perspectiva son menos significativas cuando los mercados financieros europeos están fuertemente integrados y grandes participantes del mercado pueden influir en las condiciones financieras de toda la unión monetaria. En tales contextos, deja de tener sentido la típica crítica de que la “talla única” de la política monetaria implementada por el BCE no resultaba apropiada para nadie (Jones, 2009a). Es cierto que las condiciones locales variaban, e incluso que el mecanismo de transmisión del estímulo monetario en condiciones normales funcionaba de forma diferente según los países (y dependiendo de la estructura de sus finanzas). Pero el Consejo de Gobierno logró ir afianzando la economía monetaria de la eurozona y crear un sentido de “unidad dentro de la diversidad” para los Estados miembros del euro (lo cual permitió que la ambigüedad de la definición de estabilidad de precios fuese *constructiva*).

Pero al colapsar los mercados financieros europeos durante la crisis y quedar dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria,

estas diferencias de perspectiva cobraron mayor importancia. El Consejo de Gobierno perdió la capacidad de influir en las condiciones monetarias de distintas partes de la eurozona, y las percepciones del papel que debía jugar el BCE divergieron (Jones, 2009b). Además, pese a los esfuerzos del Consejo de Gobierno por reparar el mecanismo de transmisión y estimular la (re-)integración de los mercados financieros europeos, las disonancias siguieron siendo significativas. Como consecuencia, una misma orientación de política relativa al mismo agregado macroeconómico fue interpretada de forma diferente por los países participantes.

Las implicaciones de estas diferencias de perspectiva se mostraron plenamente en las reuniones del Consejo de Gobierno de enero y marzo de 2019. En la primera de ellas, el presidente del BCE dejó claro que otra ronda de operaciones de financiación a largo plazo (*LTRO*) se estaba moviendo hacia el centro del debate político. La lógica de la introducción de esas medidas no estaría ligada al debilitamiento de los resultados macroeconómicos, a pesar de que se estaba ya produciendo una evidencia clara de debilidad. En su lugar, la preocupación estaría basada en que las dificultades para trasladar los préstamos a largo plazo de los bancos centrales a los bancos de la periferia de la eurozona perjudicarían aún más al mecanismo de transmisión monetaria. Además, cuando el presidente del BCE anunció en la conferencia de prensa del 8 de marzo, que se había acordado una tercera ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (*TLTRO*), dejó claro que el objetivo era mantener, pero no aumentar, la política existente de acomodación monetaria del BCE: “Estas nuevas operaciones ayudarán a preservar las condiciones favorables de los préstamos bancarios y la transmisión fluida de la política monetaria”<sup>12</sup>. En consecuencia, el problema al que se enfrenta el BCE no es (o no solo) que no se ha alcanzado la estabilidad de

<sup>11</sup> Goodhart (2006) argumenta que, en tales situaciones, la política monetaria se vuelve más efectiva (incluso si resulta menos fácil de anticipar por los participantes del mercado): “Es un corolario de la Ley de Goodhart que las variables que se convierten en el epicentro de la política pierden su valor predictivo, mientras que las variables que dejan de ser tratadas como medidas de política recuperan capacidad predictiva” (p. 771).

<sup>12</sup> Este anuncio fue realizado en la conferencia de prensa del 8 de marzo de 2019; la transcripción puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190307~de1fdbd0b0.en.html>

precios, sino que el BCE tiene que actuar para apuntalar la efectividad de sus instrumentos de política monetaria.

## Conclusión

El BCE nunca despejará por completo la ambigüedad que rodea a la noción de estabilidad de precios. El concepto incluye demasiadas consideraciones necesarias, y las percepciones de lo que el Consejo de Gobierno está haciendo y debería hacer siempre van a variar dependiendo del contexto institucional de cada país. En ese sentido, la *forward guidance* del BCE siempre estará sujeta a cuestionamientos, interpretaciones, o incluso, directamente, a falta de credibilidad para algunos. El BCE dirá una cosa y los participantes del mercado mirarán en la dirección contraria.

Con todo, es posible que el Consejo de Gobierno reduzca esa disonancia cognitiva promoviendo la integración de los mercados financieros dentro de la eurozona, incentivando la convergencia, y elaborando una narrativa que explique cómo los precios pueden mantenerse estables para el conjunto de la eurozona pese a las obvias diferencias en las tasas de inflación de un país a otro. Como era de suponer, eso es exactamente lo que los miembros del Comité Ejecutivo del BCE han estado haciendo en sus numerosos discursos, conferencias de prensa u otras formas de comunicación con el público. Al abogar por la integración monetaria de Europa, buscan mejorar el funcionamiento de la unión económica y monetaria y fortalecer sus indicaciones prospectivas sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*). Con tales acciones, no consiguen eliminar todas las fuentes de ambigüedad, pero sus

esfuerzos por construir una unión monetaria más cohesionada pueden mejorar la efectividad de la política monetaria del BCE, tanto a nivel de percepciones como en la realidad.

## Referencias

- BRUNNERMEIER, M. K., JAMES, H. y LANDAU, J. P. (2016). *The Euro and the Battle of Ideas*. Princeton: Princeton University Press.
- GOODHART, C. A. E. (2006). The ECB and the Conduct of Monetary Policy: Goodhart's Law and Lessons from the Euro Area. *Journal of Common Market Studies*, 44(4), pp. 757-778.
- HALL, P. A. (1994). Central Bank Independence and Coordinated Wage Bargaining: Their Interaction in Germany and Europe. *German Politics and Society*, 31, pp. 1-23.
- HALL, P. A. y SOSKICE, D. W. (Eds.) (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- JONES, E. (2009a). European Fiscal Policy Coordination and the Persistent Myth of Stabilization. En L. S. TALANI (Ed.), *The Future of EMU* (pp. 29-53). London: Palgrave.
- (2009b). Output Legitimacy and the Global Financial Crisis: Perceptions Matter. *Journal of Common Market Studies*, 47(5), pp. 1085-1105.
- (2017). Ahora toca lo difícil: retirada de las políticas monetarias no convencionales del Banco Central Europeo. *Cuadernos de Información Económica*, 258, mayo-junio, pp. 93-103.





# INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

## INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

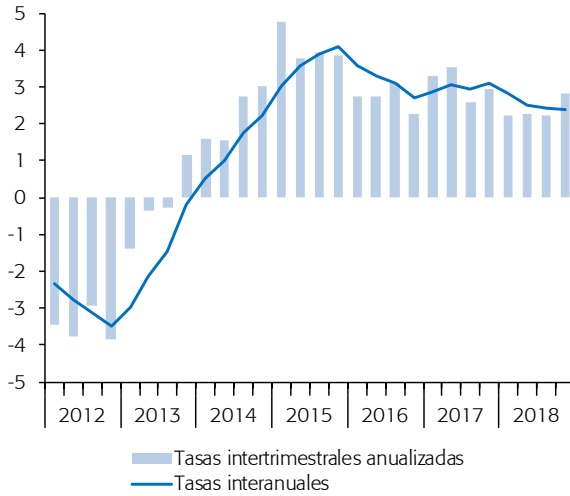
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>												
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	2,5	2,4	2,3	5,2	5,5	6,2	4,8	4,9	2,2	3,6	2,9	-0,4
2019	2,1	2,2	1,3	4,0	4,1	5,0	3,1	3,8	2,0	3,1	2,4	-0,3
2020	1,8	1,8	1,2	3,0	3,1	4,1	2,0	2,9	2,4	2,9	1,9	-0,1
2018 I	2,8	3,1	2,2	3,8	5,6	9,3	1,9	2,0	3,3	4,4	3,1	-0,2
II	2,5	2,2	1,9	7,0	6,3	6,7	5,8	7,7	2,3	4,6	3,1	-0,6
III	2,4	2,1	2,1	5,5	5,5	6,4	4,5	5,4	1,3	2,5	2,8	-0,4
IV	2,4	2,1	3,0	4,6	4,8	2,7	7,0	4,4	1,8	3,1	2,7	-0,3
2019 I	2,4	1,9	2,2	5,4	5,4	4,5	6,2	5,4	1,1	2,0	2,7	-0,3
II	2,2	2,4	1,9	3,3	4,0	4,5	3,3	2,7	1,7	2,7	2,5	-0,3
III	2,0	2,2	1,2	3,1	3,4	4,0	2,5	2,9	3,2	3,8	2,1	-0,1
IV	1,7	2,2	0,1	4,2	3,9	7,0	0,5	4,5	2,0	3,7	2,2	-0,5
2020 I	1,7	2,0	0,6	3,2	2,4	3,8	0,8	4,1	2,8	3,9	2,0	-0,3
II	1,8	1,8	1,2	3,1	3,2	4,5	1,7	3,1	2,4	3,1	2,0	-0,1
III	1,8	1,7	1,4	3,0	3,5	4,2	2,8	2,5	2,3	2,7	1,9	-0,1
IV	1,9	1,6	1,6	2,7	3,3	3,8	2,8	2,1	2,1	2,1	1,8	0,1
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2018 I	2,2	3,6	2,6	4,1	8,0	10,5	5,2	0,4	2,1	5,8	3,3	-1,1
II	2,3	0,0	1,0	12,3	7,0	2,1	12,6	18,0	1,2	2,7	2,7	-0,4
III	2,2	3,1	3,4	3,4	4,0	6,8	1,1	2,7	-3,5	-0,6	3,2	-1,0
IV	2,8	1,9	4,9	-0,9	0,5	-7,5	9,7	-2,4	7,7	4,4	1,6	1,2
2019 I	2,2	2,6	-0,5	7,3	10,3	18,4	2,0	4,3	-0,8	1,6	2,9	-0,8
II	1,5	2,2	0,0	3,7	1,4	2,0	0,8	6,1	3,6	5,7	2,0	-0,6
III	1,7	2,0	0,3	2,6	1,5	4,7	-2,0	3,7	2,4	3,6	1,9	-0,2
IV	1,5	1,9	0,4	3,1	2,5	3,6	1,2	3,6	2,8	4,1	1,8	-0,3
2020 I	2,2	1,8	1,6	3,5	4,2	5,0	3,2	2,8	2,4	2,2	2,1	0,1
II	2,0	1,5	2,4	3,4	4,7	4,8	4,5	2,0	2,0	2,4	2,0	-0,1
III	1,7	1,6	1,2	2,2	2,9	3,2	2,4	1,6	2,0	2,0	1,6	0,0
IV	1,6	1,4	1,2	1,8	1,6	2,0	1,2	2,0	2,0	1,6	1,4	0,2
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del PIB a precios corrientes</b>										
2012	1.040	58,8	19,7	19,8	10,9	4,9	6,0	8,9	30,7	29,2	98,5	1,5
2013	1.026	58,3	19,7	18,8	9,7	4,1	5,6	9,0	32,2	29,0	96,7	3,3
2014	1.038	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	57,9	19,3	19,9	10,0	4,4	5,5	9,9	32,9	30,6	97,7	2,3
2016	1.119	57,5	18,9	19,9	9,9	4,8	5,1	10,1	33,1	30,0	96,8	3,2
2017	1.166	57,5	18,5	20,5	10,3	5,2	5,0	10,2	34,3	31,4	97,1	2,9
2018	1.207	57,9	18,4	21,3	10,8	5,6	5,1	10,5	34,2	32,3	98,1	1,9
2019	1.252	57,7	18,3	21,7	11,0	5,9	5,2	10,7	33,9	32,2	98,2	1,8
2020	1.292	57,6	18,2	22,1	11,3	6,1	5,2	10,8	34,0	32,5	98,4	1,6

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

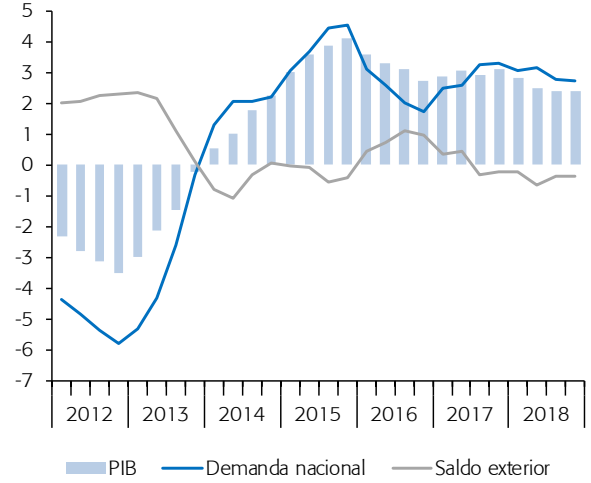
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

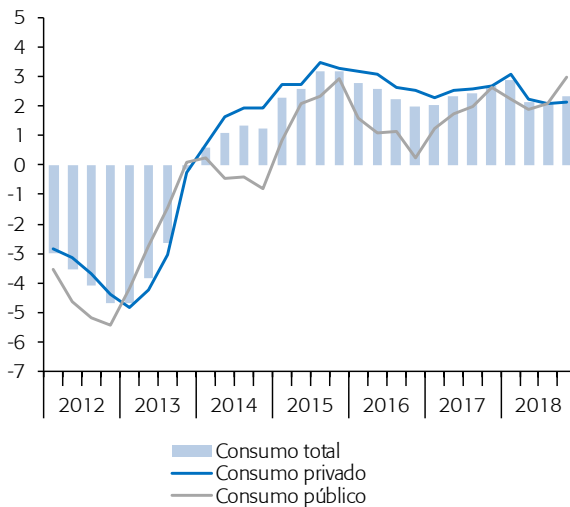
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



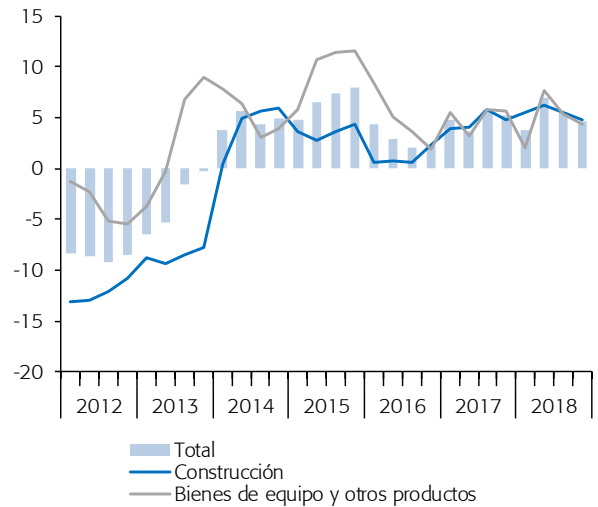
**Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**Gráfico 1.3.- Consumo final**  
Tasas de crecimiento interanuales



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



## Cuadro 2

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

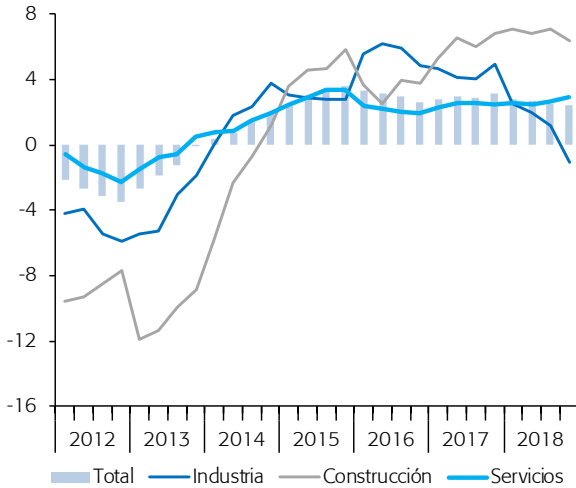
	Valor añadido bruto a precios básicos								Impuestos netos sobre los productos	
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
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	
2018	2,6	1,8	1,2	1,4	6,8	2,6	2,2	2,8	1,9	
2017	I	2,8	-0,7	4,6	3,7	5,3	2,3	1,3	2,6	3,4
	II	2,9	-2,5	4,2	3,7	6,5	2,6	1,8	2,8	4,2
	III	2,9	-0,8	4,0	4,6	6,0	2,5	1,6	2,9	3,1
	IV	3,1	0,4	4,9	5,4	6,8	2,5	2,2	2,6	2,7
2018	I	2,8	2,2	2,5	2,7	7,1	2,6	2,2	2,7	2,9
	II	2,7	3,4	2,0	2,5	6,8	2,4	2,0	2,6	1,1
	III	2,5	-1,5	1,2	1,0	7,1	2,6	2,4	2,7	1,3
	IV	2,4	3,2	-1,1	-0,5	6,3	2,9	2,2	3,1	2,4
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>										
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	2,2	3,7	-1,4	-1,5	7,1	2,7	2,1	2,9	2,2
	II	2,6	2,2	1,4	2,2	6,8	2,5	2,0	2,7	-0,6
	III	2,2	-12,8	-0,7	-1,5	6,6	3,2	2,9	3,3	2,0
	IV	2,5	22,9	-3,7	-1,1	4,8	3,1	1,7	3,5	6,2
	<b>Precios corrientes (mm. euros)</b>	<b>Porcentaje del VAB a precios corrientes</b>								
2012	954	2,5	17,4	13,2	6,7	73,5	18,5	54,9	9,0	
2013	936	2,8	17,5	13,4	5,8	74,0	19,0	55,0	9,6	
2014	944	2,7	17,6	13,7	5,6	74,1	18,8	55,4	9,9	
2015	981	2,9	17,6	13,7	5,7	73,9	18,6	55,3	10,2	
2016	1.015	3,0	17,6	13,8	5,9	73,6	18,4	55,1	10,2	
2017	1.057	3,0	18,0	14,2	6,1	72,9	18,0	54,9	10,3	
2018	1.092	2,9	17,8	14,0	6,5	72,9	18,0	54,9	10,5	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

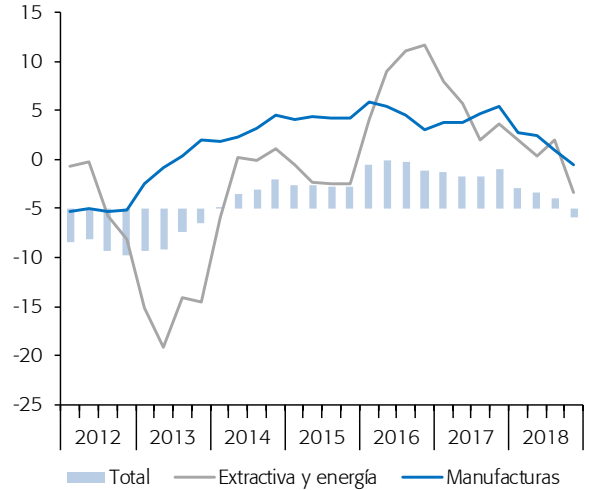
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



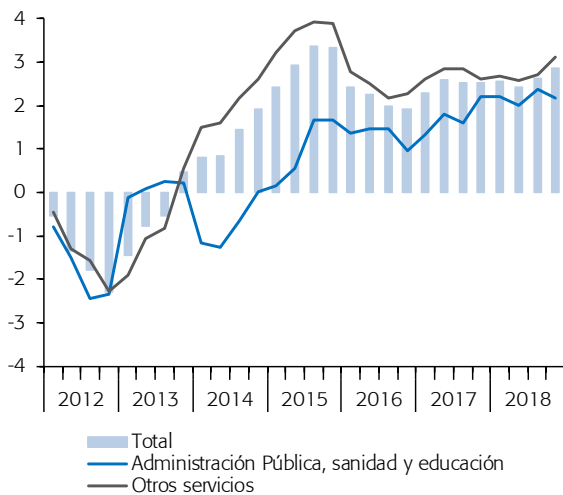
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**

Tasas de crecimiento interanuales



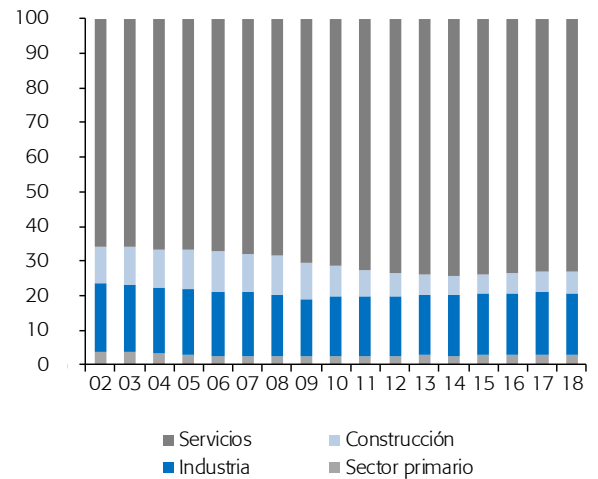
**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**

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 economía						Manufacturas					
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
<b>Índices, 2010 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario</b>												
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	108,1	101,4	106,6	103,4	97,0	93,9	111,0	94,5	117,5	108,2	92,1	87,9
2019	110,3	103,2	106,9	105,6	98,7	94,0	--	--	--	--	--	--
2020	112,3	104,6	107,3	106,9	99,6	93,6	--	--	--	--	--	--
2017 I	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
III	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	102,9	96,3	93,8	110,9	95,0	116,7	107,5	92,1	88,2
II	107,8	101,1	106,6	103,0	96,6	93,7	111,5	95,3	117,0	107,8	92,1	88,0
III	108,4	101,8	106,5	103,5	97,2	94,1	111,1	94,4	117,7	108,8	92,4	88,0
IV	109,1	102,4	106,6	104,1	97,7	94,0	110,8	93,1	119,0	108,7	91,3	87,3
<b>Tasas de crecimiento interanuales</b>												
2012	-2,9	-4,8	2,0	-0,6	-2,5	-2,6	-5,2	-7,4	2,3	1,7	-0,6	-1,0
2013	-1,7	-3,4	1,8	1,4	-0,4	-0,7	-0,2	-4,8	4,8	1,6	-3,1	-3,0
2014	1,4	1,0	0,3	0,1	-0,2	0,0	3,0	-1,3	4,3	0,6	-3,5	-3,8
2015	3,6	3,3	0,3	0,8	0,5	0,0	4,2	3,1	1,1	-0,2	-1,3	-0,9
2016	3,2	3,0	0,1	-0,5	-0,6	-0,9	4,7	4,2	0,4	0,5	0,1	0,5
2017	3,0	2,9	0,1	0,3	0,2	-1,0	4,4	3,8	0,5	0,8	0,3	-2,0
2018	2,5	2,5	0,0	1,0	1,0	0,1	1,4	1,1	0,3	0,8	0,5	-0,1
2019	2,1	1,7	0,3	2,1	1,8	0,1	--	--	--	--	--	--
2020	1,8	1,4	0,3	1,3	1,0	-0,4	--	--	--	--	--	--
2017 I	2,9	2,7	0,2	0,4	0,2	-0,5	3,7	3,9	-0,2	0,8	1,0	-0,7
II	3,1	2,9	0,1	0,0	-0,1	-1,4	3,7	4,0	-0,3	0,8	1,1	-2,3
III	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 I	2,8	2,6	0,3	0,5	0,3	-0,8	2,7	3,1	-0,3	0,3	0,7	-0,7
II	2,5	2,5	0,0	0,8	0,8	0,0	2,5	2,3	0,1	0,6	0,4	-0,2
III	2,4	2,5	-0,1	1,1	1,2	0,3	1,0	0,6	0,4	1,4	1,0	0,4
IV	2,4	2,6	-0,2	1,5	1,6	0,8	-0,5	-1,7	1,2	1,0	-0,2	-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

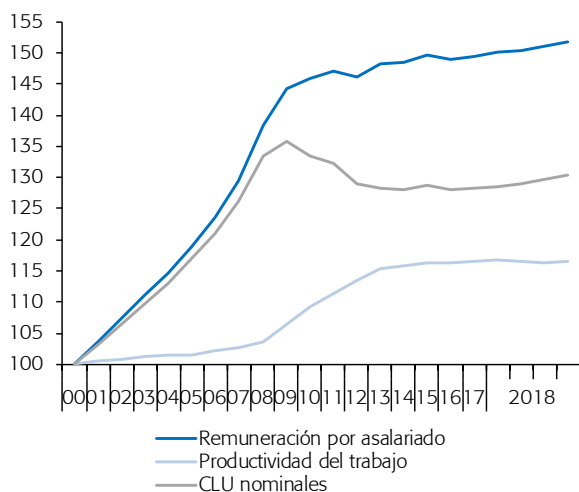
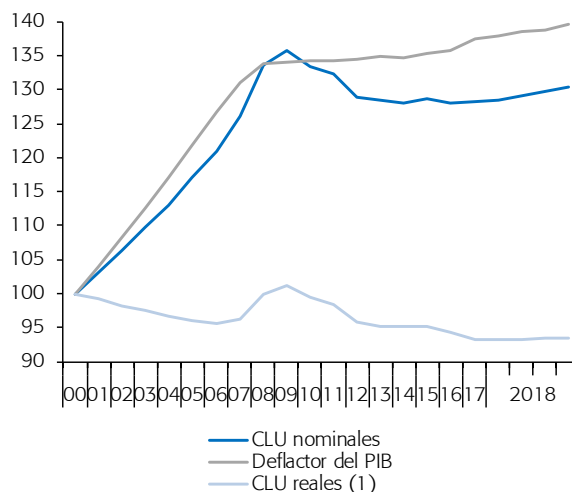


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

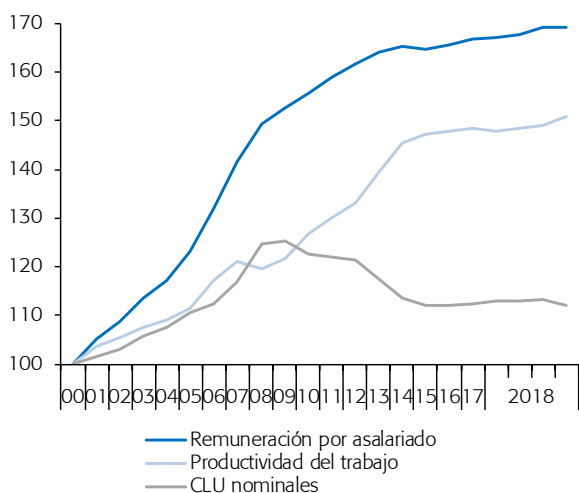
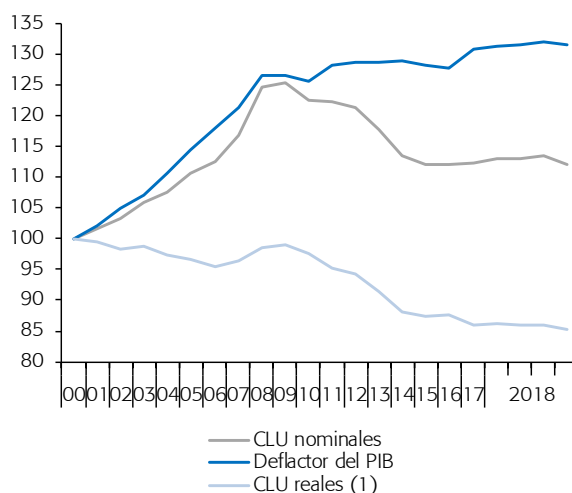


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

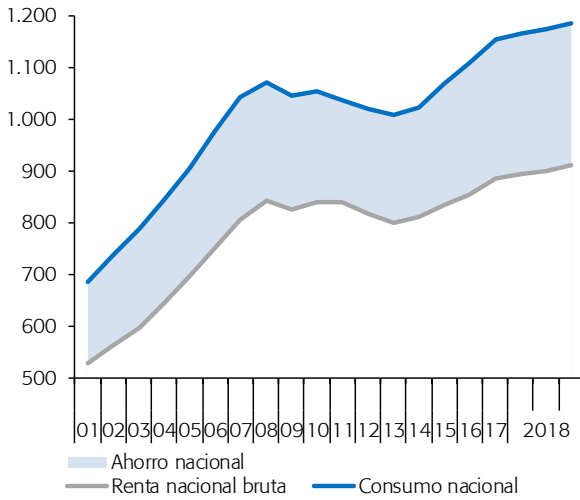
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
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	1.206,9	570,6	509,7	1.193,0	920,1	272,2	264,3	47,3	42,2	22,6	21,9	0,7	1,0
2019	1.252,4	592,4	526,3	1.237,6	951,5	286,2	278,9	47,3	42,0	22,8	22,3	0,6	0,8
2020	1.292,1	608,8	545,0	1.276,4	979,6	296,8	292,2	47,1	42,2	23,0	22,6	0,4	0,6
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
III	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 I	1.176,5	551,9	502,7	1.164,4	893,8	270,6	249,0	46,9	42,7	23,0	21,2	1,8	2,1
II	1.186,3	557,2	504,8	1.174,7	901,3	273,4	255,0	47,0	42,6	23,0	21,5	1,5	1,8
III	1.196,3	563,6	507,3	1.184,8	910,7	274,1	259,9	47,1	42,4	22,9	21,7	1,2	1,5
IV	1.206,9	570,6	509,7	--	920,1	--	264,3	47,3	42,2	--	21,9	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
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	0,2
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	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	3,5	4,2	2,1	3,3	3,8	1,4	7,4	0,3	-0,6	-0,5	0,8	-1,3	-1,1
2019	3,8	3,8	3,2	3,7	3,4	5,1	5,5	0,0	-0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,2
2020	3,2	2,8	3,6	3,1	3,0	3,7	4,8	-0,2	0,2	0,1	0,3	-0,2	-0,2
2017 I	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
III	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	3,7	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	5,7	8,2	-0,1	0,0	0,4	0,8	-0,5	-0,4
III	3,8	4,0	3,4	3,9	3,7	4,5	7,9	0,1	-0,2	0,1	0,8	-0,7	-0,6
IV	3,5	4,2	2,1	--	3,8	--	7,4	0,3	-0,6	--	0,8	--	--

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

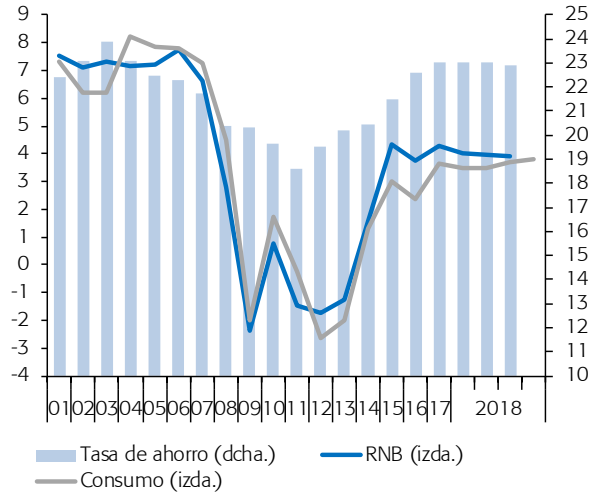
Fuente: INE y Funcas (previsiones).



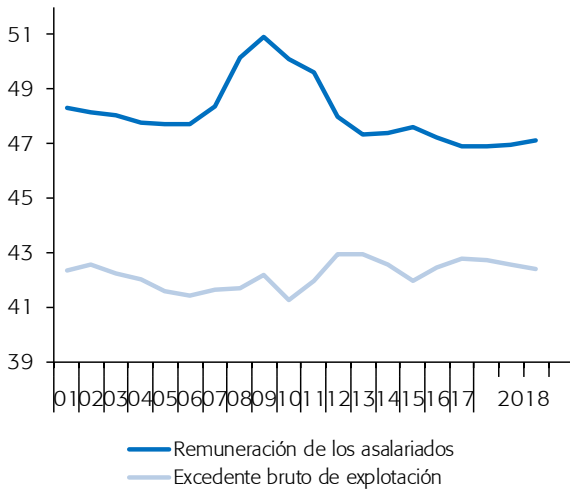
**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**  
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres



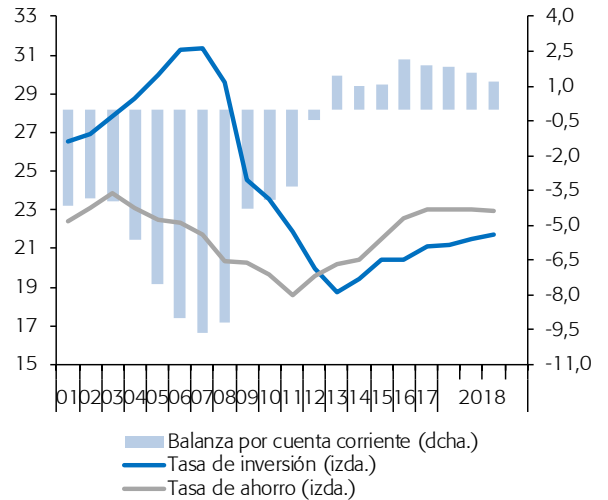
**Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro**  
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres



**Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta**  
Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



**Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente**  
Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



## Cuadro 5

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

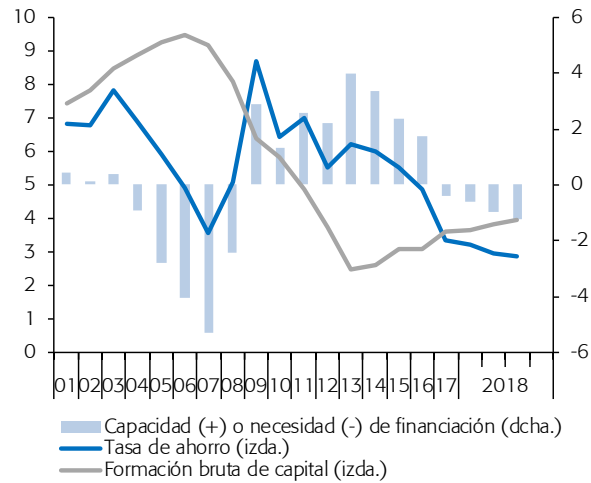
Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras						
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres				Porcentaje del PIB			MM euros, suma móvil 4 trimestres				Porcentaje del PIB		
2011	694,2	618,9	74,7	52,2	10,8	4,9	2,6	232,8	144,8	131,4	13,5	12,3	2,1	
2012	670,6	611,3	57,2	38,8	8,5	3,7	2,2	234,6	144,8	136,5	13,9	13,1	1,4	
2013	664,4	598,5	63,9	25,7	9,6	2,5	4,0	235,0	160,5	136,2	15,7	13,3	2,9	
2014	671,8	608,7	62,1	27,0	9,2	2,6	3,4	236,9	158,8	148,5	15,3	14,3	1,8	
2015	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	730,0	698,6	29,9	47,3	4,1	3,9	-1,4	286,0	216,4	188,6	17,9	15,6	2,8	
2019	755,4	722,7	31,2	51,1	4,1	4,1	-1,6	293,8	221,5	198,6	17,7	15,9	2,3	
2016 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	
III	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	716,3	677,1	37,8	43,0	5,3	3,7	-0,6	280,5	211,7	179,2	18,0	15,2	3,2	
II	720,1	683,4	35,3	45,2	4,9	3,8	-1,0	281,5	213,4	180,6	18,0	15,2	3,2	
III	726,4	690,7	34,4	47,1	4,7	3,9	-1,2	281,6	212,5	185,2	17,8	15,5	2,7	
	Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior		
2011	0,8	0,0	7,5	-17,1	0,7	-0,9	1,3	-1,3	-10,5	-0,5	-1,4	0,1	-1,6	
2012	-3,4	-1,2	-23,4	-25,6	-2,2	-1,1	-0,3	0,8	0,0	3,9	0,4	0,9	-0,7	
2013	-0,9	-2,1	11,7	-33,9	1,1	-1,2	1,8	0,1	10,9	-0,2	1,7	0,2	1,4	
2014	1,1	1,7	-2,9	5,1	-0,4	0,1	-0,6	0,8	-1,1	9,0	-0,3	1,0	-1,1	
2015	2,3	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	2,6	4,2	-23,8	11,6	-1,4	0,3	-1,0	2,9	2,9	6,4	-0,1	0,4	-0,5	
2019	3,5	3,4	4,4	8,2	0,0	0,2	-0,2	2,7	2,3	5,3	-0,2	0,2	-0,5	
2016 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	-22,4	16,9	-1,7	0,4	-1,6	6,3	5,8	5,8	0,3	0,2	-0,1	
II	2,1	3,8	-23,4	18,9	-1,6	0,5	-1,6	4,7	6,1	4,6	0,4	0,1	0,2	
III	2,7	4,0	-18,5	17,5	-1,2	0,5	-1,2	3,4	4,7	6,2	0,2	0,4	-0,2	

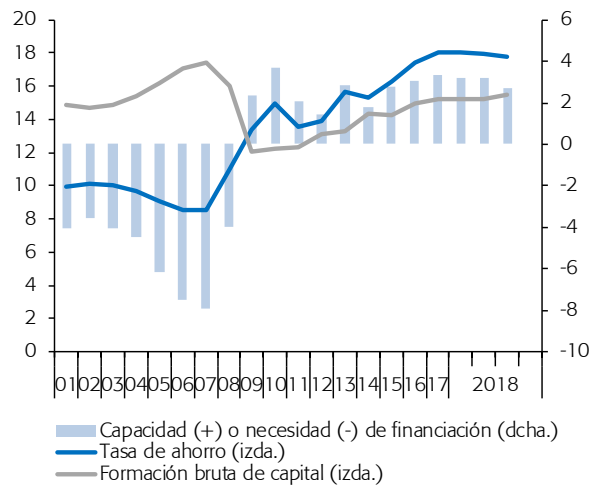
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación**

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

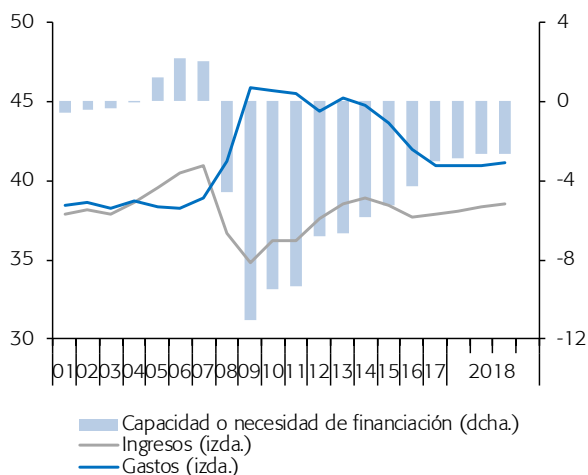
## Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

Previsiones en azul

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	155,7	142,0	127,6	150,2	126,7	21,5	186,8	20,7	219,9	222,2	-2,2	30,2	-32,5	-32,2
2019	159,6	149,7	134,5	157,8	130,5	21,4	194,5	21,4	233,8	228,8	5,0	31,8	-26,7	-26,7
2020	163,4	154,8	140,8	164,3	134,0	22,0	201,4	22,1	243,9	234,9	9,0	33,6	-24,6	-24,6
2016 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	152,3	136,7	120,7	144,5	123,5	22,3	178,9	20,6	208,9	216,8	-7,8	26,7	-34,5	-34,2
II	153,1	138,8	122,5	146,5	124,2	21,7	180,1	20,5	214,4	217,9	-3,5	28,2	-31,7	-31,5
III	154,5	140,0	125,1	148,3	125,5	21,6	183,0	20,7	217,1	220,0	-2,9	28,9	-31,8	-31,7
<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>														
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	11,8	10,6	12,4	10,5	1,8	15,5	1,7	18,2	18,4	-0,2	2,5	-2,7	-2,7
2019	12,7	12,0	10,7	12,6	10,4	1,7	15,5	1,7	18,7	18,3	0,4	2,5	-2,1	-2,1
2020	12,6	12,0	10,9	12,7	10,4	1,7	15,6	1,7	18,9	18,2	0,7	2,6	-1,9	-1,9
2016 IV	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 I	13,3	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	13,1	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	13,1	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	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 I	12,9	11,6	10,3	12,3	10,5	1,9	15,2	1,7	17,8	18,4	-0,7	2,3	-2,9	-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
III	12,9	11,7	10,5	12,4	10,5	1,8	15,3	1,7	18,1	18,4	-0,2	2,4	-2,7	-2,6

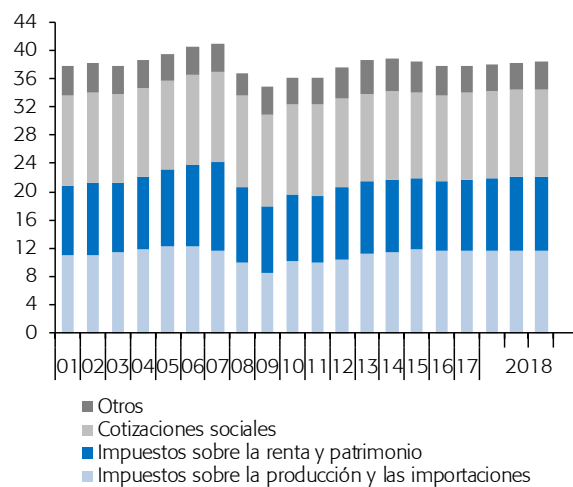
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 6.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)**  
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

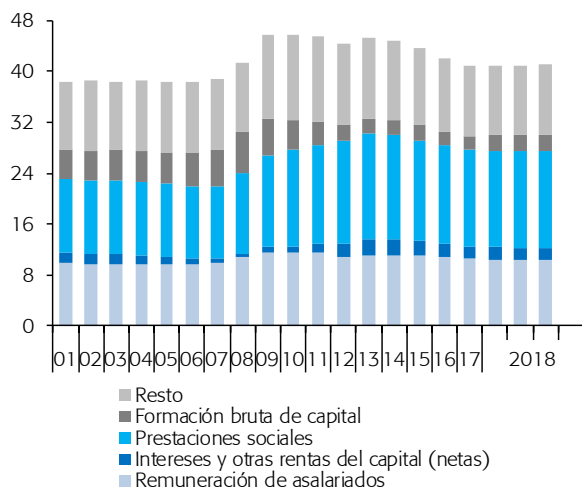


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

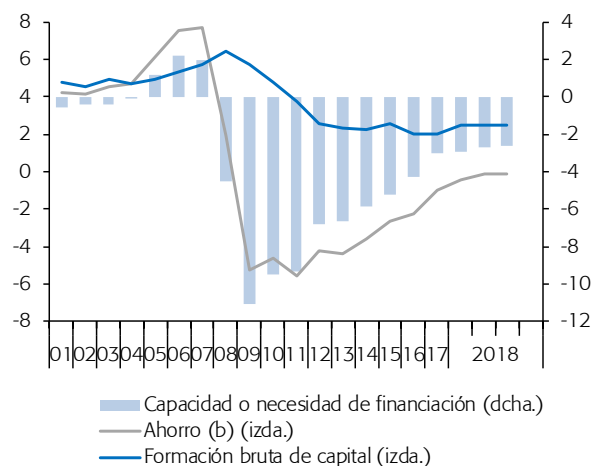
**Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos**  
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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



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



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 7

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

Previsiones en azul

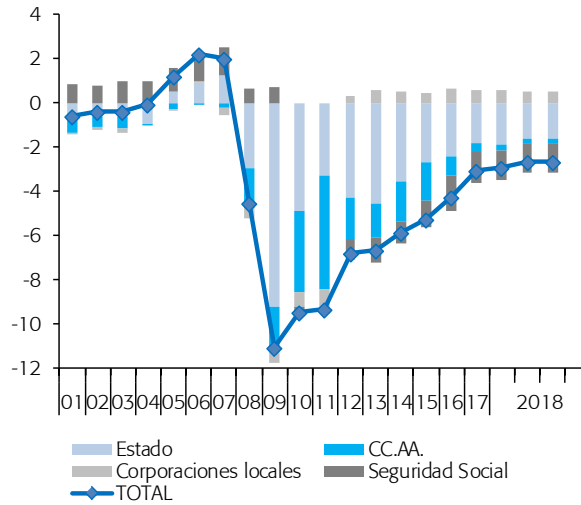
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</b>				
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	-18,2	-2,3	6,0	-17,7	-32,2	--	--	--	--	1.175,8
2019	-13,3	-1,0	5,2	-17,6	-26,7	--	--	--	--	1.201,5
2020	-11,8	-0,9	5,2	-17,1	-24,6	--	--	--	--	1.225,0
2016 IV	-27,2	-9,6	7,0	-17,7	-47,6	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017 I	-22,2	-10,7	7,2	-18,1	-43,7	986,6	279,4	31,7	17,2	1.126,3
II	-19,2	-10,7	7,4	-17,1	-39,7	994,9	285,9	32,4	17,2	1.135,1
III	-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 I	-21,9	-3,1	7,1	-16,3	-34,2	1.027,6	289,7	29,0	27,4	1.160,7
II	-18,8	-2,5	6,2	-16,4	-31,5	1.032,9	293,3	29,4	34,9	1.164,0
III	-19,0	-2,7	6,0	-16,0	-31,7	1.046,7	292,4	28,0	34,9	1.175,7
	<b>Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>Porcentaje del PIB</b>				
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	-1,5	-0,2	0,5	-1,5	-2,7	--	--	--	--	97,4
2019	-1,1	-0,1	0,4	-1,4	-2,1	--	--	--	--	95,9
2020	-0,9	-0,1	0,4	-1,3	-1,9	--	--	--	--	94,8
2016 IV	-2,4	-0,9	0,6	-1,6	-4,3	86,7	24,8	2,9	1,5	99,0
2017 I	-2,0	-0,9	0,6	-1,6	-3,9	87,3	24,7	2,8	1,5	99,7
II	-1,7	-0,9	0,6	-1,5	-3,5	87,2	25,0	2,8	1,5	99,4
III	-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 I	-1,9	-0,3	0,6	-1,4	-2,9	87,3	24,6	2,5	2,3	98,7
II	-1,6	-0,2	0,5	-1,4	-2,7	87,1	24,7	2,5	2,9	98,1
III	-1,6	-0,2	0,5	-1,3	-2,6	87,5	24,4	2,3	2,9	98,3

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

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

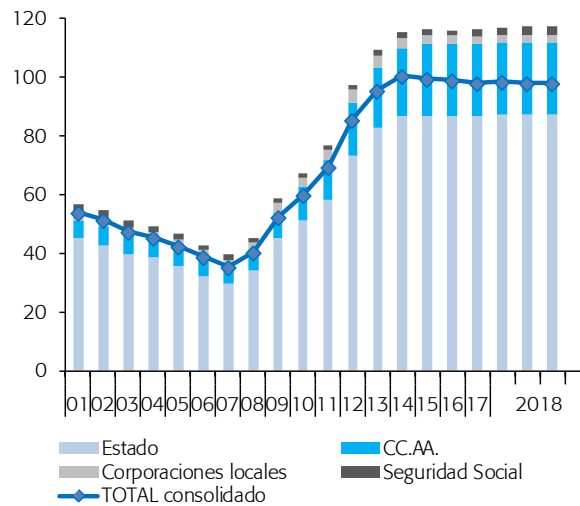
### Gráfico 7.1.- Déficit público

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



### Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
<b>Millones</b>								<b>Porcentaje</b>						
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	38,6	16,3	23,8	
2018	30,2	22,8	--	19,3	--	3,5	--	74,9	63,4	15,3	34,3	14,3	21,9	
2019	30,2	22,8	--	19,7	--	3,2	--	74,8	64,4	13,9	--	--	--	
2020	30,2	22,8	--	19,9	--	2,9	--	75,0	65,5	12,7	--	--	--	
2017	I	30,0	22,7	22,8	18,4	18,5	4,3	4,2	75,0	60,8	18,8	41,7	17,8	25,5
	II	30,0	22,7	22,7	18,8	18,7	3,9	4,0	75,1	62,0	17,2	39,5	16,4	23,6
	III	30,0	22,8	22,7	19,0	18,8	3,7	3,9	75,2	62,8	16,4	36,0	15,5	22,7
	IV	30,1	22,8	22,8	19,0	18,9	3,8	3,9	75,1	62,6	16,5	37,5	15,6	23,6
2018	I	30,1	22,7	22,7	18,9	19,0	3,8	3,8	74,7	62,1	16,7	36,3	15,7	24,3
	II	30,2	22,8	22,8	19,3	19,2	3,5	3,6	75,1	63,5	15,3	34,7	14,3	21,9
	III	30,2	22,9	22,8	19,5	19,3	3,3	3,5	75,0	64,0	14,6	33,0	13,7	20,6
	IV	30,3	22,9	22,9	19,6	19,5	3,3	3,4	74,9	64,0	14,4	33,5	13,5	20,8
<b>Tasas de crecimiento (d)</b>								<b>Diferencia sobre el año anterior en pp</b>						
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	-5,9	-2,4	-2,8
2018		0,4	0,3	--	2,7	--	-11,2	--	-0,2	1,3	-2,0	-4,2	-2,0	-2,0
2019		0,2	0,1	--	1,8	--	-8,9	--	-0,1	1,0	-1,4	--	--	--
2020		-0,2	0,0	--	1,4	--	-8,6	--	0,2	1,1	-1,2	--	--	--
2017	I	-0,2	-0,6	0,2	2,3	3,1	-11,2	-11,4	-0,3	1,4	-2,2	-4,8	-2,0	-4,3
	II	-0,1	-0,6	-1,2	2,8	2,5	-14,4	-16,5	-0,5	1,7	-2,8	-7,0	-2,7	-3,7
	III	0,0	-0,3	0,8	2,8	3,2	-13,6	-9,8	-0,3	1,7	-2,5	-6,0	-2,6	-2,1
	IV	0,1	0,1	0,3	2,6	1,9	-11,1	-6,8	-0,1	1,5	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	I	0,2	-0,1	-0,3	2,4	2,1	-10,8	-11,5	-0,3	1,3	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,4	0,5	0,6	2,8	3,8	-10,8	-14,4	0,0	1,5	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,5	0,3	0,4	2,5	2,4	-10,9	-9,5	-0,2	1,2	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
	IV	0,6	0,5	0,8	3,0	3,7	-12,3	-13,7	-0,2	1,4	-2,1	-3,9	-2,0	-2,8

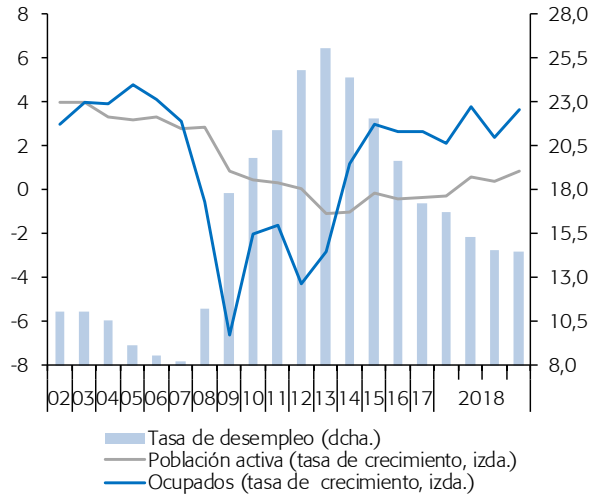
(a) Población activa entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (b) Ocupados entre 16 y 64 años sobre población entre 16 y 64 años. (c) Desempleados en cada grupo sobre población activa en cada grupo. (d) Tasas de crecimiento interanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral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

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

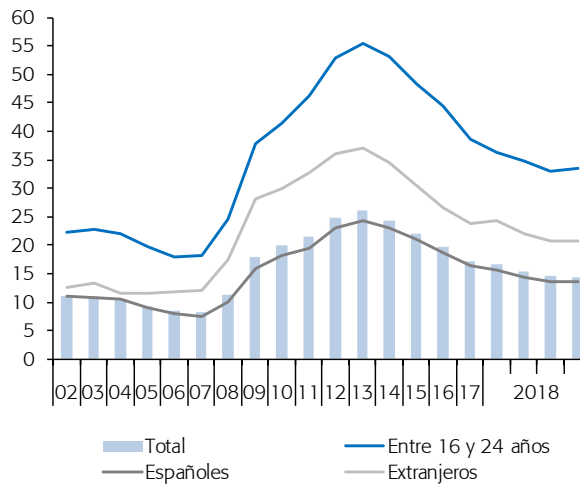


**Gráfico 8.1.- Población activa, empleo y desempleo, CVE**

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

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

Porcentaje



Cuadro 9

**Índice de precios al consumo**

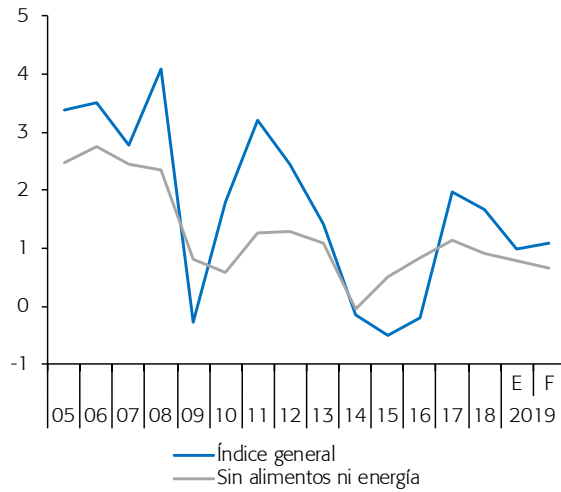
Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2018	100,00	66,15	81,20	24,82	41,33	15,06	7,34	11,46	22,40	
<b>Índices, 2016 = 100</b>										
2012	99,5	97,6	97,1	99,0	96,8	94,9	93,9	121,2	94,6	
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97,7	
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103,1	
2019	104,8	103,1	103,0	100,4	104,7	102,4	108,2	116,1	104,3	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
2012	2,4	1,3	1,6	0,8	1,5	3,1	2,3	8,9	2,8	
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	1,1	1,0	1,0	0,3	1,5	0,7	2,3	1,3	1,1	
2018	Ene	0,6	0,8	0,8	-0,2	1,3	1,1	1,6	-1,7	1,3
	Feb	1,1	1,1	1,1	0,0	1,7	1,4	0,3	1,4	1,0
	Mar	1,2	1,1	1,2	-0,1	1,9	1,3	1,6	1,3	1,4
	Abr	1,1	0,7	0,8	0,0	1,1	1,4	2,0	2,3	1,6
	May	2,1	1,1	1,1	0,0	1,8	1,3	3,5	7,8	2,0
	Jun	2,3	1,0	1,0	-0,1	1,6	1,0	5,4	9,9	2,5
	Jul	2,2	0,9	0,9	0,0	1,5	0,8	4,0	11,2	1,9
	Ago	2,2	0,8	0,8	-0,1	1,3	0,7	4,6	11,1	2,0
	Sep	2,3	0,8	0,8	-0,1	1,3	0,8	3,7	12,0	1,8
	Oct	2,3	1,0	1,0	0,1	1,6	1,0	3,5	10,7	1,8
	Nov	1,7	0,9	0,9	0,1	1,5	0,6	3,5	6,4	1,5
	Dic	1,2	1,0	0,9	0,2	1,5	0,5	3,2	2,1	1,3
2019	Ene	1,0	0,9	0,8	0,1	1,4	0,4	2,3	1,5	1,0
	Feb	1,1	0,7	0,7	0,1	1,1	0,4	3,4	2,6	1,4
	Mar	1,4	0,7	0,7	0,2	1,1	0,4	2,8	6,0	1,2
	Abr	1,5	1,1	1,0	0,2	1,6	0,4	2,7	4,6	1,1
	May	0,9	0,9	0,8	0,2	1,4	0,4	2,0	0,6	0,9
	Jun	0,9	1,0	0,9	0,2	1,5	0,5	1,2	0,7	0,8
	Jul	1,0	1,1	1,0	0,3	1,6	0,8	1,9	0,6	1,2
	Ago	1,0	1,1	1,1	0,4	1,6	0,8	1,7	-0,3	1,1
	Sep	0,9	1,2	1,1	0,4	1,7	1,0	2,3	-1,7	1,4
	Oct	0,8	1,1	1,1	0,3	1,6	0,9	2,5	-2,4	1,4
	Nov	1,1	1,1	1,1	0,3	1,6	1,2	2,5	0,1	1,6
	Dic	1,6	1,1	1,1	0,3	1,6	1,3	2,6	4,2	1,7

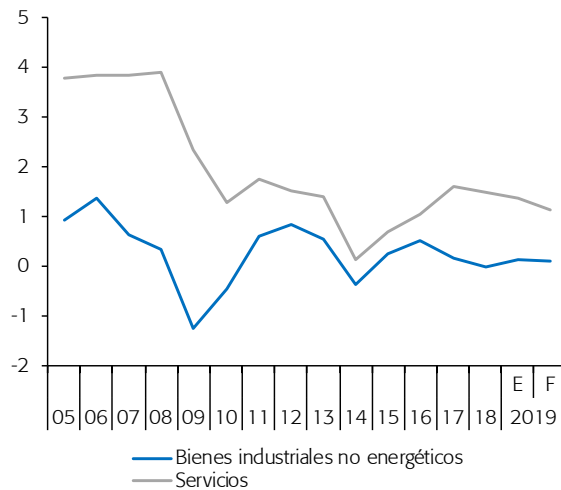
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)**

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

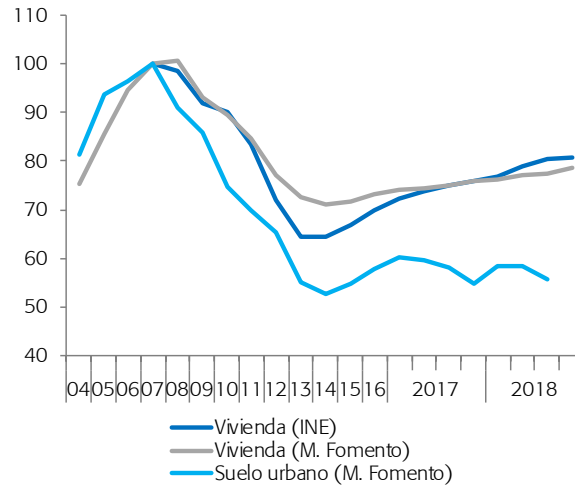
## Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2012	100,1	102,9	99,8	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,5	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	100,3	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,8	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	103,3	104,1	103,0	79,3	77,4	57,6	143,2	140,8	150,6	155,8	--
2019 (b)	--	104,4	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
2017 II	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	58,2	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	149,5	164,9	--
2018 I	102,6	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,7	148,7	--
II	103,1	103,4	103,1	78,8	77,2	58,5	147,0	146,2	149,6	155,6	--
III	103,3	105,6	103,1	80,5	77,3	55,7	141,3	138,0	151,4	163,3	--
IV	103,9	105,2	103,0	80,9	78,7	--	--	--	--	--	--
2019 I (b)	--	104,4	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
2018 Nov	--	105,2	103,1	--	--	--	--	--	--	--	--
Dic	--	104,1	102,8	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 Ene	--	104,4	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Tasas de crecimiento interanuales (c)</b>											
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	0,3	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	0,9	3,0	1,1	6,7	3,4	-3,0	1,1	1,0	1,1	1,5	1,8
2019 (d)	--	1,8	0,3	--	--	--	--	--	--	--	2,2
2017 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
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
III	1,0	5,0	1,1	7,2	2,2	-4,3	1,9	1,9	1,9	2,7	1,7
IV	0,8	3,1	0,8	6,6	0,4	--	--	--	--	--	1,8
2019 I (e)	--	1,8	0,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2018 Nov	--	2,9	0,9	--	--	--	--	--	--	--	1,7
Dic	--	1,7	0,5	--	--	--	--	--	--	--	1,8
2019 Ene	--	1,8	0,3	--	--	--	--	--	--	--	2,2

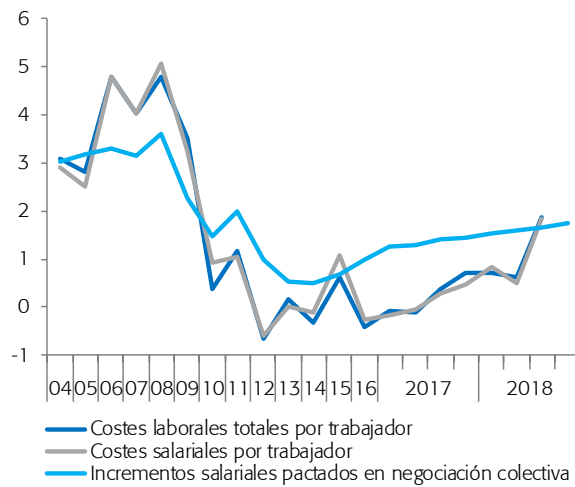
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento anualizada sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, y tasa de crecimiento no anualizada sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto al mismo periodo del año anterior. (e) Tasa anualizada de crecimiento de la media mensual disponible sobre la media mensual del trimestre anterior.

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

**Gráfico 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano**  
Índice (2007=100)



**Gráfico 10.2.- Costes laborales**  
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

**Desequilibrios: comparación internacional**

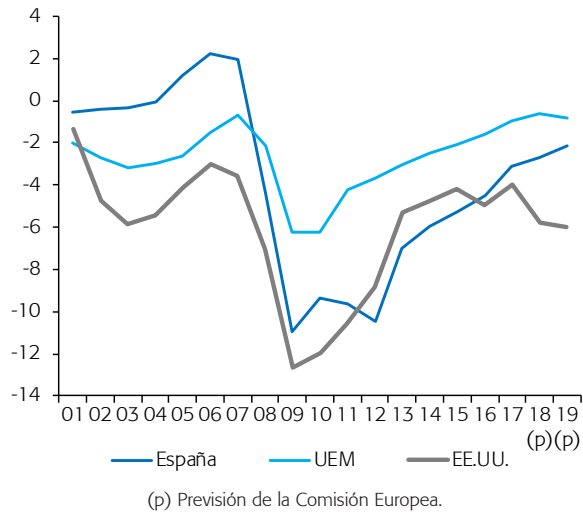
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
<b>Miles de millones de moneda nacional</b>									
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	-
<b>Porcentaje del PIB</b>									
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	-

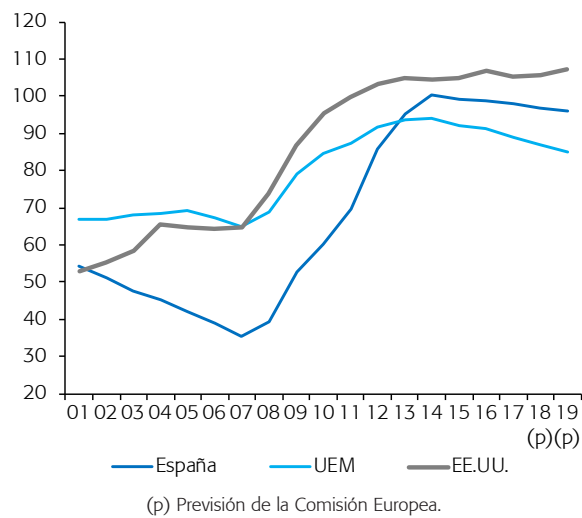
Fuente: Comisión Europea, previsiones, otoño 2018.

**Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.**

Porcentaje del PIB

**Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada**

Porcentaje del PIB







## 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1  
Población

	Población									Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)			
2006	44.708.964	40,6	16,7	77,7	84,2	47,5	24,6	10,8	840.844	37,6	
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	28,4	
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	35,6	
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	36,4	
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	38,0	
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	36,4	
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	534.574	33,4	
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	637.375	39,3	
2018	46.722.980	43,1	19,1			53,6	29,3	13,7			

Fuentes: EPC EPC EPC ID INE ID INE EPC EPC EPC EVR EVR

ID INE: Indicadores Demográficos INE. EPC: Estadística del Padrón Municipal. EVR: Estadística de Variaciones Residenciales.

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

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

Cuadro 2  
Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2006	15.856	2,76	11,6	10,3
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51		

Fuentes: EPA EPA EPA EPF EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio (hombres)	Edad media al primer matrimonio (mujeres)	Matrimonios del mismo sexo (%)
2006	9,3	9,5	2,86	32,2	29,7	2,08
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46
2017	7,3	6,9	2,10	35,3	33,2	2,67

Fuentes: ID INE ID INE ID INE ID INE ID INE MNP

Cuadro 2 (continuación)

## Hogares y familias

	Fecundidad					Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	
2006	29,3	1,31	1,69	28,4	10,6	
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
2016	30,8	1,27	1,70	45,8	10,4	65,8
2017	30,9	1,24	1,70	46,8	10,5	66,1
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MSAN	MSAN

EPA: Encuesta de Población Activa. EPF: Encuesta de Presupuestos Familiares. ID INE: Indicadores Demográficos INE. MNP: Movimiento Natural de la Población. MSAN: Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.

Tasa de nupcialidad: número de residentes en España que contraen matrimonio por cada 1.000 habitantes.

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

Indicador coyuntural de fecundidad: número medio de hijos que tendría una mujer residente en España a lo largo de su vida fértil en caso de mantener la misma intensidad fecunda por edad que la observada en ese año.

Cuadro 3

## Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con Educación Primaria o menos	Población de 30 a 34 años con Educación Primaria o menos	Población de 16 o más años con Educación Universitaria	Población de 30 a 34 años con Educación Universitaria
2006	32,9	8,4	15,6	25,3
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
Fuentes:	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2 <sup>o</sup> 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	1.780.377	687.595	652.471	1.303.252	190.143	47.578.997	4,25
2017•	1.758.271	675.990	657.143				
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

EPA: Encuesta de Población Activa. MECD: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte. El cambio en las magnitudes correspondientes a 2014 en los datos de la EPA se debe a un cambio en su metodología.

• Datos provisionales.

Cuadro 4

## Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2006	720.384	4.809.298	723	859.780	732	2.196.934	477
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1000	929.484	916	2.348.388	624
2015	838.392	5.641.908	1.021	931.668	923	2.353.257	631
2016	763.697	5.731.952	1.043	938.344	930	2.364.388	638
2017	726.575	5.826.123	1.063	947.130	936	2.360.395	646
2018	751.172	5.929.471	1.091	951.838	946	2.359.931	664
2019 ■	859.155	6.000.191	1.130	954.031	971	2.361.540	707
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2006	558.702	276.920	204.844	82.064
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019 ■	920.813	257.043	194.987	15.671
Fuentes:	BEL	IMERSO	IMERSO	BEL

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

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

■ Los datos se refieren a enero.

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
2017	8,84	6,25	3.370	2.385
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)
2006	1,6	0,7	2,8	0,6
2008	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	1,9	0,8	3,3	0,6
2017		0,8		0,6
Fuentes:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	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	Para primera consulta de especialista
2006	5,6	7,0	70	54
2008	6,4	7,0	71	59
2010	6,6	7,3	65	53
2012	6,6	7,5	76	53
2014	6,3	7,5	87	65
2015	6,4	7,5	89	58
2016	6,6	7,6	115	72
2017	6,7	7,5	106	66
Fuentes:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

\* Media de la satisfacción de la población medida en una escala de 1 a 10, en la que 1 significa "totalmente insatisfactorio" y 10 "totalmente satisfactorio".

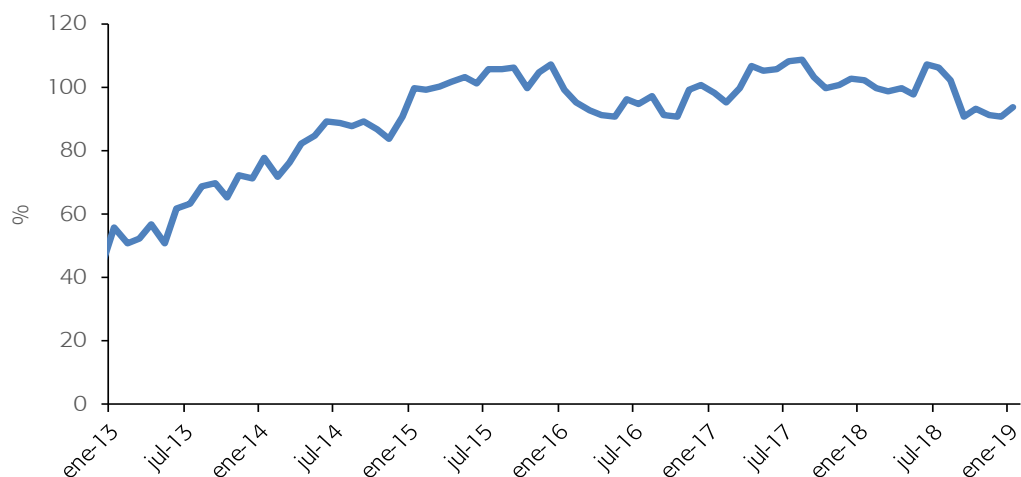
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

## 2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

### Evolución del ICC (enero 2013-enero 2019)



*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](http://www.cis.es)).

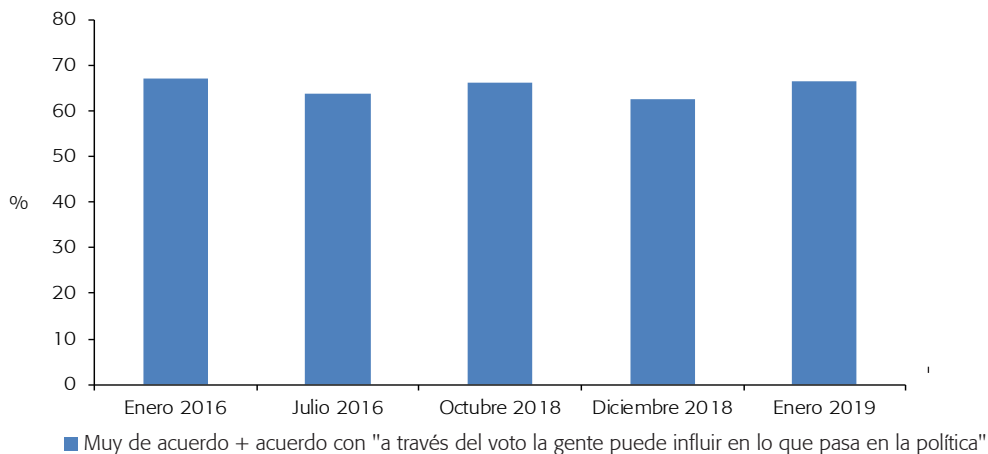
### 3. FLASH SOCIAL. Extendida confianza en el voto como medio de influir en la política

Según el barómetro de opinión del Centro de Investigaciones (CIS) de febrero de 2019, siete de cada diez españoles de 18 o más años confían en el voto como medio para influir en la política. La proporción, que se ha mantenido bastante estable en los últimos años (gráfico 2), coincide de forma aproximada con los datos de participación electoral en las dos últimas elecciones generales (2015: 70%; 2016: 67%). Además, este respaldo al voto no muestra diferencias significativas entre hombres y mujeres o entre distintos grupos de la sociedad, de lo que se desprende su transversalidad.

El voto se concibe como un derecho por la mayoría de los ciudadanos (44%), aunque una parte considerable (27%) lo entiende más bien como un deber. Bastante por debajo queda la proporción de quienes ven en él un medio para elegir a quienes gobiernan (15%). Predomina, por tanto, una concepción del voto más formal que instrumental. Si bien en todos los grupos de edad se observa este orden de respuestas, la visión del voto como un deber se halla más extendida entre la población de más edad (33%), es decir, la que, en comparación con otros ciudadanos, ha vivido una menor proporción de su vida bajo la democracia (gráfico 3).

Gráfico 2

**Confianza en el voto como medio para influir en la política (2016-2019)**



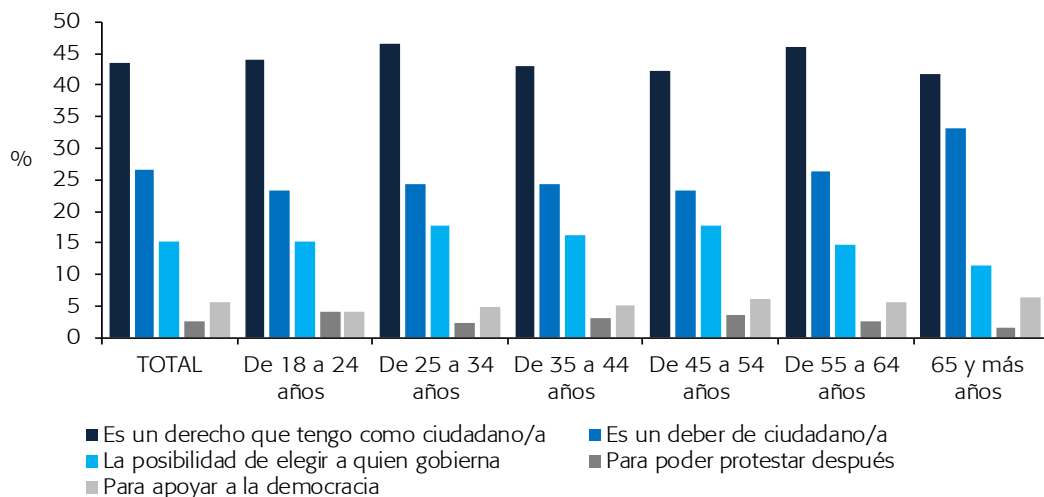
*Pregunta:* "Indíqueme, por favor, hasta qué punto está Ud. muy de acuerdo, de acuerdo, en desacuerdo o muy en desacuerdo con la siguiente opinión: 'A través del voto la gente como Ud. puede influir en lo que pasa en la política'".

*Fuente:* Barómetros de opinión 2384, 3126, 3145, 3226, 3234, 3238 y 3240 del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

Gráfico 3

**Principal motivación del voto, por grupos de edad (enero de 2019)**



*Preguntas:* "¿Cuál es la razón principal que le lleva a votar en unas elecciones? Es un derecho que tengo como ciudadano/a – Es un deber de ciudadano/a – La posibilidad de elegir quien gobierna – Para poder protestar después - Para apoyar a la democracia – Otra razón".

*Fuente:* Barómetro de opinión 3238 del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 269 | MARZO/ABRIL

## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 28 de febrero de 2019

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,5	Diciembre 2018
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	1,1	Diciembre 2018
Dudosos (% var. mensual medio)	-4,4	Diciembre 2018
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	723.814	Enero 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	167.296	Enero 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	46	Enero 2019
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,03	Diciembre 2017
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	6.532,25	Diciembre 2017
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	47.309,12	Diciembre 2017
Ratio "oficinas/entidades"	122,22	Diciembre 2017

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 enero	2019 febrero	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	4,7	4,1	3,8	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,9	-0,329	-0,309	-0,308	-0,308	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,2	-0,186	-0,117	-0,109	-0,108	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	4,0	1,5	1,4	1,3	1,2	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,9	1,4	1,5	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": Los tipos de interés interbancarios apenas han variado en febrero. El euríbor a 3 meses se ha mantenido en el -0,308% de enero, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado del -0,109% de enero al -0,108%. El BCE se ha reafirmado en su plan de adoptar posibles subidas de tipos a partir del verano de 2019, aunque con prudencia, dada la desaceleración de la economía de la eurozona. En febrero, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años bajó al 1,2%, respecto al 1,3% de enero.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 diciembre	2019 enero	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	44,4	102,6	54,60	119,00	187,32	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	76,1	55,1	27,60	66,41	104,06	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	1,2	0,4	3,46	0,17	0,41	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,4	1,9	4,76	1,84	2,36	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	1,7	0,0	-0,7	-0,50	-0,46	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	726,2	1.104,9	1.127,1	1.164,63	1.190,97	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	0,2	-1,3	-5,9	6,1	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	-5,3	6,8	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.018,0	943,6	1.055,4	911,8	936,4 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.880,1	8.790,9	10.451,5	8.539,9	9.277,7 (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	12,1	12,8 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid



**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 diciembre	2019 enero	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	-6,14	4,70	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	10,6	5,8	5,8	58,5	-72,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 28 de febrero de 2019.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de enero se produjo un aumento en la contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 187,32%) y de la contratación de obligaciones del Estado (hasta el 104,06%). El IBEX-35 ha recuperado terreno y se sitúa a finales de febrero en los 9.277,7 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid ha llegado a los 936,4 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 4,7% mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice disminuyeron un 72,3%.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2016	2017	2018 (2T)	2018 (3T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2,1	2,0	1,8	1,5	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,1	2,6	0,5	0,2	-0,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	261,5	297,0	287,4	285,8	282,8	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 (2T)	2018 (3T)	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	60,8	59,7	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	0,5	0,6	3,8	2,9	-1,0	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (% var. trimestral medio)	BE	-1,5	1,1	-0,1	1,8	-1,2	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el tercer trimestre de 2018 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se redujo hasta el 1,5% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero pasó a ser negativa hasta -0,1% del PIB. Se observa también una reducción de la deuda de las economías domésticas, que se situó en el 59,7% del PIB.

**D. Entidades de depósito. Evolución del negocio**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 noviembre	2018 diciembre	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	7,3	-4,1	-0,4	0,7	-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	-0,1	2,4	0,5	1,1	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,5	-11,6	-3,7	0,5	-1,3	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	0,7	0,6	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,2	-4,5	-1,7	-2,8	-1,0	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 noviembre	2018 diciembre	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	0,2	-3,6	-3,8	-0,6	-4,4	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-1,8	-22,2	-3,5	-1,2	7,8	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	9,0	-0,3	-1,2	0,2	-0,6	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En diciembre de 2018 se observó una caída del crédito al sector privado del 1,5% y un aumento del 1,1% de los depósitos. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 1,3% mientras que las acciones y participaciones aumentaron en un 0,6%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 4,4% 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 junio	2018 septiembre	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 territorio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	75	82	83	82	81	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	26.707	26.474	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	318.141	527.317	762.540	754.505	723.814 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	BE	65.106	138.455	170.445	169.424	167.296 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España

**E. Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2015	2016	2017	2018 junio	2018 septiembre	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones euros)	BE	20.270	1.408	96	35	46 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2017.

(b): Último dato a 31 de enero de 2019.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En enero de 2019, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 167.296 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 enero de 2018, el importe de estos programas en España era 338.064 millones de euros y 2,6 billones de euros en el conjunto de la eurozona.

**F. Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2013	2014	2015	2016	2017	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,18	54,03	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
44. Ratio "depósitos clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.519,51	5.892,09	5.595,62	5.600,48	6.532,25	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	21.338,27	40.119,97	36.791,09	39.457,04	47.309,12	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	139,84	122,22	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,97	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,84	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,26	0,44	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	3,12	3,66	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante 2017 se constató un ligero aumento de la rentabilidad en el sector bancario español. La eficiencia y productividad siguen mejorando, como viene sucediendo desde que se implementó el proceso de reestructuración y saneamiento.

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 158. El sector exterior en la recuperación

#### PANORAMA SOCIAL

N.º 28. Envejecimiento de la población, familia y calidad de vida en la vejez

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 268. La economía se desacelera

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 8, N.º 1 (2019). Spain's near and medium-term economic outlook: Progress and challenges

#### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 6. Diciembre (2018)

#### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 90. La integración de los inmigrantes en Europa y en España: modelos e indicadores para las políticas públicas

#### LIBROS

Mujeres, hombres, resultados socioeconómicos y conductas de riesgo: el papel de la identidad de género

## PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

**AÑO 2019**

Publicación	Suscripción*			Números sueltos**	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital	Edición papel €	Edición digital
Papeles de Economía Española	4 números	55	Gratuita	20	Gratuito
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	Gratuita	15	Gratuito
Panorama Social	2 números	25	Gratuita	18	Gratuito
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	Gratuita	15	Gratuito
Papeles de Energía	2 números	25	Gratuita	18	Gratuito
Estudios (números sueltos)	--	--	Gratuita	17	Gratuito
Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.					

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

\*\* Gastos de envío: correo postal (Madrid y provincias): 1€.

Servicio de mensajería: Madrid capital, 3,45€; resto provincias, 10,44€.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria y tarjeta de crédito.

### SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

**INTERNET:** <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>

**E-MAIL:** [publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)



# Cecabank, el acento en lo que **importa**

Así nace Cecabank. Nuestra mirada al futuro que pone el acento en lo que verdaderamente importa. La profesionalidad, madurez y solvencia de años de experiencia en servicios financieros especializados y globales, nos dan la clave de dónde poner el peso en nuestro trabajo. En Cecabank estamos preparados para demostrar lo que nos diferencia.

**Servicios financieros Tesorería Medios tecnológicos y servicios de pago  
Consultoría financiera y servicios de apoyo**

Pedidos e información:

Funcas  
Caballero de Gracia, 28  
28013 Madrid (España)  
Teléfono: 91 596 54 81  
Fax: 91 596 57 96  
publica@funcas.es  
Versión electrónica íntegra  
en: [www.funcas.es/Publicaciones](http://www.funcas.es/Publicaciones)



ISSN: 2254-3422



97722543427