

## Banca, política monetaria y deuda pública

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

Tipos de interés y  
márgenes bancarios

Ajustes, productividad  
y eficiencia en la banca

Tenencias de deuda  
pública española

Ahorro y saldos  
financieros de la  
economía española

El ajuste fiscal en  
perspectiva

Impuesto de sociedades  
y productividad

Previsiones económicas  
2019-2021

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

Ciclos y *clusters*  
regionales en Europa

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

## EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

## CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M<sup>º</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

270

mayo/junio 2019



---

## CARTA DE LA REDACCIÓN

---

### ECONOMÍA Y FINANZAS ESPAÑOLAS

- Página 1 Tipos de interés y márgenes bancarios: la anomalía se prolonga  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*
- 9 Ajuste de capacidad, productividad y eficiencia en el sistema bancario español  
*Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas*
- 17 Tenencias de deuda pública española en el final de las compras del BCE  
*José Manuel Amor y David del Val*
- 29 Ahorro, capacidad de financiación y saldos financieros de la economía española en 2018  
*María Jesús Fernández*
- 37 El ajuste fiscal español en perspectiva  
*Santiago Lago Peñas*
- 47 Efectos del impuesto de sociedades sobre la productividad empresarial: ¿qué sabemos a nivel microeconómico?  
*Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz*
- 59 Previsiones económicas para España 2019-2021  
*Raymond Torres y María Jesús Fernández*

---

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- Página 69 Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa  
*María Dolores Gadea-Rivas, Ana Gómez-Loscos y Eduardo Bandrés*

---

### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 79 Indicadores económicos  
*Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas*
- 103 Indicadores sociales  
*Dirección de Estudios Sociales de Funcas*
- 111 Indicadores financieros  
*Dirección de Estudios Financieros de Funcas*



## Carta de la Redacción

La normalización de la política monetaria de la eurozona tendrá que esperar. Los signos de desaceleración de la economía internacional en el primer trimestre de 2019 han retrasado la previsible subida de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE) al menos hasta el año 2020, al tiempo que se mantienen dos de los instrumentos de la expansión cuantitativa: la reinversión del principal de los valores del programa de compra de activos que vayan venciendo y la apertura de una nueva ronda de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III) a partir del mes de septiembre. Aunque las justificaciones de orden macroeconómico resultan prioritarias al definir los objetivos y las medidas de política monetaria, lo cierto es que la naturaleza ultraexpansiva de la misma tiene efectos colaterales sobre los mercados y las instituciones financieras. Diversas apreciaciones sugieren que la actividad de intermediación bancaria puede estar siendo afectada negativamente por las tendencias relativas a la liquidez y tipos de interés en la eurozona. Los márgenes bancarios se encuentran estancados durante los últimos diez años y, al menos en parte, ello tiene que ver con la anomalía de la política monetaria y con el nivel actual de los tipos de interés oficiales. En el artículo que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ llevan a cabo una revisión de la conexión entre la política monetaria del BCE y la rentabilidad de la banca europea. Entre las medidas que podrían implementarse en un contexto de normalización progresiva de las condiciones monetarias está la posible adopción de un sistema de remuneración por tramos en la facilidad de depósito,

que actualmente penaliza las reservas de los bancos de la eurozona con un tipo del -0,40%. Se estima que, por este concepto, la banca europea está pagando unos 7.500 millones de euros en concepto de intereses.

En la banca española, la caída del volumen de negocio y el consiguiente efecto de arrastre sobre la productividad ha dado lugar a un intenso proceso de ajuste de capacidad que, por el momento, aún no puede darse por concluido. La reducción del número de oficinas y de empleados está asociada con objetivos de mejora de la eficiencia –en un contexto de dificultades para la generación de margen– y de readecuación del modelo de distribución ante la transformación digital de la actividad financiera. El artículo de ÁNGEL BERGES, FEDERICA TROIANO y FERNANDO ROJAS revela cómo a pesar de los ajustes de capacidad, el margen de negocio por empleado y por oficina apenas ha mejorado, debido a la fuerte caída del margen de intermediación, muy vinculado a las condiciones del entorno monetario. El aumento de los costes laborales unitarios (a pesar de la reducción de plantillas), derivado en parte del impacto de los expedientes de regulación de empleo, y el mayor coste total medio por oficina (asociado a un nuevo modelo de negocio con mayor peso de la tecnología), ayudan a explicar el deterioro de la eficiencia en la banca europea.

Existe un amplio consenso al considerar que la deuda pública constituye uno de los factores de mayor vulnerabilidad de la economía española. La ratio deuda/PIB se situó a finales de 2018 en un 97%, y una cifra tan elevada es un riesgo ante escenarios de descenso

de las tasas de crecimiento, subidas de tipos de interés y tormentas financieras. En el pasado, la crisis de la deuda soberana de las denominadas economías “periféricas” de la eurozona dio lugar a un fuerte aumento de la prima de riesgo y a una fuerte reducción de la tenencia de deuda pública por parte de los inversores extranjeros. Fue entonces la banca doméstica la que asumió el rol de principal financiador del Tesoro español, a costa de alimentar la contaminación entre el riesgo soberano y el bancario. El artículo de JOSÉ MANUEL AMOR y DAVID DEL VAL examina la evolución de las tenencias de deuda pública española y revela cómo gracias a la política de compra de activos del BCE, la banca doméstica ha dejado de ser el principal financiador de la deuda pública española, siendo ahora el eurosistema el que ostenta esa posición de liderazgo. Pero también es cierto que el buen desempeño de la economía española en los últimos años y las subidas de la calificación crediticia han favorecido de nuevo la entrada de inversores extranjeros, aportando estabilidad y tipos de financiación más reducidos. El aumento de exposición de los tenedores extranjeros permite contar así con una base inversora más sólida y diversificada, lo que puede interpretarse como una señal de confianza muy favorable.

Entre los rasgos más destacados de la evolución reciente de la economía española llama la atención la caída de la tasa de ahorro de los hogares, lo que les ha situado en una posición de déficit financiero –desde 2017– tras ocho años seguidos con capacidad de financiación. Habida cuenta que las administraciones públicas llevan años en situación de ahorro negativo, todo el peso del superávit exterior de la economía española, necesario para seguir reduciendo nuestra deuda externa, recae únicamente sobre las empresas. Como señala MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ, puesto que las empresas son las que realizan el grueso de la inversión productiva, lo deseable sería que destinasen a ello la mayor cantidad de recursos posible y que el resto de sectores generasen el excedente necesario para su financiación. Si bien es cierto que la recuperación del consumo privado ha sido una palanca fundamental para impulsar el crecimiento en los últimos años, cabe pensar que el ajuste del nivel de gasto que tendrían que afrontar los hogares en un escenario de caída de la actividad económica sería más intenso, lo que representa un factor de vulnerabilidad que debe ser vigilado.

El ahorro negativo de las administraciones públicas termina derivando en un déficit público que, acumulado con el curso de los años, ha aumentado la deuda pública hasta situarla en el 97% del PIB a finales de 2018. El artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS destaca el lento e insuficiente avance en la corrección del déficit público en España y el peligroso estancamiento del déficit estructural en cifras en torno al 3% del PIB. El análisis comparativo con los países de la Unión Europea pone de manifiesto que el problema principal que debe afrontarse tiene más que ver con el nivel impositivo que con el tamaño del gasto, aunque también debería revisarse la eficacia y calidad de numerosas partidas de gasto en los distintos niveles de gobierno. De nuevo, la comparativa con Europa desvela que España está por debajo de la media en tributación sobre el consumo, así como en IRPF y sociedades. Y en los tres casos no por la existencia de tipos superiores, sino por la presencia generalizada de gastos fiscales, así como por un nivel de fraude más elevado.

Más allá del tamaño relativo de los impuestos, su diseño tiene consecuencias sobre las decisiones de los agentes económicos. Atendiendo al papel fundamental que se otorga a la productividad total de los factores en el crecimiento económico, DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ examinan, con un enfoque microeconómico, las relaciones entre tamaño empresarial y productividad, vinculando a su vez a esta con la fiscalidad sobre los beneficios de las empresas. Como era de esperar, la cuña fiscal del impuesto de sociedades afecta negativamente a la inversión y la asunción de riesgos. Pero el problema está en saber los efectos del impuesto según el tamaño de las empresas por sus relaciones con la productividad. Los resultados muestran que la penalización del impuesto sobre el crecimiento de la productividad total de los factores es más intensa en las empresas que operan en sectores más rentables, y en términos relativos también es más intensa en las empresas pequeñas, debido a sus menores niveles de intensidad tecnológica y productividad.

La sección de Economía y Finanzas Españolas se cierra con un artículo de RAYMOND TORRES y MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ donde se muestran las recientes previsiones de Funcas para la economía española en el horizonte 2019-2021. El primer trimestre de 2019 ha sido ligeramente mejor de lo esperado hace unos meses, gracias principalmente a la inversión en bienes de equipo. Las

previsiones para el conjunto del año apuntan hacia una suave desaceleración que daría lugar a una tasa interanual de crecimiento del 2,2%. El menor crecimiento refleja una pérdida de ritmo de todos los componentes de la demanda interna y una aportación del sector exterior que continuará siendo negativa. Las mismas tendencias se prolongarán durante 2020 y 2021, con un crecimiento previsto del 1,8% anual. De este modo, se crearían unos 930.000 empleos durante el próximo trienio y la tasa de paro se situaría en el 11,4% en 2021. En cambio, la ralentización del crecimiento frenaría la reducción del déficit público, que se colocaría en el 2,3% del PIB en 2019 y apenas descendería en los ejercicios siguientes.

Finalmente, la sección de Economía Internacional incluye un artículo de MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS, sobre ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa. El trabajo pone de relieve la asimetría en la trayectoria cíclica de las regiones europeas, estableciendo un marco de referencia que agrupa las regiones en cinco *clusters* de acuerdo

con su grado de sincronización. La creación del euro resultó decisiva para aumentar la similitud de los ciclos económicos regionales y la generalización de la crisis asociada a la Gran Recesión aproximó todavía más su trayectoria macroeconómica. El grupo central (60% del PIB) estaría formado por la práctica totalidad de las regiones de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Dinamarca, Noruega y Luxemburgo, así como buena parte de Irlanda y Suecia. En paralelo, los otros cuatro grupos (que sumarían el 40% restante del PIB) son buena muestra de que persisten singularidades muy significativas. Las regiones alemanas siguen un curso que se separa del núcleo principal de la eurozona, las británicas (fuera del euro y aún sin definir los términos de su salida de la UE) caminan también en su propia dirección y, finalmente, países como Grecia, Portugal y en parte Italia se separan de la trayectoria mayoritaria de la UE. Los autores concluyen que, a la vista de dichas asimetrías, cabe plantear la necesidad de complementar las políticas macroeconómicas comunes con medidas específicas que atiendan las singularidades cíclicas de cada territorio.



## Tipos de interés y márgenes bancarios: la anomalía se prolonga

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

**Ante la evidencia de desaceleración macroeconómica internacional y europea y la baja inflación, el Banco Central Europeo –en consonancia con la Reserva Federal de Estados Unidos– ha procedido a retrasar los planes de endurecimiento de la política monetaria. Para ello, ha postergado la expectativa de elevación de tipos de interés y ha señalado que se adoptarán nuevas medidas de provisión extraordinaria de liquidez. Las entidades financieras de la eurozona se encuentran entre las que, en conjunto, pueden verse más perjudicadas por estas medidas, puesto que con tipos de interés nominales cercanos a cero se hace más difícil elevar los márgenes de intereses. En este artículo se discute la posibilidad de que esta situación negativa para los bancos pueda relativizarse mediante la articulación de medidas como la elevación de tipos de la facilidad de depósito, habida cuenta que los bancos de la eurozona están pagando en torno a 7.500 millones de euros en concepto de intereses. Sin embargo, también se señala la interferencia que este tipo de acciones puede tener en la señalización de largo plazo (*forward guidance*) de la pauta actual de política monetaria.**

No son pocas las polémicas en torno a los supuestos beneficiados y perjudicados por las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). *Stricto sensu*, la controversia es estéril si se atiende al alcance del mandato de la autoridad monetaria en la eurozona: el control de la inflación. Sin embargo, la relevancia adquirida por la política monetaria en la economía europea

desde la crisis financiera y la excepcionalidad de las medidas adoptadas generan, al menos, dos fuentes de incertidumbre. La primera, la posibilidad de que las acciones desarrolladas generen distorsiones en los mecanismos de asignación propios de una economía de mercado. La segunda, la dificultad de revertir esas medidas para llegar a la “normalidad monetaria”.

\* CUNEF, Bangor University y Funcas.

\*\* Universidad de Granada y Funcas.

En el otoño de 2018 todo parecía apuntar a que el BCE adoptaría un enfoque más duro (de halcón o *hawkish*, según la jerga al uso), tras el anuncio de la progresiva retirada del programa de compra de activos (principalmente, de deuda soberana) que se había convertido en la referencia de liquidez y de calma en los mercados de bonos en los últimos años. Sin embargo, el primer trimestre de 2019 ha ofrecido signos de desaceleración económica tanto en Estados Unidos como en la eurozona, que han forzado a sus respectivas autoridades monetarias a dar un paso atrás en el desmantelamiento de la expansión cuantitativa (QE). La expresión más clara de ese retraimiento en las intenciones de endurecimiento monetario es el retraso anunciado (mediante la anticipación de tendencias o *forward guidance*) en las subidas de tipos de interés, así como el mantenimiento de inyecciones de liquidez considerables. En el caso de Estados Unidos, la expectativa ha cambiado en pocos meses, desde un calendario de subida de tipos a una posibilidad cada vez más ponderada de una nueva reducción de los mismos. En la eurozona no parece existir margen para reducciones de tipos –dado que implicarían introducirse en un farragoso terreno negativo de rentabilidades nominales en la referencia oficial–, pero se ha retrasado la posibilidad de subidas hasta, al menos, 2020. Asimismo, se prevé el desarrollo (desde septiembre de 2019) de un nuevo programa de financiación a largo plazo (*targeted longer-term refinancing operations* o *TLTRO-III*).

Dejando al margen hasta qué punto este retraso del endurecimiento y de la normalización monetaria entraña una “trampa” para los mecanismos de oferta y demanda de dinero en la economía europea, cabe preguntarse en qué medida es posible mantener flujos de financiación y actividad bancaria normalizados con tipos de interés de referencia nulos durante un tiempo prolongado. En este artículo se analizan estas cuestiones con el objetivo de mostrar cómo el entorno monetario puede estar afectando a la actividad bancaria y, en particular, al crédito al sector privado y a la generación de márgenes de las entidades finan-

cieras. Esta cuestión no es solo relevante en términos microeconómicos o empresariales –en la medida en que los bancos son una parte esencial del tejido productivo– sino también macroeconómicos y macroprudenciales, puesto que la salud de la banca es fundamental para orientar y estimular la inversión.

## Decisiones de política monetaria: prolongación de la expansión cuantitativa

Durante el primer trimestre de 2019 se hizo patente –y así lo reflejaron los principales organismos económicos multilaterales e institutos de previsión– que la economía internacional se enfrentaba a un proceso de desaceleración, con incidencia heterogénea geográficamente. Llama la atención, en todo caso, el ritmo de crecimiento que mantienen las bolsas norteamericanas en un contexto que, históricamente, corresponde seguramente a un *rally* excesivamente prolongado por factores exógenos como rebajas fiscales. A este “empuje” se ha sumado, sin embargo, la Reserva Federal, cauta ante la posibilidad de que un traspiés macroeconómico significativo la obligara a dar demasiados pasos atrás, tras varias subidas de tipos de interés. En el caso de la eurozona, el BCE, en su reunión de 10 de abril, echaba también el freno a su proceso de desmantelamiento del QE. En la reunión de su Consejo de Gobierno se decidió que los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantendrían sin variación en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. En este nivel se encuentran desde el 16 de marzo de 2016 (cuadro 1).

El Consejo de Gobierno del BCE espera “que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el final de 2019 y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo”<sup>1</sup>. Esto equivale, en

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.es.html>

Cuadro 1

**Evolución de los tipos de interés oficiales en la eurozona**

(En porcentaje)

Fecha		Facilidad de depósito	Operaciones principales de financiación		Facilidad marginal de crédito
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	
			Tipo de interés	Tipo mínimo de referencia	
Con efecto	Desde				-
2016	16 mar.	-0,40	0	-	0,25
2015	9 dic.	-0,30	0,05	-	0,30
2014	10 sep.	-0,20	0,05	-	0,30
	11 jun.	-0,10	0,15	-	0,40
2013	13 nov.	0	0,25	-	0,75
	8 may.	0	0,50	-	1,00
2012	11 jul.	0	0,75	-	1,50
2011	14 dic.	0,25	1,00	-	1,75
	9 nov.	0,50	1,25	-	2,00
	13 jul.	0,75	1,50	-	2,25
	13 abr.	0,50	1,25	-	2,00
2009	13 may.	0,25	1,00	-	1,75
	8 abr.	0,25	1,25	-	2,25
	11 mar.	0,50	1,50	-	2,50
	21 ene.	1,00	2,00	-	3,00
2008	10 dic.	2,00	2,50	-	3,00
	12 nov.	2,75	3,25	-	3,75
	15 oct.	3,25	3,75	-	4,25
	9 oct.	3,25	-	-	4,25
	8 oct.	2,75	-	4,25	4,75
	9 jul.	3,25	-	4,00	5,25
2007	13 jun.	3,00	-	3,75	5,00
	14 mar.	2,75	-	3,50	4,75
2006	13 dic.	2,50	-	-	4,50

Fuente: Banco Central Europeo.

cierta medida, a una prolongación del QE, sobre todo si se tienen en cuenta dos medidas adicionales anunciadas. La primera, “seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir los

tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria”. La segunda, la confirmación del desarrollo de nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO-III*), cuyas condiciones

deben aún definirse. Este programa debe iniciarse en septiembre de 2019. Como se analiza en el apartado siguiente, estas operaciones tratan de mantener un flujo mínimo de crédito que, en los últimos meses, parecía caer.

---

*Se estima que los bancos de la eurozona están pagando 7.500 millones de euros en concepto de intereses por la facilidad de depósito del BCE. Las entidades financieras estadounidenses no solo no pagan, sino que son remuneradas por sus excesos de reservas. En particular, se estima que en 2019 podrán obtener unos ingresos de 40.000 millones de dólares en intereses.*

---

Con este conjunto de medidas, se extiende la liquidez bancaria pero se rompe la expectativa anterior de tipos de interés más elevados a corto plazo. Los bancos son los principales afectados negativamente por la prolongación de la relajación monetaria. En su comunicado preliminar a la conferencia de prensa del 10 de abril, el BCE señalaba que “en el contexto de nuestra valoración periódica, también consideraremos si la preservación de los efectos favorables de los tipos de interés negativos para la economía requiere la mitigación de sus posibles efectos colaterales, si los hay, sobre la intermediación bancaria”<sup>2</sup>. Sin embargo, no parece que se vayan a producir cambios o medidas a corto plazo que ayuden a los bancos a elevar su rentabilidad. Con el supuesto de un tipo oficial de referencia en el 0%, la expectativa bancaria era que se pudiera reducir el impacto del tipo negativo (actualmente en el -0,40%) de la facilidad de depósito, que es la remuneración que los bancos están pagando al BCE por mantener cualquier exceso de reservas sobre el mínimo regulatorio en el banco central. Gran parte del debate actual en el entorno bancario se centra en discernir hasta qué punto esa facilidad de depósito podría aumentar su remuneración para propiciar una mayor rentabilidad bancaria. El principal sistema que se ha discutido es el de una rentabilidad

por tramos (*tiering system*) que permitiera que parte de las reservas mantenidas paguen un tipo de interés menor o, incluso, que no lo paguen y reciban remuneración positiva. Se estima que los bancos de la eurozona están pagando 7.500 millones de euros en concepto de intereses de la facilidad de depósito. Llama la atención que las entidades financieras estadounidenses no solo no paguen, sino que sean remuneradas por sus excesos de reservas. En particular, se estima que en 2019 podrán obtener unos ingresos de 40.000 millones de dólares en intereses de esas reservas.

No obstante, las experiencias más destacadas de tipos de interés de la facilidad de depósito por tramos –fundamentalmente en Japón y Austria– se han desarrollado en contextos monetarios muy distintos y con objetivos más amplios (como la protección del tipo de cambio). Tal vez la principal reticencia desde el BCE –aunque las actas de las sesiones del Consejo de Gobierno muestran cierta discrepancia al respecto– es que un aumento del tipo de interés de la facilidad de depósito puede dar una indicación errónea sobre la orientación futura (*forward guidance*) de tipos de interés, sobre todo tras los últimos anuncios de mantenimiento de tipos hasta 2020.

## **Crédito y rentabilidad bancaria: escaso margen de maniobra**

Las medidas puestas en marcha por el BCE –en particular, el nuevo *TLTRO-III*– están orientadas a estimular el crédito tras la constatación de un cierto estancamiento en el mismo. El propio BCE señalaba el 10 de abril que “la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se ha moderado en los últimos meses, debido a la habitual reacción retardada a la desaceleración del crecimiento económico. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,3% en febrero”<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.es.html>

<sup>3</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.es.html>

Un día antes, el 9 de abril, la *Encuesta sobre préstamos bancarios* correspondiente al primer trimestre de 2019<sup>4</sup> sugería, según el propio BCE, que las “medidas de política monetaria, incluida la nueva serie de TLTRO anunciada en marzo, contribuirán a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria favorables y continuarán respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas”. No obstante, la demanda parecía haberse estancado en los tres primeros meses del año. La encuesta mostraba que mientras que a finales de 2018 los bancos esperaban un aumento del crédito del 9% interanual en 2019, ese crecimiento esperado se había reducido hasta el 0% en el mes de marzo. El BCE consideraba que si la liquidez de largo plazo vigente vencía –como es el caso de la mayor parte de emisiones del anterior programa *TLTRO-II*– iba a ser preciso un nuevo programa (el *TLTRO-III*) que, como mínimo, mantuviera el flujo de crédito actual. Esta circunstancia se ve reforzada por las opiniones de las entidades financieras recogidas en la *Encuesta sobre préstamos bancarios* que aseguran que tanto los programas *TLTRO* como los de compra de activos habían favorecido el aumento del crédito mediante una “relajación de las exigencias de la oferta”.

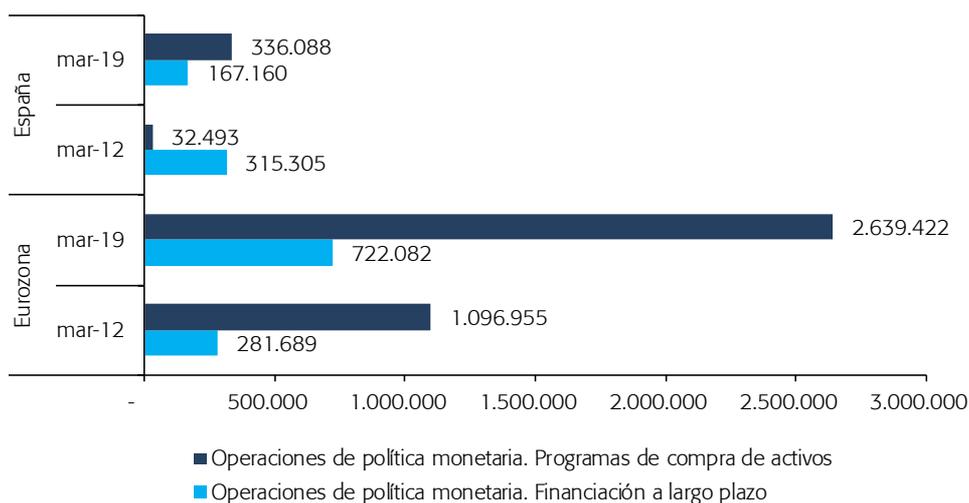
En España, la *Encuesta sobre préstamos bancarios* refleja restricciones de oferta y, sobre todo, de demanda, en línea con el comportamiento agregado de la eurozona y también un cierto decaimiento del crédito. Los préstamos bancarios a empresas disminuyeron un 1,1% en tasa interanual en febrero. En cuanto a las economías domésticas, el saldo del crédito a vivienda cayó un 1,1% en febrero en tasa interanual. Sí aumentaron “otros créditos”, principalmente los de consumo, hasta un 5%. Pero la suma de ambas tendencias refleja un flujo negativo de financiación de 1.566 millones de euros a los hogares en febrero.

El problema para los bancos no parece residir en la liquidez, en la medida en que el QE sigue siendo un mecanismo de provisión suficiente. Como muestra el gráfico 1, los bancos del eurosistema han aumentado el recurso a la financiación a largo plazo del BCE desde los 281.689 millones de euros de marzo de 2012 hasta los 722.082 millones de euros de marzo de 2019. Las entidades financieras españolas concentran un 23,14% de esa financiación. En todo caso, el principal núcleo de la asistencia del QE se ha concentrado en los programas de compra de activos, que en la eurozona

Gráfico 1

### Financiación del eurosistema: comparación eurozona-España, 2012-2019

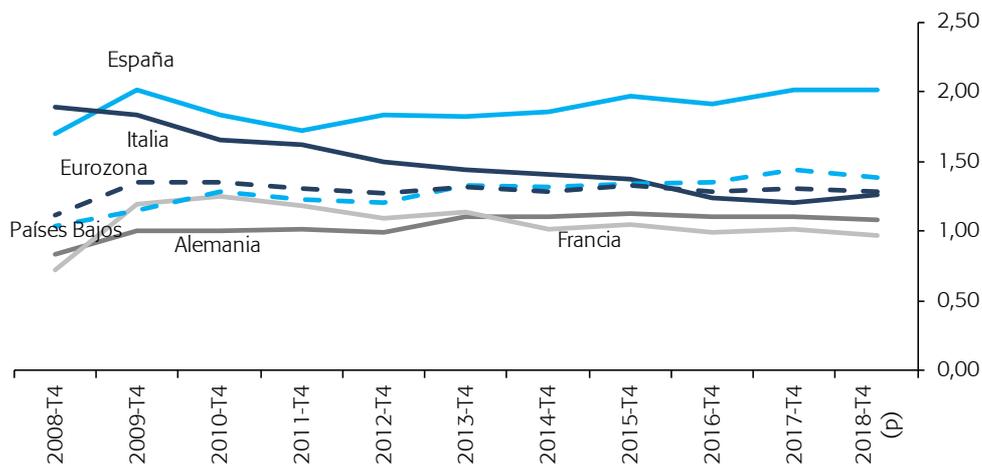
(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

<sup>4</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey2019q1~25cd122664.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2019q1~25cd122664.en.html)

Gráfico 2

**Margen de intereses como porcentaje de activos totales en sectores bancarios de la eurozona, 2008-2018**

Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

han pasado de 1,09 billones de euros en marzo de 2012 a 2,64 billones de euros en marzo de 2019. Los bancos españoles recogen un 12,73% de esa financiación.

una reducción del precio del dinero del banco central afecta negativamente a los márgenes de

Estas tendencias relativas a crédito, liquidez y, sobre todo, tipos de interés oficiales, afectan a los márgenes bancarios que, tal y como muestra el gráfico 2, se encuentran estancados en los últimos diez años. En todo caso, la contribución en volumen del margen de intereses de 2008 no es comparable a la de cierre de 2018, porque el sistema bancario europeo de hoy cuenta con menor dimensión y más presión regulatoria, lo que supone menos volumen de negocio y menor rentabilidad en relación a los recursos propios. En este sentido, las entidades de depósito españolas mantienen, en todo caso, un margen de intereses sobre activos totales ligeramente más holgado (dentro de la exigüidad general) que sus homólogas europeas.

Aunque es complicado empíricamente trasladar el efecto de reducciones de tipos de interés oficiales a márgenes bancarios, son numerosas las contribuciones recientes<sup>5</sup> que sugieren que

*Las tendencias relativas a crédito, liquidez y, sobre todo, tipos de interés oficiales, afectan a los márgenes bancarios, que se encuentran estancados en los últimos diez años. En todo caso, las entidades de depósito españolas mantienen un margen de intereses sobre activos totales ligeramente más holgado (dentro de la exigüidad general) que sus homólogas europeas.*

intermediación y a la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y que este efecto es no lineal. En este sentido, el impacto negativo se estima aún mayor cuando los tipos de interés están en niveles inusualmente reducidos.

## Conclusiones

La conexión entre política monetaria y actividad bancaria se encuentra hoy, más que nunca, condicionada por las anomalías en las condi-

<sup>5</sup> Véase un resumen de las mismas en Pérez Montes y Ferrer Pérez (2018).

ciones de liquidez oficial. En la eurozona, diversas apreciaciones desde el BCE –las más recientes en la reunión de su Consejo de Gobierno de abril– sugieren que la actividad de intermediación financiera puede estar viéndose afectada negativamente por el mantenimiento de tipos de interés bajos si bien, conforme al mandato del banco central, deben primar las justificaciones de orden macroeconómico (inflación) sobre las sectoriales (rentabilidad bancaria).

Puede seguir considerándose, en todo caso, que la articulación de un sistema de tramos (*tiering system*) para la facilidad de depósito (que permita elevar la rentabilidad de los mismos a las entidades financieras) seguirá siendo contemplada como una opción en el BCE. En todo caso, su puesta en funcionamiento dependerá, en gran medida, de cómo se siga orientando el *forward guidance*. En particular, es posible que el BCE no afloje la presión sobre la facilidad de depósito hasta que no vea más claro un horizonte factible de elevación de tipos de interés.

Tampoco puede obviarse, en este entorno, que tendrán una influencia significativa las decisiones de política monetaria que puedan adoptarse en Estados Unidos. Si el riesgo de recesión aumenta y la Reserva Federal reduce los tipos de interés, la presión en el BCE para mantener los tipos en sus niveles actuales será aún mayor.

Es posible que el *forward guidance* del BCE ofrezca nuevas pistas hacia el verano de este año, cuando se puedan empezar a conocer detalles de los términos y tamaño del programa *TLTRO-III* y cuando el panorama macroeconómico a ambos lados del Atlántico confirme si estamos ante una desaceleración transitoria o en un escenario macroeconómico distinto.

## Referencias

- PÉREZ MONTES, C. y FERRER PÉREZ, A. (2018). The impact of the interest rate level on bank profitability and balance sheet structure. *Revista de Estabilidad Financiera*, 35, noviembre, pp. 123-152.



# Ajuste de capacidad, productividad y eficiencia en el sistema bancario español

Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas\*

**Al fuerte descenso experimentado desde la crisis en el volumen de negocio, y sobre todo en la rentabilidad unitaria del mismo, el sistema bancario español ha respondido con un importante ajuste de capacidad, tanto en oficinas como en empleados, así como con una racionalización de la estructura de gastos, reduciéndose los de personal e incrementándose los gastos generales. Sin embargo, la mejora de la productividad en términos de volumen de negocio por empleado o por oficina no se ha trasladado de igual manera al margen de negocio, de modo que la resultante es un deterioro de la eficiencia, algo que, por otra parte, es un hecho generalizado en toda la banca europea, donde se ha producido incluso con mayor intensidad. En este artículo se abordan las implicaciones de los mencionados ajustes en términos de productividad y eficiencia, y se realiza un análisis sobre la recurrencia de las principales partidas de gastos, en aras de anticipar mejoras potenciales en eficiencia.**

## Ajuste de capacidad más intenso que en Europa

El sistema bancario español ha marcado una clara posición de liderazgo, entre los principales países europeos, en cuanto al ajuste de capacidad en respuesta a la crisis, como ilustra el cuadro 1. Tanto en términos de reducción del censo de entidades, como en el cierre de oficinas y la reducción

del número de empleados, el ajuste de capacidad ha sido mucho más intenso en España que en los grandes países de la eurozona.

En ese intenso ajuste de capacidad del sistema bancario español, en particular en cuanto al número de oficinas, cabe identificar tres fases claramente diferenciadas, como se señala en el gráfico 1, en cada una de las cuales fueron también diferentes los factores impulsores.

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales.

Así, en una primera fase, en la que el ritmo de cierres fue muy lento, la motivación principal subyacente era la eliminación de redundancias en las integraciones de entidades, sobre todo cajas de ahorro, que tuvieron lugar entre 2009 y 2012. Del reducido ritmo de cierres en ese periodo cabe concluir que las integraciones planteadas en su día –muchas de ellas entre entidades con muy alejadas ubicaciones geográficas– tenían escasas redundancias y con ello reducido potencial para generar ahorros en costes.

*Tanto en términos de reducción del censo de entidades, como en el cierre de oficinas y reducción del número de empleados, el ajuste de capacidad ha sido mucho más intenso en España que en los grandes países de la eurozona. Se trata de una respuesta necesaria para mejorar la productividad en un contexto de fuerte descenso en el volumen de negocio.*

sin duda alguna, las agresivas exigencias de cierre de oficinas –y ajustes de empleo– que incorporaban los *term-sheets* de las entidades capitalizadas en el marco del Programa de Asistencia Financiera (PAF). Exigencias que no solo iban a condicionar las actuaciones de las entidades capitalizadas, sino también al resto de entidades que, en un movimiento mimético y estimulado por esa mayor eficiencia que el “rescate” imponía a las entidades capitalizadas, llevaron a cabo importantes esfuerzos de adelgazamiento de su capacidad (oficinas y plantilla) para no perder eficiencia relativa.

Esa aceleración de cierres de la segunda fase daría lugar, finalmente, a una tercera fase, que se inicia en 2015 y que está muy lejos de terminar. Esta última fase obedecería a una estrategia mucho más planificada y de futuro, de acompañamiento a un modelo de negocio que cambia de forma irreversible al confluir un entorno de volumen muy plano con tipos ultrarreducidos (en el que las denominadas “oficinas de pasivo” pierden gran parte de su valor), y un entorno competitivo en el que decae también la fidelidad de los clientes hacia las oficinas físicas.

La segunda fase, entre 2012 y 2013, permite visualizar una clara aceleración en los ritmos de cierre de oficinas. A esa aceleración contribuyeron,

Cuadro 1

**Ajustes de capacidad comparados**

	España		Francia		Alemania	
	Variación (%)		Variación (%)		Variación (%)	
	2017	2007-2017	2017	2007-2017	2017	2007-2017
Oficinas	27.480	-38,2	37.209	-2,9	32.026	-17,6
Empleados	183.016	-31,6	404.001	-3,1	619.059	-8,1
Entidades	206	-42,3	422	-47,8	1.632	-19,4

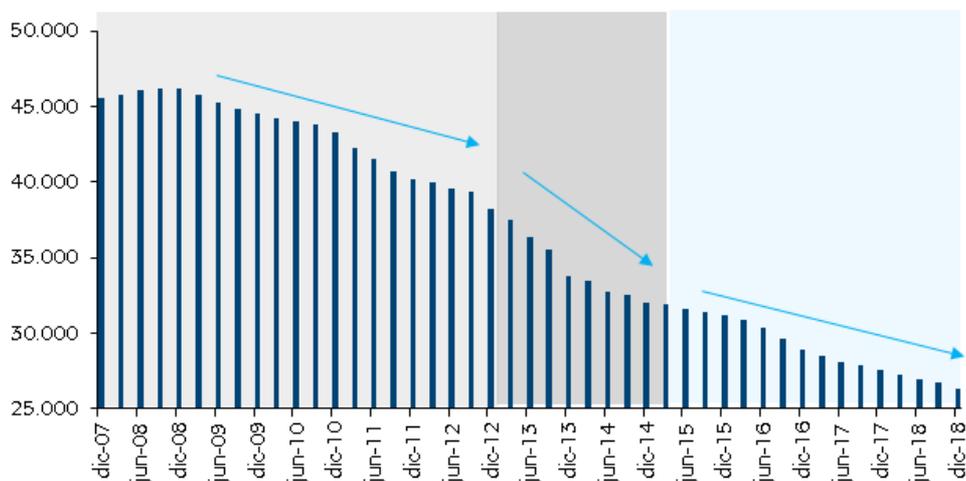
  

	Italia		Portugal		Holanda	
	Variación (%)		Variación (%)		Variación (%)	
	2017	2007-2017	2017	2007-2017	2017	2007-2017
Oficinas	27.430	-19,4	4.696	-28,1	1.619	-48,4
Empleados	281.865	-12,8	46.238	-24,9	75.215	-31,6
Entidades	546	-33,5	141	-19,4	92	-73,0

Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Eurostat y Afi.

Gráfico 1

## Fases en el ajuste de la red de oficinas



Fuente: Banco de España y Afi.

Esos cambios de entorno ponen el foco en dos grandes motivaciones para la reestructuración de la red de oficinas: la permanente mejora de eficiencia, en un contexto de muy difícil generación de margen, así como la readecuación del modelo de distribución.

## Productividad tras el ajuste de capacidad

Más allá de esa distribución temporal, y de las motivaciones que anteriormente hemos sugerido, lo cierto es que el intenso ajuste de capacidad en el sistema bancario español era una respuesta claramente necesaria para mejorar la productividad, en un contexto de fuerte descenso en el volumen de negocio, definido como la suma de inversión crediticia y recursos de clientes, tanto en balance (depósitos) como fuera de balance (fondos de inversión y de pensiones, seguros, etc.) (gráfico 2). La reducción ha sido mucho más intensa en crédito que en recursos, en un contexto de desapalancamiento del sector privado (empresas y hogares) en España que todavía no puede darse por concluido, ya que el saldo de crédito

sigue manteniendo tasas negativas de variación interanuales.

En paralelo, la constancia de los depósitos en balance, al tiempo que se reducía el crédito vivo, permitía equilibrar una posición de liquidez que también era una imposición del mencionado Programa de Asistencia Financiera. Esa mejora en la posición de liquidez permitió a las entidades liberar presión de costes sobre los depósitos, lo que se tradujo en un incremento relativo (y absoluto) de los recursos fuera de balance, fundamentalmente fondos de inversión y de pensiones.

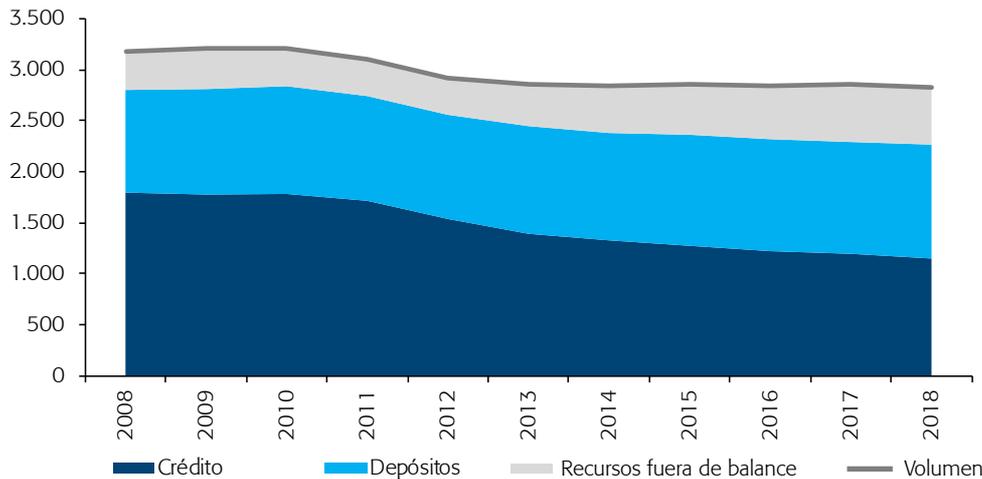
En todo caso, en la medida en que los ajustes de oficinas y de empleados han sido más intensos que el descenso registrado en el volumen de negocio, ello ha permitido mejorar sustancialmente la productividad, tanto por empleado como por oficina (gráficos 3 y 4).

Ahora bien, una medida de la productividad basada únicamente en el volumen de negocio sería totalmente errónea, pues adicionalmente al descenso de volumen de negocio se ha producido una intensa caída en la rentabilidad unitaria

Gráfico 2

### Volumen de negocio

(Miles de millones euros)



Nota: El volumen de negocio se calcula aquí como la suma de inversión crediticia, depósitos y recursos fuera de balance.

Fuente: Banco de España y Afi.

del mismo, definida como la suma de margen de intermediación más comisiones, relativizada sobre el volumen de negocio total (gráfico 5).

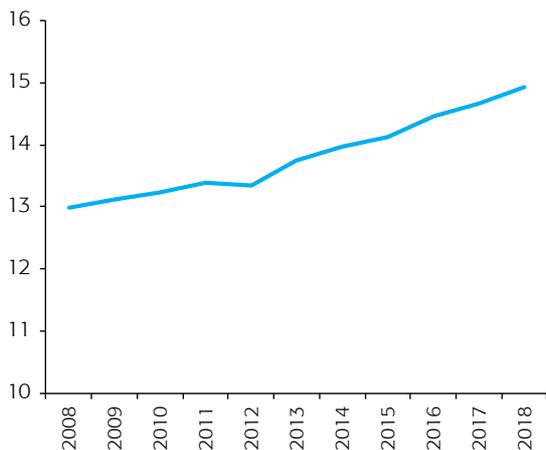
En este sentido, cabe resaltar que la mejora observada en la aportación de comisiones, sobre todo

por el crecimiento de recursos gestionados fuera de balance, no ha sido suficiente para compensar el fuerte descenso del margen de intermediación, presionado por unos tipos de interés de referencia que en su ininterrumpido descenso se han adentrado en terreno negativo desde hace casi cinco años.

Gráfico 3

### Volumen de negocio por empleado

(Millones de euros)

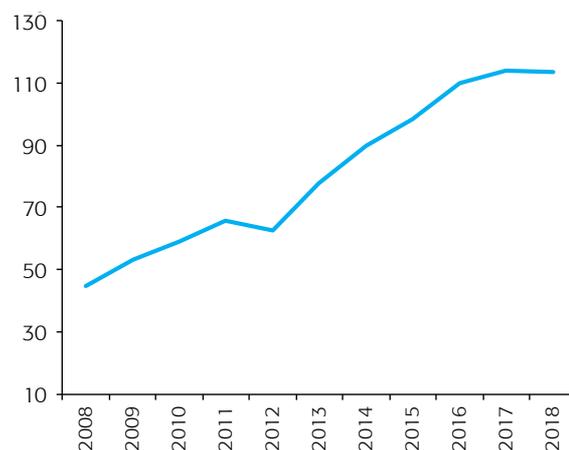


Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 4

### Volumen de negocio por oficina

(Millones de euros)

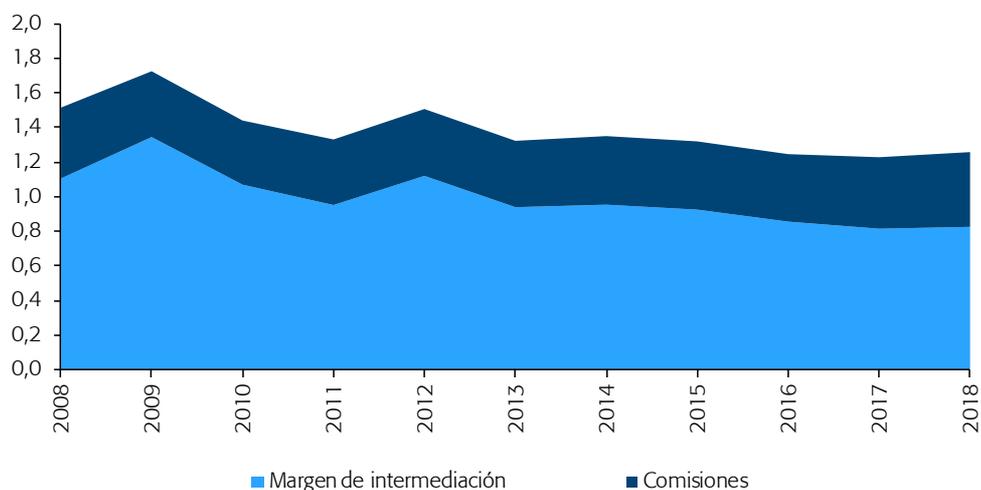


Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 5

**Margen unitario del negocio gestionado**

(En porcentaje sobre el volumen de negocio)



Fuente: Banco de España y Afi.

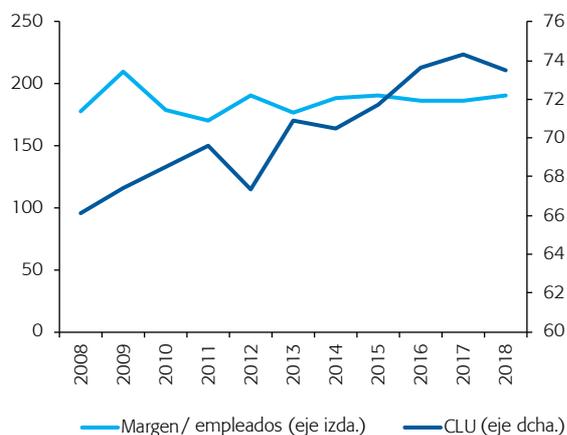
El efecto neto ha sido una caída mucho más intensa del margen en euros (al combinar efecto volumen y efecto márgenes unitarios), de tal manera que la productividad apenas ha mejorado cuando se mide en términos de margen generado por empleado o por oficina (gráfico 6). Ese estancamiento en la productividad por empleado y ofi-

cina tiene lugar en paralelo con un incremento en los gastos unitarios, tanto por empleado (costes laborales unitarios, o CLU), como por oficina (gastos totales por oficina, gráfico 7), de tal manera que la resultante agregada es un claro deterioro de la eficiencia. Esta, medida por la ratio entre gastos totales y margen básico (margen de intermedia-

Gráfico 6

**Margen de negocio por empleado y CLU**

(Miles de euros)

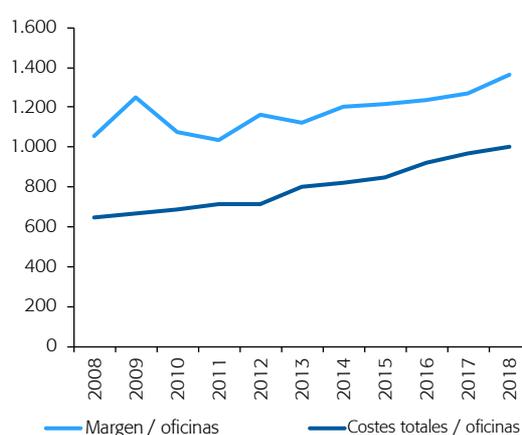


Fuente: Banco de España y Afi.

Gráfico 7

**Margen de negocio y coste total medio por oficina**

(Miles de euros)



Fuentes: Banco de España y Afi.

ción más comisiones) se ha incrementado, y por tanto empeorado, en casi 10 puntos porcentuales.

Ese deterioro de la eficiencia ha sido generalizado en toda Europa; de hecho, ha sido menor en el caso español, donde los mencionados ajustes de capacidad han permitido mitigar parcialmente la intensa caída registrada en el margen básico. En los países donde dichos ajustes de capacidad han sido mucho menores, el deterioro de la eficiencia ha sido mucho más intenso.

## Recomposición en la estructura de gastos

Ese análisis comparado de la productividad y los gastos nos lleva a algunas reflexiones adicionales sobre la dinámica de gastos en el sistema bancario español.

La primera reflexión tiene que ver con la dinámica registrada por los costes laborales unitarios (CLU), tal como se reflejan en el anteriormente mencionado gráfico 6. Estos se han incrementado en un 10% (pasando de 66.000 euros a 72.000), es decir, prácticamente lo mismo que la inflación acumulada en dicho periodo. Ese mantenimiento de los CLU en términos reales es un resultado aparentemente contraintuitivo, en un contexto en el que los ajustes de plantilla –tanto vía prejubilaciones, como expedientes de regulación de empleo (ERE)– se han focalizado en las cohortes de mayor edad, que en general tenían unos costes unitarios más elevados, por lo que la expectativa sería que el CLU medio de la plantilla resultante tras los ajustes se hubiese reducido, lo que no ha sido el caso.

Dos explicaciones podrían argumentarse para justificar ese resultado contraintuitivo. Una de ellas haría referencia a que la reducción de plantilla se ha centrado mucho más en personal de oficinas que en servicios centrales, donde la carga asociada a nuevos requerimientos regulatorios y de control, así como a nuevos enfoques analíticos y de inteligencia de negocio, ha sido más intensa. En tal caso, la correlación entre edad de las personas y

CLU no sería tan directa, pues a igualdad de edad esos CLU eran mayores en servicios centrales que en la red de oficinas.

Una segunda explicación tendría que ver con el devengo y tratamiento contable de los costes asociados a la reestructuración de plantilla y, en particular, las indemnizaciones pactadas para las personas acogidas a las prejubilaciones y/o expedientes de regulación de empleo (ERE). Aunque dichas indemnizaciones tienen un carácter extraordinario, aparecen en el epígrafe gastos de personal en la cuenta de resultados, por lo que la persistencia casi continuada en el sistema bancario, aunque con rotación entre entidades, de dicho tipo de ajustes de plantilla estaría incorporando en los CLU actuales esos componentes que no se repetirán cuando se alcance el nivel óptimo de plantilla.

---

*La reducción de plantilla se ha centrado mucho más en personal de oficinas que en servicios centrales. En este sentido, juega un papel importante el tratamiento contable de los costes asociados a la reestructuración de plantilla. Además, la transformación del negocio bancario hacia un modelo más tecnológico e innovador, ha cambiado la dinámica de gastos en el sistema y el peso de sus componentes.*

---

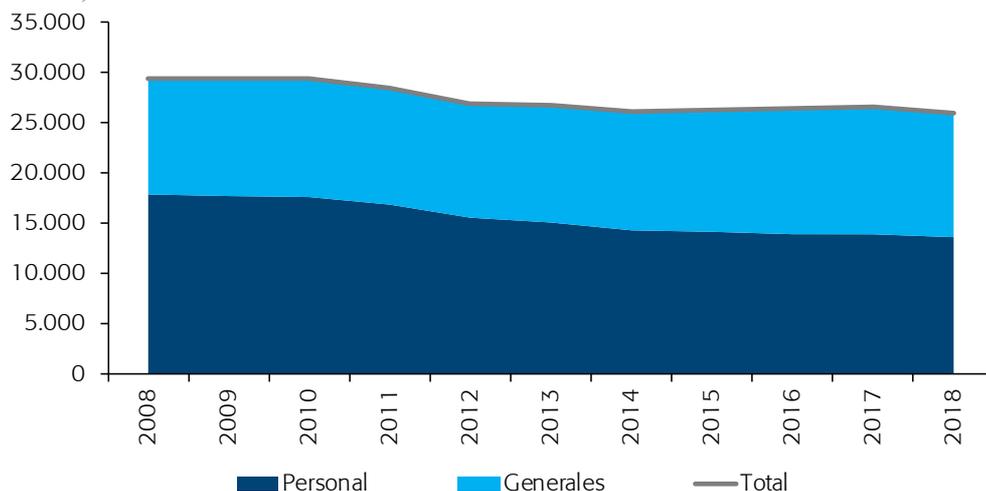
Por otra parte, otra reflexión interesante que emerge al analizar la dinámica de gastos en el sistema bancario es la importante recomposición que se ha producido entre las dos grandes partidas de gastos, como son los de personal y el resto de gastos de explotación (gastos generales) (gráfico 8). En el modelo bancario tradicional, en el que la relación personal a través de canales físicos era la predominante, la estructura de gastos se hacía eco de dicha circunstancia, de tal manera que los gastos de personal representaban casi dos tercios de los gastos totales del negocio bancario.

Esa proporción se ha alterado de forma importante, haciéndose eco de la transformación estructural del negocio bancario hacia un modelo con mucho mayor peso de la tecnología en la relación

Gráfico 8

**Desglose de los gastos de explotación**

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y Afi.

con el cliente, así como en la función de producción en general.

**Síntesis**

El intenso ajuste de capacidad en el sistema bancario español ha permitido mitigar la caída de negocio, de tal manera que la productividad en términos de volumen de negocio incluso ha mejorado, lo que no ocurre si esa productividad (por empleado o por oficina) se mide en términos de margen aportado por el negocio. Por otra parte, el ajuste de capacidad no se ha traducido en una

reducción similar en los gastos, de tal manera que la eficiencia se ha deteriorado, aunque menos que en los grandes países europeos.

Dos factores caben señalar como explicativos de esa dicotomía entre ajuste de capacidad y reducción de gastos. Por un lado, la presencia de importantes costes extraordinarios (indemnizaciones) asociados a las reducciones de plantilla, que dilatan la materialización del ahorro en costes laborales. Y por otro el importante peso que están cobrando los costes asociados a un nuevo modelo de negocio, mucho más intensivo en tecnología y menos en cercanía física (oficinas) y en contacto personal.



# Tenencias de deuda pública española en el final de las compras del BCE

José Manuel Amor y David del Val\*

**La composición de las tenencias de deuda pública del Tesoro español ha experimentado grandes cambios en los últimos quince años, con tres fases temporales muy bien definidas. Este artículo se centra en la última de ellas, iniciada en el verano de 2012 y con un hito diferencial en enero de 2015 con el comienzo del programa de compras de deuda del Banco Central Europeo. La entrada del Eurosistema como tenedor de deuda ha derivado en una fuerte caída del peso de las tenencias de la banca doméstica, siendo este un factor diferencial frente al resto de grandes mercados de la eurozona y, sobre todo, frente a Italia. Al calor del buen desempeño de la economía española y de las subidas de calificación crediticia, los inversores extranjeros más aversos al riesgo han vuelto a confiar en la deuda española, aportando estabilidad y tipos de financiación más reducidos. Todo ello permite afirmar que, a inicios de 2019, el Tesoro español cuenta con una base inversora más sólida y diversificada.**

## Tres fases en la evolución de las tenencias de deuda pública española

La evolución de las tenencias de deuda del Tesoro español exhibe tres fases bien diferenciadas en los últimos quince años. La primera de ellas comprende los años 2004 a 2008 y coincide con una reducción de la ratio de deuda sobre el PIB, producto de las elevadas tasas de crecimiento económico, que permitió al Reino de España alcanzar la máxima calificación crediticia (AAA o Aaa, en función de la agencia utilizada). Estos años fueron testigos de un posicionamiento general-

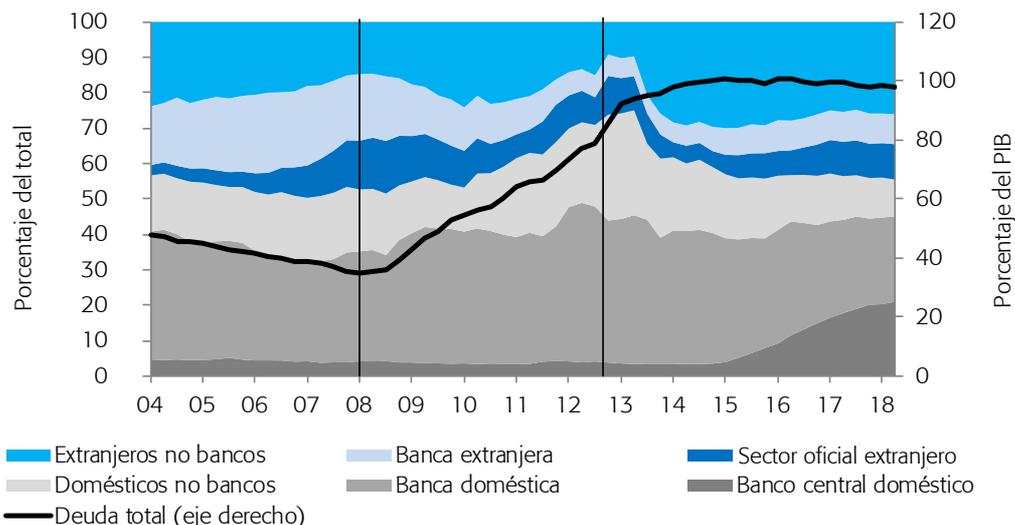
zado por parte de los inversores extranjeros a favor de aquellos mercados con tipos de interés de la deuda más elevados. El aumento de las tenencias de no residentes vino liderado por la banca y el sector oficial extranjeros. A finales de 2007, el peso de las tenencias de deuda española en manos de no residentes alcanzaba niveles cercanos al 50% del total (gráfico 1).

La segunda fase tuvo lugar entre los años 2008 y 2012, en un entorno marcado de forma inicial por la crisis financiera global y, posteriormente, por la crisis de deuda soberana en la eurozona. Las crisis sufridas en varias economías del sur genera-

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

Gráfico 1

**Evolución de las tenencias de deuda del Tesoro español por sector institucional y ratio de deuda/PIB (Gobierno central)**



Fuente: Afi a partir de datos del FMI.

ron el temor a la reversibilidad del euro y motivaron el abandono general de posiciones en deuda de estos países por parte de los inversores extranjeros. La cuota de tenencias de deuda del Tesoro español en manos de este grupo de inversores se redujo en 20 puntos, situándose por debajo del 30% a mediados de 2012, en un movimiento liderado por la banca y los inversores oficiales extranjeros. La necesaria compensación de la reducción de tenencias por parte de estos inversores se produjo gracias a las masivas compras realizadas por la banca doméstica y, en menor medida, las realizadas por los distintos niveles de las administraciones públicas (con el Fondo de Reserva de la Seguridad Social ocupando un lugar preeminente).

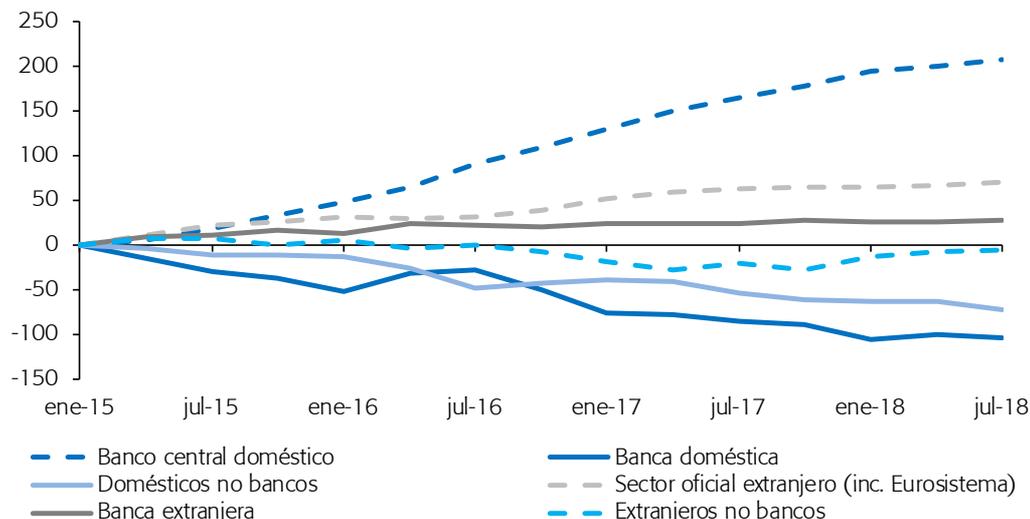
La ya famosa intervención del presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, en defensa del euro (*Whatever it takes*) en julio de 2012 marca el inicio de la tercera y última fase, que puede a su vez dividirse en dos subperiodos separados por el inicio de las compras de deuda por parte del BCE a comienzos de 2015. En un primer momento, el rescate al sistema financiero español, las reformas implementadas por el

gobierno de España y la paulatina recuperación económica de la eurozona llevaron a la economía española a crecer de nuevo, acelerándose el ciclo con intensidad desde 2014 y permitiendo estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB. En ese momento, la vuelta de los inversores no residentes a la deuda española es ya un hecho, liderada por el sector privado no bancario. La segunda subfase tiene lugar a partir de la introducción del programa de compras de deuda pública por parte del BCE (*Public Sector Purchase Programme* o *PSPP*) en el inicio de 2015, que intensifica el peso de las tenencias de deuda en manos de no residentes y la sustitución de fuentes de demanda privada de corte doméstico por el Banco de España como ejecutor de la implementación descentralizada del *PSPP* en el Eurosistema (gráfico 2). Fue también a partir de este momento cuando las agencias de *rating* comenzaron a elevar la calificación crediticia del Reino de España y a situar su perspectiva en positivo. Así, desde 2015 en adelante, el sector oficial extranjero y el Eurosistema, a través del Banco de España, se convierten en los principales compradores netos de deuda española, mientras que la banca doméstica y el resto de inversores domésticos no bancarios reducen

Gráfico 2

**Evolución de las tenencias de deuda pública española (Gobierno central) desde el inicio del PSPP**

(Miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de datos del FMI.

posiciones. La recuperación de la base inversora extranjera más aversa al riesgo se produce a partir de enero de 2018, con la subida del *rating* de la deuda española a "A" por parte de Fitch y Standard and Poor's.

### Tenencias de no residentes: comparativa con emisores del núcleo de la eurozona

En general, durante 2008-2012 se produjo una reducción del rol de los no residentes en la financiación de la deuda pública de los países que se vieron más afectados por la crisis soberana, y un aumento paralelo en el rol de estos inversores como financiadores de los países del centro y norte de Europa, en especial Francia y Alemania. Desde 2012 se ha producido a grandes rasgos el fenómeno inverso, con recuperación de tenencias de deuda por parte de no residentes en España y Bélgica, y caída de la participación de estos inversores en los mercados de deuda alemán, francés y holandés (gráfico 3). Italia es la excepción a esta tendencia, pues el peso de los inversores no residentes se reduce en los últimos años, sobre

todo desde 2016, en un entorno marcado por la elevada volatilidad política y la ausencia de crecimiento económico.

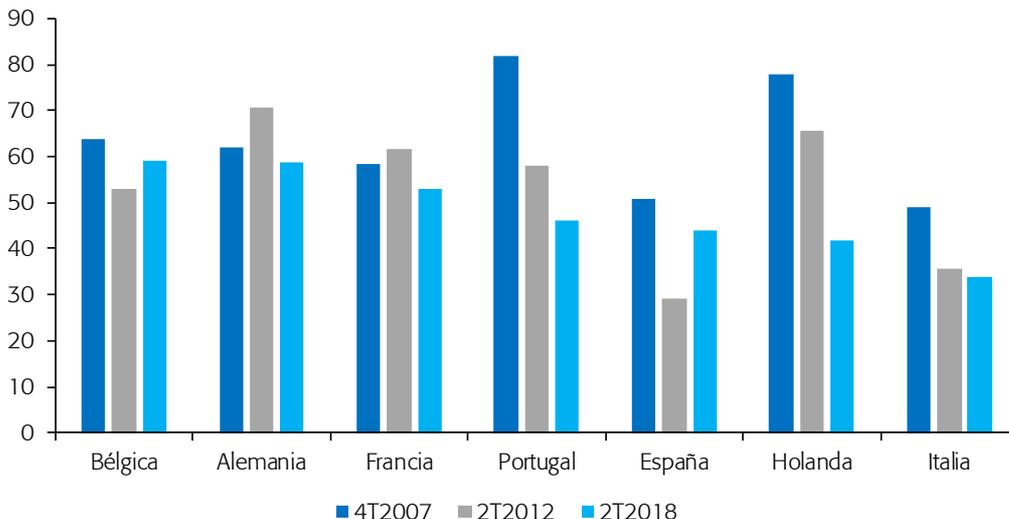
*Los últimos datos disponibles muestran que la distribución de las tenencias de deuda del Tesoro español entre inversores extranjeros y domésticos se sitúa, a grandes rasgos, en línea con la de países como Bélgica, Francia y Alemania.*

Los últimos datos disponibles (gráfico 4) muestran que la distribución de las tenencias de deuda del Tesoro español entre inversores extranjeros y domésticos se sitúa, a grandes rasgos, en línea con la de países como Bélgica, Francia y Alemania (sobre todo en su componente doméstico). En todo caso, persisten diferencias importantes, tanto en la composición de la inversión doméstica como en la de no residentes. En relación a la primera, el peso de la banca doméstica en las tenencias de deuda española, a pesar de haberse reducido, es todavía superior al del resto de mercados de deuda del núcleo de la eurozona. También el peso de los inversores domésticos no bancarios

Gráfico 3

**Proporción de tenencias de deuda del Gobierno central por parte de inversores no residentes**

(En porcentaje)



Fuente: Afi a partir de datos del FMI.

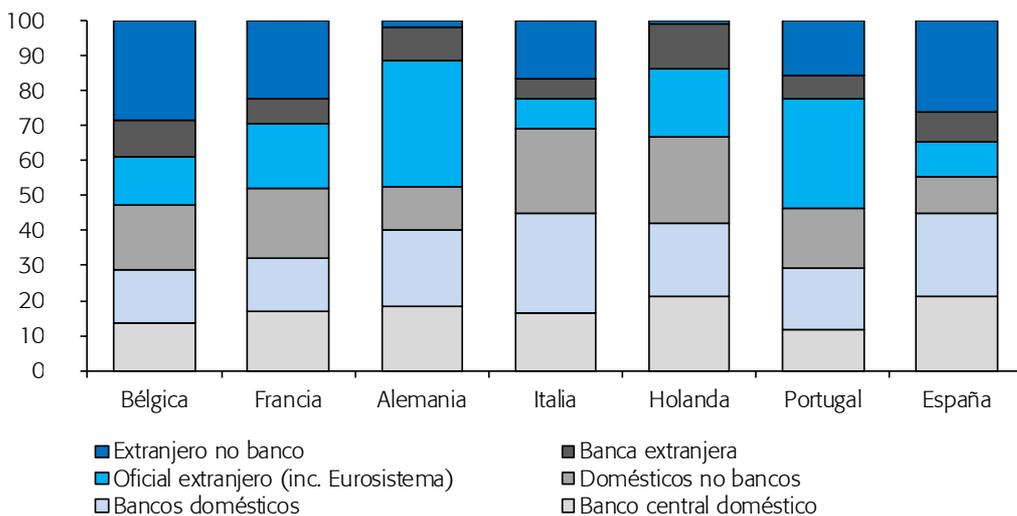
es el menor de todos los grandes mercados de deuda de la eurozona. Por el lado de los inversores extranjeros, la principal diferencia radica en el menor peso de la categoría de extranjeros oficiales

(bancos centrales de fuera de la eurozona y otras insituciones oficiales) en el mercado de deuda español frente a los mercados francés, holandés y alemán.

Gráfico 4

**Distribución de tenencias de deuda del Gobierno central en los principales países de la eurozona**

(Segundo trimestre de 2018, en porcentaje)



Fuente: Afi a partir de datos del FMI.

## Relación entre prima de riesgo, calificación crediticia y tenencias de no residentes

El rol de los no residentes como financiadores del Tesoro español ha exhibido durante los últimos quince años una relación muy estrecha con el diferencial pagado por la deuda española frente a la alemana (ver gráfico 5). La reducción del peso de las tenencias de deuda española por los no residentes de 2008 a 2012, cercana a los 20 puntos porcentuales y concentrada en banca extranjera y el sector oficial no residente, vino acompañada de un aumento en el diferencial frente a la deuda alemana superior a los 450 puntos básicos en el plazo de diez años. El fenómeno inverso se ha producido desde entonces hasta la actualidad: la recuperación del peso de los inversores no residentes de casi 15 puntos porcentuales ha venido acompañada de una reducción de la prima por riesgo a niveles ligeramente superiores a los 100 puntos básicos.

En la recuperación del rol de los inversores extranjeros como tenedores de deuda española,

y en especial desde 2017, es destacable el papel jugado por aquellos grupos de compradores con un carácter más averso al riesgo, entre los que se

*En la recuperación del rol de los inversores extranjeros como tenedores de deuda española, y en especial desde 2017, es destacable el papel jugado por los inversores asiáticos y por los bancos centrales y otros inversores institucionales extranjeros.*

encuentran, por nacionalidad, los inversores asiáticos, y por tipología de inversor, los bancos centrales y otros institucionales extranjeros (además de, en un tercer lugar, las aseguradoras y fondos de pensiones, grupo para el que no se dispone del dato de nacionalidad). Los gráficos 6 y 7 reflejan estas tendencias con claridad.

Merece la pena destacar el caso de los inversores asiáticos, y en particular de los japoneses.<sup>1</sup> Desde inicios de 2018 se observa un fuerte

Gráfico 5

### Evolución de la prima de riesgo española a 10 años y de las tenencias de deuda del Tesoro en manos de no residentes



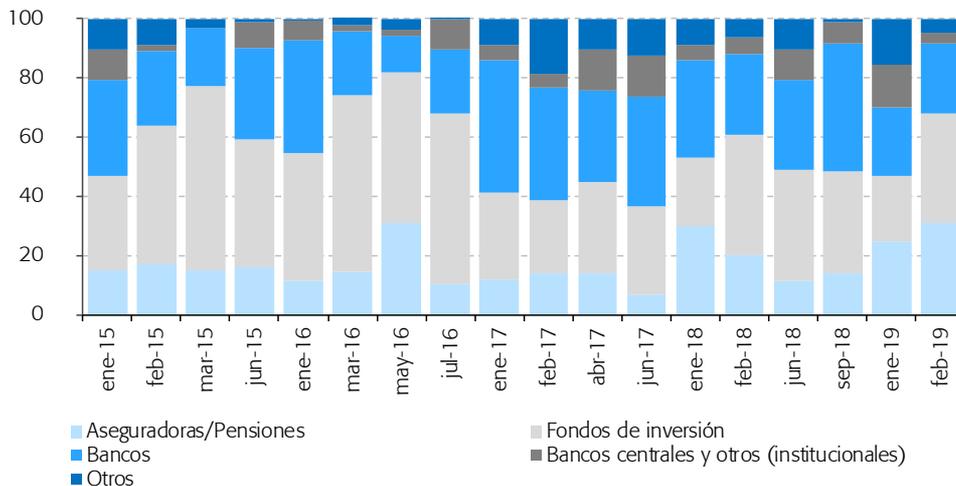
Fuentes: Afi a partir de datos del Banco de España y Bloomberg.

<sup>1</sup> De China no se dispone de datos por parte de las autoridades españolas o de aquel país, aunque la percepción del mercado es que esta jurisdicción está teniendo un rol substancial y creciente en la financiación de la deuda pública española en los últimos dos años

Gráfico 6

**Distribución de la demanda por tipo de inversor en las colocaciones sindicadas de deuda a medio y largo plazo realizadas por el Tesoro español**

(Porcentaje)



Fuentes: Afi a partir de datos de bancos colocadores y Tesoro Público.

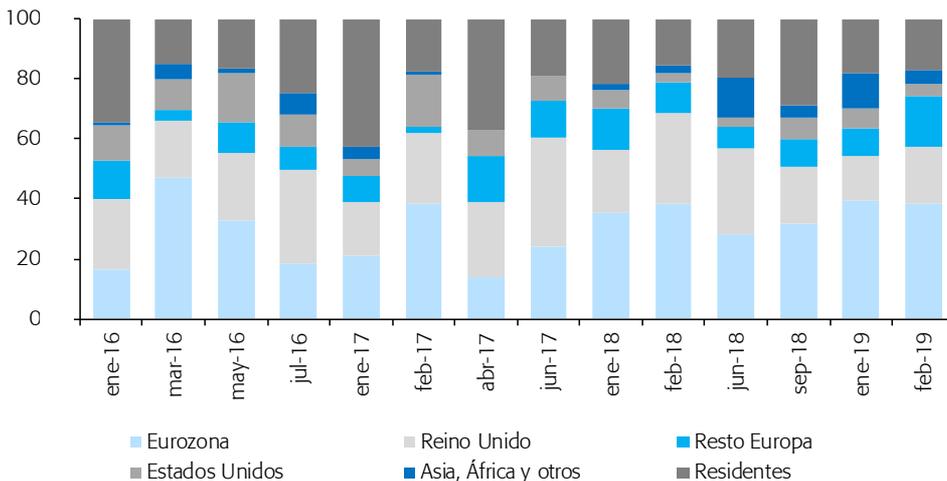
aumento de las compras de deuda pública española por parte de inversores japoneses, muy superior a la que se produce en otros mercados de la eurozona, como el italiano. La coincidencia de este aumento del flujo inversor desde Japón con

la subida de la calificación crediticia del Reino de España a "A" por parte de Fitch y Standard & Poor's debe leerse en clave de confirmación de que, para este tipo de inversores muy aversos al riesgo, la deuda española ya era un *activo invertible*.

Gráfico 7

**Distribución de la demanda por nacionalidad del inversor en las colocaciones sindicadas de deuda a medio y largo plazo realizadas por el Tesoro español**

(Porcentaje)



Fuentes: Afi a partir de datos de bancos colocadores y Tesoro Público.

## La banca doméstica como inversor en deuda pública española y comparativa con el mercado italiano

Tres son los grupos de inversores puramente domésticos que, a lo largo de los últimos quince años, han concentrado la mayor parte de las tenencias de deuda en manos de residentes (ver gráfico 8). Con carácter histórico, la banca ha sido el principal inversor doméstico en deuda del Tesoro español, agudizándose este rol entre los años 2008 y 2012 debido al cierre de posiciones por parte de inversores no residentes (Afi, 2018). En este período, alrededor del 50% de toda la deuda en manos de residentes estaba en la banca doméstica, proporción que se situaba cerca del 29% al medirse frente al total de deuda en circulación. Con datos a febrero de 2019, y producto de una tendencia que se origina en 2015 con comienzo de las compras de deuda por parte del BCE, la banca doméstica apenas ostenta el 17% del total de saldo vivo de deuda del Tesoro, y su peso en el total de tenencias en manos de inver-

sores domésticos se ha reducido algo más de un 30%. El Banco de España, por el contrario, ha elevado su peso en las tenencias domésticas y totales de deuda hasta niveles del 40% y 22% respectivamente. De esta forma, se puede afirmar que, en la actualidad, la banca doméstica ha dejado de ser el principal inversor en deuda española y que ese

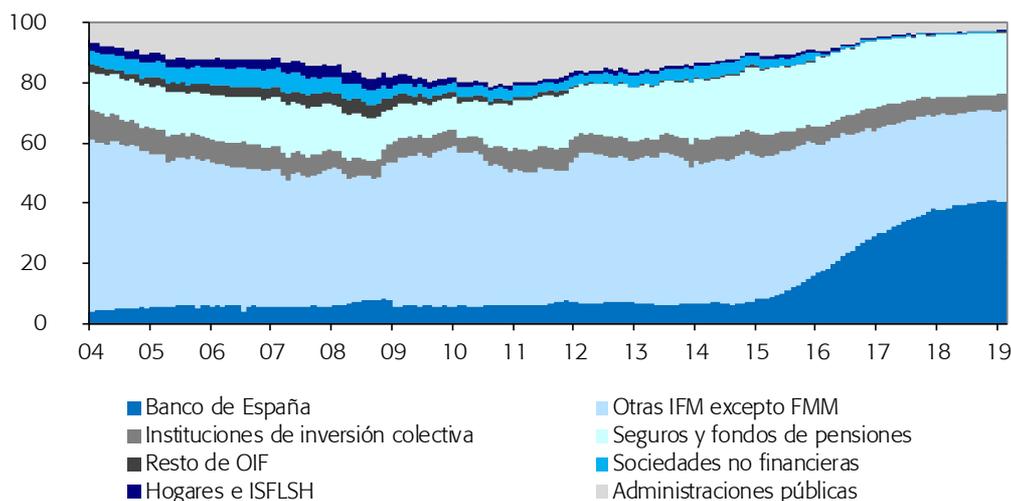
*Con datos a febrero de 2019, y producto de una tendencia que se origina en el comienzo de las compras de deuda por parte del BCE, la banca doméstica apenas ostenta el 17% del total de saldo vivo de deuda del Tesoro, y su peso en el total de tenencias en manos de inversores domésticos se ha reducido algo más de un 30%.*

puesto lo ha ocupado el Eurosistema, a través del Banco de España. Los otros dos grandes inversores domésticos son el sector asegurador y la industria de fondos de pensiones (para los que solo hay datos por separado desde 2016) y, en segundo lugar, las administraciones públicas. El Fondo de

Gráfico 8

### Evolución de las tenencias de deuda del Tesoro por sector institucional doméstico (letras, bonos y obligaciones segregables)

(En porcentaje)



Fuente: Afi a partir de datos del Banco de España.

Reserva de la Seguridad Social jugó un papel clave en la segunda mitad de la primera década de este siglo y durante los peores momentos de la crisis de deuda soberana, al concentrar sus inversiones en deuda pública española frente a otros soberanos de la eurozona.

El resto de inversores domésticos, más allá del Banco de España y su rol de ejecutor del Programa de compras de deuda pública del Banco Central Europeo (*PSPP*), ha tenido y tiene un carácter bastante residual. El ahorro materializado en instituciones de inversión colectiva apenas representa a inicios de 2019 un 5% de las tenencias domésticas de deuda (y un 3% del total de deuda en circulación), mientras que las tenencias directas de empresas y familias apenas superan el 0,5%.

Continuando con el análisis de la banca doméstica como financiador de la deuda del Tesoro español, es necesario poner el foco en el ritmo de compras o ventas netas de cartera de deuda y en su evolución comparativa con la situación de la banca italiana (en relación al mercado de deuda de aquel país). La banca española fue compradora neta de deuda del Tesoro desde 2008 a media-

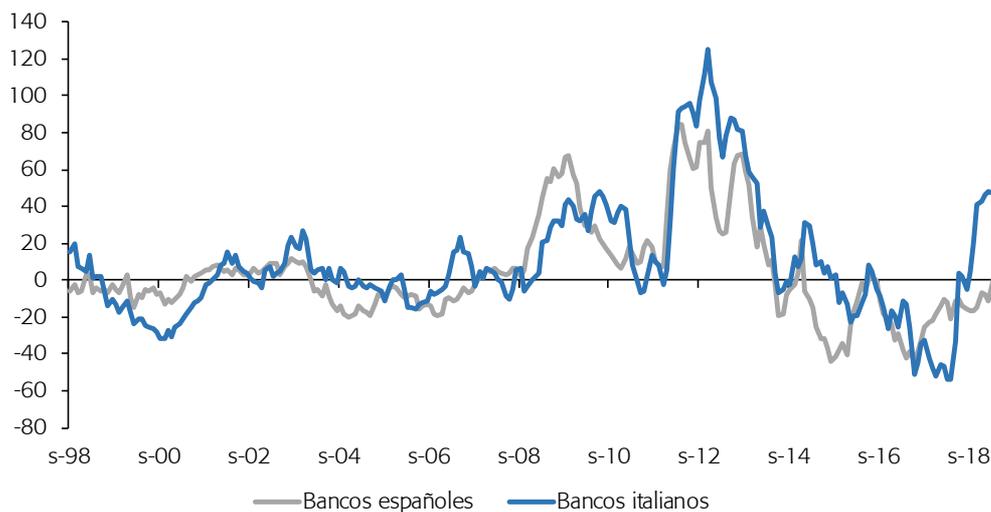
dos de 2013 (ver gráfico 9). En ese período, la cartera de deuda doméstica del gobierno central de la banca española pasó de poco más de 70 mil millones de euros a 305 mil millones de euros. Desde entonces, las ventas netas alcanzan más de 110 mil millones de euros, para llegar a una posición en deuda doméstica de 193 mil millones a octubre de 2018. Desde este momento, se experimenta un leve aumento de cartera, por importe de 13 mil millones de euros, hasta un total de 206 mil millones a marzo de 2019.

En la reducción de la cartera de deuda española, el proceso de desapalancamiento iniciado por la banca española en 2013 ha sido un factor director muy importante, pues en la medida en que se reduce el balance, el peso de la cartera sobre el activo se acomoda en la misma dirección. La volatilidad en el dato de compras netas es producto de la gestión activa de las carteras de renta fija realizada en los últimos años. El leve aumento de cartera experimentado entre octubre de 2018 y marzo de 2019 refleja posiblemente la necesidad de elevar el tamaño de las carteras ante el bajo crecimiento del crédito, como vía para mantener el margen de intereses, y no de la nece-

Gráfico 9

**Compras netas de deuda del gobierno doméstico por parte de bancos domésticos: España vs Italia**

(Suma 12 meses, miles de millones de euros)

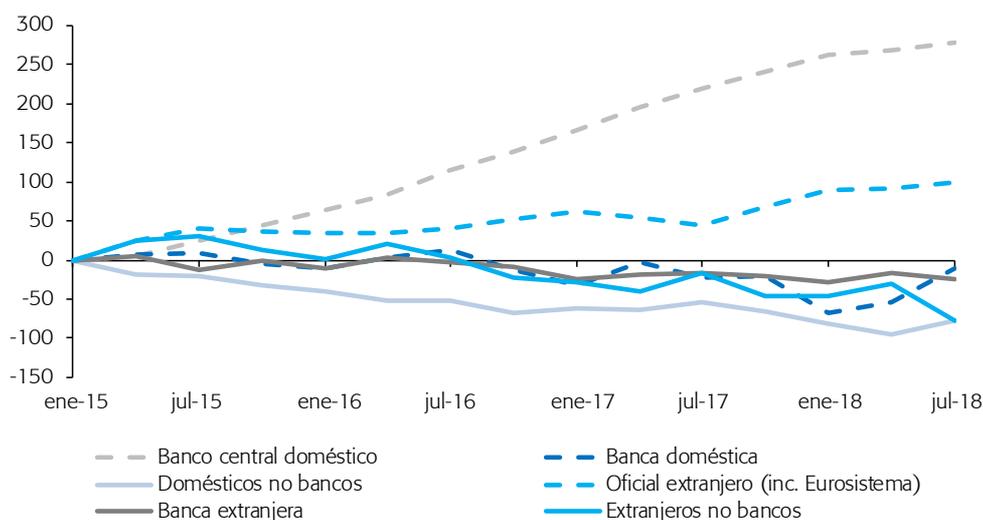


Fuente: Afi a partir de datos del Banco Central Europeo.

Gráfico 10

**Evolución de tenencias de deuda pública italiana (Gobierno central) desde el inicio del PSPP**

(Miles de millones de euros)



Fuente: Afi a partir de datos del FMI.

idad de financiar al soberano ante la ausencia de demanda del resto de su base inversora. Esto es así por varios motivos: en primer lugar, porque si bien las compras netas del PSPP terminaron en diciembre de 2018, el BCE sigue reinvertiendo los vencimientos, que suponen una parte importante de la emisión bruta a realizar por el Tesoro en este año. Y en segundo lugar, no sería coherente con la fuerte demanda, en especial por parte de no residentes, experimentada en las colocaciones sindicadas de deuda española en los primeros meses de 2019.

La comparativa con la situación reciente en Italia es llamativa, como lo es también la evolución de los cambios en la base inversora desde inicios de 2015. Como se observa en el gráfico 9, mientras que la banca española apenas ha comprado deuda de forma neta en los últimos 12 meses (622 millones de euros a marzo de 2019), la banca italiana ha adquirido 47 mil millones en títulos de deuda del Tesoro italiano. Desde 2015 los únicos inversores que han incrementado su posición en deuda italiana han sido el Banco de Italia (ejecutando las compras del PSPP) y el resto de inversores oficiales extranjeros, entre los

que se incluye el Eurosistema. La banca doméstica ostenta el mismo volumen de deuda italiana que a inicios de 2015, mientras que la banca extranjera y los extranjeros no bancos son vendedores netos de forma creciente. En el caso de la deuda española los inversores extranjeros, en especial los bancos, han aumentado su exposición en paralelo a las compras de Banco de España y resto de oficiales extranjeros, mientras que la banca doméstica y demás inversores domésticos han reducido de forma intensa sus posiciones. La señal de confianza por parte de la base inversora de uno y otro soberano que emana de esta comparativa es muy favorable para España.

## El rol del PSPP en la estructura de tenencias de deuda española y en el saldo de Target2

El programa de compra de deuda pública del BCE (PSPP) ha supuesto un importante aumento de las tenencias de deuda pública por parte de los bancos centrales nacionales, encargados de la ejecución descentralizada del programa (ver

Cuadro 1

### Cambio en las tenencias de deuda pública por sector institucional

(Dic-2014 a jun-2018, en porcentaje del saldo total de deuda en circulación)

Variable (unidades)	Banca doméstica	Banco central nacional	Otros residentes públicos	Otros residentes privados	No residentes
Francia	-3,2	15,9		-1,7	-11,0
Alemania	-5,2	20,9	0,4	-0,7	-15,5
Italia	-2,7	13,6		-7,1	-3,8
Holanda	-1,8	18,0		1,1	-17,3
Portugal	-2,8	17,1		-0,9	-13,4
España	-13,3	0,54	-4,3	-3,4	3,4

Fuente: Afi a partir de Bruegel, *Sovereign bond holdings dataset*.

Alves, Millaruelo y del Río, 2018). El Banco de España ha elevado sus tenencias de deuda española desde 35.000 millones de euros de deuda española a 244.000 millones en junio de 2018 (de un 3,5% del total de deuda pública española en circulación a un 21,1%). La comparativa con el resto de emisores soberanos de la eurozona muestra un comportamiento diferencial, y netamente positivo, en el caso español (ver cuadro 1). El mercado de deuda española es el que ha visto disminuir en mayor medida la participación de la banca doméstica, contribuyendo de esta forma a reducir la dinámica de contaminación entre el soberano y el sector bancario (también denominado *doom loop* o bucle diabólico). En segundo lugar, es el único mercado en el que se ha producido una sustitución de emisores domésticos, privados y públicos, por inversores no residentes. En el extremo opuesto de esta comparativa se sitúa Italia.

La ejecución descentralizada del *PSPP* ha tenido otra consecuencia: el aumento del saldo Target2 con el Eurosistema, lo que ha vuelto a suponer, como en 2011-12, un fuerte deterioro de la posición neta de España frente al Eurosistema (así como de Italia y otros países "periféricos"), y con ello, de la posición inversora internacional neta (PIIN) de estos países. No obstante, precisamente porque el movimiento se ha debido al *PSPP*, el deterioro se debe interpretar en su inmensa mayoría como un efecto contable, y no como un

verdadero empeoramiento de la exposición internacional de España.

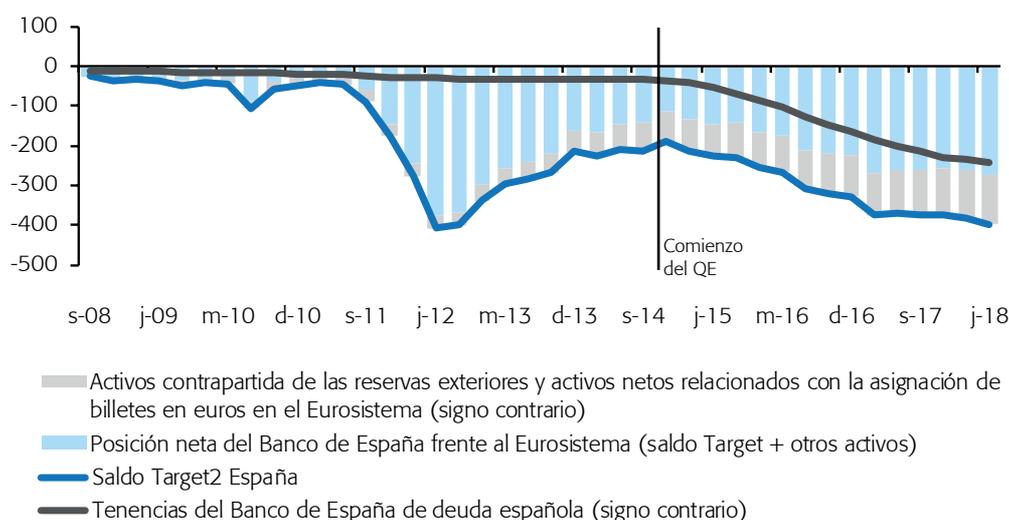
El aumento del saldo Target2 de 2011 estaba motivado en la fuerte salida de capitales del país. La deuda española fue en su gran mayoría adquirida por bancos domésticos que se conectaban al sistema Target2 desde el Banco de España, lo que suponía, a la hora de liquidar la operación, unas menores reservas de estos bancos en el Banco de España y la apertura de un pasivo Target entre el Banco de España y el banco del Eurosistema donde se encontrase el vendedor del bono español. Estos movimientos sí podían ser reveladores de un deterioro de la PIIN española, particularmente si se interpretaban dentro de una posible ruptura del euro.

Desde 2015, no obstante, la interpretación del movimiento es diferente. La reapertura del saldo Target es paralela al aumento de deuda pública en manos del Banco de España (gráfico 11) que, a su vez, ha deteriorado la posición neta de éste frente al Eurosistema. Este movimiento no se debe interpretar como una verdadera obligación entre España y el resto de la eurozona: dentro de un área monetaria con vocación de permanencia no es más que un ajuste contable que refleja el carácter descentralizado de la política monetaria y, en particular, de que las reservas se sigan manteniendo con cada banco central nacional y no en el BCE.

Gráfico 11

**Saldo Target2 del Banco de España y tenencias de deuda española**

(Miles de millones de euros)



Fuentes: Afi a partir de datos del BCE y Macrobond.

**Conclusiones y factores a vigilar en adelante**

La evolución de la composición de las tenencias de deuda pública del Tesoro español en los últimos quince años ha experimentado grandes cambios, con tres fases temporales muy bien definidas. En la que este artículo se centra, iniciada en el verano de 2012 y con un hito diferencial en enero de 2015 con el inicio del Programa de compras de deuda del BCE, se han producido cambios muy relevantes y de naturaleza positiva que permiten afirmar que, a inicios de 2019, el Tesoro español cuenta con una base inversora más sólida y diversificada. La recuperación económica de los últimos cinco años, más fuerte y larga de lo inicialmente esperado, ha permitido la corrección de varios de los principales desequilibrios estructurales de la economía española, y su durabilidad se produce sin la generación de los excesos típicos de otros episodios pasados. La evolución de los diferenciales de deuda española frente a la alemana, en mínimos de los últimos años, refleja el voto de confianza de esta renovada base inversora.

Tres son los factores a vigilar en el horizonte de los próximos años. El primero, el propio desempeño de la economía española en materia de crecimiento y de saneamiento de las cuentas públicas. La continuidad de la mejora de la calificación crediticia o *rating* de la deuda y, sobre todo, la confianza de los inversores, dependen en gran medida de la capacidad de seguir rebajando los niveles de endeudamiento público. La existencia de un sector bancario ya saneado, más eficiente y rentable (aunque mucho menos que en el pasado) y la ausencia de excesos de apalancamiento en el sector privado son una garantía de que cualquier episodio de desaceleración cíclica no debiera tener la intensidad de la recesión experimentada entre 2009 y 2013.

El segundo, de corte externo, radica en la capacidad de poner freno al potencial contagio proveniente de la situación de la economía italiana. El estancamiento económico en que se sitúa este país desde hace años es incompatible con la sostenibilidad de su deuda, salvo en una situación de tipos muy bajos que haga que el coste de refinanciación sea muy cercano a cero. En esta situación

económica ya de por sí inestable, la introducción de riesgo político interno y la contestación a las reglas fiscales del euro son factores potencialmente desequilibrantes. La creciente dependencia entre el soberano y la banca doméstica italiana, producto de la huida de los inversores extranjeros privados, no hace sino complicar aún más la situación.

Hasta la fecha, los episodios de fuerte aumento en el diferencial de la deuda italiana frente a la alemana se han saldado, salvo en el caso de mayo de 2018, con un contagio muy limitado a la deuda española (y portuguesa). Sin embargo, la probabilidad de un deterioro adicional significativo en Italia no es despreciable, a pesar de que los mecanismos de defensa y el establecimiento de cortafuegos han avanzado mucho en relación a la situación existente en 2010 (en especial nos referimos a la posibilidad de que el BCE haga uso de las compras directas de deuda soberana).

Finalmente, existe un tercer riesgo de corte regulatorio, que se deriva de la posibilidad de que se introduzcan cambios en la regulación actual sobre la exposición soberana en los balances bancarios. Aunque la tenencia de deuda española por parte de la banca doméstica se ha reducido de forma substancial, una potencial alteración del *statu quo* podría derivar en cambios significativos en la composición de la base inversora, que podrían reflejarse en el coste de la deuda española en los mercados secundarios. En nuestra opinión, cualquier cambio debe de ser analizado en el marco de reforzamiento y finalización de la unión bancaria, que debería ser abordado de forma integral, y no por piezas separadas.

## Referencias

- ALVES, P., MILLARUELO, A. y DEL RÍO, A. (2018). El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015. *Boletín Económico*, diciembre. Banco de España.
- AMOR, J. M. (2011). Vulnerability in the government debt markets of the Eurozone. *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 863. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3841981>
- AMOR, J. M. y ARREGUI, M. (2012). Evolución del mercado de deuda pública español. *Cuadernos de Información Económica*, 229. pp. 21-28. <https://www.funcas.es/Publicaciones/Detalle.aspx?IdArt=20639>
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2018). *Tenencias de deuda pública por las entidades financieras: situación en España, y posicionamiento ante posibles cambios regulatorios*. Madrid: Funcas. [https://www.funcas.es/publicaciones\\_new/Sumario.aspx?IdRef=9-08019](https://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?IdRef=9-08019)
- (2019). Spain: External financial vulnerability after QE. Spain Weekly 29<sup>th</sup> March 2019. <http://research.afi.es/ros/descargas/1845013/1238813/External-financial-vulnerability-after-QE.pdf>
- ARSLANALP, S. y TSUDA, T. (2012). Sovereign investor base estimates. *Sovereign Investor Base Dataset for Advanced Economies*. FMI.
- (2014). Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt. *IMF Economic Review, Volume 62, Number 3*. Washington DC.
- BALTENSPERGER, M. y CALL, B. (2018). *Euro-area sovereign bond holdings: An update on the impact of quantitative easing*. Bruegel. <http://bruegel.org/2018/11/euro-area-sovereign-bond-holdings-an-update-on-the-impact-of-quantitative-easing/>

# Ahorro, capacidad de financiación y saldos financieros de la economía española en 2018

María Jesús Fernández\*

**La economía española registró en 2018 una capacidad de financiación frente al resto del mundo equivalente al 1,5% del PIB, por debajo de las cifras en torno al 2% de los cinco años anteriores. Aunque las empresas han mantenido su saldo positivo y el sector público se ha situado en una posición menos negativa, el factor explicativo de esta caída ha sido el retorno de los hogares a una posición de déficit financiero, que se había iniciado en 2017 tras ocho años seguidos con capacidad de financiación. La tasa de ahorro bruto de los hogares españoles se ha situado en el 4,9% de la renta disponible bruta, su nivel más bajo de toda la serie histórica que comienza en 1999. Con todo, la situación patrimonial de los hogares sigue siendo sólida, de modo que no se puede hablar de un factor de riesgo que pudiera inducir una corrección del consumo o una recesión. Pero de mantenerse las tendencias actuales, estaríamos ante un factor de vulnerabilidad que podría dar lugar, a medio plazo, a una situación de desequilibrio.**

Uno de los factores sobre los que se ha sustentado el crecimiento de la economía española en los últimos años ha sido el vigor del consumo privado. El contrapunto ha sido la caída de la tasa de ahorro de los hogares hasta mínimos históricos –y también casi mínimos en comparación con el resto de economías desarrolladas– y la desaparición de su capacidad de financiación. Con los hogares y las administraciones públicas en situación de necesidad de financiación, son las empresas las que sostienen el superávit del conjunto de la economía.

En los próximos apartados de este artículo se describe el comportamiento de los saldos financieros y no financieros de los sectores institucionales de la economía española en 2018, relacionándolos con su evolución desde el estallido de la crisis, y comparándolos con el resto de países europeos. Se finaliza con un capítulo de conclusiones.

## Los hogares

La renta disponible bruta (RDB) de los hogares creció un 3,2% en 2018, la tasa más elevada

\* Funcas

desde 2008. Este incremento fue el resultado, fundamentalmente, de un crecimiento del empleo asalariado del 2,7%, una subida del salario medio del 1,4%, un aumento de las prestaciones sociales recibidas del 3,8% (el mayor incremento desde 2010, derivado, en gran medida, de la revalorización de las pensiones) y, finalmente, un crecimiento de las rentas netas de la propiedad (intereses y dividendos) del 5,4%.

En términos nominales, el volumen de la RDB (773.000 millones de euros), ya supera ampliamente el máximo anterior a la crisis, aunque debido al mayor crecimiento de los precios de consumo a lo largo del periodo, en términos reales aún es inferior al mismo en un 6%.

*La tasa de ahorro de los hogares españoles (4,9% de la renta disponible bruta) está claramente por debajo de la media de la eurozona (12%) y es una de las más bajas de la Unión Europea. Además, su evolución a lo largo del tiempo se caracteriza por una mayor volatilidad.*

El gasto en consumo final, por su parte, se incrementó un 4% en términos nominales en

2018, lo que supuso tan solo una leve desaceleración con respecto al año anterior. Como consecuencia del crecimiento del gasto superior al crecimiento de la RDB, el volumen de ahorro de los hogares sufrió un retroceso por quinto año consecutivo, dando lugar a una caída de la tasa de ahorro bruto hasta el 4,9% de la RDB, su nivel más bajo de toda la serie histórica que comienza en 1999.

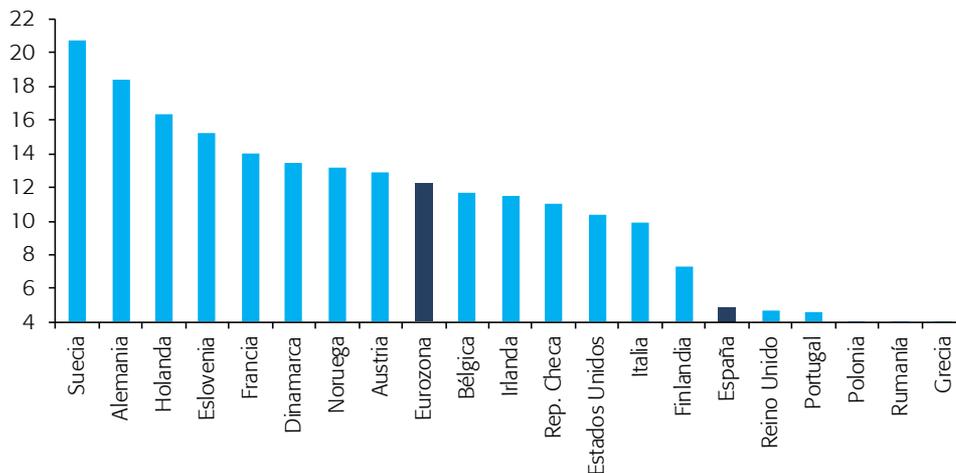
Esta tasa se encuentra notablemente por debajo de la media de la eurozona (gráfico 1), que se mueve en torno al 12%, y es una de las más bajas de la Unión Europea (UE) –solo Grecia, Portugal y Reino Unido tienen una tasa inferior, junto a algunos países del Este—. Además, su evolución a lo largo del tiempo es más volátil. Las tasas de ahorro más elevadas se observan en Alemania, con un 18,4% en 2018, y Suecia, con un 20,7%, en ambos casos, además, en ascenso.

Los motivos que pueden explicar un descenso tan acusado de la tasa de ahorro son difíciles de comprender, siendo este asunto merecedor de un estudio en profundidad. En principio puede haber factores tanto estructurales como coyunturales: envejecimiento de la población, bajos tipos

Gráfico 1

### Tasa de ahorro bruto de los hogares en 2018

(Porcentaje de la RDB)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

de interés, efecto riqueza, reducción de la renta disponible en amplias capas de la población en comparación con los años anteriores a la crisis, la reducción de la tasa de desempleo o el efecto del “consumo embalsado”. No obstante, estos posibles motivos no parecen suficientes, teniendo en cuenta que todos ellos, o casi todos, afectan igualmente a los países de nuestro entorno, y sin embargo sus tasas de ahorro siguen trayectorias muy diferentes a la española.

La caída en el nivel del ahorro, unida al crecimiento de la inversión de los hogares (fundamentalmente en vivienda), ha dado lugar a una ampliación de su déficit financiero, desde el 0,4% del PIB registrado el año anterior (el primer saldo negativo desde 2008) hasta un 1,2% del PIB. Esta inflexión desde una situación de superávit financiero de los hogares a una situación de déficit constituye un cambio relevante en el patrón de crecimiento que ha mostrado la economía nacional desde el inicio de la recuperación.

Dentro de la UE, excluyendo los países del Este y algunas pequeñas economías, solo los hogares de Grecia y Reino Unido, además de los españoles, presentaban un saldo financiero negativo en 2018 (gráfico 2). Destaca la holgada posición

superavitaria de los hogares alemanes (un 5,2% de su PIB) y suecos (un 6,9%).

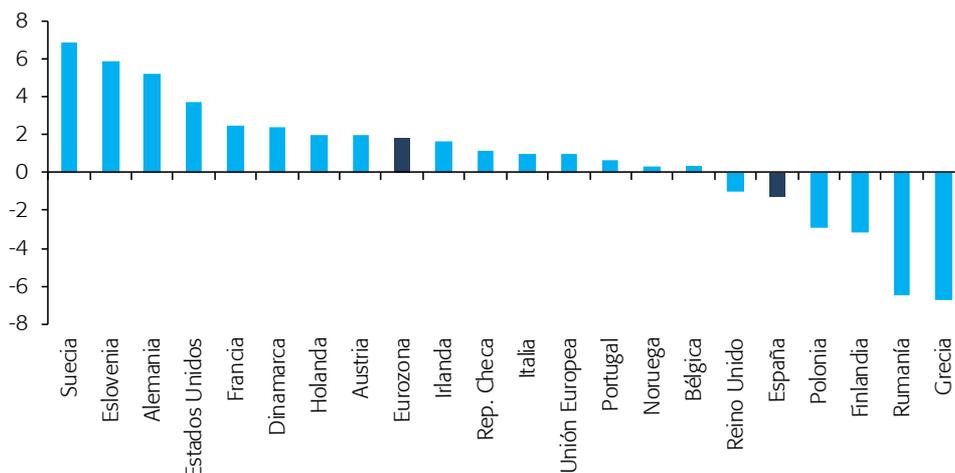
*Aunque el endeudamiento de los hogares no se ha incrementado en términos nominales, y a nivel macroeconómico no sea preocupante, sí puede serlo a nivel microeconómico para los individuos con ciertos niveles de renta, cuya vulnerabilidad puede estar aumentando.*

Pese a esta necesidad de financiación que reflejan las cuentas no financieras de la Contabilidad Nacional, el endeudamiento de los hogares no se ha incrementado en términos nominales. En parte esto se debe a que las cuentas financieras elaboradas por el Banco de España no reflejan una necesidad de financiación, sino un superávit (si bien ya muy reducido en 2018), como consecuencia fundamentalmente de diferencias entre esta estadística y las cuentas no financieras del INE en cuanto a la clasificación sectorial de individuos como hogares o sociedades no financieras. Otro motivo es que, según dichas cuentas financieras, pese a que los hogares contrajeron deudas en términos netos en 2018 por primera vez desde 2010 (es decir, el volumen de nuevos préstamos fue superior a las

Gráfico 2

### Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de los hogares en 2018

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

amortizaciones), el valor de su deuda agregada descendió, debido fundamentalmente a cancelaciones de deudas previamente contraídas. Por otra parte, otros pasivos de los hogares, como créditos comerciales o cuentas pendientes de pago, se hallan en ascenso, de modo que el total de pasivos de los hogares experimentó un incremento en 2018.

En suma, la ratio de endeudamiento en relación a la RDB ha seguido descendiendo, y el pasado año se situó en el 97%, el nivel más bajo desde 2003. Además, la carga que supone para los hogares el pago de la deuda (amortización e intereses) también sigue a la baja, y al final de 2018 era incluso inferior a la de comienzos del siglo. Esto se explica por la fuerte caída de los pagos en intereses.

A lo anterior se suma el incremento de la riqueza inmobiliaria como consecuencia de la recuperación del precio de la vivienda. La situación patrimonial de los hogares, por tanto, sigue siendo sólida, de modo que, pese a esa necesidad de financiación, no se puede hablar de un factor de riesgo que pueda inducir una corrección del consumo y una recesión. No obstante, hay que vigilar su evolución, ya que de mantenerse las tendencias actuales sí se podría llegar a medio plazo a una situación de desequilibrio. Además, aunque por sí mismo no sea desencadenante de una recesión, supone un factor de vulnerabilidad que agravaría esta en caso de producirse, ya que el ajuste en el nivel de gasto que tendrían que realizar los hogares para recomponer su situación financiera sería más intenso. Por otra parte, aunque el endeudamiento no sea preocupante a nivel macroeconómico, sí puede serlo a nivel microeconómico, para los individuos de ciertos niveles de renta, cuya vulnerabilidad puede estar aumentando.

## Las sociedades no financieras

El excedente bruto de explotación (EBE) de las sociedades no financieras moderó su tasa de crecimiento en 2018 hasta un 2%. El EBE unido a los ingresos netos recibidos por intereses y otras rentas de la propiedad, conformaron una renta empresarial que ascendió a la suma de 305.000 millones de euros, que tras el pago de impuestos y prestaciones sociales se quedó en 273.000 millones de euros.

El 22% de dicha suma se destinó al pago de dividendos (el segundo porcentaje más bajo de toda la serie histórica, después de 2010), y el resto, equivalente al 17,7% del PIB, constituyó el ahorro empresarial. El 88% de dicho ahorro se destinó a financiar la inversión, superior esta en un 6,4% a la del año anterior. Puesto que su ahorro ha sido superior a su inversión, las sociedades no financieras españolas generaron en su conjunto una capacidad de financiación equivalente al 2,5% del PIB. Desde 2009 este sector ha presentado un saldo financiero positivo de forma ininterrumpida.

Dicho superávit es superior al registrado por el conjunto de la eurozona (un 0,8% del PIB del área, gráfico 3). La capacidad de financiación de las empresas alemanas fue del 1,4% del PIB, mientras que su saldo fue deficitario en Francia, Austria y Portugal, así como en el Reino Unido.

---

*El 88% del ahorro empresarial de 2018 se destinó a financiar la inversión, que creció en un 6,4% respecto al año anterior. Puesto que su ahorro fue superior a la inversión, las sociedades no financieras generaron una capacidad de financiación equivalente al 2,5% del PIB, superávit que es superior al registrado para el conjunto de la eurozona (0,8% del PIB).*

---

Pese a presentar un excedente financiero en 2018, las empresas no financieras españolas aumentaron ligeramente su volumen de deuda, desde 1.124 miles de millones de euros hasta casi 1.126 miles de millones, si bien en relación al PIB esta ha seguido descendiendo. Las empresas han destinado dichos pasivos nuevos netos contraídos, junto al excedente derivado de su capacidad de financiación, a adquirir activos financieros, concretamente participaciones de capital, así como depósitos.

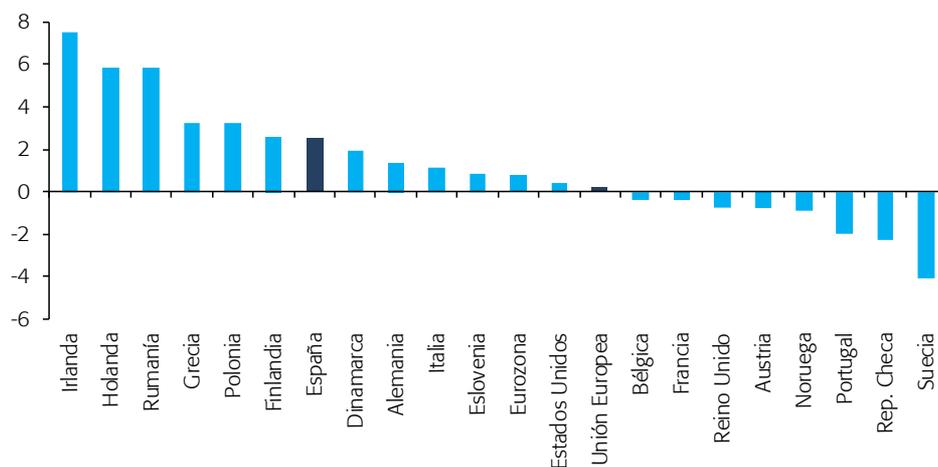
## Las administraciones públicas

El ahorro generado por las administraciones públicas (AA.PP.), entendido este como la diferencia entre sus ingresos corrientes y sus gastos

Gráfico 3

### Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las sociedades no financieras en 2018

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

corrientes, alcanzó en 2018 un saldo negativo de 1.679 millones de euros. Es el mejor resultado desde que este sector comenzó a registrar tasas de ahorro negativas, en 2009, lo que ha hecho posible que, pese al intenso crecimiento de la inversión pública en 2018, su necesidad de financiación (el déficit público) se haya reducido hasta un 2,48% del PIB. No obstante, esa mejora del saldo público

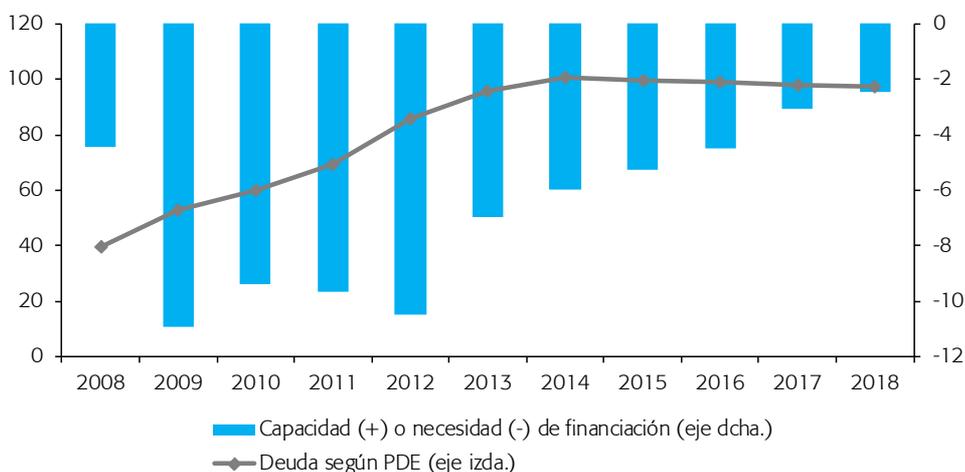
esconde un estancamiento del déficit estructural (el saldo resultante de eliminar los ingresos y gastos debidos exclusivamente a la posición del ciclo).

Por niveles territoriales, la necesidad de financiación de la Administración Central fue del 1,36% del PIB, la de la Seguridad Social alcanzó el 1,4% del PIB y la de las comunidades autónomas

Gráfico 4

### Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA.PP. y deuda pública según PDE

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

se situó en el 0,23% del PIB. Las corporaciones locales obtuvieron un superávit del 0,5%.

La necesidad de financiación de las AA.PP. condujo a un incremento del 2,5% en su volumen de deuda en términos del Procedimiento de Déficit Excesivo, aunque la ratio en relación al PIB experimentó un descenso de un punto porcentual hasta el 97,1% (gráfico 4).

## El ahorro y la capacidad de financiación de la economía española

El ahorro nacional bruto (la suma del generado por todos sus sectores) ascendió al 22,9% del PIB, tasa prácticamente igual a la del año anterior. La mejora de la tasa de ahorro de las AA.PP. (que fue menos negativa) compensó casi en su totalidad el descenso de la del resto de agentes, incluyendo las sociedades financieras.

La formación bruta de capital del conjunto de la economía nacional, por su parte, aumentó ocho décimas porcentuales hasta el 21,9% del PIB. Como resultado de todo ello, teniendo en cuenta el saldo neto de transferencias de capital recibidas desde el exterior, la economía nacional registró una capacidad de financiación frente al resto del

mundo equivalente al 1,5% del PIB. Este resultado se encuentra por debajo de las cifras registradas, en torno al 2%, entre 2013 y 2017.

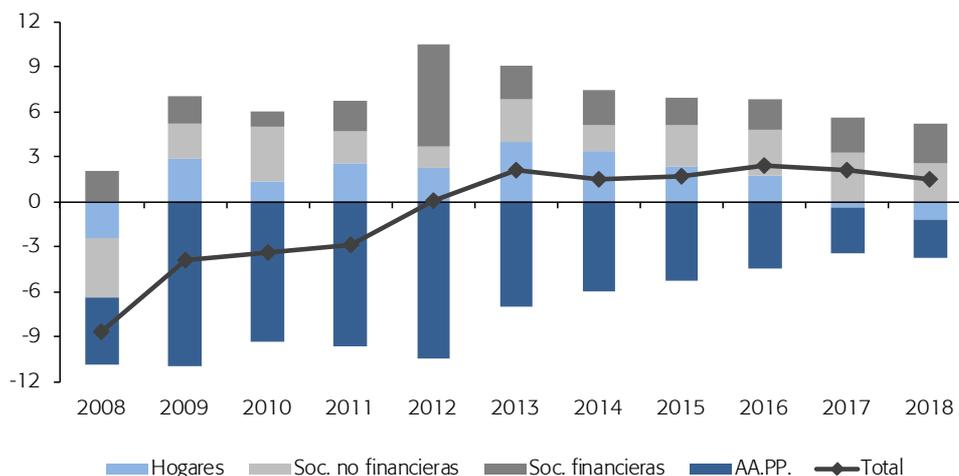
*La capacidad de financiación que ha mantenido la economía española a lo largo de los últimos años ha hecho posible la reducción del saldo deudor neto de la posición de inversión internacional española hasta un 53,9% del PIB en 2018. Pese a ello, la posición española sigue siendo una de las más deudoras de la Unión Europea.*

Durante el periodo posterior al estallido de la crisis, los hogares y las sociedades financieras y no financieras mantuvieron una capacidad de financiación positiva que contrarrestaba la posición fuertemente negativa de las AA.PP., reflejo de los procesos opuestos y simultáneos de desendeudamiento por parte del sector privado y endeudamiento por parte del sector público. En 2017 y, sobre todo, en 2018 se ha producido un cambio en dicho patrón, consistente en una posición menos negativa del sector público y un cambio en la posición de los hogares de superavitaria a deficitaria, mientras que las empresas han mantenido su saldo positivo (gráfico 5).

Gráfico 5

### Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la economía española. Composición sectorial

(Porcentaje del PIB)

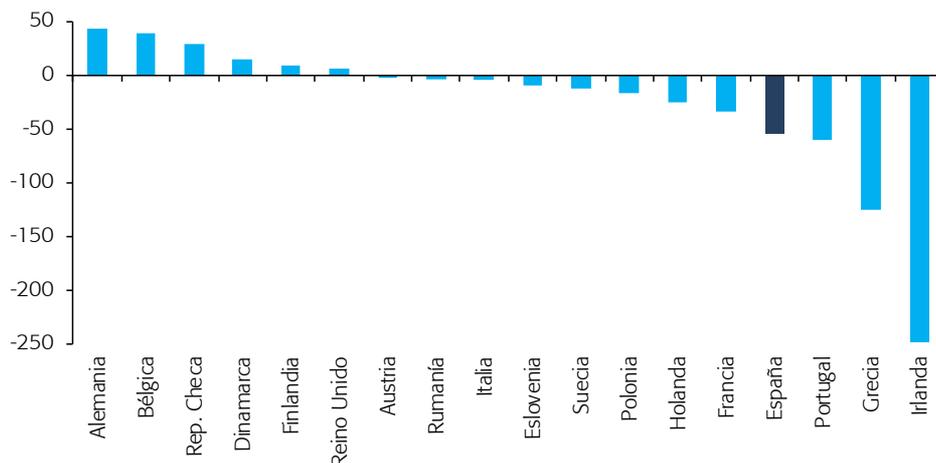


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Gráfico 6

### Posición de inversión internacional neta excluyendo instrumentos no susceptibles de impago en 2018

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

La capacidad de financiación que ha mantenido la economía española a lo largo de los últimos años ha hecho posible la reducción del saldo deudor neto de la posición de inversión internacional española, excluyendo los instrumentos no susceptibles de impago, desde un 78,3% del PIB en 2009 hasta un 53,9% del PIB en 2018. Pese a ello, la posición española sigue siendo una de las

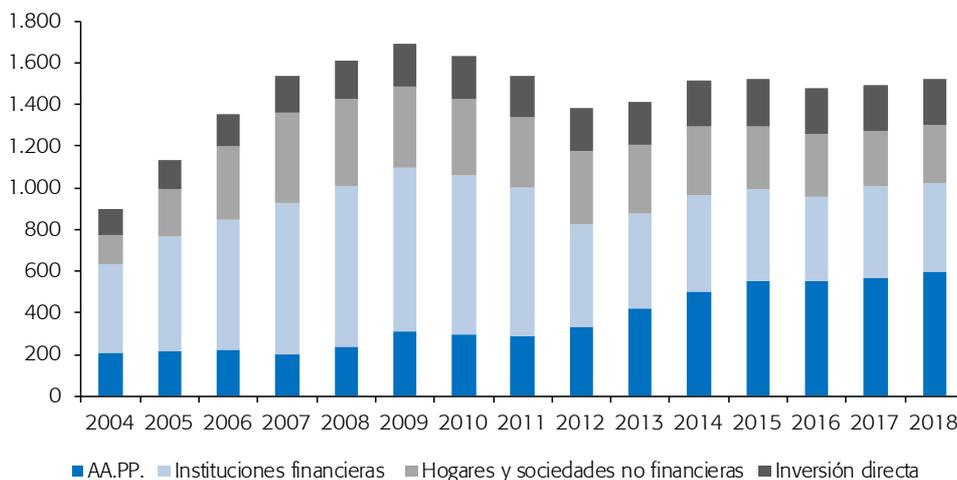
más deudoras de la UE: los únicos países que presentan un saldo más negativo son Grecia, Chipre y Portugal (además de los casos particulares de Irlanda y Luxemburgo) (gráfico 6).

Un nivel tan elevado de deuda implica una vulnerabilidad frente al exterior, ya que en situaciones de recesión y tensiones en los mercados

Gráfico 7

### Deuda externa bruta española y su composición (excluyendo Banco de España)

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

financieros puede generar desconfianza en cuanto a la solvencia de nuestra economía. Es necesario, por tanto, que España siga manteniendo una capacidad de financiación positiva, para continuar reduciendo la deuda externa.

En este sentido, resultaría conveniente que los hogares mantuviesen una capacidad de financiación positiva, como sucedió hasta 2017, pese a que esto suponga un menor crecimiento del consumo y del PIB a corto plazo. Lo mismo se puede decir del sector público, máxime teniendo en cuenta que es el titular de casi el 40% de la deuda externa bruta española (excluyendo la correspondiente al Banco de España), frente al 18% que suponía en 2009 (gráfico 7).

## Conclusión

Uno de los rasgos más destacados de la evolución reciente de la economía española es el retorno de los hogares a una situación de déficit financiero, tras ocho años con capacidad de financiación –entre 2009 y 2016–. El motivo es la caída de su tasa de ahorro hasta niveles muy reducidos en comparación con los países de nuestro entorno, fenómeno que merece un estudio en

profundidad. Esta situación ha contribuido a impulsar el crecimiento económico en los últimos años, siendo uno de los factores que explican nuestro diferencial favorable con respecto a la eurozona. Pero también supone que el ajuste del consumo será más severo cuando llegue la fase descendente del ciclo económico.

Así, con los hogares y las administraciones públicas en situación de necesidad de financiación, todo el peso del sostenimiento del superávit exterior de la economía española, necesario para seguir reduciendo nuestra posición fuertemente deudora frente al exterior y para mantener la confianza en cuanto a nuestra solvencia, recae únicamente sobre las empresas, lo que hace a nuestra economía más vulnerable. Además, las empresas son las que realizan el grueso de la inversión productiva en una economía, y, por tanto, lo deseable sería que destinaran a ello la mayor cantidad posible de recursos aunque para ello requiriesen financiación, y que el resto de sectores –hogares y administraciones públicas– generasen el excedente necesario para financiar la misma. No obstante, el que las empresas generen capacidad de financiación es un fenómeno muy habitual entre las economías desarrolladas, especialmente a partir del estallido de la crisis financiera de 2008.

# El ajuste fiscal español en perspectiva\*

Santiago Lago Peñas\*\*

**España tiene un problema con su déficit público. Padece un desequilibrio estructural que frena la necesaria metabolización de la ratio deuda pública/ PIB. Una ratio elevada que la hace vulnerable a escenarios de reducción del crecimiento económico, subida de tipos de interés y tormentas financieras. Además, un déficit estructural por encima del 2% del PIB limita la capacidad de respuesta ante un choque macroeconómico. Pero la sociedad española tiene todavía pendiente asumir que tiene un serio problema con el desequilibrio de sus cuentas públicas. La comparación con otros países de nuestro entorno revela que el origen del déficit público español se encuentra más en una insuficiencia de ingresos que en un gasto elevado. Parece claro, por tanto, que una reforma tributaria a fondo, combinada con un cambio de paradigma en la evaluación de la rentabilidad social del gasto, permitiría mejorar la eficiencia, equidad y estabilidad de las cuentas públicas españolas.**

## La reducción del déficit: avance lento e insuficiente

El 29 de marzo de 2019, el Ministerio de Hacienda informó de que el déficit público español, expresado como porcentaje del producto interior bruto (PIB), había cerrado el ejercicio 2018 en -2,63%. Menos de un mes después, el

23 de abril, Eurostat ha confirmado una cifra ligeramente mejor: -2,48%. El habitual proceso de consultas e intercambio de información entre unos y otros favoreció en este caso a España, que además abandona el procedimiento de déficit excesivo. Puesto que el déficit de 2017 fue del -3,08%, la reducción habría alcanzado las seis décimas del PIB. Además, la

\* Agradezco la asistencia de Fernanda Martínez y Alejandro Domínguez y los comentarios de Eduardo Bandrés. La responsabilidad de cualquier error u omisión es, no obstante, exclusiva del autor.

\*\* Catedrático de Economía Aplicada y director de GEN. Universidad de Vigo.

cifra final se queda por debajo de la mayoría de las proyecciones independientes y oficiales que se manejaban a principios de año y que apostaban, con un notable consenso, por el -2,7% (Lago-Peñas, 2019). La explicación a esta sorpresa positiva se encuentra, sobre todo, en el lado de los ingresos: la recaudación tributaria se ha comportado mejor de lo esperado en los últimos meses del año.

No obstante, la rebaja del déficit ha sido insuficiente para cumplir con el objetivo inicial para 2018 (-2,2%) y para reducir significativamente la ratio de deuda pública sobre PIB<sup>1</sup>. Según Eurostat (2019), se situó a finales de 2018 en el 97,09% del PIB, apenas un punto menos que en 2017 (98,12%). Y ello, a pesar de que el crecimiento de la economía española

se mantiene a tasas elevadas, aumentando el denominador de la ratio.

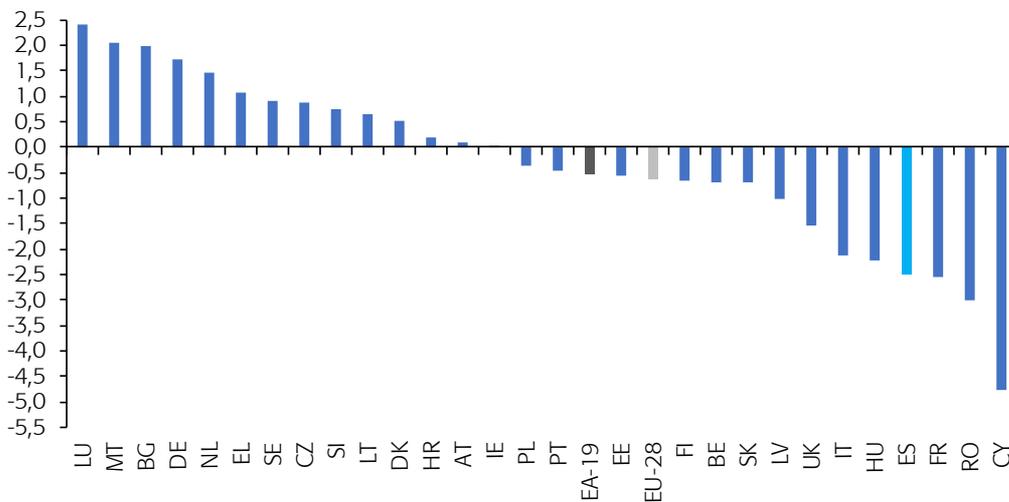
*Las estimaciones de los organismos internacionales sitúan a España en el pódium de los países con mayor déficit estructural. De hecho, el componente cíclico ya sería positivo y el déficit estructural estimado por la Comisión Europea en 2018 habría sido del -3,2% del PIB, cifra ligeramente superior a la cuantificada por el FMI, que lo sitúa en el -2,7%.*

Los gráficos 1 y 2 permiten contemplar las cifras anteriores en el seno de la Unión Europea. En cuanto al déficit, solo tres países de la UE-28 acabaron 2018 en una posición peor que España.

Gráfico 1

### Déficit (-) o superávit (+) público en 2018

(Porcentaje del PIB)



*Nota:* Austria (AT), Bélgica (BE), Bulgaria (BG), Chipre (CY), República Checa (CZ), Alemania (DE), Dinamarca (DK), eurozona (EA-19), Estonia (EE), Grecia (EL), España (ES), Unión Europea 27 (EU-27), Finlandia (FI), Francia (FR), Croacia (HR), Hungría (HU), Irlanda (IE), Italia (IT), Lituania (LT), Luxemburgo (LU), Letonia (LV), Malta (MT), Países Bajos (NL), Polonia (PL), Portugal (PT), Rumanía (RO), Suecia (SE), Eslovenia (SI), Eslovaquia (SK), Reino Unido (UK).

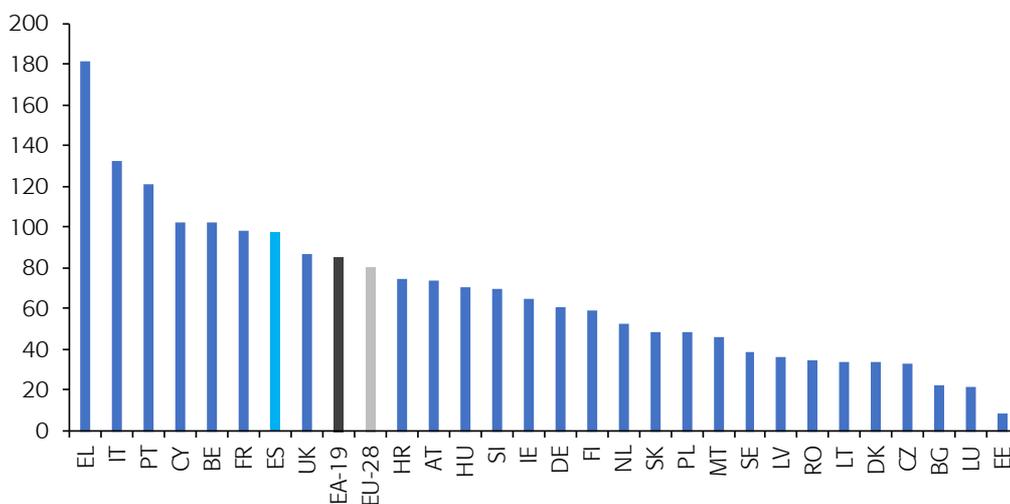
*Fuente:* Elaboración propia a partir de Eurostat (2019).

<sup>1</sup> El objetivo para 2018 del total de administraciones públicas se fijó en el Consejo de Ministros de 13 de julio de 2017 en el -2,2% del PIB, cifra coincidente con la previsión incorporada en la primera notificación del déficit y deuda del 30 de marzo de 2018 enviada a la Comisión Europea.

Gráfico 2

**Deuda pública en 2018**

(Porcentaje del PIB)



Nota: Véase nota del cuadro 1.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (2019).

La media para la UE-28 es ligeramente superior a  $-0,5\%$  en valor absoluto; y no llega a medio punto negativo para los países de la eurozona. Es decir, el déficit español en 2018 se situó dos puntos del PIB por encima de la media y a más de cuatro de Alemania. De forma similar, España aparece entre los países con una mayor deuda pública en la UE-28, solo por detrás de Grecia, Italia, Portugal, Chipre, Bélgica y Francia.

El gráfico 3 complementa la información sobre el déficit público total al identificar el llamado déficit estructural. Esto es, se elimina la componente del desequilibrio, positiva o negativa, asociada al ciclo económico. A diferencia del déficit total, que es un indicador contable, el estructural es una estimación basada en el concepto de *output gap* o brecha de producción. Existen metodologías diferentes que dan resultados no siempre coincidentes. Y es bien sabido que determinar el momento del ciclo en los valores extremos de la muestra es complicado: muchas veces nuestra percepción de la posición cíclica de una economía cambia cuando transcurren varios años y lo examinamos con más perspectiva. Con estas cauciones en mente, las últimas estimaciones disponibles de

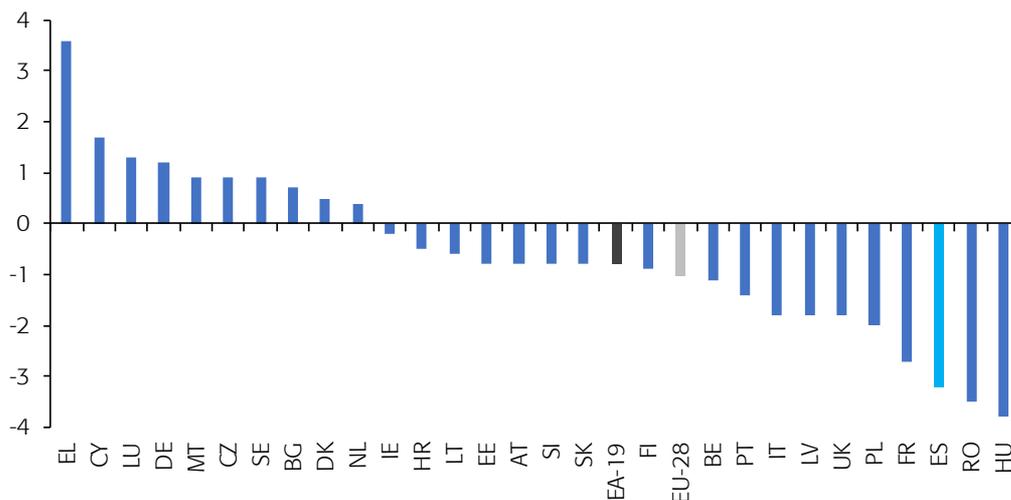
la Comisión Europea sitúan a España en el pódium de los países con mayor déficit estructural en 2018. De hecho, la componente cíclica ya sería positiva en el caso español y el déficit estructural en 2018 estaría por encima del observado ( $-3,2\%$ ). La revisión de las estimaciones en los próximos meses reducirá esta cifra, pero seguirá situándose entre las más altas de la UE-28. En este sentido, hace escasas semanas el Fondo Monetario Internacional ha cuantificado en  $-2,7\%$  el déficit estructural en 2018 (FMI, 2019).

En síntesis, España tiene un problema con su déficit público. Padece un desequilibrio estructural enquistado que frena la necesaria metabolización de la ratio deuda/PIB. Una ratio elevada que la hace vulnerable a escenarios de reducción del crecimiento económico, subida de tipos de interés y tormentas financieras. Además, un déficit estructural por encima del  $-2\%$  limita sobremanera la capacidad de respuesta ante un choque macroeconómico. El efecto de los estabilizadores automáticos llevaría rápidamente el déficit muy por encima del  $-3\%$ , imposibilitando la apuesta por impulsos fiscales de tipo discrecional.

Gráfico 3

**Déficit (-) o superávit estructural (+)**

(Porcentaje del PIB)



Nota: Véase nota del cuadro 1.

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

**Las perspectivas a corto y medio plazo**

A pesar de los esfuerzos desplegados por el Ministerio de Hacienda para flexibilizar los objetivos de déficit para 2019 (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2018 y 2019), el objetivo hoy vigente para 2019 es todavía el que aparecía en los Presupuestos Generales del Estado de 2018 (PGE-2018): el -1,3%. Eso supone que en 2019 el déficit debería reducirse más de un punto porcentual, desde el -2,5%.

El gobierno intentará revisar el objetivo para elevarlo al -2,0%, pero el Consenso de Funcas apuesta por un déficit de -2,3% (Funcas, 2019), con un intervalo que va de -2,1% a -2,6%.

El análisis más detallado de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF, 2019a) permite ir más allá. La no aprobación de los PGE-2019 y la consecuente prórroga de los PGE-2018 resulta positiva para la previsión de déficit, en la medida en que solo una parte de las medidas contenidas en los primeros, con un efecto expansivo sobre el déficit, ha sido puesta en marcha. Sumando a lo anterior un cierre más favora-

ble de lo esperado en 2018, la AIReF apuesta en su escenario central de previsiones por una cifra de déficit del -2,1%; y cataloga como altamente improbable alcanzar el -1,3%. Menos optimista es el Banco de España en sus previsiones de marzo (Banco de España, 2019). Elaboradas antes de conocerse el cierre de ejercicio 2018, se proyecta un déficit para el conjunto de 2019 de -2,5%, lo que supondría un avance marginal en el proceso de consolidación fiscal y, habida cuenta de que se supone un crecimiento del PIB real de 2,2%, ningún avance en la reducción del déficit estructural. Más bien lo contrario.

Cuando el acento se pone en el medio plazo, los análisis más recientes no son optimistas. El Fondo Monetario Internacional (FMI, 2019) proyecta hasta el año 2024 un déficit total superior al -2,2% y un déficit estructural más allá del -2,5%. Consecuentemente, la deuda pública seguiría en 2024 por encima del 92% del PIB. Estas proyecciones de déficit son peores que las del Banco de España (2019), que dibuja un perfil de leve reducción del déficit total hasta el -1,8% en 2021.

Por su parte, el escenario para la deuda elaborado por el FMI encaja mejor con el de AIReF (2019b). Según los cálculos de esta institución, desde 2014 a 2018 la ratio de deuda se redujo solo en 3,2 puntos del PIB (del 100,4% al 97,2%), a pesar de que el fuerte crecimiento del denominador en estos años habría contribuido a

*Según las proyecciones de la AIReF, la deuda pública española en el año 2022 estaría todavía en el entorno del 91% del PIB, aunque la posibilidad de que no se reduzca nada no es despreciable. La Comisión Europea es más pesimista: sus simulaciones contemplan un nivel de deuda por encima del 96% del PIB en el año 2029, incluso en un escenario favorable de crecimiento económico y tipos de interés.*

restar 14,8 puntos. La diferencia de más de diez puntos es culpa del déficit, que sigue impulsando al alza los pasivos financieros. En el año 2022, la deuda estaría todavía en el entorno del 91%, aunque la posibilidad de que no se reduzca nada no

es despreciable. En sus escenarios probabilísticos, se cuantifica en 25%. Finalmente, la Comisión Europea es incluso más pesimista que el FMI. Sus simulaciones contemplan un nivel de deuda por encima del 96% en el año 2029, incluso en un escenario favorable de crecimiento económico y tipos de interés (Comisión Europea, 2019b).

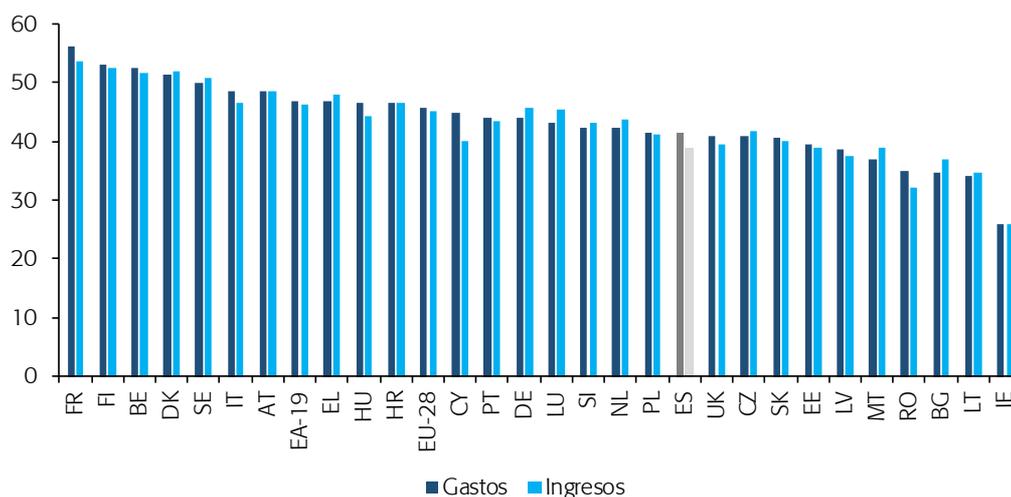
## ¿Por qué el déficit público es tan elevado?

El gráfico 4 permite hacer una primera aproximación a las causas del déficit público español. En él se representan las ratios de gastos e ingresos no financieros sobre el PIB para los 28 países de la UE. El año de referencia es 2018 y los países se ordenan de mayor a menor nivel de gasto. España ocupa el decimoctavo puesto. Con una ratio del 41,3% se sitúa 4,3 puntos por debajo de la media y 5,5 puntos por debajo de los países de la eurozona. Los diez estados que están por detrás son los anglosajones (Reino Unido, Irlanda y una antigua colonia inglesa, Malta) y países de Europa oriental. Si observamos los países con los mayores desequilibrios, salvo Rumanía todos ellos gastan significativamente más que España. Solo el perfil

Gráfico 4

### Gastos e ingresos públicos no financieros en 2018

(Porcentaje del PIB)



Nota: Véase nota del cuadro 1.

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (2019).

de Reino Unido se acerca al de España, si bien su déficit es un punto inferior en 2018. En definitiva, la comparación con otros países de nuestro entorno revela que el origen del déficit español se encuentra más en una insuficiencia de ingresos que en un gasto elevado.

*España está por debajo de la UE en la tributación sobre el consumo, el IRPF y el impuesto sobre sociedades. Y en los tres casos, en mayor medida por la existencia de gastos fiscales de todo tipo que por unos tipos impositivos en general similares o superiores en los países de nuestro entorno. A ello habría que añadir el efecto de una economía sumergida y un fraude más elevados.*

El gráfico 5 compara la estructura de gasto de España con la media de la UE-28. Destaca el mayor peso de la remuneración de asalariados, lo que vendría explicado por una mayor propensión a la producción pública de algunos servicios

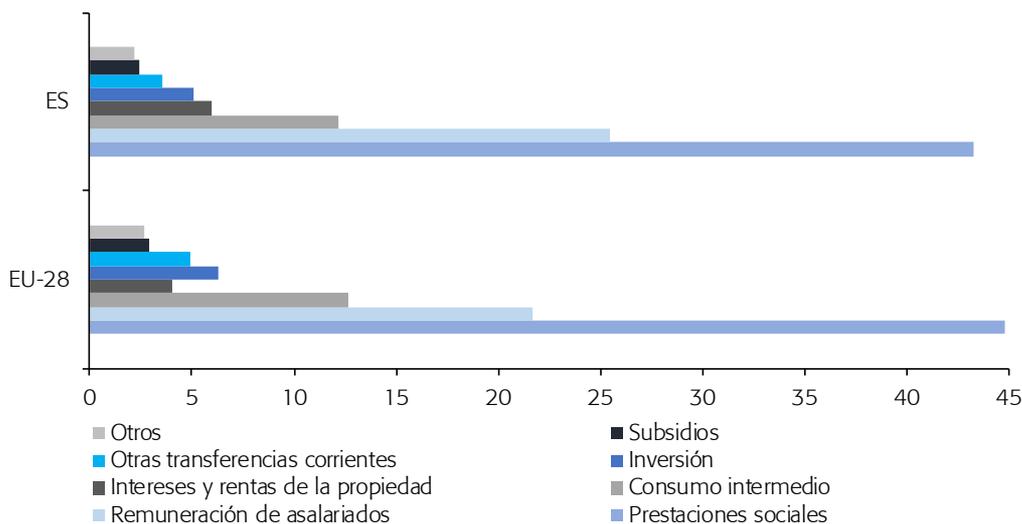
públicos intensivos en trabajo, como la sanidad y la educación; el mayor peso de los intereses, consecuencia de la mayor deuda; y una inversión pública menor, un capítulo de gasto en la que se ha cebado el ajuste fiscal, haciendo que España haya pasado a ser uno de los países con mayor inversión en infraestructuras en términos de PIB a estar claramente por debajo de la media.

Por su parte, el gráfico 6 recoge la estructura de ingresos tributarios. En este caso, la fuente de datos es la OCDE, la referencia es la media de los países miembros de esta organización y el año es 2016<sup>2</sup>. España se halla claramente por encima de la media en el peso relativo de las cotizaciones sociales y, en menor medida, en la imposición sobre la propiedad. En cambio, está por debajo en la tributación sobre el consumo, el IRPF y el impuesto sobre sociedades. Y en los tres casos, en mayor medida por la existencia de gastos fiscales de todo tipo que por unos tipos impositivos inferiores<sup>3</sup>. A lo que habría que añadirle el efecto

Gráfico 5

**Estructura del gasto público en 2018**

(Porcentajes sobre el total de gasto)



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat (2019).

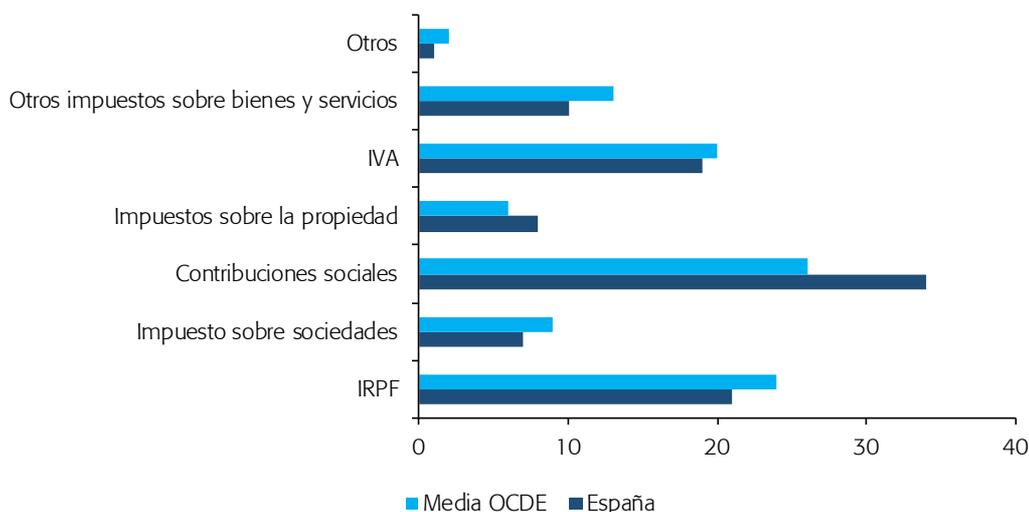
<sup>2</sup> Los datos de Eurostat (2019) no permiten una desagregación de los ingresos tributarios tan detallada.

<sup>3</sup> Un estudio de la Comisión Europea (2014) sitúa a España como el tercero de los trece países analizados (Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Italia, Grecia, Francia, Alemania, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido y EE.UU.) en lo que atañe a la dimensión de los gastos fiscales sobre el PIB. Solo Italia (8,1%) y el Reino Unido (5,9%) superarían a España (5,5%).

Gráfico 6

**Composición de los ingresos tributarios en 2016**

(Porcentajes sobre total de ingresos)



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE (2018).

de una economía sumergida y un fraude más elevados<sup>4</sup>.

**¿Qué hacer para reducir el déficit?**

Una estrategia de reducción intensa y consistente del déficit público estructural pivota sobre tres elementos fundamentales interrelacionados: el marco institucional, las herramientas financieras y la voluntad.

Comenzando por el marco institucional, los avances en los últimos años han sido notables. El endurecimiento de las reglas fiscales en la Unión Europea y en España lo atestiguan. Para aproximarnos cuantitativamente, puede recurrirse al índice de reglas fiscales (FRI, en su acrónimo inglés) computado por la Comisión Europea

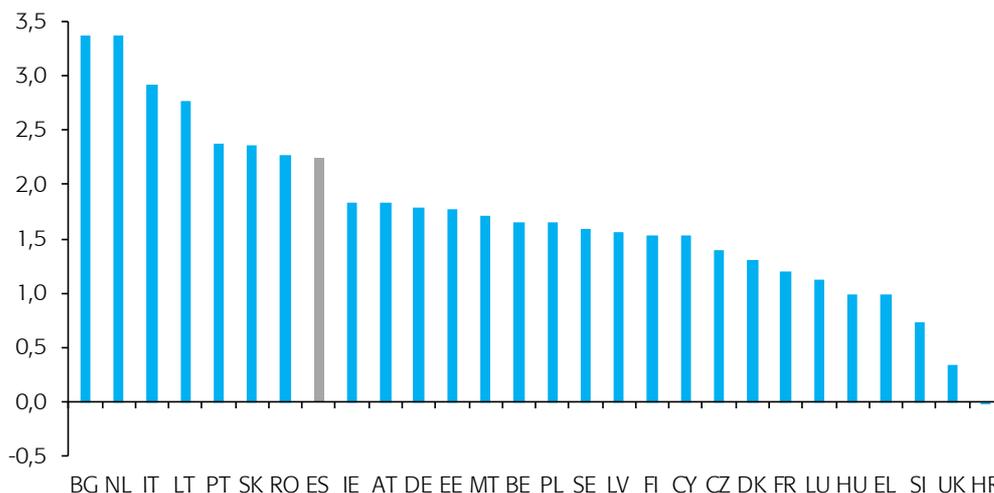
(2019b). Observando el conjunto del período 1995-2017, se aprecian saltos de nivel en España en 2002, derivados de la nueva normativa de estabilidad presupuestaria que se implementa a partir de ese momento, y el cuatrienio 2011-2014, de la mano de los cambios impulsados desde Bruselas. El gráfico 7 muestra que España se situó en 2017 en el octavo puesto entre los 28 países de la Unión Europea. Por tanto, es descartable que las reglas fiscales sean causa y solución primordial para el problema del déficit público<sup>5</sup>. Tampoco parece que exista una debilidad en lo que atañe al organismo supervisor de la aplicación de las reglas. La AIREF, que empieza a funcionar en 2014, ha logrado ya un desempeño notable y un funcionamiento evaluado externamente de forma muy positiva (von Trapp *et al.*, 2017).

<sup>4</sup> Desafortunadamente, no existen cálculos oficiales y actualizados sobre ambos problemas. No obstante, las diversas estimaciones disponibles sobre economía sumergida constatan que la economía sumergida en España se sitúa por encima de la media de los países de la OCDE (Lago Peñas, 2018). La evidencia empírica sobre el fraude fiscal apunta en la misma dirección, pero gravita casi exclusivamente sobre las propias estimaciones de economía sumergida, lo que da una visión parcial del fraude y exige mayor cautela en la interpretación de los resultados.

<sup>5</sup> No obstante, es verdad que existe cierto margen de mejora para que algunas medidas de corrección se apliquen de forma más rápida y automática y para lograr una mayor eficacia de la regla de gasto (Comisión Europea, 2019b).

Gráfico 7

## Valor del índice estandarizado de regla fiscal (FRI) de la Comisión Europea en 2017



Nota: Véase nota del cuadro 1.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Comisión Europea (2019b).

Sobre la herramienta, el camino parece claro. Una reforma tributaria a fondo, combinada con un cambio de paradigma en la evaluación de la rentabilidad social del gasto, permitiría mejorar la eficiencia, equidad y estabilidad de las cuentas públicas españolas. Existe un amplio consenso académico sobre estas reformas y cambios, sobre su necesidad y líneas maestras.

Por tanto, lo que realmente falla es el tercero y último de los pivotes apuntados: la voluntad. La sociedad española y sus representantes políticos orillan el desafío de forma recurrente. Es muy significativo que el déficit o el endeudamiento público no aparezcan entre los 54 problemas principales identificados en el cuestionario del Centro de Investigaciones Sociológicas. Solo el fraude fiscal se muestra tímidamente al final de la lista: un 0,4% de los españoles cree que es uno de los tres principales problemas que existen en España en febrero de 2019<sup>6</sup>. Además, los estudios demoscópicos disponibles muestran que cuando se les pregunta a los ciudadanos qué se debería hacer para reducir el déficit público, una amplia mayoría se declara contraria a reducir el gasto, pero también a elevar los impuestos (Calzada y del Pino, 2018).

Ante este panorama sociológico sorprende poco que el debate político no haga del control del déficit público uno de los ejes centrales de la política económica o que la coherencia programática o presupuestaria entre gastos e ingresos públicos sea una exigencia insoslayable. La sociedad española tiene todavía pendiente el reto de asumir que tiene un problema serio con los desequilibrios de sus cuentas públicas.

## Referencias

- AIREF. (2019a). *Informe sobre presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas en 2019. Informe 11/2019*. Disponible en [www.airef.es](http://www.airef.es)
- (2019b). *Observatorio de deuda. Abril*. Disponible en [www.airef.es](http://www.airef.es)
- BANCO DE ESPAÑA. (2019). Informe trimestral de la economía española. *Boletín Económico del Banco de España 1/2019*. Disponible en: [www.bde.es](http://www.bde.es)
- CALZADA, I. y DEL PINO, E. (2018). El peso de la opinión pública en las decisiones de ajuste del Estado de Bienestar: el caso de España entre 2008 y 2017. En

<sup>6</sup> [http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-rchivos/Indicadores/documentos\\_html/TresProblemas.html](http://www.cis.es/cis/export/sites/default/-rchivos/Indicadores/documentos_html/TresProblemas.html)

- F. CAMAS y G. UBASART (Eds.), *Manual del Estado de Bienestar y las políticas sociolaborales*. Barcelona: Huygens.
- COMISIÓN EUROPEA. (2014). Tax Expenditures in Direct Taxation in EU Members. *European Commission Occasional papers, 207*. Disponible en: <http://ec.europa.eu>
- (2018). *European Economic Forecast. Autumn 2018*. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- (2019a). *Country Report Spain 2019 SWD (2019) 1008 final*. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- (2019b). *Fiscal Rules Database*. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- EUROSTAT. (2019). *Government Finance Statistics*. Disponible en: <https://ec.europa.eu>
- FMI. (2019). *Fiscal Monitor 2019. Curbing Corruption*. Disponible en: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- FUNCAS. (2019). *Panel de previsiones de la economía española*. Disponible en: [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- LAGO PEÑAS, S. (Dir.). (2018) *Economía sumergida y fraude fiscal en España: ¿qué sabemos? ¿qué podemos hacer?* Madrid: Funcas. Disponible en: [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- (2019). Ajuste fiscal: se mantiene la incertidumbre. *Cuadernos de Información Económica, 268*. Disponible en: [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA. (MHFP). (2018). *Objetivos de estabilidad 2019-2021 y límite de gasto no financiero del estado para 2019*. Disponible en [www.hacienda.gob.es](http://www.hacienda.gob.es)
- (2019). *Actualización del programa de estabilidad 2019-2022. Reino de España*. Disponible en [www.hacienda.gob.es](http://www.hacienda.gob.es)
- OCDE. (2018). *Revenue Statistics 2018. Spain*. Disponible en : [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- VON TRAPP, L, NICOL, S., FONTAINE, P., LAGO PEÑAS, S. y SUYKER, W. (2017). *OECD Review of the Independent Authority for Fiscal Responsibility (AIReF)*. Paris: OCDE. Disponible en: [www.oecd.org](http://www.oecd.org)



# Efectos del impuesto de sociedades sobre la productividad empresarial: ¿qué sabemos a nivel microeconómico?

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

**La evidencia empírica muestra que las empresas más grandes son más productivas. El análisis empírico revela también que la eficacia de las políticas públicas orientadas a incrementar la productividad promoviendo únicamente un aumento del tamaño es limitada. En este contexto, este artículo ofrece una breve revisión sobre el posible papel que el impuesto de sociedades ejerce sobre el tamaño de las empresas y los niveles de productividad. Los resultados muestran que el impuesto tiene un efecto negativo sobre el crecimiento de la productividad total de los factores, con un impacto mayor sobre las empresas que operan en sectores más rentables. Además, la penalización es más intensa en términos relativos para las empresas más pequeñas, debido a sus menores niveles de intensidad tecnológica y productividad.**

## **Impuesto de sociedades y productividad: ¿qué medir?, ¿cómo medir?**

La productividad empresarial es una medida de eficiencia que relaciona la producción generada (como el producto [Q] o el valor añadido [VAB]) respecto de los recursos empleados (trabajo [L], capital [K] o ambos). Dependiendo de cómo se defina el numerador de dicha ratio esta-

remos ante medidas parciales o multifactoriales de productividad. La productividad del trabajo es una de las medidas parciales más utilizadas por su sencillez, resultando muy recurrente la comparación internacional de resultados en publicaciones de gran relevancia como el *Entrepreneurship at a Glance* de la OCDE a la que nos referiremos posteriormente. Alternativamente, una de las medidas más completas es la productividad total de los factores (PTF), también conocida

\* Universidad Rey Juan Carlos.

\*\* Universidad Complutense de Madrid.

como productividad residual o índice de progreso técnico. El concepto de PTF puede entenderse fácilmente tomando como referencia la conocida función Cobb-Douglas:

$$Q = AK^\alpha L^\beta \quad [1]$$

donde  $A$  es una variable (residual) no observable a la que Solow denomina productividad total de los factores. Despejando  $A$  obtenemos:

$$PTF = A = \frac{Q}{K^\alpha L^\beta} \quad [2]$$

Dicho cociente relaciona el *output* obtenido con los *inputs* empleados en la producción. Por tanto, mediante PTF podemos cuantificar el grado de eficiencia con el que los *inputs* son utilizados en la producción. Dicha eficiencia, que no es directamente observable, depende de factores como la organización empresarial, la formación de los empresarios, el entorno institucional y, naturalmente, la tecnología utilizada en la actividad productiva<sup>1</sup>.

Por construcción, incrementos en la PTF indican mejoras en el grado de eficiencia con el que los *inputs* están siendo utilizados. Por tanto, conocer el comportamiento y los determinantes de la PTF a lo largo del tiempo resulta esencial en el diseño de la política económica por dos razones esenciales. Primero, las diferencias observadas en los niveles de crecimiento y de renta per cápita entre países se explican en buena medida por diferentes niveles de productividad (Easterly y Levine, 2000). Segundo, es importante conocer qué factores afectan al crecimiento de la productividad, tales como el grado de innovación, el marco institucional o los impuestos para diseñar correctamente los instrumentos de política económica (Syverson, 2011).

Uno de los factores que afectan a la productividad, y por ende al crecimiento económico de

los países, es el impuesto de sociedades (Romer y Romer, 2007). Por ejemplo, Lee y Gordon (2005) han encontrado con datos agregados que una reducción de 10 puntos en el tipo estatutario del impuesto de sociedades incrementaría entre 1 y 2 puntos la tasa de crecimiento de los países. En este mismo sentido, Djankov *et al.* (2010) muestran que un incremento de un 10% en el tipo efectivo del impuesto de sociedades reduciría la ratio inversión/PIB dos puntos. El uso de este tipo de modelos macroeconómicos, aunque de una utilidad indiscutible, tiene algunas importantes limitaciones. Una de las más relevantes es que el tipo estatutario no tiene en cuenta el efecto global del impuesto. De hecho, deja a un lado otros elementos que resultan tanto o más importantes que el tipo estatutario, tanto en la cuantía total de impuestos pagados como en las decisiones de inversión. Entre estos elementos deben destacarse los diferentes métodos de amortización permitidos, la depreciación económica a la que se someten los activos o la existencia de deducciones por inversión. El enfoque microeconómico, alimentado con datos individuales de empresas, permite afinar este tipo de análisis teniendo en cuenta el efecto conjunto de todos esos elementos del impuesto sobre la productividad<sup>2</sup>.

Dadas las limitaciones referidas del tipo estatutario, la herramienta más adecuada para medir el impacto de los impuestos sobre la productividad son las llamadas medidas *looking-forward*. Estas medidas permiten analizar el impacto de los impuestos sobre la rentabilidad de los proyectos de inversión a lo largo de la vida de los activos. Es decir, desde que entran en funcionamiento hasta que dejan de estar operativos bien sea por razones de obsolescencia técnica o como consecuencia de su completa depreciación económica. En este grupo de herramientas *looking-forward* disponemos del coste de uso del capital (Hall y Jorgenson, 1967), del tipo marginal efectivo (King y Fullerton, 1984) y

<sup>1</sup> En este sentido, Bloom *et al.* (2019) han encontrado que la gestión empresarial supone más del 20% de la variación en la productividad, porcentaje similar o incluso mayor que el atribuible a la inversión en I+D, las tecnologías de la información y de la comunicación o el capital humano.

<sup>2</sup> El aumento tanto en el número como en la calidad de las bases de microdatos de empresas durante la última década ha sido un acicate para impulsar el análisis de la relación entre impuestos y productividad desde un punto de vista micro.

del tipo medio efectivo (Devereux y Griffith, 1998). Las expresiones e interpretación de cada una de estas tres medidas se recogen en el Apéndice.

## Impuestos de sociedades, tamaño y productividad: ¿existe alguna conexión?

La relación entre tamaño empresarial y productividad es un tema recurrente en el debate académico que en determinados momentos trasciende con intensidad al ámbito político y social. Como punto de partida, el cuadro 1 ofrece, a efectos ilustrativos, una comparación de la dimensión empresarial media existente en una selección de países de la Unión Europea a la que se ha añadido Japón y Estados Unidos. Asimismo, el cuadro 2 compara la aportación de tales dimensiones empresariales al VAB de sus respectivos países. Como se puede ver, más del 99% de las empresas son pymes (menos de 250 asalariados). Dentro de las pymes, el tamaño preponderante es la microempresa (menos de 10 asalariados) aunque su peso es mucho mayor en los países del sur de la Unión Europea (valores próximos al 95%) que en Estados Unidos (78,8%), Alemania (81,8%), Japón (86,1%), Austria (86,9%) o Reino Unido (90,0%). Un rasgo distintivo de estos últimos países es el mayor peso de las empresas pequeñas que tienen entre 10 y 49 asalariados —un 15,1% en el caso de Alemania frente al 4,7% de España—. El VAB que generan las pymes en sus respectivos países es claramente inferior al peso que ostentan en cuanto al número de empresas. Por ejemplo, en el caso de España, las pymes suponen el 99,8% de todas las empresas aunque su aportación al VAB es del 60,2%. Por su parte, las grandes empresas suponen menos del 1% del total, aunque su aportación al VAB oscila entre el 32,0% en Portugal y el 52,2% en Reino Unido —en España es del 39,1%—. La productividad es un factor clave para explicar las disparidades observadas entre el peso de las diferentes dimensiones empresariales y la aportación que realizan al VAB. No obstante, debe tenerse en cuenta que (i) la intensidad de esas diferencias difiere de modo

importante entre países (OCDE, 2014 y 2018) y (ii) son, además, más acusadas en el sector manufacturero que en el sector servicios.

---

*El impuesto de sociedades introduce una cuña entre las rentabilidades bruta y neta de los proyectos de inversión. Dicha cuña tiene efectos desincentivo en la decisión de invertir y asumir riesgos, a la vez que afecta a la cantidad de recursos financieros disponibles mediante financiación propia.*

---

La evidencia disponible muestra que el tamaño importa en términos de productividad (OCDE, 2014). Esta regularidad empírica podría llevarnos a inferir que el incremento en el tamaño medio de las empresas es un genuino objetivo intermedio de política económica como trampolín para incrementar la productividad de sus economías. Un argumento de esta naturaleza debe ser convenientemente matizado. Primero, porque aumentar el tamaño sin más, por ejemplo a través de la política fiscal, no implica una alteración de cuestiones clave en el crecimiento de la productividad como la cultura empresarial, la innovación o la internacionalización (Huergo y Jaumandreu, 2004; Huerta y Salas, 2018). Segundo, la evidencia muestra que los *shocks* en productividad llevan a incrementos en el tamaño, pero lo contrario parece no cumplirse. Es decir, un *shock* en el tamaño impulsado por una determinada política pública podría no generar incrementos en la productividad, al menos en el corto plazo (Moral-Benito, 2018). En resumen, debemos ser cautelosos con la implementación de políticas públicas orientadas a incrementar el tamaño empresarial como única vía para conseguir aumentos en la productividad.

Llegados a este punto nos preguntamos si el impuesto de sociedades tiene algún papel en las diferencias de productividad observadas por tamaño. La respuesta es que sí a través de dos canales que tienen como punto de referencia la inversión empresarial. Tales canales son (i) la disponibilidad y coste de la financiación necesari-

Cuadro 1

### Distribución del número de empresas según su dimensión (selección de países de la Unión Europea, más Japón y Estados Unidos)

	Pymes					Grandes >250 Asalariados
	1-9 Asalariados	10-19 Asalariados	20-49 Asalariados	50-249 Asalariados	Total pymes	
	Micro	Pequeñas	Medianas			
Alemania	81,88	10,14	5,04	2,46	99,52	0,48
Austria	86,96	7,24	3,81	1,65	99,66	0,34
Dinamarca	88,77	5,63	3,59	1,71	99,68	0,30
España	94,58	3,1	1,63	0,57	99,88	0,12
Francia	95,07	2,58	1,56	0,65	99,86	0,14
Holanda	95,54	2,2	1,37	0,75	99,86	0,14
Italia	94,78	3,31	1,29	0,53	99,91	0,09
Portugal	95,23	2,63	1,42	0,63	99,9	0,1
Reino Unido	90,08	5,5	2,81	1,32	99,67	0,29
Suecia	94,52	2,86	1,69	0,78	99,86	0,15
Estados Unidos	78,82	10,43	6,95	3,18	99,38	0,62
Japón	86,19	6,87	4,34	2,24	99,63	0,37

Fuente: OCDE (2018).

Cuadro 2

### Distribución del valor añadido generado (selección de países de la Unión Europea)

(Porcentaje del PIB)

	Pymes					Grandes >250 Asalariados
	1-9 Asalariados	10-19 Asalariados	20-49 Asalariados	50-249 Asalariados	Total pymes	
	Micro	Pequeñas	Medianas			
Alemania	15,61	8,42	10,64	20,28	54,95	45,06
Austria	19,70	8,48	12,11	21,31	61,6	38,40
Dinamarca	19,72	7,41	11,73	21,55	60,41	39,60
España	24,04	8,23	10,95	17,66	60,88	39,12
Francia	22,97	6,98	10,03	15,46	55,44	44,56
Holanda	21,17	6,73	11,04	23,69	62,63	37,37
Italia	27,81	10,42	11,17	17,90	67,3	32,70
Portugal	24,14	9,11	12,62	22,12	67,99	32,01
Reino Unido	19,30	6,12	7,69	14,69	47,8	52,20
Suecia	21,76	7,62	11,43	19,72	60,53	39,47

Fuente: OCDE (2018).

ria para acometer proyectos de inversión y (ii) los efectos incentivo a asumir proyectos de inversión debido a su impacto sobre la rentabilidad. Como es sabido, el impuesto de sociedades introduce una cuña entre las rentabilidades bruta y neta de impuestos de los proyectos de inversión. El tamaño de dicha cuña tiene efectos desincentivo en la decisión de invertir y asumir riesgos (Federici y Parisi, 2015). Asimismo, la cuña y su tamaño afectan también a la cantidad de recursos financieros disponibles mediante financiación propia. Este canal es clave para empresas que se enfrentan a situaciones de restricciones financieras donde la inversión está ligada al beneficio neto (entre otros, ver Whited, 1992), derivando en una planificación de la inversión con un marcado carácter procíclico (Jiménez, Moral-Benito y Vegas, 2018). Este problema es especialmente relevante para las empresas más pequeñas debido a que tienen una probabilidad más alta de enfrentarse a restricciones financieras (Oliveira y Fortunato, 2006; Aghion, Fally y Scarpetta, 2007; Wehinger, 2013).

---

*Desde un punto de vista teórico, los umbrales en el impuesto sobre sociedades son un mecanismo para favorecer la supervivencia de las pymes en el corto plazo y su crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, los umbrales pueden generar desincentivos a las empresas a seguir creciendo.*

---

El problema de las restricciones financieras es uno de los argumentos utilizados en el diseño del impuesto de sociedades para introducir umbrales de tributación. Los umbrales son regímenes especiales donde las empresas de menor dimensión (determinada ésta en función de características como la cifra de negocios, el número de asalariados o el tamaño de los activos) soportan un tratamiento fiscal más favorable, esencialmente con tipos estatutarios más reducidos que el resto de empresas. Los umbrales han tenido cierta tradición en la Unión Europea en países como Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Reino Unido, España, Letonia o Lituania (Comisión Europea, 2012). Desde un punto de

vista teórico, los umbrales son un mecanismo de protección de las empresas más pequeñas frente a las grandes para favorecer su supervivencia en el corto plazo y el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, la evidencia muestra que tales umbrales generan desincentivos a las empresas a seguir creciendo. El motivo es que el umbral podría forzar a las empresas a mantenerse por debajo del mismo simplemente para evitar soportar tipos de gravamen más elevados aún a costa de comprometer su futuro (Guner, Ventura y Xu, 2018; Tsuruta, 2018). En otras palabras, lejos de proteger a las empresas pequeñas, los umbrales pueden ser un lastre para estas en el medio-largo plazo. Con esta evidencia, algunos países como España han optado por eliminar tales umbrales de tributación equiparando la fiscalidad de todas las empresas. Así, desde 2016, el tipo general del impuesto es del 25% eliminándose los tipos reducidos que tradicionalmente se venían aplicando a las empresas de reducida dimensión (<10 millones de euros de importe neto en la cifra de negocios)<sup>3</sup>.

## **Impuesto de sociedades, productividad total de los factores y tamaño empresarial: ¿qué dice la evidencia a nivel microeconómico?**

A nivel macroeconómico, existe evidencia de una relación negativa entre impuestos y productividad. Los datos agregados no permiten, sin embargo, analizar en detalle si cuestiones relevantes como el tamaño o la antigüedad de las empresas son relevantes en esas relaciones o si el impuesto de sociedades tiene un efecto más negativo sobre la PTF de empresas que se están acercando o alejando de la frontera tecnológica. De este enfoque microeconómico, que tiene explícitamente en cuenta la heterogeneidad empresarial, se pueden extraer implicaciones para un diseño óptimo del impuesto de sociedades en cuestiones como exenciones o tipos reducidos. La evidencia a nivel microeconómico es, no obstante muy escasa. Hasta donde conocemos, disponemos de los artículos de Schwellnus y Arnold (2008), Arnold *et al.*

<sup>3</sup> Con algunas excepciones como las empresas de nueva creación.

(2011) y Gemmel *et al.* (2018)) para países de la OCDE. Asimismo, disponemos del reciente trabajo de Romero-Jordán, Sanz-Labrador y Sanz-Sanz (2019) para el caso español.

## Resultados con bases de microdatos de la OCDE

Schwellnus y Arnold (2008) analizan el papel del impuesto de sociedades sobre la productividad y la inversión para una muestra de empresas de países de la OCDE para el período 1996 a 2004 extraídas de la base de datos Amadeus —excluidas las empresas de Europa del Este. Los resultados muestran que el impuesto de sociedades afecta negativamente a todas las empresas, con independencia de su tamaño o antigüedad —la única excepción son las pequeñas y de nueva creación debido a su baja rentabilidad. Al margen del tamaño, el impuesto penaliza más intensamente a las empresas que se encuentran próximas a la frontera tecnológica incluso en sectores donde la rentabilidad es baja. Estos resultados indican que el efecto del impuesto de sociedades sobre la PTF se canaliza a través de una reducción en la inversión ya que en el largo plazo la elasticidad de la inversión respecto del coste de uso del capital es de -0,7. En un trabajo posterior, Arnold *et al.* (2011) utilizan una muestra de empresas de 13 países de la OCDE para el período 1981 a 2001. Estos autores encuentran también una relación negativa entre el tipo efectivo de Devereux-Griffith y la PTF. Este resultado indica que la reducción en la rentabilidad económica de los proyectos tiene efectos negativos sobre la productividad. Los autores constatan que esta conexión se produce generando desincentivos a la inversión empresarial. Concretamente, los resultados encontrados muestran que un incremento en el coste de uso del capital tiene efectos sobre las decisiones de inversión, siendo este efecto mayor en las empresas más rentables con independencia de su tamaño. En este sentido, encuentran mediante una simulación que disminuir el tipo estatutario en 5 puntos reduciría el coste de uso del capital un 2,8%. Gemmel *et al.* (2018) utilizan una muestra de empresas de 11 países de la OCDE para el período 1995 a 2005. Los resultados muestran, en primer lugar, que el impuesto de sociedades ralentiza el crecimiento de la productividad. Por otra

parte, el impuesto afecta de forma diferente a la decisión de invertir de empresas grandes y pequeñas. El motivo es que las empresas pequeñas están financieramente restringidas y son más sensibles a los tipos estatutarios, afectando tanto a la planificación temporal de la inversión como al tipo de activos en los que se invierte.

## Evidencia para España

Para el caso español existe una literatura reciente donde se analiza la productividad total de los factores desde diferentes ópticas (Fu y Moral-Benito, 2018; Jiménez, Moral-Benito y Vegas, 2018; Moral-Benito, 2018). Sin embargo, hasta donde conocemos, Romero-Jordán, Sanz-Labrador y Sanz-Sanz (2019) es el único trabajo que analiza el impacto del impuesto de sociedades sobre la productividad con un enfoque microeconómico. Dicho trabajo emplea los microdatos de la *Encuesta de Estrategias Empresariales* referidos al período 1990 a 2010. Siguiendo la metodología de Gemmel *et al.* (2018), el trabajo empírico se realiza en dos etapas. En la primera etapa se estima la PTF para cada una de las empresas de la muestra. En la segunda, se estudia el papel del impuesto de sociedades sobre el crecimiento de la PTF. El trabajo presta atención a la dimensión empresarial distinguiendo el comportamiento de las empresas más pequeñas (con menos de 20 asalariados) del resto. Asimismo, se tienen en cuenta las diferencias de intensidad tecnológica de acuerdo a la clasificación que el Instituto Nacional de Estadística realiza de los diferentes sectores industriales en España.

---

*El impuesto de sociedades tiene un efecto negativo sobre el crecimiento de la PTF que es más intenso en el caso de empresas que operan en sectores más rentables, sean estas pequeñas o grandes. No obstante, la penalización es más intensa para las pequeñas, debido a sus menores niveles de intensidad tecnológica y productividad.*

---

Para cada uno de los 20 sectores analizados, el cuadro 3 muestra el crecimiento medio de la

Cuadro 3

**Crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) por sectores**

<i>Sector</i>	<i>Intensidad tecnológica</i>	<i>% de empresas con &lt; 20 asalariados</i>	<i>Media de crecimiento de la PTF (%)</i>
Manufacturas de madera	Baja	40,4	0,91
Otras manufacturas	Baja	36,8	0,9
Productos de cuero	Baja	35,9	1,56
Imprenta	Baja	33,9	0,25
Textil	Baja	33,9	0,51
Manufacturas del mueble	Baja	32,7	0,16
Tabaco	Baja	25,7	0,94
Alimentación	Baja	19,3	0,62
Bebidas	Baja	18,3	0,61
Industria del papel	Baja	17,4	1,07
Promedio de sectores con intensidad tecnológica baja	29,43	0,75	
Industria básica del metal	Media	30,1	0,73
Plástico	Media	22,6	0,4
Minerales no metálicos	Media	22,4	0,25
Metales, excepto maquinaria y equipo	Media	22	0,59
Promedio de sectores con intensidad tecnológica media	24,27	0,49	
Maquinaria y equipo eléctrico	Alta	19,1	1,16
Computación, electrónica y óptica	Alta	16,2	0,7
Química y farmacéutica	Alta	13	1,79
Otros equipos de transporte	Media-alta	10,8	1
Maquinaria agrícola	Media-alta	8,8	1,47
Equipos de transporte	Media-alta	6,6	1,07
Promedio de sectores con intensidad tecnológica media-alta y alta		12,41	1,19

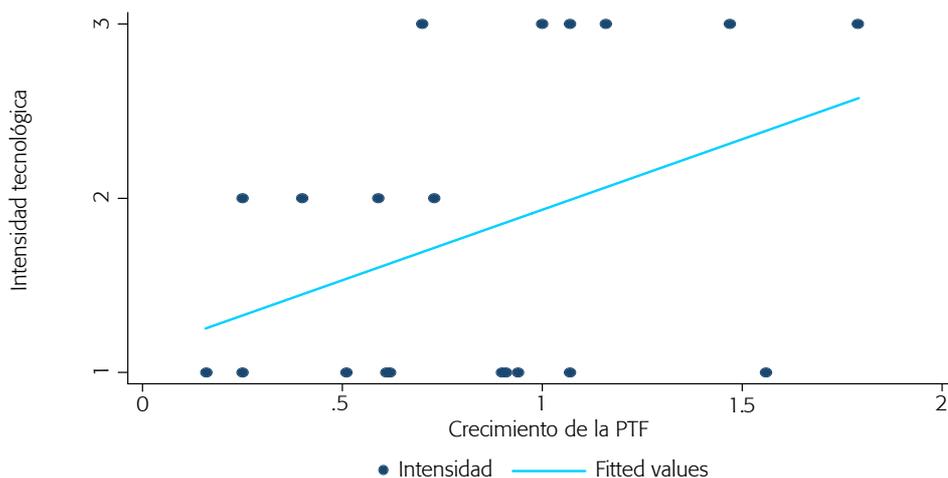
Fuente: Romero-Jordán, Sanz-Labrador y Sanz-Sanz (2019).

PTF así como el porcentaje de empresas pequeñas existente en cada uno de dichos sectores. Los resultados reflejan una eleva dispersión en los valores de esas dos variables. Así, el porcentaje medio de empresas pequeñas oscila entre el 6,6% y el 40,4%, mientras que el crecimiento de la PTF oscila entre 0,16% y 1,79%. En media, los sectores con menor intensidad tecnológica tienen una mayor proporción de empresas pequeñas, en tanto que los sectores con mayor proporción

de empresas pequeñas presentan tasas de crecimiento de la PTF más reducidas. El sentido de la correlación entre esas tres variables –intensidad tecnológica, peso de las empresas pequeñas y crecimiento de la PTF– puede verse con claridad en los gráficos 1 y 2. A efectos ilustrativos, el sector de manufacturas de madera, cuya intensidad tecnológica es baja, tiene un 40,4% de empresas pequeñas frente al 13,0 % del sector químico y farmacéutico que es de alta tecnología. Adicional-

Gráfico 1

## Crecimiento de la PTF e intensidad tecnológica



Fuente: Romero-Jordán, Sanz-Labrador y Sanz-Sanz (2019) y elaboración propia.

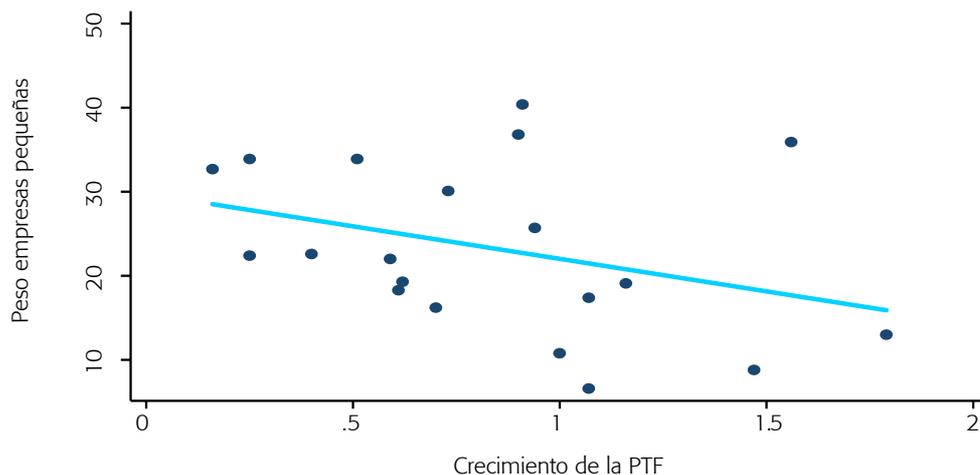
mente, el sector de manufacturas de madera presenta un crecimiento medio de la PTF del 0,91% frente al 1,79% del sector químico y farmacéutico.

del impuesto de sociedades sobre dicha variable empleando tanto el coste de uso como los tipos efectivos descritos en el Apéndice. Los resultados muestran que el impuesto de sociedades tiene un efecto negativo sobre el crecimiento de la PTF con independencia de que se emplee en las regresiones el coste de uso o los tipos efectivos.

Una vez estimadas las tasas de crecimiento de la PTF, Romero-Jordán, Sanz-Labrador y Sanz-Sanz (2019) analizan en una segunda etapa el impacto

Gráfico 2

## Crecimiento de la PTF y peso de empresas pequeñas por sector



Fuente: Romero-Jordán, Sanz-Labrador y Sanz-Sanz (2019) y elaboración propia.

Este impacto es, no obstante, más intenso en el caso de empresas que operan en sectores más rentables, confirmando que el impuesto de sociedades penaliza el crecimiento en la PTF de tales empresas, sean éstas pequeñas o grandes. No obstante, los resultados muestran que el efecto de penalización del impuesto sobre el crecimiento de la PTF es más intenso en términos relativos para las empresas más pequeñas debido a sus menores niveles de intensidad tecnológica y productividad. Por tanto, el impuesto de sociedades estaría contribuyendo a mantener las diferencias con las empresas líderes en términos de productividad. Los autores concluyen que el impuesto afecta negativamente a las empresas tanto en la decisión de invertir (margen extensivo) como en el tamaño de la inversión (margen intensivo).

## Conclusiones

La escasa evidencia disponible a nivel microeconómico muestra que el impuesto penaliza el crecimiento de la productividad. Dicho obstáculo es más intenso en las empresas pequeñas como consecuencia de las restricciones financieras a las que se enfrentan condicionando tanto la planificación temporal de la inversión como la tipología de activos en los que invierten. El impuesto supone una traba para que las empresas se aproximen a las líderes de sus sectores en términos de productividad (las más próximas a la frontera tecnológica) con independencia de cuales sean las dimensiones empresariales siendo un factor clave el efecto negativo del impuesto de sociedades sobre la inversión.

## Referencias

- AGHION, P., FALLY, T. y SCARPETTA, S. (2007). Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post Entry Growth of Firms: Theory and Evidence. *Economic Policy*, 22, pp. 731-779.
- ARNOLD, J. T., BRYNS, B., HEADY, C., JOHANSSON, A., SCHWELLNUS, C. y VARTIA, L. (2011). Tax Policy for Economic Recovery and Growth. *Economic Journal*, 121, pp. 59-80.
- BLOOM, N., BRYNJOLFSSON, E., FOSTER, L., JARMIN, R., PATNAIK, M., SAPORTA-EKSTEN, I. y VAN REENEN, J. (2019). What Drives Differences in Management Practices? *American Economic Review*, 109, pp. 1648-1683.
- CASSIMAN, B., GOLOVKO, E. y MARTÍNEZ-ROS, E. (2010). Innovation, exports and productivity. *International Journal of Industrial Organization*, 4, pp. 372-376.
- COMISIÓN EUROPEA. (2012). Tax Reforms in EU Member States: Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal Sustainability, 2012 Report. Luxembourg: Office of Official Publications of the European Communities.
- DEVEREUX, M. P. y GRIFFITH, R. (1998), Taxes and the location of production: Evidence from a Panel of US Multinationals, *Journal of Public Economics*, 68, pp. 335-367.
- DJANKOV, S., GANSER, T., MCLIESH, C., RAMALHO, R. y SHLEIFER, A. (2010). The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3, pp. 31-64.
- EASTERLY, W. y LEVINE, R. (2000). *It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models*. Washington D. C.: World Bank.
- FEDERICI, D. y PARISI, V. (2015). Do corporate taxes reduce investments? Evidence from Italian firm-level panel data. *Cogent Economics & Finance*, 3.
- FU, C. y MORAL-BENITO, E. (2018). The evolution of spanish total factor productivity since the global financial crisis. *Documentos Ocasionales*, 1808. Banco de España.
- HALL, R. E. y JORGENSON, D. W. (1967). Tax Policy and Investment Behavior. *American Economic Review*, 57(3), pp. 391-414.
- GEMMELL, N., KNELLER, K., MCGOWAN, D., SANZ, I. y SANZ-SANZ, J. F. (2018). Corporate taxation and productivity catch-up: evidence from European firms. *Scandinavian Journal of Economics*, 120, pp. 372-399.
- GUNER, N., VENTURA, G. y XU, Y. (2008). Macroeconomic implications of size-dependent policies. *Review of Economics Dynamics*, 11, pp. 721-744.
- HUERGO, E. y JAUMANDREU, J. (2004). Firms' age, process innovation and productivity growth. *International Journal of Industrial Organization*, 22(4), pp. 541-559.

- HUERTA, E. y SALAS, V. (2018). Productividad y tamaño de las empresas: ¿Dónde están las palancas para el cambio? En E. HUERTA y M. J. MORAL (edit.), *Innovación y Competitividad: desafíos para la industria española*, (pp. 425-462). Madrid: Funcas.
- JIMÉNEZ, G., MORAL-BENITO, E., VEGAS, R. (2018). Bank Lending Standards Over the Cycle: The Role of Firms' Productivity and Credit Risk. *Working Paper No. 1811*. Banco de España.
- KING, M. y FULLERTON, D. (1984). *The taxation of income from capital*. The University of Chicago Press.
- LEE, Y. y GORDON, R. (2005). Tax Structure and Economic Growth. *Journal of Public Economics*, 89, pp. 1027–1043
- MORAL-BENITO, E. (2018). Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus. *SERIEs*, 9, pp. 65-90.
- OCDE. (2014). *Economic Surveys, Spain*. Septiembre. París: OECD.
- (2018). *Entrepreneurship at a Glance 2018 - Highlights*. París: OECD.
- OLIVEIRA, B. y FORTUNATO, A. (2006). Firm growth and liquidity constraints: A dynamic analysis. *Small Business Economics*, 17, pp. 139-156.
- ROMER, CH., ROMER, D. (2007). The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks. *NBER Working Paper Series*, 13264.
- ROMERO-JORDÁN, D., SANZ-LABRADOR, I. y SANZ-SANZ, J. F. (2019). Is the corporation tax a barrier to productivity growth? *Small Business Economics*, en prensa. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-019-00136-x>
- SANZ-SANZ, J. F., ROMERO-JORDÁN, D. y BARRUSO, B. (2011). *Imposición efectiva sobre las rentas del capital corporativo: medición e interpretación. El impuesto de sociedades en España y en los países de la Unión Europea en el cambio de milenio*. Estudios de la Fundación, número 52. Funcas.
- SCHWELLNUS, C. y ARNOLD, J. (2008). Do Corporate Taxes Reduce Productivity and Investment at the Firm Level?: Cross-Country Evidence from the Amadeus Dataset, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 641. OECD Publishing.
- SYVERSON, C. (2011). What Determines Productivity? *Journal of Economic Literature*, 49, pp. 326–365.
- TSURUTA, D. (2018). SME policies as a barrier to growth of SMEs. *Small Business Economics*, en prensa.
- WHEINGER, G. (2013). SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature. *OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2*.
- WHITED, T. M. (1992). Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data. *Journal of Finance*, 47, pp. 1425–1460.

## Apéndice

El coste de uso del capital se define como:

$$\rho = \frac{1-A}{1-t} (d+\delta-\pi)-\delta \quad [A1]$$

siendo  $A$  el ahorro fiscal por desgravaciones fiscales,  $t$  es el tipo estatutario del impuesto,  $d$  es la tasa de descuento,  $\pi$  es la inflación y  $\delta$  es la depreciación económica. El coste de uso se corresponde con el precio sombra de los servicios de capital empleados por la empresa. En otras palabras, expresa el valor que tiene para el inversor utilizar los bienes de capital en el proceso productivo (Sanz, Romero y Barruso, 2011). Una interpretación alternativa que suele darse al coste de uso se corresponde con el rendimiento financiero bruto exigible a los activos utilizados en el proceso productivo para que la inversión en dichos activos sea rentable.

El tipo marginal efectivo de King-Fullerton se define como:

$$TMgE = \frac{\rho-S}{\rho} \quad [A2]$$

siendo  $s$  la rentabilidad neta de impuestos que recibe el financiador de la inversión. De este modo, el numerador mide el total de impuesto soportados por cada euro de inversión. El tipo marginal efectivo mide por tanto, el porcentaje de carga fiscal soportada por cada euro de inversión en un determinado activo.

El tipo medio efectivo de Devereux-Griffith se define como:

$$TMeE = \frac{R^*-R}{R^*} \quad [A3]$$

siendo  $R^*$  el valor presente de la renta económica obtenida antes de impuestos y  $R$  la renta económica después de impuestos.  $TMgE$  y  $TMeE$  son dos medidas aparentemente muy parecidas. La diferencia esencial entre ambas es que  $TMgE$  sirve para discriminar los proyectos que económicamente son viables de los que no lo son. En cambio, el tipo medio efectivo identifica, para una determinada rentabilidad financiera antes de impuestos dada, la magnitud de la renta económica generada (Sanz-Sanz, Romero-Jordán y Barruso, 2011).



# Previsiones económicas para España 2019-2021

Raymond Torres y María Jesús Fernández\*

**La economía española creció a una tasa interanual del 2,4% en el primer trimestre de 2019, superando ligeramente las previsiones existentes a comienzos de año. Dicha aceleración procedió en su totalidad de la inversión en bienes de equipo, mientras que el consumo privado moderó levemente su ritmo de crecimiento. Bajo el supuesto de una leve recuperación de la economía mundial, las proyecciones sitúan en un 2,2% el crecimiento durante el conjunto del año 2019, con una suave desaceleración en 2020 y 2021, hasta un 1,8% en ambos casos. En estas condiciones, se crearían cerca de 930.000 empleos en el próximo trienio, lo que permitiría una reducción de la tasa de paro hasta el 11,4% en 2021. Los mayores riesgos provienen del exterior, destacando entre ellos las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, y la probable entrada de la industria europea en una fase de reestructuración más profunda de lo anticipado.**

## Evolución reciente de la economía española

Los resultados provisionales de *Contabilidad Nacional Trimestral* correspondientes al primer trimestre de 2019 han arrojado un crecimiento del PIB del 0,7% con respecto al trimestre ante-

rior, lo que supone una ligera aceleración con respecto a las tasas observadas a lo largo de 2018. En términos interanuales el crecimiento fue del 2,4%, una décima porcentual superior a la del trimestre precedente. El resultado ha sido mejor de lo previsto al inicio del año, aunque la positiva evolución de los indicadores económicos cono-

\* Funcas.

cidos a lo largo de estos meses ya anticipaba un buen dato (gráfico 1).

*Las cifras provisionales de Contabilidad Nacional Trimestral apuntan a una recuperación del sector industrial durante el primer trimestre de 2019, tras las caídas sufridas en los dos trimestres anteriores. Los servicios mantuvieron estable su ritmo de crecimiento. El mayor ascenso se observó en la construcción.*

La demanda nacional aportó 0,5 puntos porcentuales –frente a 0,3 en el trimestre anterior– mientras que el sector exterior contribuyó con 0,2 puntos porcentuales (gráfico 2). La aceleración de la demanda nacional procedió en su totalidad de la inversión en equipo, que se recuperó de las caídas sufridas en los trimestres anteriores. El consumo privado moderó ligeramente su ritmo de crecimiento, aunque en términos nominales la ralentización fue más acusada, debido a que su deflactor fue negativo. Es decir, pese al efecto favorable derivado de un descenso en el nivel de precios, el consumo

privado se moderó en términos reales. El consumo público, por su parte, mantuvo estable su crecimiento, y la inversión en construcción de viviendas conservó un buen tono. En cualquier caso, pese al repunte del primer trimestre, la tendencia de la demanda nacional es de suave desaceleración.

Con respecto al sector exterior, la aportación positiva fue consecuencia de una caída de las importaciones mayor que la de las exportaciones. Estas últimas mantienen un tono de debilidad, derivado del moderado crecimiento de la economía europea, y en línea con el comportamiento del comercio internacional.

Desde la perspectiva sectorial, las cifras provisionales de *Contabilidad Nacional Trimestral* apuntan a una recuperación del sector industrial tras las caídas sufridas en los dos trimestres anteriores. Los servicios mantuvieron estable su ritmo de crecimiento. El mayor ascenso se observó en la construcción.

El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, creció también de forma muy dinámica, ligeramente por encima del

Gráfico 1

## PIB

(Tasas de crecimiento interanuales, en porcentaje)

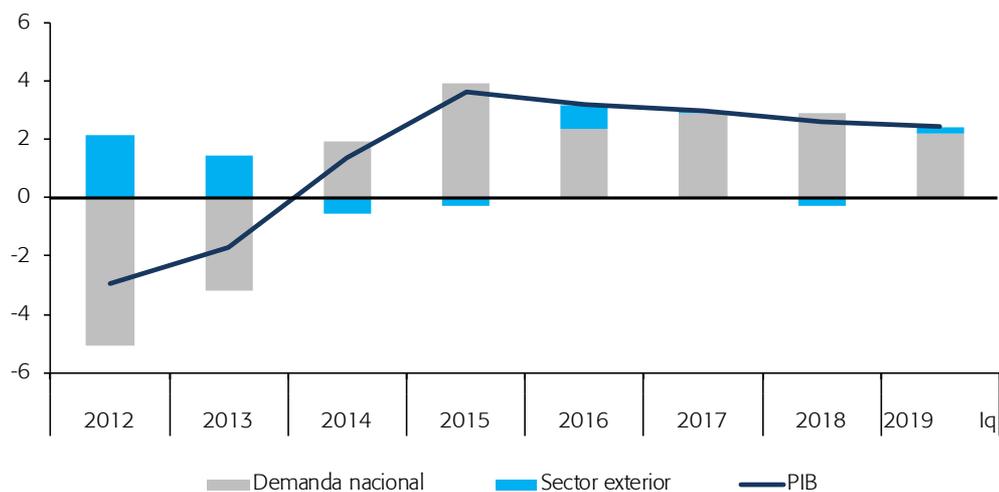


Fuente: INE.

Gráfico 2

**Contribución al crecimiento del PIB**

(Puntos porcentuales y tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: INE.

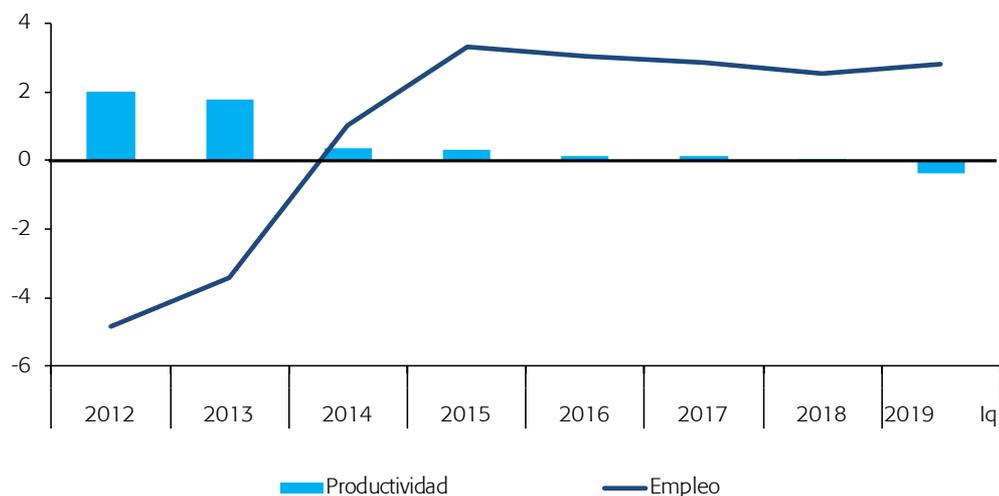
crecimiento del PIB, lo que ha supuesto que la evolución de la productividad continuase en tasas negativas (gráfico 3), si bien concretamente en el sector manufacturero el crecimiento de esta variable fue positivo. En comparación con el mismo

trimestre del año anterior, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó en 510.000. La remuneración media por ocupado se aceleró, debido fundamentalmente a los aumentos salariales de los empleados de

Gráfico 3

**Empleo y productividad**

(Tasas de crecimiento interanuales, en porcentaje)



Fuente: INE.

las administraciones públicas. Como resultado de todo ello, los costes laborales unitarios del conjunto de la economía se aceleraron hasta un 1,7% interanual, tasa que, desde el final de la etapa expansiva anterior solo fue superada en un trimestre —el cuarto de 2013—. No obstante, en la industria manufacturera los costes laborales unitarios descendieron.

Conforme a la *Encuesta de Población Activa*, la población en edad de trabajar siguió creciendo en el primer trimestre del año, debido al fuerte aumento en la llegada de extranjeros. Como consecuencia de ello, la población activa, que en 2018 creció por primera vez después de cinco años de retrocesos, ha continuado aumentando en el primer trimestre. La tasa de desempleo se situó en el 14,7%, dos puntos porcentuales menos que en el mismo periodo del año anterior (gráfico 4).

Los precios han mantenido un tono de contención a lo largo de la primera parte del año. La tasa general de inflación fue del 1,1% en el conjunto del primer trimestre, mientras que la inflación subyacente fue del 0,7% (gráfico 5). En términos

armonizados, ambas tasas fueron inferiores a la media de la eurozona.

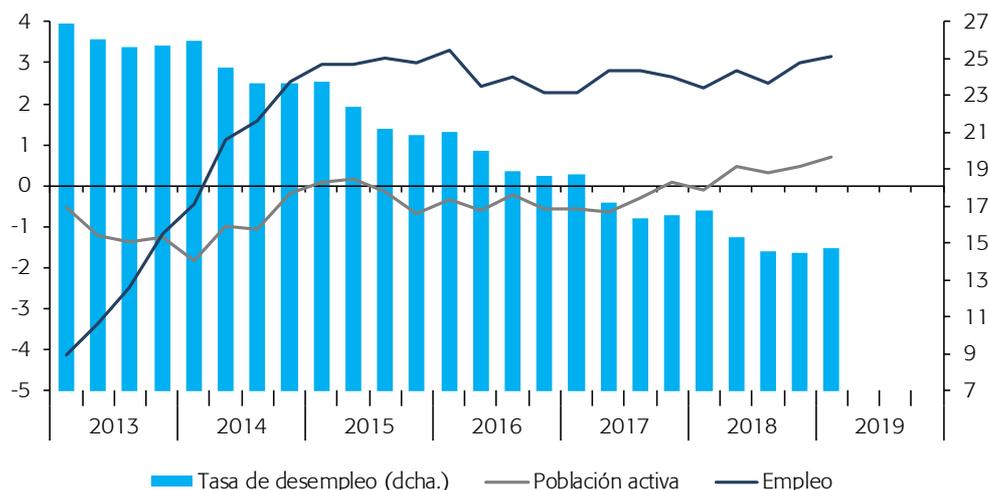
*El saldo de la balanza por cuenta corriente hasta febrero fue de -4.200 millones de euros, frente a -2.300 en el mismo periodo del año anterior. El empeoramiento obedeció fundamentalmente al deterioro del saldo de la balanza comercial, que registró un déficit en dicho periodo por primera vez desde 2010.*

Con respecto al inicio del segundo trimestre, los escasos indicadores disponibles han sufrido, en general, un deterioro en comparación con la media del primer trimestre. Así, aunque el índice de gerentes de compras (PMI) de manufacturas de abril experimentó un modesto avance, el de servicios sufrió un acusado deterioro, al igual que el índice de sentimiento económico. También los indicadores de confianza han empeorado. Sin embargo, la creación de empleo ha conservado su fortaleza, según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, que recogen un crecimiento en abril muy similar al

Gráfico 4

**Mercado de trabajo (EPA)**

(Tasas de crecimiento interanuales y porcentaje sobre la población activa)

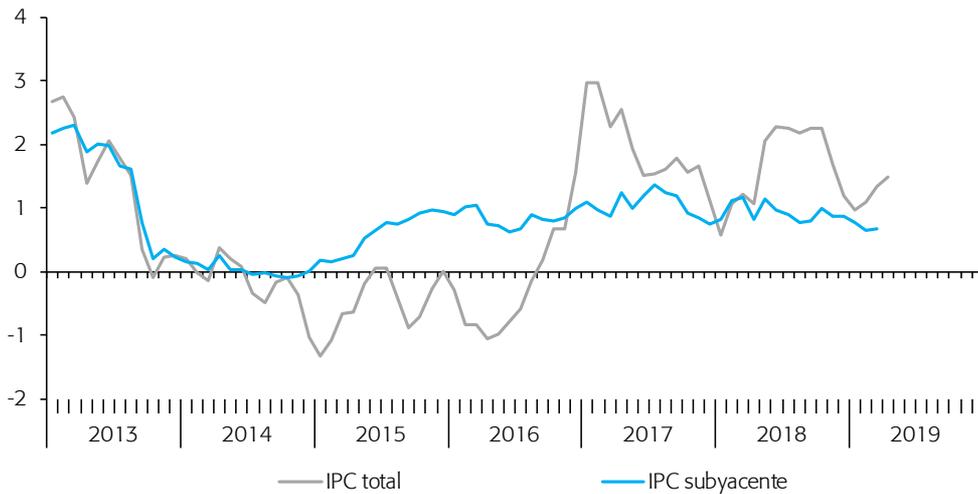


Fuente: INE.

Gráfico 5

**Índice de precios de consumo**

(Tasas de crecimiento interanuales, en porcentaje)



Fuente: INE.

ya intenso registrado en marzo, sin señales, por el momento, de desaceleración.

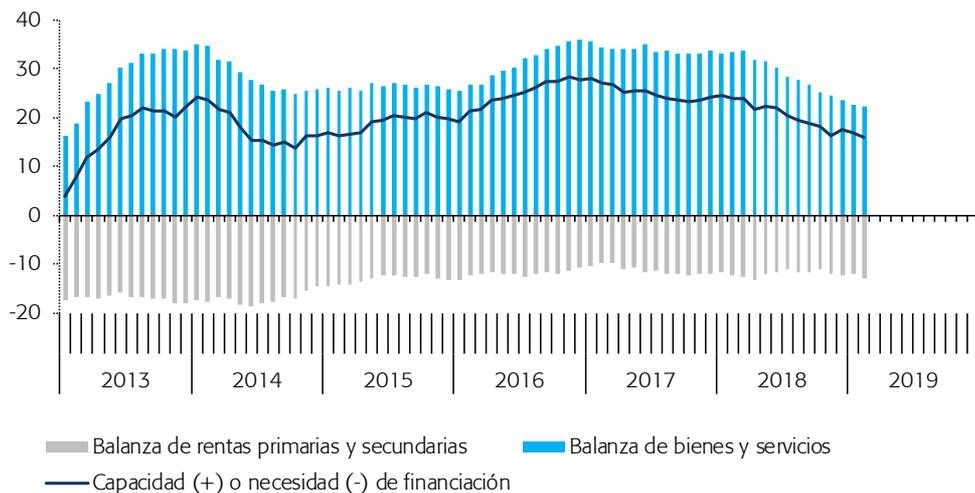
El déficit público en enero y febrero –para el conjunto de las administraciones públicas excluyendo las corporaciones locales– aumentó en

1.500 millones de euros en comparación con el mismo periodo del año anterior, como consecuencia de un incremento de los ingresos inferior al de los gastos. El deterioro procedió de la Administración central y de la Seguridad Social. Por el lado de los gastos destacó el crecimiento de

Gráfico 6

**Balanza de pagos**

(Miles de millones de euros, suma móvil de 12 meses)



Fuente: Banco de España.

las remuneraciones salariales, derivado del incremento de los salarios públicos, y de las prestaciones sociales, por el aumento de las pensiones, así como el incremento de los pagos a la Unión Europea. Por el lado de los ingresos, las cotizaciones sociales aumentaron con intensidad debido al incremento de las bases de cotización, mientras que los impuestos sobre la renta han reducido su recaudación, si bien su evolución en los primeros meses del año es poco significativa.

Finalmente, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente hasta febrero fue de -4.200 millones de euros, frente a -2.300 en el mismo periodo del año anterior. El empeoramiento obedeció fundamentalmente al deterioro del saldo de la balanza comercial, que registró un déficit en dicho periodo por primera vez desde 2010 (gráfico 6).

## Previsiones 2019-2021

Las previsiones se han realizado bajo el supuesto de una leve recuperación de la economía mundial en línea con las últimas proyecciones de los principales organismos internacionales, y después del fuerte deterioro registrado desde el año pasado. La mejora reflejaría una recuperación del comercio internacional, fruto de la reactivación de la economía china y de una posible relajación de las tensiones comerciales, como anticipan tanto el Fondo Monetario Internacional (FMI) como la Organización Mundial del Comercio (OMC). Asimismo, la economía europea empezaría a salir del bache sufrido en los últimos trimestres, de modo que la eurozona crecería un 1,1% este año, y dos décimas adicionales durante cada uno de los dos siguientes ejercicios. Además, el precio del petróleo, que se ha elevado como consecuencia de la reducción de las exportaciones de Irán, podría mantenerse en torno a su nivel actual, antes de descender levemente a medida que otros productores incrementan su oferta. Estas previsiones se basan en un barril de Brent a 70 dólares a partir del segundo semestre.

En cuanto a la política fiscal, a falta de más información sobre las orientaciones del nuevo

gobierno, las previsiones integran las medidas ya tramitadas en materia de recaudación, como el ajuste de las bases de cotización a la Seguridad Social, y de gasto (pensiones, salarios de la administración, y otros gastos derivados de decretos ley aprobados hasta abril). No se han incorporado las propuestas del gobierno contenidas en la *Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España, 2019-2022* recientemente remitido a la Unión Europea, por no estar todavía aprobadas por el Congreso.

Finalmente, se espera que el BCE mantenga su política de expansión cuantitativa y de bajos tipos de interés durante todo el periodo de previsión. Esto incluye una nueva ronda de inyecciones de liquidez en el sistema bancario (TLTRO III), la reinversión en bonos de deuda pública y el mantenimiento de tipos de interés reducidos. Así pues, el principal tipo de referencia no se situaría en terreno positivo hasta mediados de 2020, y solo aumentaría levemente a partir de esas fechas, hasta alcanzar el 0,33% en 2021. Con todo, la deuda pública española debería beneficiarse de condiciones de financiación favorables, y la rentabilidad del bono a 10 años, que en la actualidad se sitúa en torno al 1%, alcanzaría apenas un 1,6% en 2021.

Con estos supuestos, la economía debería seguir la senda de suave desaceleración prevista en la anterior previsión. Para este año, el crecimiento sería del 2,2%, una décima más que la anterior previsión. Esta revisión se debe a que en 2018 el PIB creció también una décima más de lo anticipado, de modo que la velocidad de desaceleración será la misma (cuadro 1).

La débil expansión de los mercados internacionales se reflejará en el sector exterior, cuya aportación al crecimiento seguirá siendo negativa en 2019. Esta evolución, junto con el encarecimiento de la factura importadora, provocará una reducción acusada del superávit de la balanza por cuenta corriente.

El menor crecimiento refleja una pérdida de ritmo de todos los componentes de la demanda

## Cuadro 1

**Previsiones económicas para España, 2019-2021**

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados			Previsiones Funcas			
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	Media 2014-2018	2018	2019	2020	2021
<b>1. PIB y agregados, precios constantes</b>							
PIB, pm	3,8	-1,3	2,8	2,6	2,2	1,8	1,8
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	2,4	2,3	1,7	1,4	1,4
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	1,3	2,1	1,6	0,9	0,8
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	4,9	5,3	4,7	3,5	3,1
Construcción	5,9	-10,7	3,9	6,2	5,8	3,9	3,0
Construcción residencial	7,8	-12,5	6,7	6,9	7,4	5,4	4,3
Construcción no residencial	4,2	-8,7	1,7	5,5	4,0	2,2	1,5
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	5,8	4,3	3,6	3,1	3,1
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,2	2,3	1,9	3,1	3,0
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	4,8	3,5	2,4	2,9	2,7
Demanda nacional (a)	4,5	-3,1	2,8	2,9	2,3	1,7	1,6
Saldo exterior (a)	-0,7	1,8	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1
PIB precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	--	1.208,2	1.245,8	1.284,0	1.321,9
- % variación	7,4	-0,8	3,3	3,6	3,1	3,1	3,0
<b>2. Inflación, empleo y paro</b>							
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,6	1,0	0,9	1,2	1,2
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	0,7	1,6	1,2	1,2	1,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	2,6	2,5	1,8	1,5	1,4
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	3,3	4,1	4,2	3,0	3,0
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	3,1	2,6	1,5	3,0	3,0
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,3	0,8	2,1	1,3	1,3
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	0,1	0,8	1,8	1,0	1,0
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	19,7	15,3	13,8	12,6	11,4

## Cuadro 1 (Continuación)

**Previsiones económicas para España, 2019-2021**

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados			Previsiones Funcas			
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	Media 2014-2018	2018	2019	2020	2021
<b>3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>							
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	22,1	22,9	23,1	23,5	23,9
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	24,0	23,0	22,9	23,1	23,3
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	20,7	21,9	22,6	22,9	23,1
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	18,5	19,8	20,5	20,7	21,0
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,2	1,5	0,9	0,5	0,6	0,7
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,8	1,5	0,7	0,8	0,9
- Sector privado	-2,8	5,9	6,0	4,0	3,0	2,8	2,7
- Sector público (saldo AA.PP.)	-0,9	-8,6	-4,3	-2,5	-2,3	-2,0	-1,9
- Saldo AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	-0,9	-7,9	-4,2	-2,5	-2,3	-2,0	-1,9
Deuda pública según PDE	52,2	67,2	98,8	97,1	96,3	95,4	94,5
<b>4. Otras variables</b>							
PIB eurozona	2,5	-0,3	1,9	2,0	1,1	1,3	1,5
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	7,2	4,9	4,9	4,8	4,8
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	93,1	127,7	104,0	97,0	95,5	95,0	94,7
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	90,3	128,0	102,4	93,2	90,0	86,9	84,1
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	167,3	166,7	167,0	165,7	164,5
Euríbor 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,06	-0,17	-0,05	0,25	0,50
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,77	1,43	1,15	1,30	1,60

Nota: (a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuente: 1996-2018: INE y Banco de España; Previsiones 2019-2021: Funcas.

interna. Destaca la moderación del consumo privado, como consecuencia del reducido nivel alcanzado por la tasa de ahorro de las familias (inferior al 5%), que limita la expansión del gasto. El consumo público, que ha tendido a acelerarse en los últimos trimestres, también se moderará a medida que con-

cluye el periodo electoral. La inversión, por su parte, seguirá siendo el factor más dinámico, aunque perderá algo de ritmo en consonancia con el resto de componentes de la demanda, sin embargo, en el caso de la inversión residencial, el frenazo solo se notará a partir de la segunda parte del año.

La débil expansión de los mercados internacionales se reflejará en el sector exterior, cuya aportación al crecimiento seguirá siendo negativa en 2019. Esta evolución, junto con el encarecimiento del petróleo y de la factura importadora, provocará una reducción acusada del superávit de la balanza por cuenta corriente.

Las mismas tendencias se prolongarían en 2020 y 2021, con un crecimiento del 1,8% en ambos años. Sin embargo, la desaceleración de la demanda interna frenaría las importaciones (bajo el supuesto de una elasticidad importadora sin cambios, en torno a 1,4), lo que detendría el deterioro del saldo externo. Con esas tasas de crecimiento, se crearían cerca de 930.000 empleos en total durante el periodo de previsión, lo que permitiría una reducción de la tasa de paro hasta el 11,4% en 2021. Ese año, la tasa de empleo (ratio de ocupados sobre población edad de trabajar) alcanzaría el máximo de la serie histórica.

---

*La ralentización de la economía frenaría los progresos en la reducción del déficit público, que se situaría en el 2,3% del PIB en 2019, cinco décimas por encima del objetivo, y apenas descendería en los dos siguientes ejercicios.*

---

El crecimiento de las remuneraciones salariales en 2020 y 2021 será inferior al esperado para el ejercicio actual, influido por factores extraordinarios, pero será superior a las tasas observadas en los últimos años. Esto unido al escaso crecimiento

de la productividad dará lugar a un crecimiento de los costes laborales unitarios superior también al registrado en la etapa más reciente.

Finalmente, la ralentización de la economía frenaría los progresos en la reducción del déficit público, que se situaría en el 2,3% del PIB en 2019, cinco décimas por encima del objetivo, y apenas descendería en los dos siguientes ejercicios. La deuda pública todavía alcanzaría el 94,5% del PIB a finales de 2021.

## Principales riesgos

Los mayores riesgos vienen del exterior. Las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China podrían agudizarse, comprometiendo la recuperación anunciada por los principales organismos internacionales, que se recoge en estas previsiones. Por otra parte, queda por ver si la economía alemana, especialmente el sector del automóvil, logra salir del bache en los próximos meses. La industria europea en general podría haber entrado en una fase de reestructuración más profunda de lo anticipado, algo que no se refleja en las previsiones.

En el plano interno, una caída adicional de la tasa de ahorro de las familias o un incremento de su endeudamiento (que no se contempla en las actuales previsiones) aportaría alguna décima más de crecimiento para este año, pero también tendría un coste en términos de vulnerabilidad financiera y sostenibilidad de la expansión.



## Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa

María Dolores Gadea-Rivas\*, Ana Gómez-Loscos\*\* y Eduardo Bandrés\*\*\*

**El análisis de los ciclos económicos de las regiones europeas pone de relieve la existencia de importantes asimetrías que dan lugar a la configuración de distintos *clusters* caracterizados por patrones de comportamiento diferentes. La identificación de los grupos es una muestra de las singularidades territoriales que afronta el ciclo económico de cada país y, por tanto, de la necesidad de complementar las políticas macroeconómicas comunes con otras dirigidas a atender situaciones específicas de carácter regional. Este artículo muestra que la introducción del euro fue decisiva para aumentar la sincronización de los ciclos regionales, al tiempo que supuso una mayor distancia entre el grupo central de regiones europeas y los países que quedaron fuera de la moneda única. También resulta destacable que, a pesar del efecto del euro, se mantienen importantes singularidades en el seno de la eurozona, que afectan a las regiones alemanas, por una parte, y a las de Grecia, Portugal e Italia, por otra.**

La dimensión regional ocupa un lugar muy relevante en la política de cohesión de la Unión Europea (UE). La asistencia financiera para la cohesión territorial y social a través de los fondos estructurales es una de las líneas principales del presupuesto

comunitario<sup>1</sup> y la Agenda Territorial de la Unión Europea 2020 señalaba entre sus objetivos la integración de la dimensión territorial dentro de las diversas políticas en todos los niveles de gobierno que confluyen en los países de la Unión<sup>2</sup>.

\* Universidad de Zaragoza.

\*\* Banco de España. Las opiniones expresadas en el presente artículo son responsabilidad exclusiva de sus autores y no tienen por qué coincidir con las del Banco de España o el Eurosistema.

\*\*\* Universidad de Zaragoza y Funcas.

<sup>1</sup> En la programación financiera de la UE para el periodo 2014-2020, las políticas de cohesión económica, social y territorial representan el 34% del gasto total, porcentaje que se reproduce en los presupuestos anuales de la Unión. Para un mayor detalle, véase <https://www.consilium.europa.eu/es/politicas/eu-budgetary-system/eu-annual-budget/2019-budget/>

<sup>2</sup> [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/policy/what/territorial-cohesion/territorial\\_agenda\\_2020.pdf](https://ec.europa.eu/regional_policy/sources/policy/what/territorial-cohesion/territorial_agenda_2020.pdf)

La nueva política regional y de cohesión para el periodo 2021-2027 pretende simplificar el diseño de las herramientas financieras utilizadas y coordinar sus actuaciones con las demás políticas que inciden en el territorio, desarrollando un enfoque integrado y adaptado a las condiciones específicas de cada región<sup>3</sup>. Son varias las políticas sectoriales cuya relevancia territorial está bien reconocida: agricultura, infraestructuras de transporte, energía, agua, medio ambiente, desarrollo rural. Pero el impacto regional de otras políticas, que no están específicamente enfocadas al territorio, es mucho menos conocido, como sucede por ejemplo con las políticas macroeconómicas de la eurozona, algunas de las cuales resultan determinantes en las decisiones de localización de las empresas, con efectos por tanto muy relevantes en el desarrollo regional (Böhme *et al.*, 2011).

Por tal motivo, y en el contexto del proceso de integración europea, es cada vez más necesario analizar con detalle la interdependencia entre las políticas macroeconómicas —tanto europeas como nacionales— y los distintos territorios de la UE. En los inicios de la Unión Monetaria se produjo un amplio debate sobre la capacidad de las políticas comunes para afrontar *shocks* asimétricos que afectasen de forma específica a determinados países o regiones. En el presente, la escala regional se contempla como una responsabilidad compartida de la UE y de los Estados miembros, y resulta por tanto necesario avanzar en el diagnóstico de las disparidades territoriales para diseñar políticas económicas que tengan en cuenta las singularidades existentes. En particular, el análisis de los ciclos económicos puede ser de gran ayuda: un alto grado de sincronización del ciclo económico entre regiones implicaría que una política común sería beneficiosa para todos los países miembros, mientras que la existencia de asimetrías expresaría la necesidad de políticas específicas de carácter complementario.

El estudio de la dimensión regional de los ciclos económicos es importante para desvelar la heterogeneidad que esconden los distintos paí-

ses, tal como se pone de manifiesto en Ramajo *et al.* (2008) para las regiones europeas y Gadea, Gómez-Loscós y Montañés (2012) para España. La mayor parte de los escasos trabajos sobre ciclos regionales en Europa computan correlaciones de diferentes medidas de ciclos regionales con respecto a un ciclo de referencia, que suele ser el nacional o el europeo. Véase, Bandrés, Gadea-Rivas y Gómez-Loscós (2017) para una revisión de la literatura.

En un trabajo anterior (Gadea-Rivas, Gómez-Loscós y Bandrés, 2017), referido a los ciclos nacionales, podíamos detectar que, aun dentro de las similitudes existentes, todos los países exhibían algún comportamiento idiosincrásico, con diferencias en la duración y profundidad de las fases recesivas y también en la duración y velocidad del crecimiento durante las etapas de recuperación. Lo que ahora nos proponemos es identificar los ciclos económicos regionales en Europa obteniendo una cronología de las fases cíclicas que nos permita establecer grupos (*clusters*) de regiones que muestren patrones de comportamiento similares, para evaluar así cómo ha evolucionado la interdependencia de dichas regiones en el tiempo.

Ahora bien, a lo largo del periodo objeto de estudio se han producido dos acontecimientos que han podido alterar de forma significativa la correlación espacial en el seno de la UE: la creación de la unión monetaria y la Gran Recesión. Por un lado, la introducción del euro vino acompañada de un proceso de convergencia basado en los criterios de Maastricht y abrió una etapa de estabilidad monetaria con inflación moderada y convergencia de los tipos de interés a largo plazo. Por otro, la Gran Recesión afectó de forma generalizada a las economías europeas, que se vieron inmersas todas ellas en un nuevo ciclo caracterizado por una inusitada caída de sus tasas de crecimiento. Es necesario, por tanto, realizar un análisis segmentado del periodo temporal estableciendo tres subperiodos: 1980-1988 (antes de la creación del euro), 1980-2007 (ya con el euro, pero

<sup>3</sup> [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/2021\\_2027/](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/2021_2027/)

antes de la Gran Recesión), y finalmente 1980-2014, con todos los datos disponibles.

El análisis realizado en este trabajo se aplica a 213 regiones europeas NUTS2 correspondientes a 16 países, 12 de los cuales forman parte de la eurozona (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania<sup>4</sup>, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, España y Grecia), otros 3 son miembros de la Unión Europea (Dinamarca, Suecia y Reino Unido) y Noruega. La muestra utilizada comprende datos anuales de crecimiento del PIB real para un periodo de 34 años, entre 1980 y 2014. Aunque la utilización de datos trimestrales proporcionaría una mayor información de la dinámica a corto plazo, no existen series disponibles para buena parte de las regiones. Además, los datos anuales tienen la ventaja de que permiten establecer con mayor fiabilidad hechos robustos sobre la actividad económica real en el ámbito regional. La fuente estadística es *Cambridge Econometrics*.

Como ya hemos señalado, la identificación de los *clusters*, su composición y sus características, puede ser de utilidad a la hora de complementar las políticas macroeconómicas europeas y nacionales con medidas específicas que atiendan a las singularidades de determinados grupos de regiones.

La metodología seguida en este trabajo es la que se denomina modelos de Markov con mixturas finitas de distribuciones, desarrollada por Frühwirth-Schnatter y Kaufmann (2008). Su principal ventaja es que no solo proporciona un fechado de los puntos de giro del ciclo económico para cada región, sino que también permite determinar los grupos de regiones existentes e identificar su composición y su grado de sincronización<sup>5</sup>. Se trata, en suma, de modelizar la evolución del PIB como una mezcla de procesos autorregresivos, incluyendo un indicador latente no observable que sigue una cadena de Markov que permite captar el cambio entre las fases expansiva y recesiva del ciclo. A su vez, para identificar los *clusters* de regiones se procede a

la agrupación de series temporales con propiedades dinámicas similares para obtener inferencias *a posteriori*. La estimación de los parámetros del proceso generador de datos dentro de un panel de series temporales se consigue mediante el método Monte Carlo de cadenas de Markov (MCMC) y técnicas de aumento de datos para obtener las probabilidades que cada región tiene de pertenecer a los distintos *clusters*.

### Identificación de los *clusters*: similitudes y diferencias en los ciclos regionales

Con carácter descriptivo, en el gráfico 1 se representan las series regionales de crecimiento del PIB, observándose una trayectoria bastante suave en lo que se refiere a la mediana y los percentiles 25 y 75 (líneas grises), si bien se detecta también una dispersión elevada entre regiones (líneas azules). Los dos eventos cíclicos más destacados son la breve crisis ocurrida a comienzos de los años noventa y, sobre todo, la *double dip* que marca la Gran Recesión.

Para llevar a cabo el fechado de los ciclos regionales y obtener los *clusters* correspondientes aplicamos la metodología de mixturas finitas de modelos de Markov. Con esta metodología, el número de grupos no está predefinido de antemano, sino que depende de los datos. En concreto, para seleccionar el número de *clusters* estimamos la función de verosimilitud con tres criterios diferentes (cuadro A1 del anexo), para varias especificaciones posibles con distinto número de grupos y de retardos. Los resultados obtenidos muestran que la verosimilitud es máxima para un modelo con cinco *clusters* y dos retardos, con cualquiera de los tres criterios. Para seleccionar el número de *clusters* y asignar las regiones a cada uno de ellos se establecen algunas restricciones cuyo cumplimiento se evalúa atendiendo a su vez a diferentes criterios, que vienen a situar a cada región allí donde su probabilidad es más elevada, donde supera el valor de 0,5 y finalmente donde

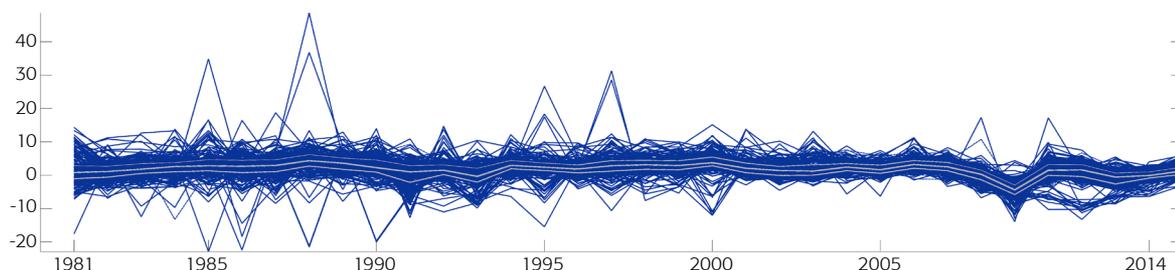
<sup>4</sup> Los *länder* de Alemania del Este y Berlín no se han incluido por carecer de datos con anterioridad a 1991.

<sup>5</sup> Para una discusión detallada de esta metodología, véase Gadea-Rivas, Gómez-Loscos y Bandrés (2018)..

Gráfico 1

**Tasas interanuales de crecimiento del PIB por regiones**

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de *Cambridge Econometrics*.

se obtiene el mayor porcentaje de regiones asignadas sin ambigüedad a sus grupos respectivos<sup>6</sup>. Adicionalmente, considerando los diagramas de dispersión del MCMC también puede verse que las observaciones de los parámetros simulados presentan su mejor contraste visual (agrupamientos claramente definidos y bien separados entre sí) para un número de cinco *clusters* y dos retardos, siendo el parámetro que recoge el efecto de las recesiones ( $\mu_k^R$ ) el más relevante para definir los grupos (gráfico A1 del anexo).

La distribución geográfica de las regiones europeas en los cinco grupos resulta ser muy similar con las diferentes restricciones impuestas en relación con proceso de identificación de cada *cluster*. Asimismo, realizamos en primer lugar la identificación de los *clusters* para el periodo completo 1980-2014.

Los cinco grupos obtenidos son los siguientes (mapa 1):

- Grupo central (127 regiones, 60% del PIB de la muestra), compuesto por 25 regio-

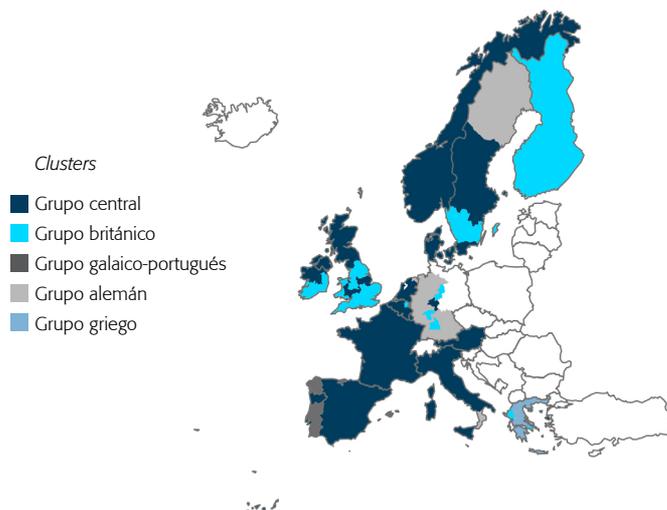
nes de Francia, 20 de Italia, 16 de España, 11 de Países Bajos, 11 del Reino Unido, 10 de Bélgica, 9 de Austria, 7 de Noruega, 5 de Suecia, 5 de Dinamarca, 3 de Portugal y 1 de Alemania, Finlandia, Grecia, Irlanda y Luxemburgo.

- Grupo británico (40 regiones, 22% del PIB), formado por 26 regiones del Reino Unido, 4 de Finlandia, 3 de Alemania, 3 de Grecia, 2 de Suecia y 1 de Bélgica e Irlanda.
- Grupo galaico-portugués (7 regiones, 1% del PIB) que incluye 3 regiones de Portugal, 3 de España y 1 provincia francesa de ultramar.
- Grupo alemán (29 regiones, 17% del PIB), formado por 26 regiones de Alemania y 1 de Italia, Países Bajos y Suecia.
- Grupo griego (10 regiones, 1% del PIB), compuesto por 9 regiones de Grecia y 1 de Portugal.

<sup>6</sup> Para una presentación detallada del proceso de identificación de los grupos, véase Gadea-Rivas, Gómez-Loscos y Bandrés (2019).

Mapa 1

Distribución geográfica de los ciclos regionales en diferentes grupos, 1980-2014

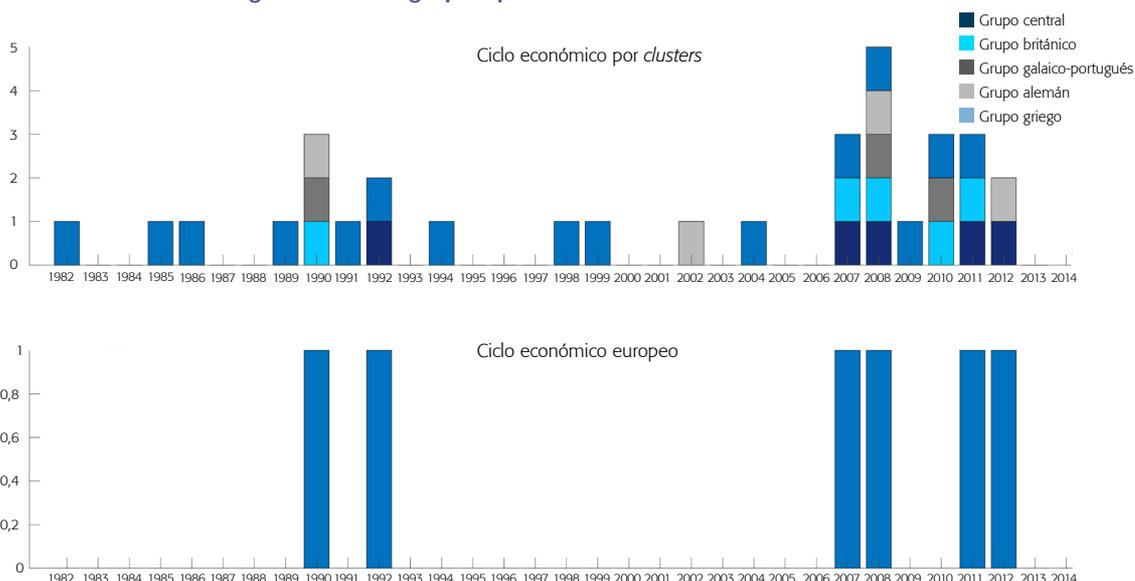


El grupo central acoge la práctica totalidad de las regiones de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Dinamarca, Noruega y Luxemburgo, así como buena parte de Irlanda y de Suecia. A su vez, los otros cuatro grupos

están bastante bien llocalizados geográficamente, aunque con algunas incorporaciones procedentes de ámbitos geográficos distintos. Son los denominados como grupo británico, alemán, galaico-portugués y griego.

Gráfico 2

Comparación de los ciclos regionales entre grupos: periodos en recesión



Fuente: Elaboración propia con datos de Cambridge Econometrics.

El fechado específico del ciclo de los cinco grupos puede verse en el gráfico 2, donde aparecen los periodos recesivos de cada grupo de regiones. En el ciclo europeo identificamos dos periodos recesivos: el comienzo de los años noventa y

---

*El grupo central, que representa el 60% del PIB de los países analizados, está formado por la práctica totalidad de las regiones de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Dinamarca, Noruega y Luxemburgo, así como buena parte de Irlanda y de Suecia. No es descartable, sin embargo, que la recuperación económica pudiera alejar a las regiones escandinavas del ciclo principal.*

---

la Gran Recesión. Ambos son comunes a la mayoría de los *clusters*, especialmente el segundo de ellos. No obstante, existen importantes diferencias en la trayectoria cíclica de los diferentes grupos. Así por ejemplo, el grupo alemán experimentó también una breve recesión a comienzos de siglo mientras que el grupo griego acumula quince años de tasas de crecimiento negativas.

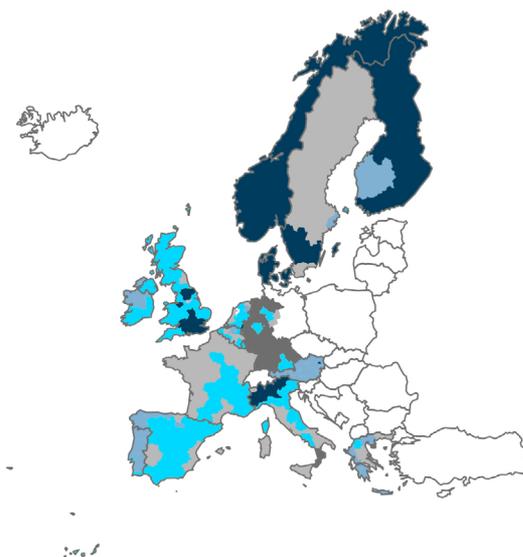
## Efectos del euro y de la Gran Recesión en la formación de los *clusters*

Con objeto de analizar posibles diferencias a lo largo del tiempo en el grado de similitud en la evolución cíclica, es conveniente considerar diferentes acontecimientos. El primero que pudo aumentar la sincronización de las regiones europeas fue la introducción del euro en 1999. Doce de los dieciséis países analizados adoptaron el euro como moneda única, de modo que además de compartir un mismo tipo de cambio, existiría de entonces en adelante una sola política monetaria y un proceso de convergencia nominal con restricciones importantes en materia de política fiscal. Los ciclos –nacionales y regionales– pudieron por tanto verse condicionados por este nuevo marco institucional en el seno de la Unión Europea.

Aplicando el mismo método que para la totalidad de la muestra, pero tomando ahora únicamente el periodo 1980-1988, también se identifican cinco *clusters* y dos retardos. Pero adoptando idénticas restricciones para la asignación de las regiones a cada uno de los grupos,

Mapa 2

### Distribución geográfica de los ciclos regionales en diferentes grupos, 1980-1998



se obtienen resultados muy diferentes de los anteriores. La simple observación del mapa 2 pone de relieve una menor concentración en el *cluster* que absorbía mayor número de regiones y, en consecuencia, una mayor dispersión de las regiones entre los demás *clusters*. Mientras para la totalidad del periodo, 1980-2014, el grupo central estaba formado por 127 regiones y concentraba el 60% del PIB total, en el intervalo temporal 1980-1988 –previo por tanto al euro– el grupo principal reunía 69 regiones y el 35% del PIB (cuadro 1), con otros tres grupos que representaban el 17%, el 20% y el 21% del PIB total, respectivamente. La heterogeneidad cíclica era, también, más elevada dentro de la mayor parte de los países antes de la creación del euro. Así sucedía en Francia, Italia, España, Bélgica y Países Bajos, para los que la moneda única acarrió una mayor sincronización de sus ciclos regionales. Desde otra perspectiva, países como Alemania, Portugal, Grecia o el Reino Unido (este último fuera del euro) mantuvieron sus singularidades cíclicas más allá del ciclo central para la totalidad del periodo.

Así pues, antes de la Gran Recesión, el proceso de convergencia cíclica de las regiones europeas había avanzado muy significativamente, gracias

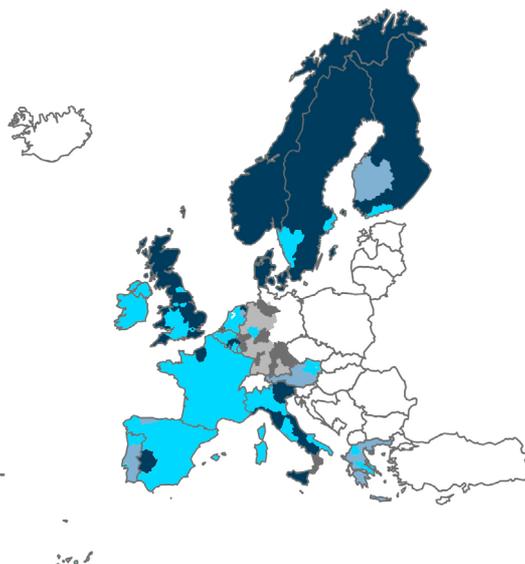
en parte a la adopción del euro como moneda única y al aumento de las relaciones comerciales. Tomando ahora el periodo 1980-2007, un solo grupo, integrado por la mayoría de las regiones de Francia, España, Irlanda, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo y buena parte de las regiones italianas,

*Las regiones alemanas siguen un curso que se separa del núcleo principal de la eurozona, las británicas (fuera del euro y aún sin definir los términos de su salida de la UE) caminan también en su propia dirección, y finalmente, países como Grecia y Portugal se separan de la trayectoria media de la Unión.*

concentraba por sí solo el 52% del PIB. El grupo siguiente, formado por regiones principalmente del Reino Unido, países escandinavos e Italia, representaba en 25% del PIB. A su vez, los dos grupos integrados casi en exclusiva por regiones alemanas sumaban el 14% y el 5%. Y finalmente, el quinto grupo, en el que predominaba la presencia de regiones griegas y portuguesas, con alguna presencia de Austria y otros países, apenas alcanzaba el 4% del PIB (mapa 3).

Mapa 3

### Distribución geográfica de los ciclos regionales en diferentes grupos, 1980-2007



A modo de resumen puede decirse que entre 1980 y 2014 ha existido un aumento de la sincronización en los ciclos de las regiones europeas. La simple impresión visual de los mapas confirma fácilmente la mayor concentración de las regiones en unos pocos *clusters*. Asimismo, índices como los de Gini y Theil aplicados a los periodos 1980-1998, 1980-2007 y 1980-2014, presentan valores de mayor concentración (más cercanos a 1) conforme se avanza en el tiempo: 0,20-0,39-0,51, respectivamente para el coeficiente de Gini, y 0,07-0,26-0,46 para el índice de entropía de Theil.

## Conclusiones

El análisis de los ciclos económicos regionales en Europa en el periodo 1980-2014 y la agrupación de las regiones en *clusters*, de acuerdo con su grado de sincronización, arroja algunas conclusiones que pueden ser de utilidad a la hora de anticipar el impacto de los *shocks* macroeconómicos, de las políticas para hacerles frente y de la difusión de sus efectos sobre el territorio europeo.

En primer lugar, la introducción del euro ha resultado decisiva para aumentar la similitud de los ciclos económicos regionales, pues antes de su creación se advertía una mayor dispersión dentro de países como Francia, España, Bélgica o Países Bajos. A su vez, Reino Unido se separa aún más del grupo central, formando otro con presencia mayoritaria de los países escandinavos que tampoco pertenecen a la moneda única: Suecia, Dinamarca y Noruega. Pero el efecto del euro no fue igual en la convergencia cíclica de todos los países miembros: así se advierte entre las regiones de Alemania, por una parte, y de Grecia, Portugal e Italia, por otra, donde han seguido existiendo *clusters* diferenciados que delimitan singularidades cíclicas relevantes en su trayectoria macroeconómica.

En segundo lugar, la última crisis económica aproxima todavía más la sincronización de los

ciclos regionales, aumentando el número de regiones en el grupo central, al que se incorporan ahora Dinamarca, Noruega, Suecia, Austria, Italia y parte de Irlanda. Sin embargo, posiblemente estemos ante un hecho —la Gran Recesión— que, a pesar de ejercer una influencia determinante en la caracterización de los ciclos económicos de toda Europa, por el enorme impacto que tiene sobre el crecimiento del PIB durante varios años, no representa un cambio institucional permanente, como sí sucede con la creación del euro. Por tanto, aunque la configuración de los *clusters* regionales que se deriva del análisis completo del periodo temporal 1980-2014 da como resultado un grupo central del que formarían parte las regiones escandinavas, y una parte de las británicas e italianas, no es descartable que la progresiva recuperación posterior pudiera alejar a algunas de ellas del ciclo principal, al que no pertenecían tras la creación del euro y antes de la Gran Recesión.

En tercer lugar, bajo el análisis conjunto de todo el periodo, y aun tomando en consideración el efecto del euro y de la Gran Recesión, persisten singularidades muy significativas en cuatro grupos, a su vez, con perfiles muy diferentes entre sí: el grupo alemán, el británico, el griego y el galaico-portugués. Entre los cuatro suman el 40% del PIB de los países de la muestra, de modo que su trayectoria, dispar, aconseja tener en consideración las diferencias que pueden producirse en relación con la aplicación de las políticas macroeconómicas. Las regiones alemanas siguen un curso que se separa del núcleo principal de la eurozona, las británicas (fuera del euro y aún sin definir los términos de su salida de la UE) caminan también en su propia dirección, y finalmente, países como Grecia y Portugal se separan de la trayectoria media de la Unión.

## Referencias

- BANDRÉS, E., GADEA-RIVAS, M. D. y GÓMEZ-LOSCOS, A. (2017). Regional business cycles across Europe. *Occasional Paper, 1702*. Banco de España.
- BÖHME, K., DOUCET, P., KOMORNICKI, T., ZAUCHA, J. y SWIATEK, D. (2011). *How to strengthen the territorial dimension*

- of 'Europe 2020' and the EU Cohesion Policy. Warsaw.
- GADEA, M. D., GÓMEZ-LOSCOS, A. y MONTAÑÉS, A. (2012). Cycles inside cycles: Spanish regional aggregation, *SERIEs*, 3(4), pp. 423-456.
- GADEA-RIVAS, M. D., GÓMEZ-LOSCOS, A. y BANDRÉS, E. (2017). El ciclo económico en Europa. *Cuadernos de Información Económica*, 257, pp. 77-91.
- (2018). Clustering regional business cycles. *Economics Letters*, 162, pp. 171-176.
- (2019). What drives regional business cycles in Europe? *Documento de Trabajo*. Funcas.
- RAMAJO, J., MÁRQUEZ, M. A., HEWINGS, G. y SALINAS, M. M. (2008). Spatial heterogeneity and interregional spillovers in the European Union: Do cohesion policies encourage convergence across regions? *European Economic Review*, 52, pp. 551-567.
- STOCK, J. y WATSON, M. (2010). Dynamic factor models. En M. P. CLEMENTS y D. F. HENDRY (eds.). *Oxford Handbook of Economic Forecasting*. Oxford University Press.

## Anexo

Cuadro A1

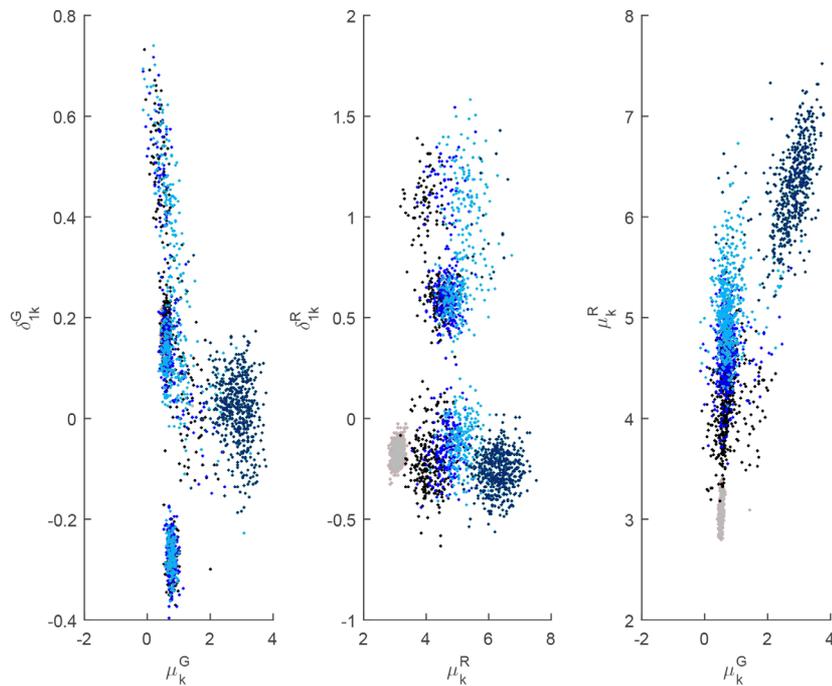
### Selección de modelos según número de grupos (K) y retardos (p)

Modelo $K, p$	Muestreo de importancia	Muestreo de puentes	Muestreo recíproco
1,1	-16.992,50	-16.991,78	-16.992,51
1,2	-16.454,03	-16.453,29	-16.454,03
2,1	-16.454,03	-16.453,29	-16.454,03
2,2	-16.264,85	-16.263,57	-16.264,96
3,1	-16.795,80	-16.794,61	-16.795,93
3,2	-16.256,76	-16.260,58	-16.257,21
4,1	-16.264,85	-16.263,57	-16.264,96
4,2	-16.240,59	-16.239,00	-16.238,48
5,1	-16.767,86	-16.767,97	-16.767,74
5,2	-16.223,61	-16.221,95	-16.221,45

Gráfico A1

### Diagramas de dispersión MCMC de los parámetros simulados

(Cinco grupos,  $K=5$ ; dos retardos,  $p=2$ )



# 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

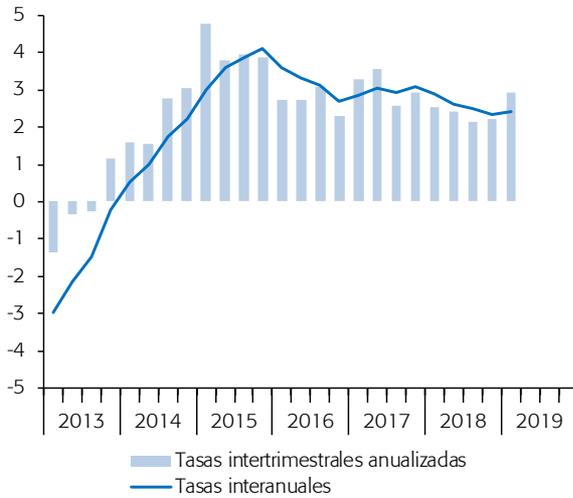
	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</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	2,6	2,3	2,1	5,3	6,2	6,9	5,5	4,3	2,3	3,5	2,9	-0,3
2019	2,2	1,7	1,6	4,7	5,8	7,4	4,0	3,6	1,9	2,4	2,3	-0,1
2020	1,8	1,4	0,9	3,5	3,9	5,4	2,2	3,1	3,1	2,9	1,7	0,1
2021	1,8	1,4	0,8	3,0	3,0	4,3	1,5	3,1	3,0	2,7	1,6	0,1
2018 I	2,9	3,0	2,2	3,9	5,8	9,8	1,9	2,1	3,8	4,8	3,1	-0,2
II	2,6	2,3	2,0	7,5	7,0	7,1	6,8	8,0	2,6	5,1	3,3	-0,7
III	2,5	1,9	2,2	5,3	5,7	6,4	5,1	4,8	1,7	2,3	2,7	-0,2
IV	2,3	1,9	2,2	4,4	6,3	4,6	8,1	2,5	1,0	1,7	2,5	-0,2
2019 I	2,4	1,4	2,0	4,7	4,6	3,1	6,2	4,8	-0,5	-1,2	2,2	0,2
II	2,3	1,7	2,0	3,4	4,9	6,1	3,7	1,9	1,1	0,7	2,1	0,2
III	2,1	1,8	1,4	4,9	7,1	9,5	4,4	2,6	3,3	4,1	2,3	-0,2
IV	1,9	1,7	1,1	5,9	6,4	10,8	1,8	5,4	3,8	6,2	2,5	-0,6
2020 I	1,7	1,7	1,0	4,6	5,6	7,9	3,0	3,6	5,1	7,2	2,2	-0,5
II	1,8	1,5	0,9	3,7	4,5	6,8	2,0	2,9	3,0	3,5	1,9	-0,1
III	1,9	1,1	0,9	2,9	2,7	3,4	1,9	3,0	2,5	1,3	1,4	0,4
IV	2,0	1,0	0,9	2,7	2,8	3,7	1,9	2,6	1,9	-0,2	1,3	0,7
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>												
2018 I	2,5	3,5	2,6	4,9	9,1	12,6	5,3	0,7	4,0	7,4	3,4	-0,9
II	2,4	0,3	1,3	13,5	8,8	1,6	17,0	18,6	0,5	3,2	3,2	-0,8
III	2,2	2,4	3,4	0,7	2,2	5,1	-0,7	-0,7	-3,2	-3,4	2,2	0,0
IV	2,2	1,7	1,5	-0,9	5,3	-0,6	11,8	-6,9	3,0	-0,1	1,2	1,1
2019 I	2,9	1,3	1,7	6,0	2,3	6,6	-1,9	9,9	-2,0	-4,4	2,1	0,8
II	1,7	1,6	1,4	8,1	10,1	13,9	6,1	6,1	7,0	11,2	2,9	-1,1
III	1,8	2,4	0,9	6,4	10,7	19,3	2,0	2,0	5,3	10,4	3,0	-1,3
IV	1,3	1,6	0,6	3,2	2,7	4,1	1,2	3,6	5,3	8,2	1,9	-0,6
2020 I	2,0	1,2	1,2	0,9	-0,8	-3,9	2,8	2,8	2,8	-0,8	0,9	1,0
II	2,3	1,0	0,8	4,6	5,8	9,2	2,0	3,2	-1,1	-3,1	1,7	0,6
III	2,0	0,8	0,8	2,9	3,3	4,9	1,6	2,4	3,2	1,1	1,2	0,7
IV	1,7	1,2	0,8	2,6	3,2	4,9	1,2	2,0	2,8	2,0	1,4	0,3
	<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	1.208	57,7	18,4	21,2	10,8	5,6	5,2	10,4	34,3	32,3	98,0	2,0
2019	1.246	57,6	18,4	21,9	11,3	6,0	5,3	10,6	34,1	32,8	98,6	1,4
2020	1.284	57,3	18,2	22,2	11,5	6,3	5,2	10,7	34,4	32,9	98,4	1,6
2021	1.322	57,1	18,0	22,5	11,7	6,6	5,1	10,8	34,7	33,0	98,3	1,7

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

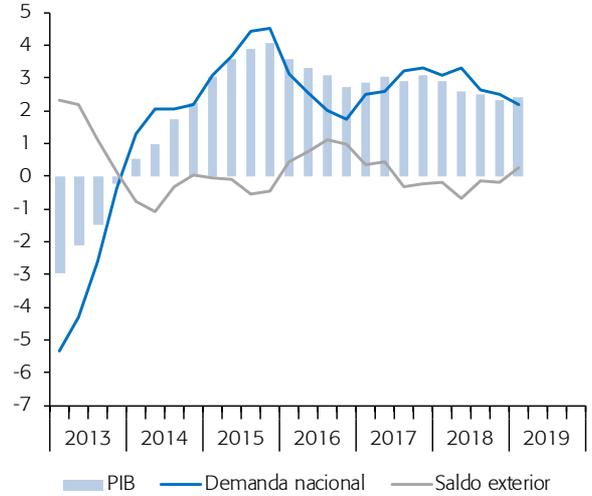
(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

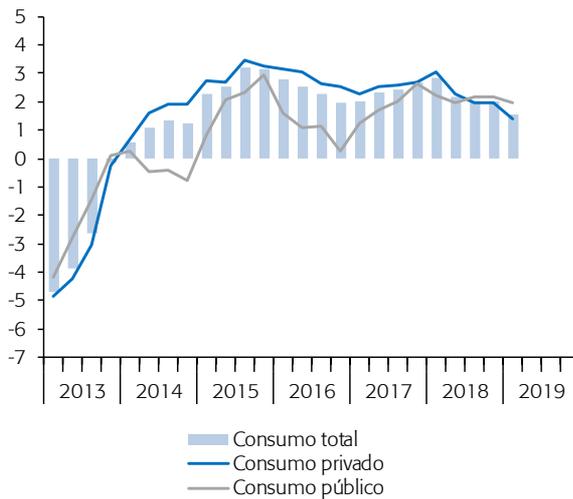
**Gráfico 1.1.- PIB**  
Tasas de crecimiento



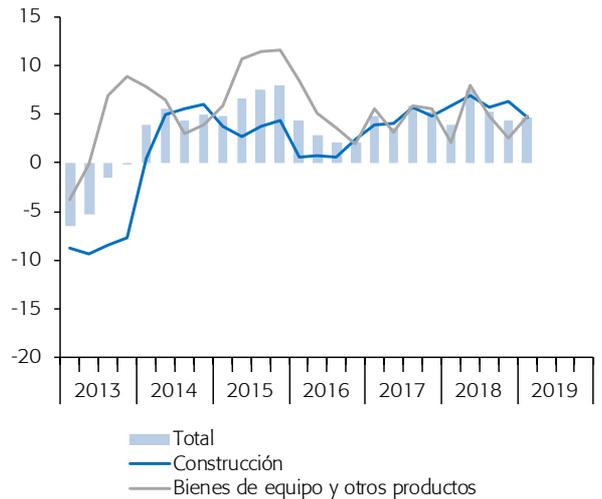
**Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB**  
Puntos porcentuales



**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)

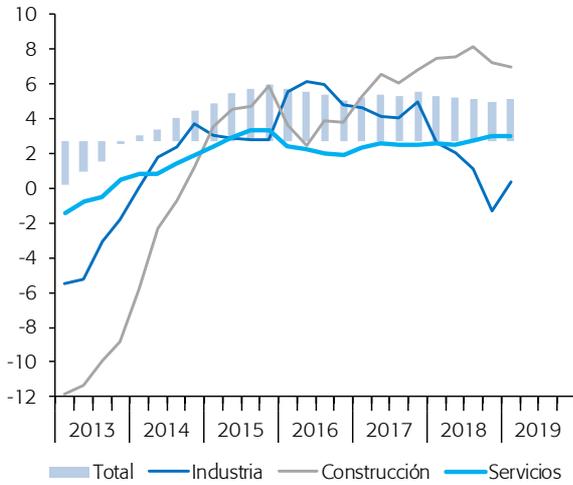
	Valor añadido bruto a precios básicos								Impuestos netos sobre los productos	
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios				
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios		
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales</b>										
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	2,7	2,6	1,1	1,4	7,6	2,7	2,2	2,8	1,4	
2017	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	2,9	2,8	2,6	2,8	7,5	2,6	2,1	2,7	3,0
	II	2,8	4,8	2,0	2,5	7,5	2,5	2,0	2,6	1,0
	III	2,7	-0,5	1,1	1,0	8,1	2,7	2,4	2,8	0,9
	IV	2,5	3,6	-1,3	-0,5	7,2	3,0	2,5	3,1	0,9
2019	I	2,7	-0,1	0,4	1,2	6,9	3,0	3,0	3,0	-0,3
<b>Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas</b>										
2017	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	2,5	6,1	-1,2	-1,3	8,5	2,8	1,7	3,1	2,6
	II	2,8	5,1	1,2	2,1	8,4	2,6	2,2	2,7	-1,2
	III	2,3	-13,8	-1,1	-1,7	7,7	3,4	3,0	3,5	0,7
	IV	2,3	19,5	-4,1	-1,3	4,1	3,1	3,2	3,1	1,4
2019	I	3,5	-7,9	5,5	5,9	7,6	3,1	3,7	2,9	-2,1
	<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	1.093	2,9	17,7	14,0	6,5	72,9	18,0	54,9	10,5	

\* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

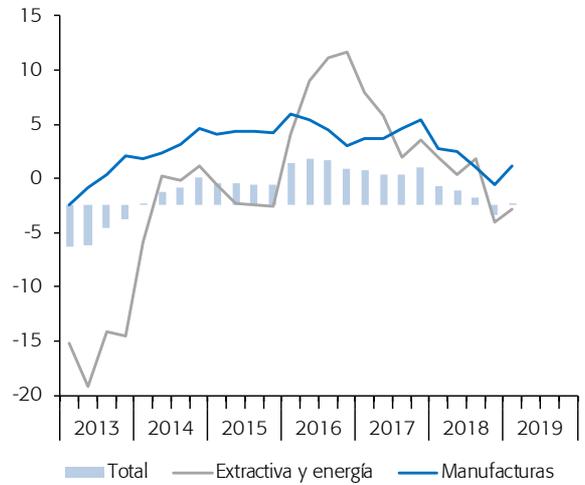
**Gráfico 2.1.- VAB por sector**

Tasas de crecimiento interanuales



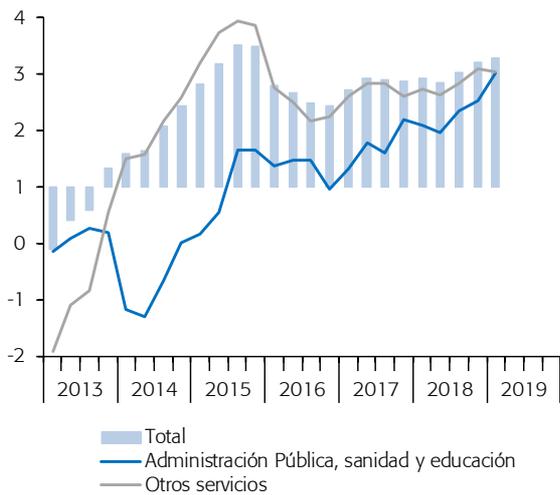
**Gráfico 2.2.- VAB, industria**

Tasas de crecimiento interanuales



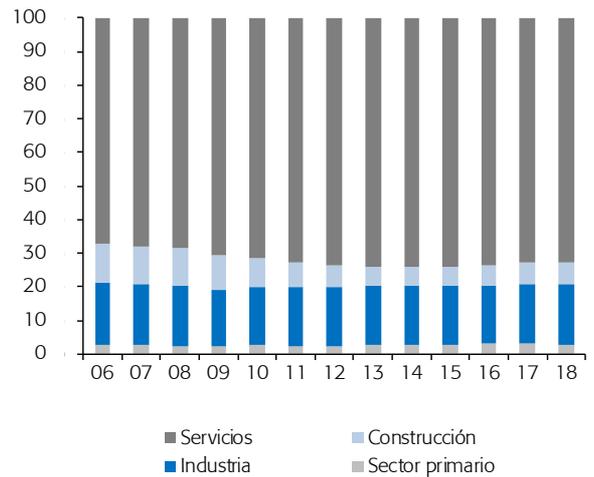
**Gráfico 2.3.- VAB, servicios**

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)

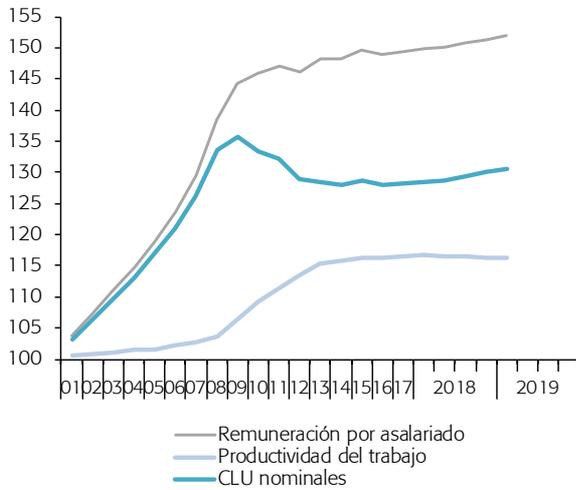
Previsiones en azul

	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	108,2	101,4	106,7	103,2	96,8	93,7	110,9	94,5	117,5	107,9	91,9	87,7	
2019	110,5	103,3	107,0	105,4	98,5	94,5	--	--	--	--	--	--	
2020	112,5	104,8	107,4	106,8	99,5	94,2	--	--	--	--	--	--	
2021	114,5	106,3	107,7	108,2	100,4	94,0	--	--	--	--	--	--	
2017	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	107,3	100,4	106,9	102,8	96,2	93,7	111,0	95,0	116,8	107,5	92,0	88,2
	II	107,9	101,1	106,7	103,0	96,5	93,4	111,5	94,9	117,6	107,8	91,7	87,4
	III	108,5	101,8	106,6	103,4	97,0	93,8	111,1	94,2	117,9	108,2	91,8	87,6
	IV	109,1	102,4	106,5	103,7	97,4	93,7	110,7	93,8	118,1	108,2	91,7	87,8
2019	I	109,9	103,2	106,5	104,2	97,8	94,5	112,3	94,9	118,3	107,7	91,0	88,1
<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		2,6	2,5	0,1	0,8	0,8	-0,2	1,4	1,1	0,3	0,6	0,3	-0,3
2019		2,2	1,8	0,3	2,1	1,8	0,9	--	--	--	--	--	--
2020		1,8	1,5	0,3	1,3	1,0	-0,3	--	--	--	--	--	--
2021		1,8	1,4	0,3	1,3	1,0	-0,2	--	--	--	--	--	--
2017	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	2,9	2,6	0,3	0,5	0,2	-1,0	2,8	3,0	-0,2	0,3	0,6	-0,7
	II	2,6	2,5	0,1	0,8	0,6	-0,4	2,5	1,9	0,6	0,6	0,0	-0,9
	III	2,5	2,4	0,1	1,1	1,0	0,0	1,0	0,4	0,6	0,9	0,3	0,0
	IV	2,3	2,6	-0,3	1,1	1,3	0,6	-0,5	-0,9	0,4	0,6	0,2	0,4
2019	I	2,4	2,8	-0,4	1,3	1,7	0,8	1,2	-0,1	1,3	0,2	-1,0	-0,2

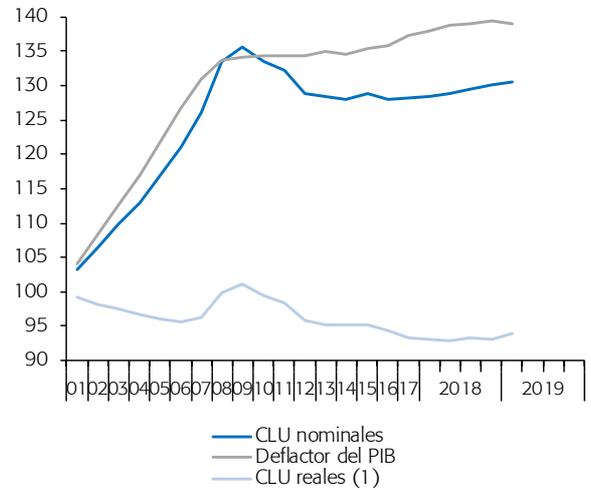
(a) CLU nominales deflactados con el deflactor del PIB/VAB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

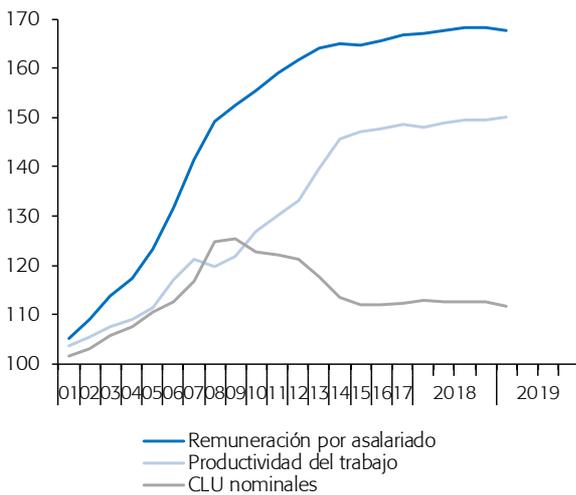


**Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía**  
Índices, 2000=100

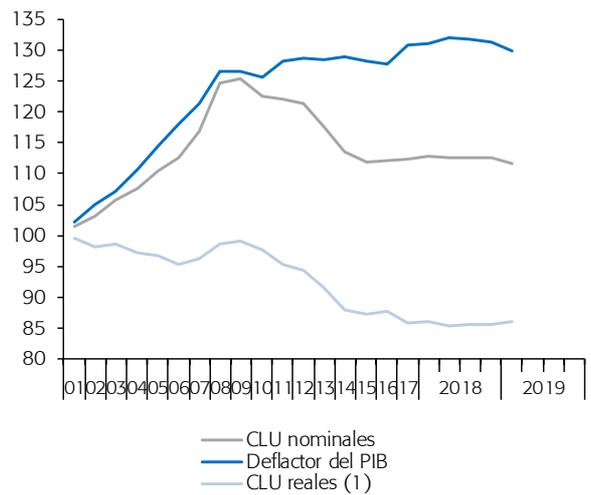


(1) CLU nominales deflactados por el deflactor del VAB industrial.

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



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



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

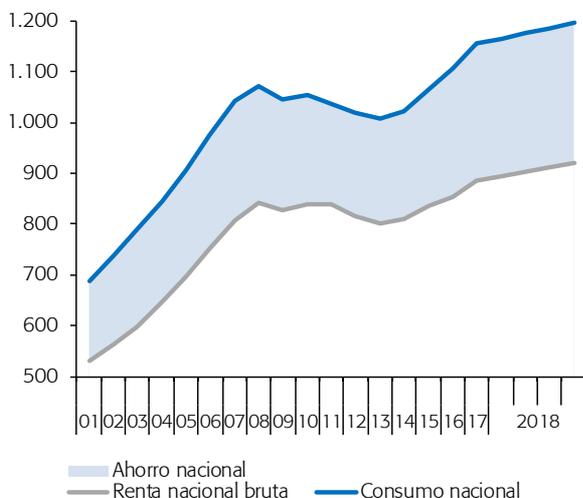
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) 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	1.208,2	569,7	511,8	1.196,0	919,7	276,3	264,9	47,1	42,4	22,9	21,9	0,9	1,5
2019	1.245,6	593,7	519,3	1.234,1	946,6	287,6	282,1	47,7	41,7	23,1	22,6	0,4	0,7
2020	1.283,8	611,4	534,9	1.272,0	969,9	302,1	293,8	47,6	41,7	23,5	22,9	0,7	0,8
2021	1.321,7	629,6	550,7	1.308,8	993,1	315,6	306,0	47,6	41,7	23,9	23,2	0,7	0,8
2017 I	1.128,6	532,9	479,4	1.119,7	862,3	257,4	232,3	47,2	42,5	22,8	20,6	2,2	2,3
II	1.140,7	537,2	485,8	1.129,7	870,3	259,4	235,7	47,1	42,6	22,7	20,7	2,1	2,2
III	1.152,3	542,1	491,6	1.140,3	878,0	262,3	240,8	47,0	42,7	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	1.178,0	552,3	504,1	1.164,5	894,4	270,1	248,9	46,9	42,8	22,9	21,1	1,8	2,1
II	1.188,5	557,7	507,5	1.175,7	902,4	273,4	255,0	46,9	42,7	23,0	21,5	1,5	1,9
III	1.199,0	563,6	510,1	1.185,9	911,2	274,8	259,7	47,0	42,5	22,9	21,7	1,3	1,6
IV	1.208,2	569,7	511,8	1.196,0	919,7	276,3	264,9	47,1	42,4	22,9	21,9	0,9	1,5
	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	3,6	4,1	2,6	3,6	3,8	2,9	7,6	0,2	-0,4	-0,2	0,8	-1,0	-0,7
2019	3,1	4,2	1,4	3,2	2,9	4,1	6,5	0,6	-0,7	0,2	0,7	-0,5	-0,8
2020	3,1	3,0	3,0	3,1	2,5	5,1	4,1	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,3	0,1
2021	3,0	3,0	3,0	2,9	2,4	4,5	4,2	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0
2017 I	3,5	2,8	4,5	3,9	2,6	8,5	3,7	-0,3	0,4	1,1	0,0	1,0	0,4
II	3,7	2,9	4,6	3,8	3,1	6,3	4,0	-0,4	0,4	0,6	0,1	0,5	0,1
III	3,9	3,1	4,6	3,8	3,4	5,3	5,8	-0,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	-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	4,4	3,6	5,2	4,0	3,7	4,9	7,2	-0,3	0,3	0,1	0,5	-0,4	-0,2
II	4,2	3,8	4,5	4,1	3,7	5,4	8,2	-0,2	0,1	0,3	0,8	-0,5	-0,3
III	4,0	4,0	3,8	4,0	3,8	4,8	7,9	0,0	-0,1	0,2	0,8	-0,6	-0,5
IV	3,6	4,1	2,6	3,6	3,8	2,9	7,6	0,2	-0,4	-0,2	0,8	-1,0	-0,7

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

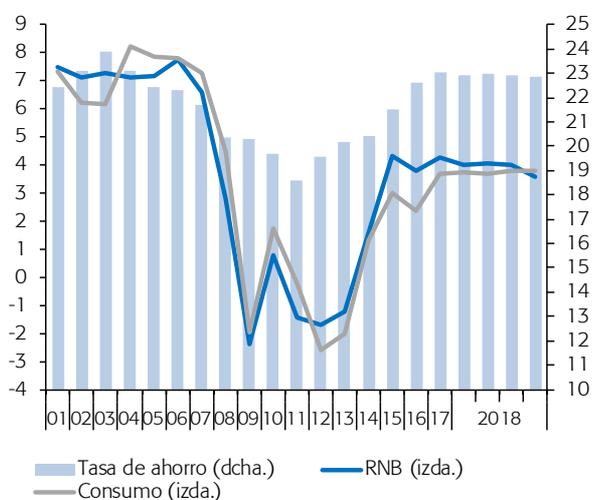
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

**Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro**

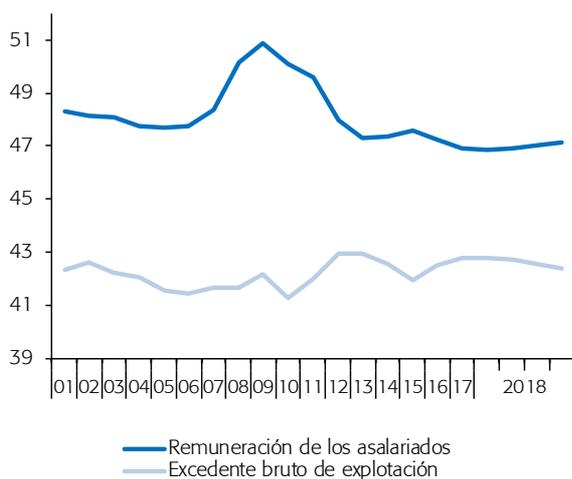
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

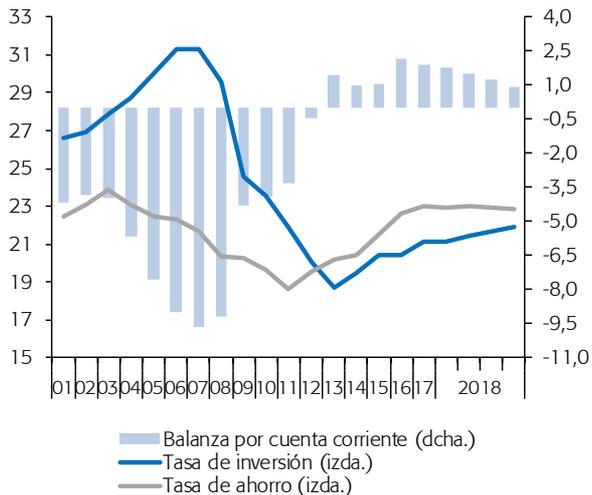
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**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)

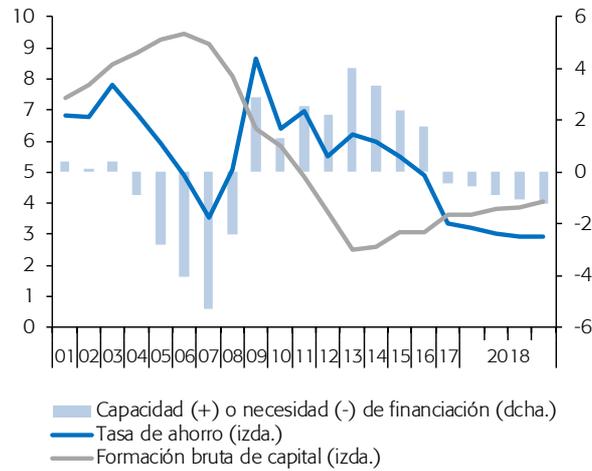
Previsiones en azul

	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		
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	733,8	697,1	35,6	49,2	4,9	4,1	-1,2	283,6	213,6	188,5	17,7	15,6	2,6
2019	755,4	717,2	37,2	54,4	4,9	4,4	-1,5	288,7	217,7	199,0	17,5	16,0	1,9
2020	773,9	735,8	37,1	58,7	4,8	4,6	-1,8	299,4	225,8	206,1	17,6	16,1	1,9
2021	793,6	754,8	37,7	62,8	4,8	4,8	-2,0	309,5	232,9	213,9	17,6	16,2	1,8
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	677,0	37,8	42,9	5,3	3,6	-0,6	280,6	211,6	179,6	18,0	15,3	3,2
II	720,9	683,4	36,1	45,1	5,0	3,8	-0,9	282,3	214,0	181,8	18,0	15,3	3,2
III	727,1	690,4	35,3	46,5	4,9	3,9	-1,1	282,8	213,0	187,0	17,8	15,6	2,7
IV	733,8	697,1	35,6	49,2	4,9	4,1	-1,2	283,6	213,6	188,5	17,7	15,6	2,6
	Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior		
2012	-3,4	-1,2	-23,4	-25,6	-2,2	-1,1	-0,3	0,8	0,0	3,9	0,4	0,9	-0,7
2013	-0,9	-2,1	11,7	-33,9	1,1	-1,2	1,8	0,1	10,9	-0,2	1,7	0,2	1,4
2014	1,1	1,7	-2,9	5,1	-0,4	0,1	-0,6	0,8	-1,1	9,0	-0,3	1,0	-1,1
2015	2,3	2,8	-3,9	23,1	-0,6	0,5	-1,0	3,9	10,8	3,8	1,0	-0,1	1,0
2016	1,8	2,8	-8,3	3,5	-0,9	0,0	-0,6	5,9	10,9	8,5	1,2	0,7	0,2
2017	1,6	4,2	-28,3	23,1	-2,3	0,6	-2,1	6,7	7,8	6,0	0,6	0,2	0,3
2018	3,2	4,0	-9,2	16,1	-0,7	0,4	-0,8	2,0	1,5	6,4	-0,4	0,4	-0,7
2019	3,0	2,9	4,4	10,6	0,1	0,3	-0,3	1,8	1,9	5,6	-0,2	0,4	-0,7
2020	2,4	2,6	-0,3	8,0	-0,1	0,2	-0,3	3,7	3,7	3,6	0,1	0,1	0,0
2021	2,5	2,6	1,8	6,9	0,0	0,2	-0,2	3,4	3,2	3,8	0,0	0,1	-0,1
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	2,2	4,0	-22,3	16,7	-1,7	0,4	-1,5	6,3	5,7	6,1	0,3	0,3	-0,1
II	2,2	3,8	-21,7	18,7	-1,5	0,5	-1,5	5,0	6,4	5,2	0,4	0,2	0,3
III	2,8	4,0	-16,4	16,0	-1,1	0,4	-1,1	3,8	5,0	7,3	0,2	0,5	-0,2
IV	3,2	4,0	-9,2	16,1	-0,7	0,4	-0,8	2,0	1,5	6,4	-0,4	0,4	-0,7

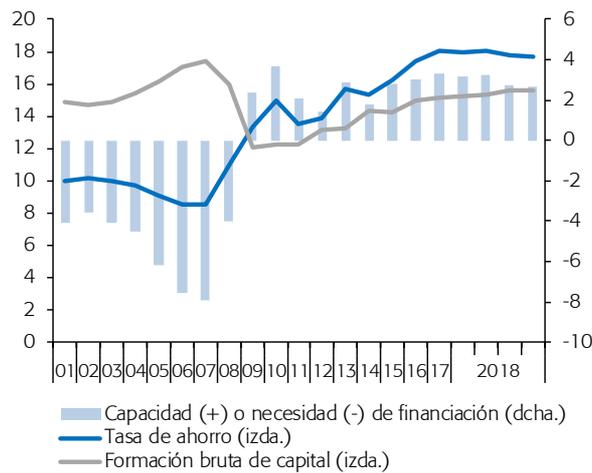
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

**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

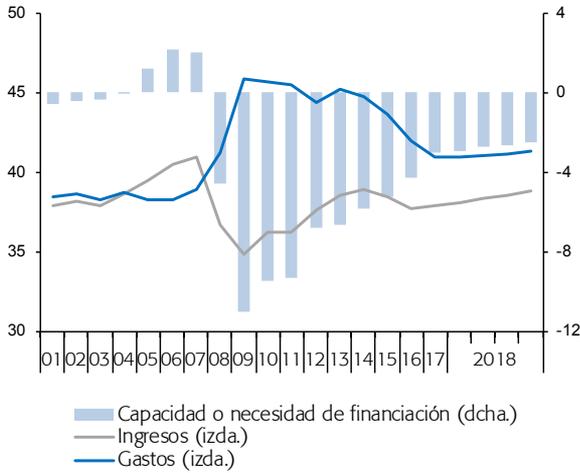
## Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010)

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	155,9	141,4	129,0	150,1	127,0	22,2	185,1	21,2	221,0	222,6	-1,7	28,3	-30,0	-29,9
2019	160,1	147,7	135,7	157,4	130,9	22,7	193,6	21,8	231,9	229,4	2,5	30,7	-28,2	-28,2
2020	163,1	152,8	139,6	164,9	133,6	23,4	201,1	22,2	240,2	234,1	6,1	32,2	-26,2	-26,2
2021	166,0	157,1	143,7	172,0	136,0	24,6	209,0	22,8	246,4	238,4	8,1	32,7	-24,6	-24,6
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	136,6	120,7	144,5	123,5	22,2	178,9	20,5	208,9	216,8	-7,9	26,8	-34,7	-34,3
II	153,2	138,7	122,5	146,5	124,3	21,6	180,3	20,2	214,4	218,2	-3,8	28,3	-32,1	-32,0
III	154,6	139,9	125,2	148,3	125,6	21,6	183,0	20,2	217,5	220,3	-2,9	28,6	-31,4	-31,3
IV	155,9	141,4	129,0	150,1	127,0	22,2	185,1	21,2	221,0	222,6	-1,7	28,3	-30,0	-29,9
<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	11,7	10,7	12,4	10,5	1,8	15,3	1,8	18,3	18,4	-0,1	2,3	-2,5	-2,5
2019	12,9	11,9	10,9	12,6	10,5	1,8	15,5	1,7	18,6	18,4	0,2	2,5	-2,3	-2,3
2020	12,7	11,9	10,9	12,8	10,4	1,8	15,7	1,7	18,7	18,2	0,5	2,5	-2,0	-2,0
2021	12,6	11,9	10,9	13,0	10,3	1,9	15,8	1,7	18,6	18,0	0,6	2,5	-1,9	-1,9
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	18,2	18,4	-0,2	2,4	-2,6	-2,6
IV	12,9	11,7	10,7	12,4	10,5	1,8	15,3	1,8	18,3	18,4	-0,1	2,3	-2,5	-2,5

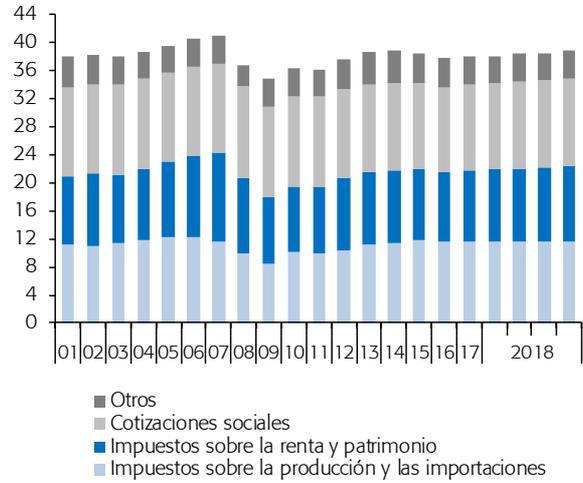
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

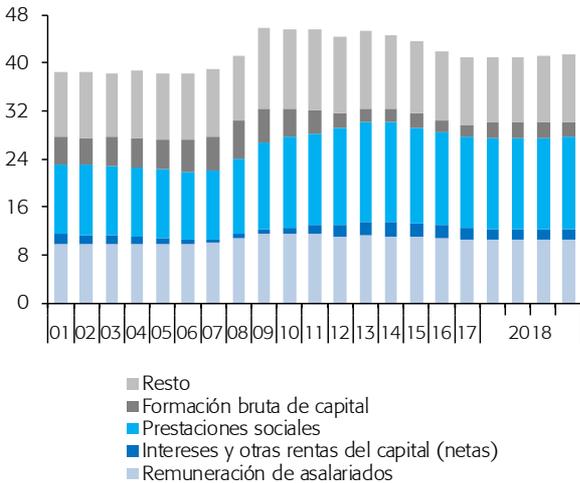


(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

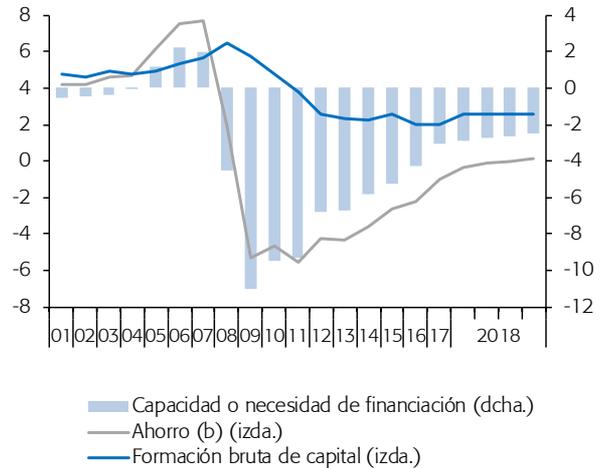
**Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos**  
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



**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

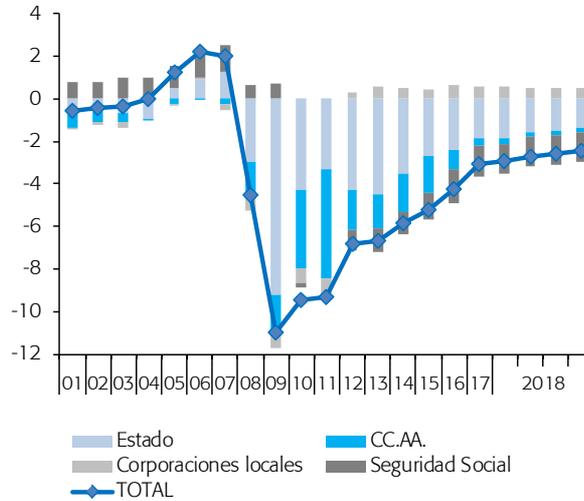
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. Central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	<b>MM euros, suma móvil 4 trimestres</b>					<b>MM euros, final de periodo</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	-16,3	-2,8	6,3	-17,1	-29,9	1.047,3	293,1	25,8	41,2	1.173,1
2019	-14,8	-1,0	5,2	-17,6	-28,2	--	--	--	--	1.200,3
2020	-13,4	-0,9	5,2	-17,1	-26,2	--	--	--	--	1.225,4
2021	-11,8	-0,9	5,2	-17,1	-24,6	--	--	--	--	1.249,0
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	-21,8	-3,2	7,0	-16,4	-34,3	1.028,6	289,7	29,0	27,4	1.161,7
II	-18,6	-2,8	6,1	-16,7	-32,0	1.034,7	293,3	29,4	34,9	1.165,8
III	-18,3	-2,6	5,8	-16,2	-31,3	1.048,5	292,4	28,0	34,9	1.177,5
IV	-16,3	-2,8	6,3	-17,1	-29,9	1.047,3	293,1	25,8	41,2	1.173,1
	<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	-1,3	-0,2	0,5	-1,4	-2,5	86,7	24,3	2,1	3,4	97,1
2019	-1,2	-0,1	0,4	-1,4	-2,3	--	--	--	--	96,3
2020	-1,0	-0,1	0,4	-1,3	-2,0	--	--	--	--	95,4
2021	-0,9	-0,1	0,4	-1,3	-1,9	--	--	--	--	94,5
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	87,4	24,6	2,5	2,3	98,7
II	-1,6	-0,2	0,5	-1,4	-2,7	87,2	24,7	2,5	2,9	98,2
III	-1,5	-0,2	0,5	-1,4	-2,6	87,6	24,4	2,3	2,9	98,3
IV	-1,3	-0,2	0,5	-1,4	-2,5	86,7	24,3	2,1	3,4	97,1

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

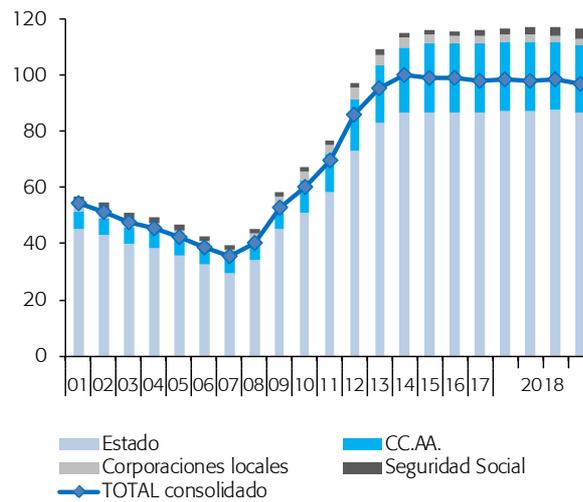
Fuentes: INE, Banco de España y Funcas (previsiones).

**Gráfico 7.1.- Déficit público**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

**Gráfico 7.2.- Deuda pública**

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

## Mercado de trabajo

Previsiones en azul

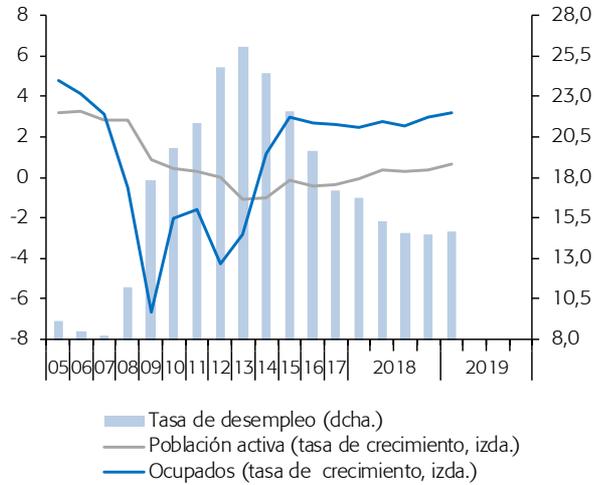
	Población entre 16 y 64 años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16-64 años (a)	Tasa de ocupación 16-64 años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
														CVE
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
<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	34,4	14,3	21,9	
2019	30,2	22,8	--	19,7	--	3,1	--	74,8	64,5	13,8	--	--	--	
2020	30,2	22,8	--	20,0	--	2,9	--	75,0	65,5	12,6	--	--	--	
2021	30,1	22,9	--	20,3	--	2,6	--	75,4	66,7	11,4	--	--	--	
2017	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
2019	IV	30,3	22,9	22,8	19,6	19,5	3,3	3,4	74,9	64,0	14,4	33,5	13,5	20,8
2019	I	30,3	22,8	22,9	19,5	19,6	3,4	3,3	74,6	63,6	14,7	35,0	13,8	20,9
<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	-1,9	
2019	0,2	0,1	--	1,9	--	-9,5	--	-0,1	1,0	-1,5	--	--	--	
2020	-0,2	0,0	--	1,5	--	-8,9	--	0,2	1,1	-1,2	--	--	--	
2021	-0,3	0,1	--	1,4	--	-8,9	--	0,3	1,1	-1,1	--	--	--	
2017	II	-0,1	-0,6	-0,8	2,8	2,7	-14,4	-14,2	-0,5	1,7	-2,8	-7,0	-2,7	-3,7
	III	0,0	-0,3	-0,4	2,8	2,8	-13,6	-13,3	-0,3	1,7	-2,5	-6,0	-2,6	-2,1
	IV	0,1	0,1	0,0	2,6	2,7	-11,1	-11,2	-0,1	1,5	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	I	0,2	-0,1	-0,1	2,4	2,4	-10,8	-11,2	-0,3	1,3	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,4	0,5	0,4	2,8	2,8	-10,8	-10,7	0,0	1,5	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,5	0,3	0,3	2,5	2,5	-10,9	-10,6	-0,2	1,2	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
2019	IV	0,6	0,5	0,4	3,0	3,0	-12,3	-12,3	-0,2	1,4	-2,1	-3,9	-2,0	-2,8
2019	I	0,7	0,7	0,7	3,2	3,2	-11,6	-12,1	-0,1	1,5	-2,0	-1,4	-1,9	-3,4

(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.

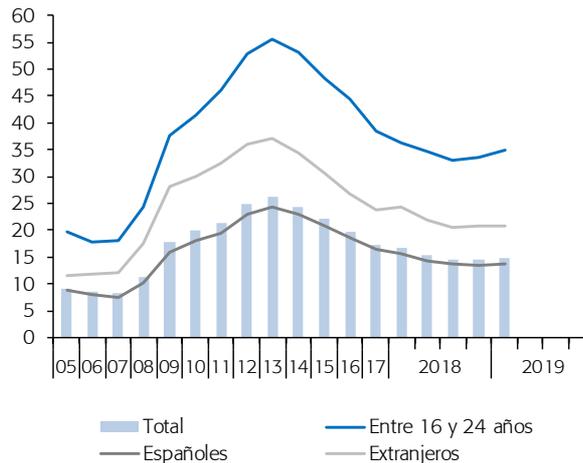
Fuente: INE (EPA) y Funcas.

**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**

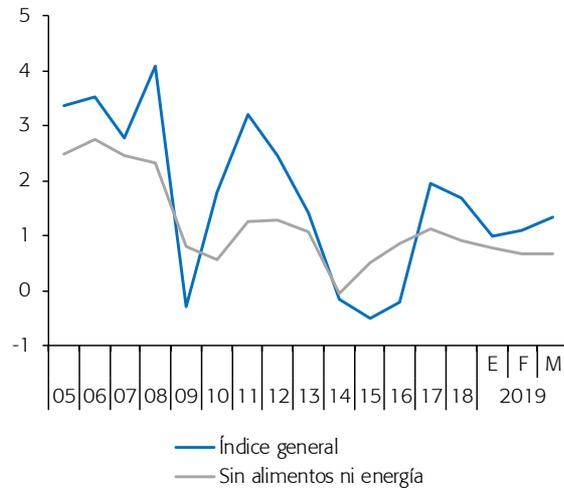
Previsiones en azul

	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>										
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	104,9	103,1	103,0	100,4	104,7	102,4	108,1	116,7	104,2	
2020	106,3	104,3	104,1	100,7	106,5	103,4	110,4	119,1	105,7	
<b>Tasas de crecimiento interanual</b>										
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	1,2	1,0	1,0	0,2	1,5	0,7	2,2	1,8	1,1	
2020	1,3	1,2	1,1	0,3	1,7	1,0	2,1	2,1	1,4	
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	1,3	0,7	0,7	0,2	1,1	0,4	2,0	5,6	0,9
	Abr	1,5	1,1	1,0	0,2	1,7	0,4	2,0	4,6	1,0
	May	0,9	0,9	0,8	0,2	1,4	0,5	1,5	1,2	0,8
	Jun	1,0	1,0	0,9	0,2	1,5	0,6	1,0	1,3	0,7
	Jul	1,1	1,1	1,0	0,3	1,6	0,7	2,2	1,3	1,2
	Ago	1,1	1,1	1,1	0,3	1,7	0,7	2,6	0,4	1,3
	Sep	1,0	1,2	1,1	0,3	1,7	1,0	2,9	-0,9	1,6
	Oct	0,9	1,1	1,1	0,3	1,7	0,9	2,3	-1,5	1,4
	Nov	1,2	1,1	1,1	0,2	1,6	1,2	2,2	1,0	1,6
	Dic	1,7	1,1	1,1	0,2	1,7	1,3	2,3	5,1	1,6
2020	Ene	1,8	1,1	1,2	0,2	1,7	1,4	3,1	5,2	2,0
	Feb	1,5	1,2	1,2	0,2	1,7	1,3	2,8	2,9	1,8
	Mar	1,5	1,2	1,2	0,3	1,8	1,2	3,2	2,5	1,8
	Abr	1,5	1,2	1,2	0,3	1,8	1,1	2,8	2,3	1,7
	May	1,4	1,3	1,2	0,3	1,8	1,1	2,5	1,6	1,5
	Jun	1,3	1,2	1,2	0,4	1,8	1,0	2,0	1,6	1,3
	Jul	1,2	1,2	1,1	0,4	1,7	0,9	1,3	1,6	1,0
	Ago	1,1	1,1	1,1	0,4	1,6	0,8	1,1	1,5	0,9
	Sep	1,1	1,1	1,1	0,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,9
	Oct	1,2	1,2	1,1	0,4	1,6	0,7	1,9	1,3	1,1
	Nov	1,2	1,2	1,1	0,4	1,6	0,7	1,9	1,4	1,1
	Dic	1,2	1,2	1,1	0,4	1,6	0,7	1,9	1,4	1,1

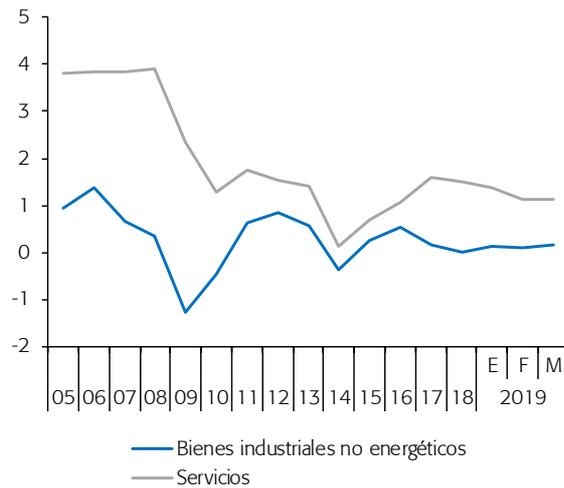
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

Tasas de crecimiento interanual

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

Tasas de crecimiento interanual



## Cuadro 10

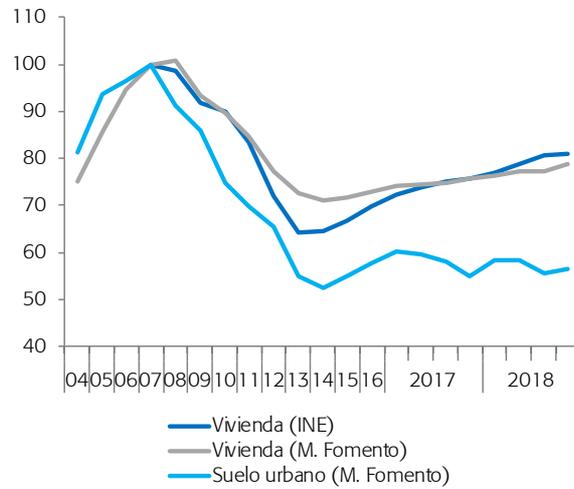
## Otros indicadores de precios y costes

	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	57,3	145,4	143,8	150,6	158,6	--
2019 (b)	103,6	104,2	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	102,7	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,7	148,7	--
II	103,3	103,4	103,1	78,8	77,2	58,5	147,0	146,2	149,6	155,6	--
III	103,4	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	56,6	152,2	152,7	150,6	166,8	--
2019 I (b)	103,6	104,2	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 Ene	--	104,3	102,9	--	--	--	--	--	--	--	--
Feb	--	104,3	103,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Mar	--	104,0	103,1	--	--	--	--	--	--	--	--
<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	1,0	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,5	1,8
2019 (d)	0,8	1,9	0,2	--	--	--	--	--	--	--	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	1,2	0,8	1,4	6,2	1,4	-2,6	0,7	0,8	0,3	1,0	1,5
II	1,0	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	3,0	0,9	0,9	0,7	1,2	1,8
2019 I (e)	0,8	1,9	0,2	--	--	--	--	--	--	--	2,2
2019 Feb	--	1,7	0,1	--	--	--	--	--	--	--	1,8
Mar	--	2,4	0,1	--	--	--	--	--	--	--	2,2
Abr	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,2

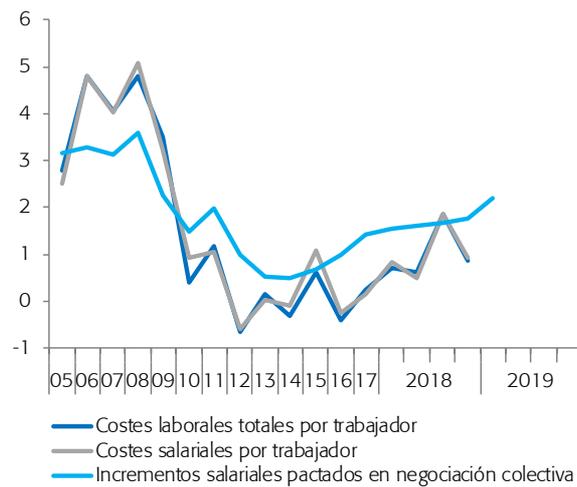
(a) CVE. (b) Periodo con datos disponibles. (c) Tasa de crecimiento anualizada sobre el trimestre anterior para datos trimestrales, y tasa de crecimiento no anualizada sobre el mes anterior para datos mensuales, salvo indicación en contrario. (d) Tasa de crecimiento del periodo disponible con respecto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

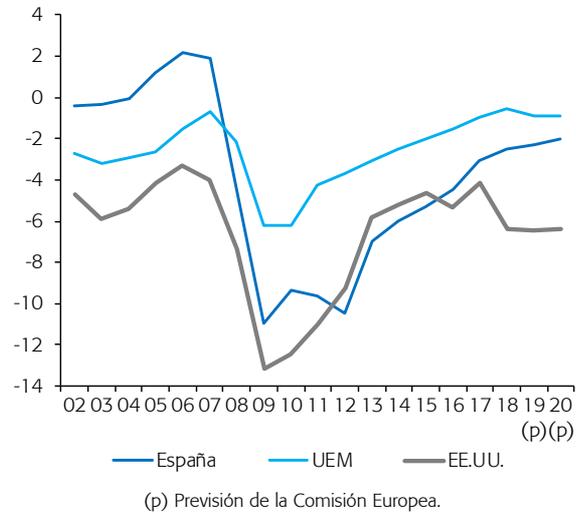
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las A.A.P.P.			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	-133,9	-460,5	392,1	6.003,5	8.883,7	-90,7	26,5	-594,0
2007	20,8	-63,3	-576,0	384,7	6.113,2	9.361,0	-104,1	18,2	-728,5
2008	-49,3	-208,7	-1.084,5	440,6	6.626,6	10.856,6	-102,9	-58,3	-866,1
2009	-118,2	-579,6	-1.896,6	569,5	7.364,5	12.548,9	-46,5	50,7	-564,3
2010	-101,4	-592,5	-1.863,1	650,1	8.121,9	14.324,7	-42,0	56,7	-497,7
2011	-103,2	-416,3	-1.709,1	744,3	8.586,8	15.522,9	-35,3	79,4	-412,4
2012	-108,8	-362,0	-1.493,3	891,5	9.044,2	16.737,7	-4,6	218,1	-206,8
2013	-71,7	-304,6	-977,4	979,0	9.357,5	17.604,3	15,0	273,4	-208,2
2014	-61,9	-252,6	-905,9	1.041,6	9.603,0	18.323,6	10,3	308,0	-76,6
2015	-57,0	-215,2	-843,4	1.073,9	9.720,1	19.091,9	11,4	349,6	-169,2
2016	-50,0	-168,4	-992,1	1.107,2	9.897,1	19.986,3	24,1	375,0	-318,9
2017	-35,9	-110,5	-808,4	1.144,4	9.991,5	20.498,5	22,4	438,5	-329,3
2018	-30,0	-60,5	-1.310,2	1.173,1	10.090,7	22.008,7	11,3	418,2	-440,0
2019	-28,8	-107,2	-1.383,7	1.206,3	10.215,0	23.061,0	11,3	397,5	-
2020	-26,4	-114,1	-1.419,5	1.241,7	10.355,0	24.194,7	11,9	391,3	-
<b>Porcentaje del PIB</b>									
2006	2,2	-1,5	-3,3	38,9	67,4	64,3	-9,0	0,3	-4,3
2007	1,9	-0,7	-4,0	35,6	65,0	64,8	-9,6	0,2	-5,0
2008	-4,4	-2,2	-7,4	39,5	68,7	73,8	-9,2	-0,6	-5,9
2009	-11,0	-6,2	-13,1	52,8	79,2	86,9	-4,3	0,5	-3,9
2010	-9,4	-6,2	-12,4	60,1	85,0	95,5	-3,9	0,6	-3,3
2011	-9,6	-4,2	-11,0	69,5	87,6	99,9	-3,3	0,8	-2,7
2012	-10,5	-3,7	-9,2	85,7	91,8	103,3	-0,4	2,2	-1,3
2013	-7,0	-3,1	-5,8	95,5	94,1	104,9	1,5	2,7	-1,2
2014	-6,0	-2,5	-5,2	100,4	94,4	104,6	1,0	3,0	-0,4
2015	-5,3	-2,0	-4,6	99,3	92,3	104,8	1,1	3,3	-0,9
2016	-4,5	-1,6	-5,3	99,0	91,4	106,8	2,2	3,5	-1,7
2017	-3,1	-1,0	-4,1	98,1	89,1	105,2	1,9	3,9	-1,7
2018	-2,5	-0,5	-6,4	97,1	87,1	107,4	0,9	3,6	-2,1
2019	-2,3	-0,9	-6,5	96,3	85,8	107,8	0,9	3,3	-
2020	-2,0	-0,9	-6,4	95,7	84,3	109,0	0,9	3,2	-

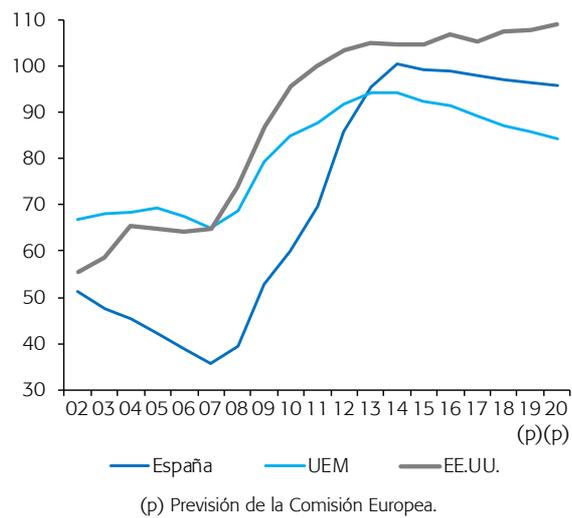
Fuente: Comisión Europea. Previsiones, primavera 2019.

**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 (%)			
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			
2019*	47.007.367	43,4	19,3			53,6	29,6	14,3			

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

\* Datos provisionales

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 (%)
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		
2019	18.652	2,52		

Fuentes: EPA EPA EPF EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio (hombres)	Edad media al primer matrimonio (mujeres)	Matrimonios del mismo sexo (%)
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)	
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.

■ Los datos se refieren al período enero-marzo.

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
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
2019■	19,8	6,6	29,9	43,8
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)
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•			49.458.049	4,24
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.

■ Los datos se refieren al período enero-marzo.

• 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 (€)	
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	812.604■	6.010.200•	1.133•	954.300•	971•	2.360.000•	709•
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
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■	923.860	258.312	194.941	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 al periodo enero-marzo.

• Los datos se refieren al periodo enero-abril.

Cuadro 5

## Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (€ por habitante)	Público (€ por habitante)
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)
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
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
2018	6,6	7,5		
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".

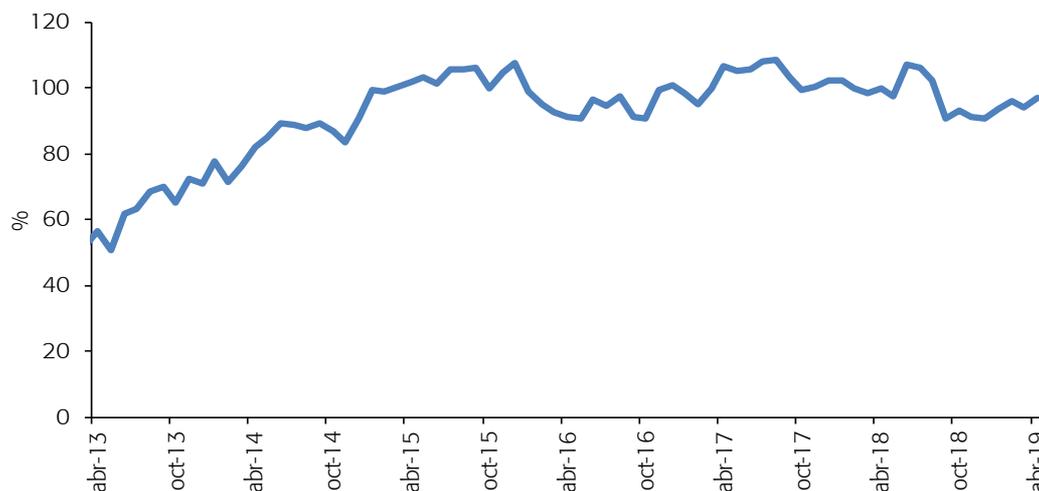
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

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

Gráfico 1

### Evolución del ICC (abril 2013-abril 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)).

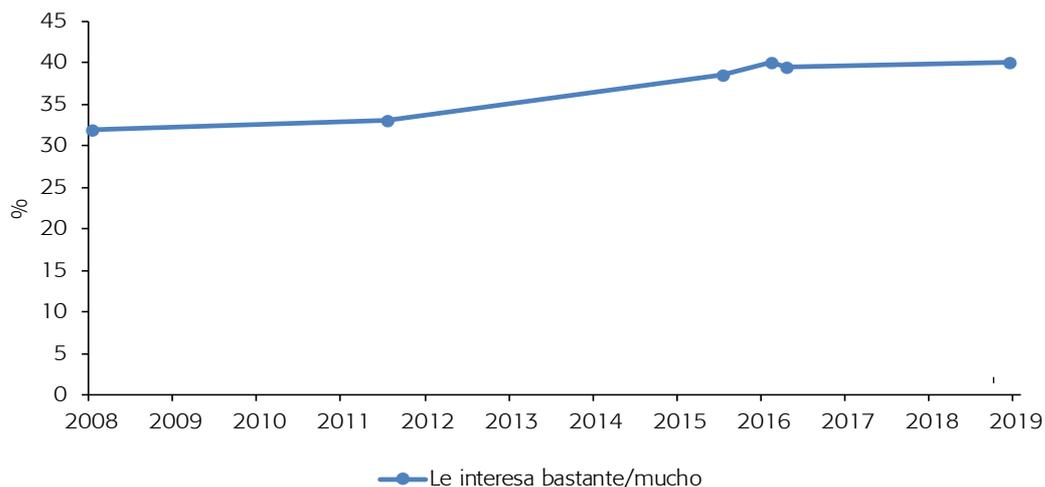
## 3. FLASH SOCIAL. El interés por la política en el periodo de recuperación económica: más elevado que durante la crisis, y especialmente extendido entre los universitarios

Las encuestas del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) han permitido identificar un aumento del interés por la política durante la crisis económica. En 2011, uno de cada tres ciudadanos (33%) afirmaba interesarse “mucho” o “bastante” por la política, y aproximadamente uno de cada cinco (22%) declaraba hablar “habitualmente” sobre política con amigos, familiares y/o compañeros de trabajo. Sin embargo, en el año 2000, quienes se mostraban muy o bastante interesados por la política representaban una cuarta parte (una proporción que se había mantenido bastante estable desde los años ochenta), mientras que quienes admitían hablar habitualmente de ella rondaban el 10% (gráficos 2 y 3).

En el periodo de recuperación económica, el interés por la política no solo no ha retornado a los niveles previos a la crisis, sino que se ha reforzado. El macrobarómetro del CIS de marzo de 2019 (encuesta preelectoral) confirma esta tendencia: el 40% de la población con derecho a voto manifiesta interesarse mucho o bastante por la política, y el 25% hablar habitualmente de política. En líneas generales, los adultos (25-64 años) declaran, en mayor medida que los jóvenes y que los mayores, interés por la política (gráfico 4); también los hombres, más que las mujeres (gráfico 5). Pero la variable “nivel educativo” es la que marca las diferencias más destacadas: una amplia mayoría de quienes cuentan con estudios superiores (63%) se declara muy o bastante interesada por la política, y para dos quintas partes de los universitarios (41%), la política constituye un tema habitual de conversación. Entre quienes no han alcanzado ese nivel de estudios, las proporciones correspondientes son significativamente menores (gráfico 6).

Gráfico 2

## Interés por la política: “mucho” y “bastante” (2008-2019)

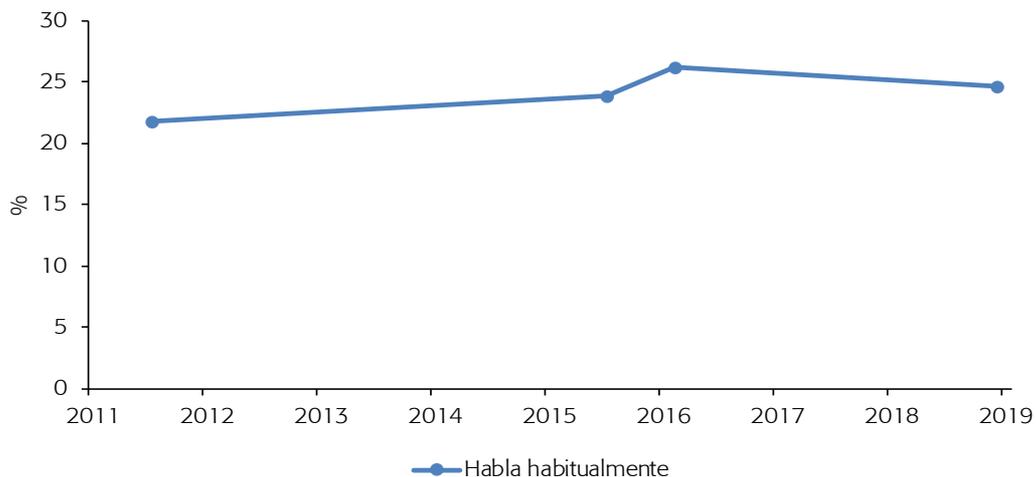


Preguntas: “¿Para comenzar, ¿diría Ud. que, en líneas generales, la política le interesa: mucho, bastante, poco o nada?”

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)): 2382, 2750, 2760, 2915, 3117, 3141, 3145 y 3242.

Gráfico 3

## Frecuencia con la que se habla de política: “habitualmente” (2011-2019)

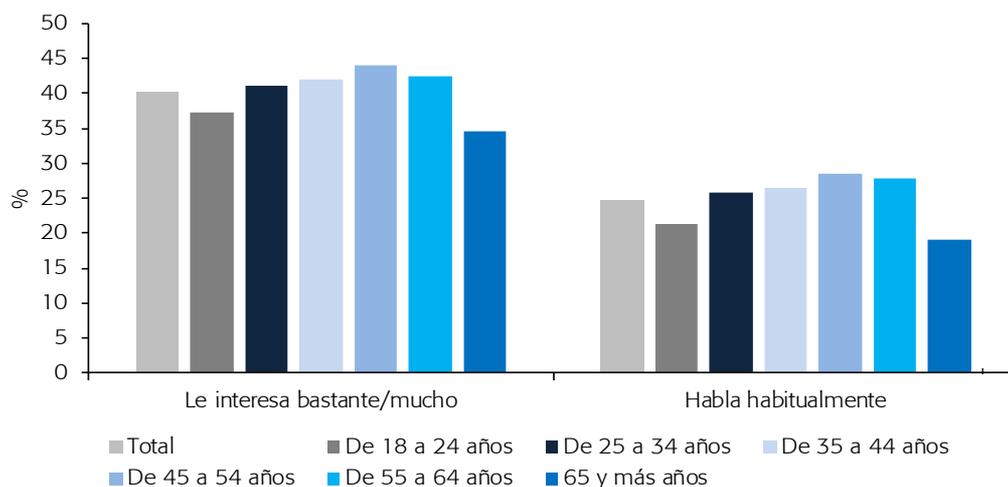


Preguntas: “En general, ¿con qué frecuencia habla Ud. de política con sus amigos/as, familiares o compañeros/as de trabajo...?”

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)): 2382, 2575, 2915, 3117, 3141 y 3242.

Gráfico 4

Interés por la política ("mucho" y "bastante") y frecuencia con la que se habla de política ("habitualmente"), por grupos de edad (marzo de 2019)

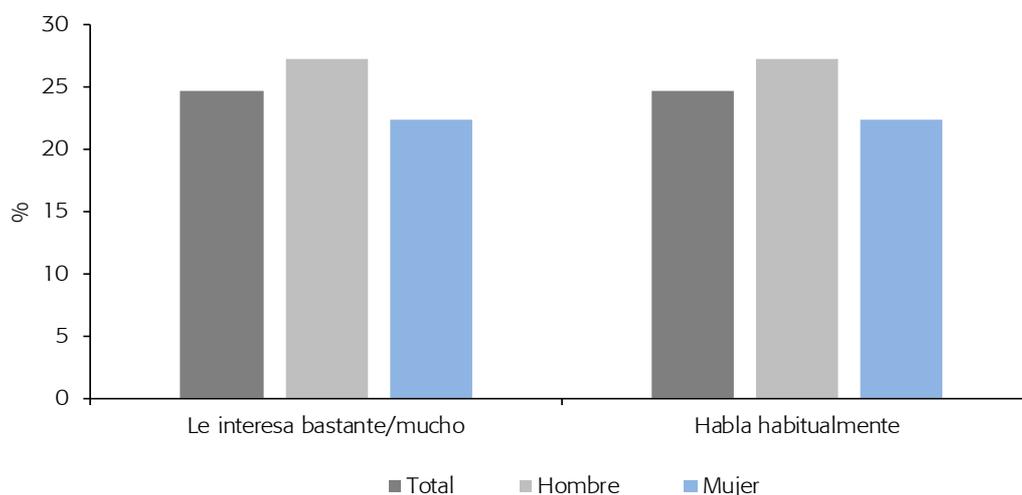


Preguntas: "¿Para comenzar, ¿diría Ud. que, en líneas generales, la política le interesa: mucho, bastante, poco o nada?"; "En general, ¿con qué frecuencia habla Ud. de política con sus amigos/as, familiares o compañeros/as de trabajo...?"

Fuente: Macrobarómetro 3242 del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 5

Interés por la política ("mucho" y "bastante") y frecuencia con la que se habla de política ("habitualmente"), por sexo (marzo de 2019)

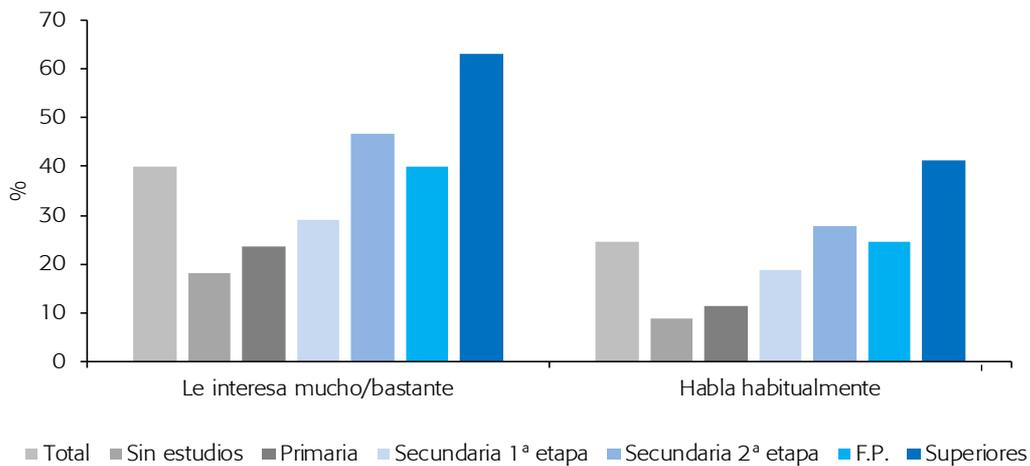


Preguntas: "¿Para comenzar, ¿diría Ud. que, en líneas generales, la política le interesa: mucho, bastante, poco o nada?"; "En general, ¿con qué frecuencia habla Ud. de política con sus amigos/as, familiares o compañeros/as de trabajo...?"

Fuente: Macrobarómetro 3242 del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

Gráfico 6

Interés por la política (“mucho” y “bastante”) y frecuencia con la que se habla de política (“habitualmente”), por nivel educativo (marzo de 2019)



Preguntas: “¿Para comenzar, ¿diría Ud. que, en líneas generales, la política le interesa: mucho, bastante, poco o nada?”; “En general, ¿con qué frecuencia habla Ud. de política con sus amigos/as, familiares o compañeros/as de trabajo...?”

Fuente: Macrobarómetro 3242 del Centro de Investigaciones Sociológicas (www.cis.es).

## 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de abril de 2019

### Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-1,5	Febrero 2019
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,7	Febrero 2019
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,6	Febrero 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	722.083	Marzo 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	167.161	Marzo 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	231	Marzo 2019
Ratio "gastos de explotación/margen ordinario" (%)	54,39	Diciembre 2018
Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	9.461,19	Diciembre 2018
Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	68.190,72	Diciembre 2018
Ratio "oficinas/entidades"	109,28	Diciembre 2018

### A. Dinero y tipos de interés

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 marzo	2019 abril	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	4,7	4,1	4,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,9	-0,329	-0,309	-0,309	-0,310	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,2	-0,186	-0,117	-0,112	-0,114	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	1,0	1,0	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 han disminuido ligeramente en abril. El euríbor a 3 meses ha pasado del -0,309% de marzo al -0,310%, mientras que el euríbor a 12 meses ha disminuido desde el -0,112% al -0,114%. Esta evolución de los tipos está en consonancia con las decisiones recientes del BCE, que ha alargado los plazos de la expansión cuantitativa, con un nuevo programa de financiación a largo plazo (TLTRO-III) y ha alejado las subidas de tipos hasta, al menos, 2020. En abril, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años se mantuvo en el 1%.

**B. Mercados financieros**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 febrero	2019 marzo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,3	54,60	84,19	178,15	203,05	(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	17,5	27,60	49,25	91,36	95,83	(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	0,4	3,46	1,07	0,77	1,08	(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	0,3	4,76	1,84	1,53	1,15	(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	0,7	-0,7	-0,52	-0,40	-0,40	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	676,8	1.127,1	1.164,63	1.189,53	1.209,72	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	-1,3	-5,9	2,4	-0,1	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	3,2	2,2	-5,3	-21,9	7,3	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	1.013,32	1.055,4	862,6	936,4	963,9 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.732,1	10.451,5	8.539,9	9.277,7	9.560,2(a)	Con base dic1989=3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,8	15,8	12,2	13,1	12,9 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

**B. Mercados financieros (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 febrero	2019 marzo	Definición y cálculo
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (% var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,3	-	-	-	-	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (% var.)	BE y AIAF	1,6	-	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	2,2	-	-	-	-	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	1,4	0,6	-6,14	-5,27	5,97	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	10,6	5,8	58,5	16,6	95,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 30 de abril de 2019.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de marzo se produjo un aumento en la ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 203,05%) y de las obligaciones del Estado (hasta el 95,83%). El IBEX-35 ha recuperado terreno y, con considerable volatilidad, se sitúa a finales de abril en los 9.560 puntos. El Índice General de la Bolsa de Madrid ha alcanzado los 963 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 5,97% en marzo, mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice aumentaron un 95,2%.

**C. Ahorro y endeudamiento financiero**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2016	2017	2018 (3T)	2018 (4T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2,1	2,0	1,6	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	-0,1	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	283,6	280,7	Incluyendo la deuda de administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB

**C. Ahorro y endeudamiento financiero (continuación)**

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2016	2017	2018 (3T)	2018 (4T)	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	59,6	58,9	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	-1,5	-1,6	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	-1,1	0,1	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento financiero": En el cuarto 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 fue del 0,1% del PIB. Se observa también una reducción de la deuda financiera de las economías domésticas, que se situó en el 58,9% del PIB.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 enero	2019 febrero	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,5	-0,4	-4,7	-0,8	-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	7,3	2,4	0,7	-0,5	0,4	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	108,1	-3,7	-0,9	-0,5	1,7	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,9	0,7	-8,8	1,1	0,8	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	-2,3	-1,7	-0,6	-0,8	-0,2	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 2001-2016	2017	2018	2019 enero	2019 febrero	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,1	-3,8	-2,3	-0,01	-0,6	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	-3,0	-3,5	-1,4	-24,5	-5,2	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	8,4	-1,2	-4,1	-0,06	0,1	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En febrero de 2019 se observó una caída del crédito al sector privado del -1,5% y un aumento de los depósitos, del 0,4%. Los valores de renta fija aumentaron su peso en balance un 1,7% y las acciones y participaciones un 0,8%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 0,6% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 septiembre	2018 diciembre	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	194	124	122	122	115	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	81	83	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	26.474	26.011	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	737.065	722.083 (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	168.012	167.161 (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 2001-2015	2016	2017	2018 septiembre	2018 diciembre	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	111	231 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2017.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En marzo de 2019, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 167.161 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 marzo de 2019, el importe de estos programas en España era 336.089 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	2018	Definición y cálculo
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	50,89	47,27	50,98	54,18	54,03	54,39	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	9.461,19	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	68.190,72	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	109,28	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,97	7,20	Indicador de dimensión de las oficinas
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,84	-0,79	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	0,57	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	4,25	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Durante 2018 se constató un aumento de la rentabilidad en el sector bancario español. La eficiencia y productividad siguen avanzando, en consonancia con la reestructuración que experimenta el sector.

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

N.º 159. Deporte y Economía

**PANORAMA SOCIAL**

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

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**N.º 269. Alquileres, desigualdad, *shocks* externos**SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 8, N.º 2 (2019). Spain's financial sector: Challenges and risks

**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**

Más allá de los negocios Miradas y visiones de empresarios sobre la economía, la sociedad y la política

**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