## Cuadernos de Información Económica

271 julio/agosto 2019

# Limitaciones del crecimiento en la eurozona

Exportaciones y debilidad de la demanda interna en la eurozona

Incidencia bancaria de las *BiqTech* 

Bancos y mercados de capitales: Europa y EE.UU.

Bancarización de la economía: España y la eurozona

Gasto público y crecimiento económico

Dinamismo empresarial tras la crisis

Alternativas de financiación de la deuda autonómica

Efectos de la facilidad de depósito del BCE

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS



#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

#### **EDITOR**

Eduardo Bandrés Moliné

#### CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela Santiago Carbó Valverde Mª Jesús Fernández Sánchez Juan José Ganuza Antonio Jesús Romero Mora Raymond Torres

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

Edita: Funcas

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Diseño

y maquetación: **Funcas**Impresión: **Cecabank**Depósito Legal: M-402 - 1987
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

271 julio/agosto 2019



#### Página

- 1 Crecimiento liderado por las exportaciones en la eurozona: beneficios y costes Raymond Torres
- 11 Competencia tecnológica internacional e incidencia bancaria Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández
- 19 Bancos versus mercados de capitales: cuestionando el paradigma Europa-Estados Unidos Ángel Berges, Álvaro López y Fernando Rojas
- 27 La bancarización de la economía española en el contexto europeo *Joaquín Maudos*
- 37 Gasto público y crecimiento económico en Europa Eduardo Bandrés y María Dolores Gadea-Rivas
- 49 Dinamismo empresarial en España: evolución reciente y perspectivas Ramon Xifré
- La salida de las comunidades autónomas al mercado de deuda: una mirada desde el debate europeo Mario Alloza, Mar Delgado-Téllez y Javier J. Pérez
- 69 BCE: posibles modificaciones en la facilidad de depósito e impactos potenciales
  Fernando Rojas, Federica Troiano y Rui da Mota Guedes

#### INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

- Página 77 Indicadores económicos
  Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas
  - 101 Indicadores sociales
    Dirección de Estudios Sociales de Funcas
  - 109 Indicadores financieros Dirección de Estudios Financieros de Funcas

#### Carta de la Redacción

egún las previsiones del Banco Central Europeo (BCE), la economía de la eurozona crecerá en 2019 un 1,2%. Entre los factores que suelen señalarse para explicar esta ralentización del crecimiento, los de carácter externo ocupan un lugar predominante. Un área económica que, en el último decenio, ha cimentado las bases de su crecimiento sobre el sector exterior tiene que verse afectada forzosamente por las tensiones proteccionistas, la desaceleración de la segunda economía del mundo, las turbulencias de las economías emergentes o el interminable proceso del brexit. Sin embargo, el espectacular aumento del saldo de la balanza corriente de la eurozona es también reflejo de la debilidad de su demanda interna. El artículo de RAYMOND TORRES, con el que se abre este número de Cuadernos de Información Económica, analiza la otra cara del éxito exportador de la eurozona: la existencia de un estancamiento de la inversión interna que provoca una salida del ahorro generado hacia la adquisición de activos exteriores, principalmente financieros. Sería la falta de oportunidades y proyectos de inversión en Europa la que estaría tras esta incapacidad de la eurozona para movilizar su ahorro hacia inversiones en la economía real. Y no porque la tasa de rentabilidad de los activos exteriores sea mayor que la de la inversión interna. Entre los factores que pueden explicar esta pauta descendente de la demanda, el artículo se centra en el papel de las políticas macroeconómicas, destacando las limitaciones de la política fiscal y el agotamiento de la ultraexpansiva política monetaria del BCE. Las soluciones deberían venir a través de las reformas de la arquitectura institucional de la eurozona,

que permitiesen un replanteamiento de las políticas macroeconómicas.

Precisamente, las tendencias proteccionistas, cuyo impacto sobre el comercio mundial será muy considerable en 2019, son probablemente el reflejo de la batalla por la supremacía tecnológica, que se está librando entre Estados Unidos y China. Pero las consecuencias de este neoproteccionismo comercial y tecnológico se trasladan también al sector financiero. El artículo de Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández examina los modelos de interrelación actuales entre el desarrollo de las nuevas tecnologías (5G, apps financieras, superapps, monedas digitales, etc.) y las actividades financieras. La presencia global de nuevos jugadores, como las BiqTech norteamericanas y asiáticas, puede suponer un cambio radical en la oferta de servicios financieros, con severas implicaciones sobre la protección de datos personales y de comportamiento de los clientes. Surge así, también en este punto, la necesidad de una regulación que equilibre el modo en que las *BigTech* pueden acceder a los mercados financieros, de manera que sus potenciales ventajas en términos de competencia o inclusión financiera no pongan en riesgo la protección de los clientes y la estabilidad financiera.

Este número de *Cuadernos de Información Económica* incluye dos artículos que ponen en tela de juicio las tesis sobre el elevado grado de bancarización de la economía española frente a la europea, por una parte, y de esta frente a la economía norteamericana,

por otra. En términos comparativos, el sistema financiero de Europa continental suele catalogarse como orientado a la banca, frente al de Estados Unidos, que se caracterizaría por su mayor orientación a los mercados. El soporte de esta afirmación se basa en la comparación del peso de los activos bancarios y de la capitalización bursátil respecto al PIB. Sin embargo, como se explica en el artículo de Ángel Berges, Álvaro López y Fernando Rojas, magnitudes como el margen de intermediación de la banca, el beneficio neto, el valor de mercado de los bancos o incluso el número de entidades, sitúan todas ellas a la economía norteamericana con un nivel de bancarización mayor que la economía europea. También en relación con los mercados de capitales, cabe cuestionar la pretendida superioridad del sistema financiero de EE.UU., que se apoya en el valor de mercado de los bonos corporativos y las acciones sujetos a cotización. Pero si se compara el flujo de financiación neta hacia las actividades productivas (emisiones menos amortizaciones y/o recompras), puede observarse que en la última década los mercados de capitales de la eurozona han aportado financiación empresarial neta, mientras que los de EE.UU., la han detraído. De modo que la excesiva orientación del sistema financiero europeo hacia la banca, en comparación con EE.UU., solo se sustenta en las magnitudes stock, pero no en los flujos financieros.

La caracterización de la economía española como una economía muy bancarizada, es decir, con un peso de la banca comparativamente más elevado que en la mayoría de los países europeos, también debe ser cuestionada a la luz de numerosos indicadores. El artículo de Joaquín Maudos revela que la dependencia de la economía española respecto del crédito bancario apenas está tres puntos porcentuales del PIB por encima de la media europea y que, en el conjunto del sistema financiero, el peso del valor añadido de la banca en España supera solo en cuatro puntos al de la banca europea. Las distancias, por tanto, se han acortado notablemente tras el impacto de la crisis financiera, por el fuerte proceso de desapalancamiento del sector privado tras el acelerado crecimiento del crédito en los años previos a la crisis. Adicionalmente, la banca ha ido perdiendo peso en el conjunto del sistema financiero, en virtud del desarrollo de la desintermediación y de actividades auxiliares y de banca en la sombra. Pero además, la participación del sector bancario en la economía, en cuanto a su aportación al valor añadido y al empleo, es menor en España que en la eurozona y que en las grandes economías de la UE con excepción de Alemania. En suma: aunque la importante presencia de pymes en el tejido empresarial español hace que este sea muy dependiente del crédito bancario, el peso de la banca en el total del sistema financiero español ha descendido de forma significativa, y su participación en el valor añadido bruto y el empleo de la economía es menor en España que en Europa.

La búsqueda de factores explicativos de la ralentización del crecimiento económico en Europa conduce a la valoración de los efectos que ha alcanzado la presencia del sector público en esas economías. El trabajo de Eduardo Bandrés y María Dolores Gadea-Rivas explora las relaciones de causalidad entre el tamaño del gasto público y las tasas de crecimiento. Aunque otros objetivos de la agenda política de los gobiernos como la cohesión social también deben tomarse en consideración al evaluar la actuación del sector público, el crecimiento constituye una referencia de primer orden para cualquier política económica. En conjunto, los resultados del artículo muestran un impacto negativo de la ratio gasto público/PIB sobre el crecimiento a largo plazo en Europa. Sin embargo, cuando se analiza la causalidad país por país se observa que países con un sector público grande en términos europeos mantienen tasas de crecimiento estables en el tiempo, mientras que otros con un sector público mucho menor presentan coeficientes negativos en la relación de causalidad. No solo importa, por tanto, el tamaño del gasto, sino la calidad del mismo, la eficacia de la gestión pública y los mecanismos fiscales para su financiación.

Uno de los factores inherentes al proceso de recuperación económica iniciado a finales de 2013 es el mayor dinamismo en la creación neta de empresas. Mientras en el periodo de crisis el número de bajas superó al número de altas, a partir de 2014 se invierte la tendencia, si bien en términos netos las cifras se sitúan por debajo de las alcanzadas antes de la crisis. El artículo de RAMON XIFRÉ muestra también el desplome de la tasa de creación de sociedades anónimas, la reducción de la tasa correspondiente a las sociedades limitadas, y el importante crecimiento de la tasa de creación de autónomos. A su vez, se detecta también una mayor polarización por tamaño dentro de las sociedades: la

reducción ha sido más acusada en los tamaños intermedios y menos intensa en las grandes y en las muy pequeñas empresas. Una de las recomendaciones del trabajo se dirige, precisamente, a la necesidad de procurar que el tejido productivo español no pierda más empresas de tamaño intermedio

Los mecanismos extraordinarios de financiación de la deuda de las comunidades autónomas a través de la Administración central han dado lugar a la configuración de un marco que, dada su prolongación en el tiempo, traslada las potenciales debilidades financieras de las administraciones regionales a la propia financiación del Estado. El artículo de Mario Alloza, Mar Delgado-Téllez y Javier J. Pérez plantea cómo podría diseñarse un sistema estable de financiación del endeudamiento autonómico a medio plazo, utilizando los argumentos alternativos que tienen lugar en la eurozona en relación con dos aspectos principales: la reducción de los niveles de deuda y la compartición de riesgos entre los países miembros. Tres son las principales alternativas: la mutualización de riesgos, manteniendo de forma indefinida el sistema actual; la división de la deuda en tramos, uno garantizado y otro de mercado; y finalmente la participación directa en el mercado de capitales. En cualquiera de los tres supuestos se requieren condiciones adicionales de distinta naturaleza para garantizar la credibilidad del sistema, que van desde el cumplimiento estricto de las reglas de disciplina presupuestaria, hasta la correcta evaluación del riesgo por parte de los compradores de la deuda en el mercado, o el establecimiento de una cláusula de no rescate. Por otra parte, si en el proceso de transición hacia el nuevo sistema se aplicaran operaciones de redención de parte de la deuda, sería necesario incorporar mecanismos que eliminen la presencia de riesgo moral, como por ejemplo cláusulas de salvaguarda que permitan revertir las operaciones de redención en presencia de comportamientos de indisciplina fiscal.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria, desde su diseño y ejecución por el BCE hasta su impacto en las empresas, los hogares y las administraciones públicas, sitúa al sistema bancario en una posición clave para trasladar los impulsos monetarios hacia la economía real. La banca, por tanto, no puede ser inmune a la anormalidad de una política monetaria como la actual, con tipos de referencia negativos desde hace cinco años y con expectativas de continuidad en el tiempo. El artículo de Fernando Rojas, Federica Trojano y Rui da Mota Guedes analiza los impactos sobre la banca de la eurozona de la actual tasa negativa de la facilidad de depósito del BCE. De forma directa, la facilidad de depósito genera un coste explícito de 440 millones de euros anuales a la banca española. Indirectamente, la tasa arrastra hacia abajo a toda la curva de tipos a través del euríbor y, por tanto, incide en el margen de intermediación. Finalmente, la expectativa sobre el mantenimiento del euribor a doce meses en terreno negativo durante al menos tres años determina que la valoración bursátil de la banca europea se vea seriamente afectada, en línea también con tasas de rentabilidad muy modestas. En suma, la política monetaria del BCE está teniendo un impacto negativo sobre los márgenes bancarios y repercutiendo directamente en su modelo de negocio.

# Crecimiento liderado por las exportaciones en la eurozona: beneficios y costes

Raymond Torres\*

El patrón de crecimiento de la eurozona se ha basado principalmente en el dinamismo de sus exportaciones, hasta el punto de alcanzar el superávit más abultado del mundo. El elevado nivel de ahorro que ello representa no se está traduciendo, sin embargo, en un impulso equivalente de la inversión en la economía real, habiéndose destinado en buena medida a inversiones financieras en el exterior, cuyas tasas de rentabilidad están en claro descenso y sometidas a una alta variabilidad. En un contexto de tensiones geopolíticas globales, este modelo de crecimiento puede estar agotando su recorrido. En paralelo, la ausencia de palancas internas de crecimiento de la eurozona parece obedecer en gran medida a una falta de oportunidades de inversión, algo que no cuadra con las carencias en materia de infraestructuras, las exigencias de la transición energética y la cuarta revolución industrial. De algún modo, la pauta descendente de la demanda interna de Europa es un reflejo de los acuerdos que rigen la participación de los países que han adoptado la moneda única. Dichos acuerdos tienden a empujar a los países a aplicar políticas que acentúan el impacto de las fases contractivas y limitan los beneficios de las fases expansivas; en suma, un patrón de comportamiento procíclico, que tiende a afectar a la evolución macroeconómica a largo plazo.

Según sus últimas proyecciones macroeconómicas de junio, el Banco Central Europeo (BCE) prevé que la economía de la eurozona registre este año un crecimiento de tan solo un 1,2%, lo que representa un importante recorte respecto al anterior ejercicio de proyecciones publicado el pasado otoño (BCE, 2019). La economía se recuperaría ligeramente el próximo año, pero seguiría creciendo por debajo de su potencial.

Para explicar esta ralentización imprevista y de tal calibre se ha tendido a aludir a una conjunción de factores externos adversos: la intensificación de las tensiones proteccionistas, una desaceleración algo abrupta de la economía china y las turbulencias en las economías emergentes causadas por el reequilibrio de las políticas en Estados Unidos. Todas estas son fuerzas poderosas. En concreto, se estima que el comercio mundial mostrará un

<sup>\*</sup> Funcas.

crecimiento decepcionante del 0,7%, frente al casi 5% del año pasado¹. Ello afecta especialmente al sector manufacturero, así como a las economías más orientadas a la exportación, como Alemania. El impredecible resultado del proceso del *brexit* aporta una fuente adicional de incertidumbre, mientras que factores especiales, como el ajuste mundial del sector del automóvil, también tienen relevancia.

Ahora bien, con ser estos factores externos o temporales indudablemente importantes, hay otra posible explicación para la actual evolución del crecimiento: las restricciones internas, es decir, aquellas cuyo origen está dentro de la propia Europa. Prestar atención a tales restricciones internas resulta crucial, pues —a diferencia de las externas, que quedan en buena parte fuera de su ámbito de maniobra— los responsables europeos de políticas pueden actuar sobre ellas. El presente artículo se propone describir el modelo de crecimiento liderado por el sector exportador, analizar los costes asociados a ello y debatir el papel que las políticas macroeconómicas desempeñan en la corrección de los desequilibrios económicos.

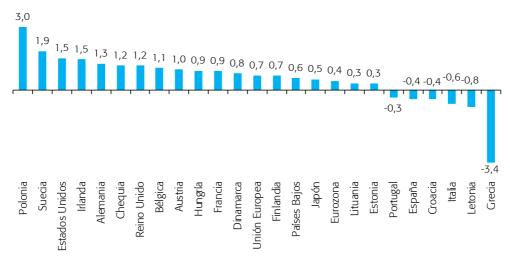
#### El sector exterior como alternativa a la escasez crónica de fuentes internas de crecimiento

Es un hecho que el motor interno del crecimiento económico ha mostrado cierta debilidad en la eurozona. A la introducción del euro le siguió un periodo inicial de crecimiento relativamente sólido de la demanda interna que se obtiene sumando consumo e inversión. De media, durante el periodo 2000-2007, la demanda interna aumentó un aceptable 1,9% anual, casi tanto como en el conjunto de países no miembros de la eurozona. Sin embargo, desde que se inició la crisis, el comportamiento de este agregado se ha deteriorado de forma acusada. Las dos economías europeas que más crecen, Polonia y Suecia, no forman parte del grupo de la moneda única (gráfico 1). Fuera de Europa, EE.UU. —el que fue epicentro de la crisis— supera a la eurozona por un amplio margen. Incluso Japón muestra un dinamismo marginalmente mejor. La única excepción a este patrón general poscrisis es Alemania, si bien su economía venía de registrar tasas de crecimiento mediocres en la fase anterior a la crisis: en el conjunto del periodo 2000-2018, la

Gráfico 1

#### Crecimiento de la demanda interna entre 2007 y 2018

(Tasa media de crecimiento anual, en porcentaje)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos de Eurostat.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Para un examen detallado de las tendencias de la política comercial, véase Begg (2019).

demanda interna de Alemania creció menos que la media europea y que la de EE.UU.

El periodo posterior a 2007 abarca, por supuesto, tanto los años de crisis propiamente dichos como una fase de recuperación. Pero el comportamiento ha sido inferior a los estándares internacionales en ambos casos. Así, la demanda interna de la eurozona no solo acusó un mayor impacto por la crisis que el resto de la UE o que EE.UU., sino que la recuperación comenzó en ella más tarde y resultó, en general, menos intensa en promedio que en los otros países. Nuevamente, solo Japón pareció registrar la misma debilidad en términos de demanda interna.

Se podría argumentar que ese anémico ritmo de crecimiento de la demanda es solo el resultado de promediar a los países participantes, algunos de los cuales acusan dificultades por el corsé de la moneda única. Frente a ese argumento, conviene señalar que incluso algunas de las economías centrales de la eurozona muestran un desempeño no particularmente brillante comparadas con sus homólogas de fuera de la eurozona. Por ejemplo, el crecimiento económico de Finlandia ha sido inferior al de Suecia (cuando fue similar durante el periodo previo a la introducción del euro). Otro tanto sucede al comparar Francia o España con el

Reino Unido o, como ya se ha citado, a Alemania con EE.UU. Por no mencionar a Italia, que se ha convertido en un caso anómalo en sí mismo. Este país afronta un estancamiento del gasto real desde la entrada en circulación del euro, lo que puede explicar el pesimismo imperante a día de hoy entre la mayoría de ciudadanos italianos en torno a sus perspectivas económicas y a las de la generación de sus hijos.

Mientras que antes de la crisis la balanza conjunta por cuenta corriente de la eurozona presentaba un saldo prácticamente equilibrado, en 2018 ha pasado a reflejar un superávit cercano a los 400.000 millones de euros, el más abultado del mundo.

La fase de recuperación obedece fundamentalmente a la capacidad de los países de la eurozona para aprovechar las oportunidades de unos dinámicos mercados de exportación, constituidos en la única forma posible de suplir la anémica demanda interna. La consecuencia ha sido un creciente superávit por cuenta corriente, que ha alcanzado proporciones históricas (gráfico 2). Así, mientras que antes de la crisis la balanza conjunta por cuenta corriente de la eurozona presentaba un saldo prácticamente

Gráfico 2
Saldo de la balanza por cuenta corriente de la eurozona frente al resto del mundo

(Capacidad de financiación neta, en miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

equilibrado, en 2018 ha pasado a reflejar un superávit cercano a los 400.000 millones de euros, casi el 3,8% del PIB total.

Y lo que es más llamativo: dicho superávit es el más abultado del mundo, doblando al de China. También representa a grandes rasgos dos terceras partes del déficit estadounidense, una de las motivaciones que se hallan detrás del (contraproducente) discurso proteccionista esgrimido por aquel país. Es asimismo interesante observar que la eurozona mantiene un considerable superávit con respecto al Reino Unido, y es difícil calibrar hasta qué punto tan importante desequilibrio podrá sostenerse en caso de que llegue a producirse el *brexit*.

## Costes de una profunda dependencia de la demanda externa

Este patrón de crecimiento, impulsado por las exportaciones, no supone necesariamente un problema. La demanda interna puede tomar el relevo de las exportaciones como motor económico cuando estas últimas desfallezcan. Además, una fuerte propensión al ahorro puede allanar el terreno para una inversión más vigorosa a medio y largo plazo. Y, en cualquier caso, cabría la posi-

bilidad de que los países europeos muestren una fuerte preferencia por la infrainversión y por colocar su exceso de ahorro en el exterior. Este podría ser, de hecho, un modo eficaz de sostener sus niveles de vida gracias a las rentas generadas por las inversiones exteriores.

Ahora bien, estas ventajas potenciales del modelo sustentado en la exportación que hasta ahora ha prevalecido en la eurozona no parecen ratificadas por los hechos. Primero, porque, como muestran las tendencias recientes, la demanda interna no está llenando el hueco dejado por la ralentización de la actividad exportadora.

Segundo, y más importante, los crecientes volúmenes de ahorro nacional no se están traduciendo en un impulso a la inversión en capacidad productiva de la eurozona, que muestra de hecho un estancamiento, cuando no una tendencia descendente (gráfico 3). El ahorro nacional (que comprende ahorro privado y público) ha aumentado de forma ininterrumpida desde su mínimo de 2009, llegando a suponer más de una cuarta parte de la renta nacional; un máximo histórico y un esfuerzo aún más impresionante visto bajo un prisma internacional. En contraste, la inversión ha mostrado una

Gráfico 3

#### Ahorro e inversión de la eurozona

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos de AMECO.

tendencia descendente que le llevó a tocar suelo en 2013, para a continuación recuperarse tímidamente. Como porcentaje del PIB, la inversión de la eurozona se sitúa en un 21,5%, claramente por debajo del nivel anterior a la crisis. Esto debería ser motivo de preocupación, habida cuenta que Europa necesita más inversión, incluso en países centrales como Alemania, donde existen carencias en infraestructuras y en otras áreas. Para Europa en su conjunto, una mayor inversión es indispensable para realizar una transición exitosa a la "economía verde" y para sumarse a la cuarta revolución industrial. Por tanto, puede afirmarse que el creciente superávit exterior refleja el hecho de que Europa es cada vez menos capaz de movilizar su ahorro hacia inversiones en la economía real. El resultado es que debe exportar su capacidad de financiación a otros países.

Podría alegarse que las oportunidades de inversión en Europa son menos atractivas que las existentes en otras partes del mundo. Pero, y esta es una tercera razón de que el actual modelo basado en la exportación sea problemático, los ingresos generados por los activos exteriores están descendiendo y podrían situarse incluso por debajo de la tasa de rentabilidad generada por inversiones equivalentes en Europa.

Así, entre 2007 y 2018, los activos totales acumulados en el exterior por los países de la eurozona crecieron hasta más del doble, pasando de 12,5 a 26,5 billones de euros. Tan significativo incremento puede explicarse por la acumulación de superávits por cuenta corriente, ajustados por oscilaciones al alza o a la baja como resultado de la variación de los tipos de cambio y otros factores de valoración. Durante el mismo periodo, la cifra de ingresos procedentes de los activos invertidos en el extranjero aumentó tan solo en un 16%, de 0,6 a 0,7 billones de euros. En otras palabras, la tasa de rentabilidad de los activos exteriores se ha reducido casi a la mitad (gráfico 4).

Como porcentaje del PIB, la inversión de la eurozona se sitúa en un 21,5%, claramente por debajo del nivel anterior a la crisis. Esto debería ser motivo de preocupación, habida cuenta que Europa necesita más inversión, incluso en países centrales como Alemania, donde existen carencias en infraestructuras y en otras áreas.

Con un 2,6%, la tasa de rentabilidad sobre los activos no solo es relativamente baja (sobre

Gráfico 4

Tasa de rentabilidad estimada sobre los activos exteriores de la eurozona (Porcentaje de los activos exteriores)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos del BCE.

6

todo teniendo en cuenta los beneficios que pueden obtenerse en Europa), sino que su sostenibilidad está también sujeta a una considerable incertidumbre. De hecho, atendiendo a la composición de los activos exteriores, prácticamente dos terceras partes corresponden a inversiones de cartera y otras posiciones financieras, cuyo valor y rentabilidad pueden fluctuar en función de la variación imprevista de las condiciones externas. El tercio restante está formado por inversión extranjera directa, que suele ofrecer unos ingresos más estables que la inversión en activos financieros. El gráfico 5 muestra cómo se han invertido en el extranjero los superávits por cuenta corriente, y subraya el predominio de las inversiones financieras por encima de las dirigidas a la economía real.

Es un hecho que las posiciones en inversiones financieras pueden experimentar considerables pérdidas en su valor de mercado, sobre todo si las comparamos con la inversión extranjera directa<sup>2</sup>. Esto puede apreciarse observando la

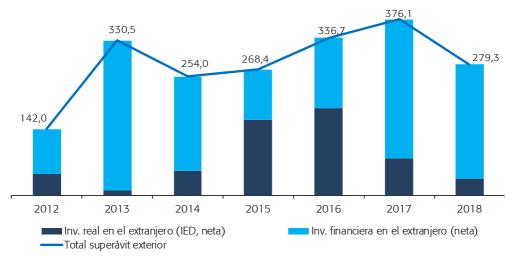
posición de los activos exteriores de los países de la eurozona, según los datos del BCE (cuadro 1, que excluye los activos exteriores que cada país miembro de la eurozona posee frente a otros países miembros de la zona). Así, por ejemplo, en 2018, las variaciones del tipo de cambio u otros movimientos de los precios tuvieron por efecto unas pérdidas de alrededor de 237.000 millones de euros. Esto contrasta con las ganancias de 127.000 millones en el caso de la inversión extranjera directa (IED).

En resumen, la posición acreedora neta de la eurozona solo ha servido en parte para impulsar el potencial de generar ingresos estables en el futuro<sup>3</sup>. Esto parece obedecer en gran medida a una falta de suficientes oportunidades de inversión en Europa, y no a una escasa rentabilidad. De hecho, los beneficios empresariales continúan siendo bastante holgados y superan el gasto en inversión, hasta el punto de generar una considerable capacidad de financiación neta del sector corporativo en su conjunto (gráfico 6). Ello

Gráfico 5

#### ¿Cómo está invertido en el extranjero el superávit exterior de la eurozona?

(Balanza financiera, flujos netos de IED e inversiones de cartera y financieras en el exterior, miles de millones de euros)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos del BCE.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Esta peculiaridad ya fue señalada por Darvas y Hüttl (2017).

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Una primera investigación sobre este problema puede encontrarse en Wajda-Lichy (2015).

Cuadro 1

#### Variación de activos en el exterior por países de la eurozona, 2018

(En miles de millones de euros)

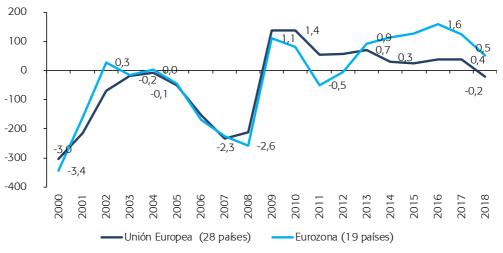
Variación total de activos en el exterior (=A+B, o 1+2)	161
resulta de:	
1. nuevas inversiones exteriores	271
2. revalorización de activos existentes (signo - indica pérdida)	-110
A.Variación en posición IED en el exterior (=3+4)	-134
resulta de:	
3. nueva IED en el extranjero	-261
4. revalorización de activos existentes (signo + indica ganancia)	127
B.Variación en posición en inversión financiera en el exterior (5+6)	295
resulta de:	
5. nueva inversión financiera en el exterior	532
6. revalorización de activos existentes (signo - indica pérdida)	-237
Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos del BCE.	

contrasta con la situación habitual, en la que las empresas necesitan pedir prestados fondos para modernizar su capacidad de expansión existente, y subraya el impacto de la pauta descendente de la demanda interna que ha tendido a dominar en la eurozona.

Gráfico 6

#### Las empresas de la eurozona acumulan un excedente financiero extraordinariamente elevado

(Capacidad de financiación neta de las empresas no financieras, porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

#### Papel de las políticas macroeconómicas en el reequilibrio de la economía

Investigar a fondo los orígenes de la pauta descendente de la demanda interna que, como se ha demostrado más arriba, caracteriza a la economía de la eurozona excede el alcance del presente artículo. No obstante, es útil detenerse sobre el papel clave que desempeñan a este respecto las políticas macroeconómicas.

En esencia, puede sostenerse que la pauta descendente de la demanda interna de Europa es un reflejo de los acuerdos que rigen la participación de los países que han adoptado la moneda única. Dichos acuerdos tienden a empujar a los países a aplicar políticas que acentúan el impacto de las fases contractivas y limitan los beneficios de las fases expansivas; en suma, un patrón de comportamiento procíclico, que tiende a afectar a la evolución macroeconómica a largo plazo (Torres, 2018).

Para observar esto, vale la pena recordar dos peculiaridades de la eurozona. La primera es que los gobiernos nacionales no pueden acudir directamente a los bancos centrales para financiar sus operaciones. Se benefician indirectamente a través de cualquier compra de deuda pública que el BCE realice en los mercados secundarios, pero ello está sujeto a determinadas condiciones, lo que, en la práctica, hace a los gobiernos proclives a políticas fiscales procíclicas.

En segundo lugar, la eurozona no posee una capacidad fiscal adecuada para suplementar los (limitados) intentos de los países individuales de contrarrestar el ciclo. En el supuesto de que un país se viera afectado de manera excepcional por una perturbación, siempre es posible acceder a fondos de gestión de crisis. Pero dichos fondos están sujetos a una estricta condicionalidad y tienen plazos de implementación largos, además de conllevar un estigma que hace que en la práctica los gobiernos sean reacios a optar por esta solución.

En vista de las limitaciones a la política fiscal, la política monetaria ha ayudado, hasta cierto punto, a contrarrestar la pauta descendente de la demanda. El BCE ha desarrollado un conjunto de herramientas heterodoxas —una combinación de niveles ultra bajos de tipos de interés, compras de bonos de los gobiernos de la zona y apoyo al crédito bancario— que han funcionado eficazmente como mecanismo anticíclico, a través de la persecución de un nivel concreto de inflación (targeting). Hay evidencias de que tales políticas heterodoxas han relajado las condiciones financieras en Europa (Alcaraz et al., 2019).

Sin embargo, la efectividad de estas políticas está llegando a su límite<sup>4</sup>. En primer lugar, la estrategia del BCE podría estar encontrándose con limitaciones técnicas, en concreto en lo que respecta a uno de sus pilares más exitosos, el programa de compras de activos. El BCE ha acordado adquirir nuevos bonos a medida que los que posee vayan venciendo, y ello con la intención de mantener constante el valor total de los bonos en cartera. Según las decisiones adoptadas recientemente, esta política de reinversión del principal que venza se mantendrá durante un periodo prolongado, y bien entrados en 2020. No obstante, la tarea es cada vez más compleja, ya que el descenso tendencial de los déficits públicos en el conjunto de la eurozona se ha traducido en una reducción de la oferta de bonos disponibles en el mercado. La escasez de bonos ya es evidente<sup>5</sup>, como demuestra el mínimo récord que marcan los costes de financiación. Por ejemplo, el bono a 10 años del gobierno español se coloca a un tipo de interés inferior al 0,3%, el más bajo de toda la historia del país, y en Alemania el tipo de interés de la deuda pública es incluso negativo. La única excepción a esto es Italia, pero ello es reflejo de la agudización de los riesgos específicos del país.

En segundo lugar, en ausencia de otras palancas de crecimiento, el prolongado estímulo monetario podría terminar llegando al destinatario equivocado. En algunos casos, estas medidas podrían

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Esta discusión se basa en Torres (2019).

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Para una discusión detallada de la situación de oferta y demanda en los mercados europeos de deuda, véase Carrión (2019).

servir para dar apoyo a empresas "zombis", que solo sobreviven gracias a la disponibilidad de crédito barato. En contraste, las políticas monetarias podrían tener efectos inapreciables en el estímulo del crédito a empresas frontera o inversiones innovadoras, las cuales, a diferencia de las "zombis", no requieren demasiado crédito en el contexto de unas perspectivas de demanda inciertas y beneficios elevados.

En tercer lugar, la política monetaria no puede resolver las divergencias entre países; una buena ilustración es el caso de Italia. La economía italiana lleva sumida en el estancamiento desde la introducción del euro, lo que ha conducido a un descenso de los niveles de vida sin precedentes en la historia económica moderna de ese país. Además, la inversión empresarial se ha visto duramente golpeada, comprometiendo las perspectivas a largo plazo. Ya se observa una productividad inferior a la de las economías competidoras, y muestra ganancias exiguas. Es lo que se conoce como una "trampa de bajo crecimiento": las desalentadoras perspectivas económicas no solo afectan a la inversión, sino que empujan a los jóvenes cualificados italianos a emigrar. Esto empeora la situación demográfica del país y deprime aún más las perspectivas futuras, todo lo cual prefigura un contexto desfavorable desde el punto de vista de la sostenibilidad de la deuda. Conscientes de ello, los mercados demandan una prima más alta para adquirir bonos italianos, lo que ejerce nueva presión sobre la economía.

En ausencia de otras palancas de crecimiento, el prolongado estímulo monetario podría terminar llegando al destinatario equivocado: empresas "zombis", que solo sobreviven gracias a la disponibilidad de crédito barato. En contraste, las políticas monetarias podrían tener efectos inapreciables en el estímulo del crédito a empresas frontera o inversiones innovadoras.

El margen que tienen las políticas internas para sacar al país de esta trampa es muy limitado. Pese a la postura acomodaticia del BCE, los tipos de financiación para las empresas y las familias italianas siguen siendo relativamente altos. Así que a Italia le convendrían nuevas medidas de relajación monetaria y una depreciación del tipo de cambio. Pero tal actuación no encajaría con las circunstancias de la mayoría del resto de economías europeas, lo que la hace inviable. La política fiscal, a su vez, está constreñida por las normas vigentes. Además, su eficacia está tanto más limitada por cuanto los tipos de interés sobrepasan la tasa prevista de rentabilidad de la inversión; Italia es una de las pocas economías europeas en las que la rentabilidad del bono del Estado a 10 años supera la tasa potencial de crecimiento de la economía.

Quedan pocos instrumentos disponibles. Por supuesto, uno de ellos y de una necesidad perentoria son las reformas, en particular la que atañe a los préstamos dudosos, que siguen lastrando el crédito bancario. Sin embargo, cualquier reforma que se adopte, aun siendo crucial, llevará tiempo para que sus efectos se transmitan a la economía e impulsen el crecimiento.

En definitiva, la política monetaria por sí sola no puede resolver el problema del exceso de ahorro que actualmente caracteriza a la eurozona y que está en la base misma de las fuerzas deflacionistas.

#### **Conclusiones**

El modelo de crecimiento de Europa, con su fuerte dependencia de las exportaciones para compensar la escasez crónica de palancas de crecimiento internas, está agotando su recorrido. Esto, sin duda, se debe en parte a las tensiones geopolíticas globales. Una razón menos evidente es que la abultada posición acreedora de la eurozona (300.000 millones de euros de ahorro invertidos en el resto del mundo, con unas rentabilidades cada vez más impredecibles) carece progresivamente de sentido desde una perspectiva económica, como se ha demostrado más arriba. Esto aboga por un replanteamiento de la postura de política macroeconómica de la eurozona y por un fortalecimiento de su arquitectura institucional.

#### **Referencias**

- ALCARAZ, C., CLAESSENS, S., CUADRA, G., MARQUES-IBAÑEZ, D. y SAPRIZA, H. (2019). Whatever it takes: what's the impact of major nonconventional monetary policy intervention? *ECB Working Papers, 2249, marzo.*
- BCE (2019). Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area. Junio. Disponible en: www.ecb. europa.eu
- Begg, I. (2019). *Trade policy at a turning-point.* Funcas Europe. Disponible en: www.funcas.es/funcaseurope
- Carrión, M. (2019). *The financial challenges facing the EMU*. Funcas Europe. Disponible en: www.funcas. es/funcaseurope

- Darvas, Z. y Hüttl, P. (2017). Returns on foreign assets and liabilities: exorbitant privileges and stabilizing adjustments. *Bruegel Working Paper, 07, noviembre.*
- Torres, R. (2018). European fiscal policy: Situation and reform prospects. *Spanish Economic and Financial Outlook, 7(5), septiembre.* Disponible en www.sefo. funcas.es
- (2019). *ECB moving into new territory.* Funcas Europe. Disponible en: www.funcas.es/funcaseurope
- WAJDA-LICHY, M. (2015). Excessive current account surpluses in euro zone economies —problem of particular economies or the euro area as a whole? *Journal of International Studies,* 8(3), pp. 99-111.

#### Competencia tecnológica internacional e incidencia bancaria

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

Las tendencias hacia el proteccionismo comercial recientemente observadas han derivado, entre otras cuestiones, en una pugna por el liderazgo tecnológico internacional. Estas tensiones y la creciente presencia de las BigTech en los servicios financieros -con recientes anuncios de algunas de estas compañías sobre nuevas iniciativas en pagos y otros negocios relacionados- pueden tener una incidencia muy significativa sobre la intermediación bancaria y la estabilidad financiera. En este artículo se muestra cómo la actividad de las BigTech puede derivar en nuevas formas de competencia y servicio, pero también en riesgos para la estabilidad financiera si no hay una función de control adecuada. Estas nuevas formas de competencia crean oportunidades para incrementar la inclusión financiera, pero también riesgos importantes de fragmentación y de protección de la información particularmente sensibles en el sector financiero. La existencia de diferentes modelos para proporcionar servicios financieros desde las BigTech parece obedecer, entre otros factores, a diferentes grados de presión regulatoria según la localización geográfica y a la ausencia de coordinación internacional en esta materia. La regulación puede actuar como un mecanismo equilibrador entre la promoción de innovaciones y las consideraciones relativas a la estabilidad financiera y a la protección del consumidor.

## El alcance financiero del proteccionismo

El proteccionismo comercial continúa siendo un factor geoestratégico de primera magnitud y, en los últimos dos meses, se ha revelado como una fuente de incertidumbre con diferentes manifestaciones. Tal vez una de las menos comentadas hasta fechas recientes —y que ahora parece haberse hecho evidente— es la de la batalla por la supremacía tecnológica, librada fundamentalmente entre Estados Unidos y China. Otro de los aspectos que no ha sido cubierto ampliamente, pero que puede tener considerable importancia cuantitativa, es el impacto que pueden tener en el sector financiero las tensiones comerciales y los

<sup>\*</sup> CUNEF, Bangor University y Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas.

<sup>\*\*</sup> Universidad de Granada y Observatorio de la Digitalización Financiera de Funcas.

desarrollos recientes en el mundo *BigTech* –como la presentación de la criptomoneda de Facebook, libra–.

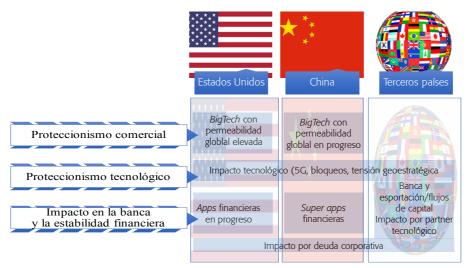
El 15 de mayo marca un cambio fundamental. La administración estadounidense adoptó dos decisiones respecto a la multinacional china Huawei. Por un lado, decidió vetar la venta de productos de la empresa -a la que colocó en su "lista negra" – en territorio estadounidense. Por otro lado, prohibió de forma efectiva que los grandes productores de semiconductores -vitales en la producción de smartphones- de Silicon Valley suministren a Huawei. Los mercados acogieron con pérdidas estas medidas y, ante la incertidumbre generada, el 21 de mayo Estados Unidos anunció la suspensión temporal de las medidas durante tres meses. En cualquier caso, el simple anuncio y la posibilidad de un veto permanente generaron una cadena de reacciones con implicaciones para los dos países, para terceros y para las bolsas de todo el mundo. El recelo principal de los mercados es que la batalla no acabe ahí. El Departamento de Seguridad Nacional de Estados Unidos ha anunciado que publicará en el mes de julio una lista exhaustiva de empresas y productos que suponen una "amenaza" para la seguridad de la información. Posteriormente, el Departamento de Comercio publicará la lista definitiva de "empresas y países" vetados. En todo caso, es preciso señalar que las precauciones sobre la seguridad de la expansión internacional de algunas empresas tecnológicas no es preocupación exclusiva de Estados Unidos. Otros países como Japón o Australia ya han establecido vetos a Huawei entre sospechas de espionaje. Tal vez, el freno más inmediato al desarrollo de la digitalización sea el temor a la pérdida de control sobre la información. Hay que tener en cuenta que Huawei es la empresa líder mundial en 5G, la próxima generación de comunicaciones.

El impacto del proteccionismo sobre la actividad financiera puede ser muy relevante en la medida en que puede dar lugar a dificultades y prohibiciones en las colaboraciones que actualmente se están produciendo entre las BigTech y las entidades financieras en áreas como los sistemas de comunicación, las actividades internacionales o los instrumentos de pago minorista.

Como muestra el gráfico 1, las manifestaciones de desarrollo del proteccionismo comercial pueden tener incidencia en el sector bancario y en la

Gráfico 1

#### Impacto del proteccionismo en la banca y la estabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia.

estabilidad financiera. La primera se refiere a los modelos de tecnología con los que Estados Unidos y China se enfrentan al proteccionismo comercial. Las BigTech estadounidenses (Apple, Facebook, Google, Amazon, Microsoft) se caracterizan por su presencia global. Los gigantes chinos (como Tencent o Alibaba) tienen una expansión global más limitada pero un vasto desarrollo en su país, con pocas limitaciones regulatorias en el conjunto de productos y servicios que pueden integrar. De forma transversal, la segunda manifestación, la del proteccionismo tecnológico, se refiere a cómo los vetos pueden frenar la innovación. En el caso de Huawei, los efectos de un veto pueden afectar, por ejemplo, a la expansión de 5G y a las ventajas que muchas otras empresas en todo el mundo pueden obtener del uso de esa tecnología.

De las formas de expansión tecnológica en distintas áreas geográficas surgen distintos modelos de interrelación con el sector financiero. Así, por ejemplo, mientras que las BigTech norteamericanas se caracterizan por ofrecer aplicaciones que se centran en el manejo de información y la actividad financiera suele circunscribirse a instrumentos de pago, en el caso de China se han llegado a consolidar las llamadas "superapps", aplicaciones (como WeChat o Ant Financial) que permiten realizar desde un dispositivo online operaciones de comunicación, compra, transferencia de dinero, pagos y hasta operaciones de crédito. De forma efectiva, esto supone una competencia directa para el sector bancario. En China, de facto, gran parte de los flujos de pago son controlados ya por estas superapps. En Estados Unidos, las iniciativas de Apple (con su tarjeta de crédito) y, sobre todo, la más reciente presentación del proyecto de criptomoneda y sistemas de pagos libra de Facebook, adelantan una disrupción potencial bastante considerable. Asimismo, muchas entidades financieras han considerado necesaria y conveniente la colaboración. Resulta difícil hoy en día encontrar una entidad financiera importante que no cuente con una o varias BigTech como partners tecnológicos en distintas áreas, desde sus sistemas de comunicación, hasta sus actividades internacionales o los instrumentos de pago minorista. De forma inmediata, que el proteccionismo pueda incrementar los costes de estas asociaciones o, directamente, la prohibición de ciertas colaboraciones, tiene un impacto potencial sustancial. Si, por ejemplo, Huawei forma parte de una alianza estratégica con una entidad financiera, esta puede tener que revisar hasta qué punto un posible veto puede impactar sobre su actividad bancaria y sus relaciones estratégicas. Es importante considerar que no todas las formas de impacto en la banca y la estabilidad financiera se producen por el efecto en la disponibilidad y uso de la tecnología. Se ha observado que cada vez que el conflicto comercial se ha recrudecido, los mercados de deuda se han tensionado. Gran parte de la deuda corporativa en algunos países pende de la salud del flujo de exportaciones. En naciones como Suecia, Finlandia o Alemania se está observando que la guerra comercial reduce sus expectativas de exportación y también los flujos de capital dentro del país. Esto, a su vez, está teniendo un impacto negativo en algunos mercados donde esos flujos de inversión han sido intensos en los últimos años, como en el inmobiliario.

Las denominadas superapps —hasta la fecha identificadas con empresas chinas— pueden suponer una fuerte concentración de servicios en un solo sistema de oferta, acumulando en pocas manos una información detallada sobre aspectos demográficos y de comportamiento de los clientes. Esto implica que es necesario contemplar una regulación de las mismas tanto bancaria como no bancaria.

Los bancos centrales no son ajenos a estas tensiones y a su posible incidencia económica y financiera. Lo que hace año y medio se antojaba como la retirada progresiva de la expansión cuantitativa, se ha ido configurando como un nuevo giro expansionista en la política monetaria. El 19 de junio la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés en la horquilla del 2,25-2,5%. No obstante, su presidente, Jerome Powell, señaló que "si el año pasado la inflación subyacente se había mantenido por lo general cerca de nuestro objetivo

del 2%, el indicador ha flaqueado este año (...) las razones para ponernos más acomodaticios se han reforzado". Y, en referencia al proteccionismo y las dudas sobre el devenir de la economía, añadió que "en vista de las incertidumbres y las presiones de una inflación atenuada, se vigilarán de cerca las implicaciones de la información que vaya llegando sobre las perspectivas económicas y actuará según lo apropiado para sostener la expansión, con un mercado laboral sólido y una inflación cercana a su objetivo del 2%".

En cuanto al Banco Central Europeo, su presidente Mario Draghi recordó, durante la reunión internacional de banqueros centrales celebrada en Sintra (Portugal) el 20 de junio, que existe una predisposición del banco central a adoptar nuevos estímulos monetarios y que esas opciones pasan tanto por una rebaja de los tipos de interés (lo que los introduciría en un inusitado territorio negativo) como por la reactivación de su programa de compra de deuda.

La prolongación de la excepcionalidad monetaria surge de una preocupación por el estado de la economía de la que el proteccionismo comercial es un factor destacado. En la eurozona, esta extensión de la expansión cuantitativa tiene una incidencia negativa en los bancos, dado que con tipos tan reducidos y con la expectativa de que lo sean más aún, la posibilidad de aumentar márgenes y rentabilidad se ve seriamente condicionada.

# Impacto del proteccionismo: regulación, competencia y gobernanza de datos

Ante la posible expansión del proteccionismo, parece oportuno preguntarse cuál puede ser su impacto en el sector financiero y cómo la regulación puede prevenirlo o gestionarlo. El cuadro 1 muestra posibles vías de desarrollo, el tipo de regulación que puede precisar, los efectos sobre la competencia, y los retos para la gobernanza y responsabilidad en el tratamiento de datos. En primer lugar, la "vía de las superapps" se refiere a la forma en que las empresas tecnológicas chi-

nas han desarrollado sus aplicaciones, como un sistema integrado informativo y económico-financiero para el cliente. Esto implica que es necesario contemplar una regulación tanto bancaria como no bancaria, en la medida en que no solo se trata de sistemas de comunicación, sino de instrumentos con una presencia muy importante en las actividades financieras diarias de sus usuarios. Esta vía ha estado identificada, hasta la fecha, con las empresas chinas, pero si otras BiqTech globales incorporan más servicios de pago y otros financieros, puede convertirse en un modo de interacción global. En la dimensión competitiva, esto supone un importante aumento de la concentración de estos servicios, no solo por el número limitado de oferentes y su posible poder de mercado, sino también por la propia concentración de un amplio conjunto de actividades en un único sistema de oferta. Desde el punto de vista de la gobernanza y responsabilidad sobre el uso de datos la vía de las superapps implica un riesgo importante para la privacidad, porque también se acumula en pocas manos una información detallada sobre aspectos demográficos, de comportamiento diario y financieros de los clientes.

La segunda vía es la de la inclusión financiera. El desarrollo financiero de las BigTech no solo debe contemplarse como un riesgo potencial para la estabilidad financiera en la medida en que adopta una gran escala y es difícil supervisar. También supone una oportunidad para reducir la desigualdad económica y financiera. Ese ha sido el modo en que algunas empresas y gobiernos están presentando iniciativas tecnológicas para bancarizar a amplios segmentos de población que no tienen acceso a mecanismos formales de finanzas. Tal vez una de las más conocidas es el programa Pradhan Mantri Jan Dhan Yojana (PMJDY, por las siglas en hindi de plan de gestión con el dinero de los ciudadanos) en India, que identifica por biometría a millones de indios y les registra en una cuenta bancaria. La inclusión financiera también ha sido uno de los argumentos más importantes en la presentación de la nueva moneda digital de Facebook, libra, como se analiza más adelante. En todo caso, esta vía de la inclusión implica una mayor intensidad competitiva entre proveedores

Cuadro 1 Impacto económico y financiero del proteccionismo y retos regulatorios

	Regulación	Competencia	Gobernanza y responsabilidad de los datos
Vía de las superapps	Bancaria y no bancaria	Concentración	Privacidad
Vía de la inclusión financiera	Inclusión efectiva e igualdad	Bancaria y no bancaria	Riesgo y control
Vía de la fragmentación	Ámbitos legales separados	Nuevas áreas geográficas de competencia y plataformas	Disputa política y estabilidad financiera

Fuente: Elaboración propia.

bancarios y no bancarios, en la medida en que proliferarían estos últimos y serían la primera alternativa financiera a la que tendrían acceso amplios segmentos de población global. Esta forma de inclusión no está exenta de riesgos, puesto que la dimensión financiera no puede desligarse de la laboral ni de la educativa, y las finanzas formales son poco efectivas si no existe un trabajo estable y digno, así como una formación adecuada para gestionar recursos financieros.

La moneda digital de Facebook (libra) estará respaldada por un fondo de reserva invertido en depósitos y otros activos de renta fija. El fondo contará como socios con empresas de comunicación, de pagos digitales, de tarjetas de crédito y de servicios de redes colaborativas, pero no formarán parte del mismo otras BigTech ni los bancos.

En tercer lugar, derivada de las tensiones comerciales y su posible recrudecimiento, surge la vía de la fragmentación, en la medida en que Estados Unidos y China puedan abrir una brecha que reduzca la permeabilidad global de las asociaciones tecnológicas y de las innovaciones, obligando a proveedores de servicios financieros y no financieros en todo el mundo a tomar parte por uno de los frentes, ante el veto del otro. Esto generaría un conjunto de ámbitos legales segmentados geográficamente en mayor medida de lo que lo son en la actualidad, lo que dificultaría

notablemente avanzar en cuestiones tan importantes como la protección de datos o la compatibilidad de sistemas tecnológicos. Esto provocaría, a su vez, incertidumbre adicional sobre la capacidad de los reguladores y supervisores nacionales e internacionales para reducir estos riesgos globales. El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) ha identificado recientemente (BIS, 2019: cap. 3, y Frost *et al.*, 2019) cómo se materializan estas relaciones entre *BigTech* y finanzas, y sus riegos en la práctica:

- Las *BigTech* suelen comenzar sus actividades financieras en el segmento de los pagos, pero luego lo pueden extender a provisión de crédito, seguros, ahorro y productos de inversión, con o sin cooperación con bancos.
- La transición de las *BigTech* hacia actividades crediticias suele producirse en países con sectores bancarios menos competitivos y escasa presión regulatoria (se cita a Argentina y China como ejemplos).
- Aunque es pronto para que tengan un impacto apreciable, los efectos a largo plazo de estas actividades en la estabilidad financiera pueden ser muy significativos.

Estas consideraciones se producen en un momento en el que ha tenido lugar una de las eclosiones más destacadas en la interacción entre *BigTech* y mundo bancario: la moneda digital de Facebook, denominada libra, cuya puesta en marcha está prevista en 2020. Surge de la conjunción

#### Gráfico 2

#### Soporte tecnológico y financiero de libra de Facebook



Fuente: Elaboración propia.

de tres mundos que están teniendo evoluciones dispares: el tecnológico, el bancario y el de las criptomonedas. Como muestra el gráfico 2, libra se ha presentado como un proyecto tecnológico-financiero integral de magnitud considerable. Contará con un número importante de socios que aportan capital de respaldo a una sociedad de gestión denominada Calibra. De ella forman parte importantes empresas de comunicación, de pagos digitales, de tarjetas de crédito y de servicios de

El futuro de la interacción entre banca y BigTech no se va a determinar solo ni principalmente por el tamaño, sino por la capacidad y voluntad de diversificación de las BigTech hacia diferentes servicios bancarios.

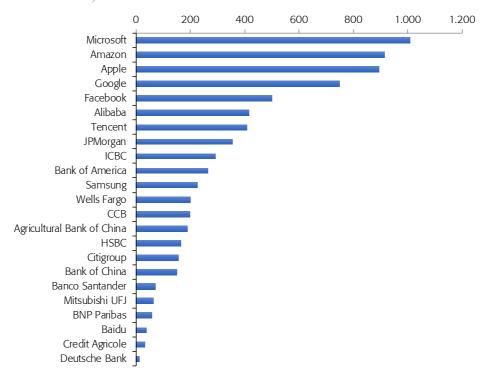
redes colaborativas de distinta índole (desde la música al transporte), pero no otras grandes *BigTech* ni los bancos. Con las aportaciones de los socios y las propias de Facebook se creará un gran fondo invertido en depósitos y otros valores seguros de renta fija como respaldo de libra que, a su vez, tendrá un tipo de cambio respecto a monedas fiduciarias como el dólar.

Esto es relevante desde la perspectiva de las criptomonedas, porque ya ha habido otras que han intentado dotarse de estabilidad cambiaria pero no lo han conseguido, por falta de escala y de soporte. El fondo de reserva que generará libra puede convertirse, de facto, en un sistema monetario alternativo aunque solo su puesta en desarrollo podrá determinar hasta qué punto. El proyecto se ha presentado también como una oportunidad global para la inclusión financiera de millones de personas en todo el mundo que no tienen acceso a cuentas de pago y bancarias, pero sí un móvil con Facebook. Los aspectos competitivos y el alcance de esta red van a requerir de un perímetro regulatorio que aún no está determinado y que seguramente se localizará en algún lugar intermedio entre un procesador de pagos y una entidad bancaria.

## Algo más que dimensión: la interacción entre banca y *BigTech*

Las *BigTech* cuentan con una dimensión muy importante en comparación con las entidades financieras. Como se puede observar en el gráfico 3, por capitalización bursátil, cuatro grandes *BigTech* dominan la comparativa. Con escasas

Gráfico 3
Empresas *BigTech* y grandes bancos mundiales por capitalización bursátil (junio de 2019)
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

excepciones en el ámbito financiero para Europa, casi todas estas compañías financieras y no financieras se localizan en Estados Unidos, China y otros países asiáticos.

En todo caso, el futuro de la interacción entre banca y *BigTech* no se va a determinar solo ni principalmente por el tamaño, sino por la capacidad (y voluntad) de diversificación de las BiaTech hacia diferentes servicios bancarios. En el cuadro 2 se señalan los ámbitos financieros en los que participan las principales *BiqTech* mundiales. La omnipresencia (con diferentes niveles de intensidad) se observa el segmento de pagos. En el ámbito de los préstamos, son las empresas chinas las que parecen haber avanzado en mayor medida, aunque otras como Google, Amazon y Facebook cuentan con varios proyectos, propios o en colaboración, en fase de estudio o desarrollo. También es más común en las *BigTech* asiáticas la penetración en el segmento de cuentas de depósitos. Los factores

regulatorios tienen aquí un peso fundamental en la medida en que en Estados Unidos (como también sucedería en Europa) tener acceso a depósitos supondría una consideración directa como entidad bancaria y hacer frente a una regulación más exhaustiva. Por otro lado, libra puede introducir a Facebook en el segmento de criptomonedas, un terreno donde ya habían avanzado algunas de las compañías chinas. Asimismo, el desarrollo de una tarjeta de crédito en sí es prácticamente identificable solo en Apple, mientras que casi todas las empresas sin distinción geográfica están desarrollando proyectos en el ámbito de los seguros.

Una de las cuestiones competitivas más relevantes es que, aunque la penetración de las *BigTech* en banca es progresiva y condicionada por la regulación, son ellas las que inspiran muchos de los cambios que el sector bancario precisa y a los que, de forma efectiva, se está acercando. Así, por ejemplo, Vives (2019) señala que la indus-

Cuadro 2
Penetración de las *BigTech* en el ámbito financiero

	Google	Amazon	Facebook	Apple	Microsoft	Alibaba	Tencent	Baidu	Samsung
Pagos	Χ	Χ	Χ	Χ	Χ	Χ	Χ	Χ	Χ
Préstamos (directo)						Χ	Χ	Χ	
Préstamos (colaboración o proyecto)	Χ	Χ	Χ						
Cuentas a la vista (operativo)						Χ	Χ	Χ	
Cuentas a la vista (proyecto)		Χ							
Moneda digital			Χ			Χ	Χ	Χ	
Tarjetas de crédito				Χ					
Gestión de activos						Χ	Χ		
Seguros (directo)							Χ		
Seguros (colaboración o proyecto)	Χ	Χ		Χ	Χ	Χ	Χ		

Fuente: Financial Stability Board (2019) y elaboración propia.

tria bancaria se está dirigiendo hacia un enfoque más centrado en el cliente (customer-centric) y que será la regulación la que tendrá que discernir (directa o indirectamente) tres aspectos esenciales: i) quiénes serán los actores dominantes en el sector financiero; ii) qué grado de protección tienen el cliente; y iii) qué equilibrio puede lograrse entre innovación y estabilidad financiera.

#### **Conclusiones**

Las tensiones comerciales han incorporado una batalla por el liderazgo tecnológico mundial en la que la estabilidad financiera y el futuro del sector bancario pueden verse significativamente afectados. En este artículo se han analizado estas relaciones y se pueden extraer, con carácter general, las siguientes conclusiones:

- El proteccionismo comercial tiene un importante sustrato tecnológico que afecta al mundo financiero por la vía de los mercados (inestabilidad bursátil), la deuda (inestabilidad corporativa y flujos de inversión) y la bancaria (colaboraciones tecnológicas limitadas por vetos comerciales).
- La disrupción digital tiene riesgos en un contexto proteccionista, pero si se evita una

excesiva fragmentación, existen oportunidades para el bienestar social derivadas de una mayor competencia y una mayor inclusión financiera.

■ La regulación es un mecanismo limitador y equilibrador del modo en que las *BigTech* pueden acceder al sector financiero, aunque las diferencias en el tratamiento regulatorio pueden dificultar un control efectivo a escala global.

#### Referencias

BIS (2019). Annual Report 2018/2019.

Financial Stability Board. (2019). FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications, 14 de febrero de 2019. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf

Frost, J., Gambacorta, L., Huang, Y., Shin, H. S. y Zbinden, P. (2019). BigTech and the changing structure of financial intermediation. *BIS Working Papers*, 779.

VIVES, X. (2019). *Digital Disruption in Banking*. IESE Business School. Mimeo. https://blog.iese.edu/xvives/files/2019/06/Digital-disruption-in-banking\_June2019.pdf

# Bancos versus mercados de capitales: cuestionando el paradigma Europa-Estados Unidos

Ángel Berges, Álvaro López y Fernando Rojas\*

En la literatura sobre sistemas financieros comparados, es habitual catalogar a la economía estadounidense por su mayor orientación al mercado (market oriented) y por ser una economía muy poco bancarizada, mientras que, en el caso europeo, la imagen se caracteriza por un mayor peso del sector bancario (banking oriented), así como una menor importancia relativa de los mercados de valores. Esa caracterización diferencial, asumida como un paradigma incuestionable, descansa en la comparación de magnitudes "stock", como el peso de los activos bancarios y de la capitalización de los valores cotizados (bonos y acciones) sobre el PIB. Pero la imagen cambia radicalmente si el análisis se centra en magnitudes "flujo", como la aportación neta de fondos hacia el sector empresarial, o lo que los márgenes bancarios representan en términos de costes de transacción. Ese es el análisis que se lleva a cabo en el presente artículo, que cuestiona el convencionalismo que atribuye a Europa un exceso de bancarización y un déficit de mercados de capitales frente a Estados Unidos.

## Bancos versus mercados: el paradigma tradicional

En la literatura sobre sistemas bancarios comparados es ya clásica la distinción entre sistemas financieros en los que domina el canal bancario (banking oriented) como mecanismo de financiación de la economía, frente a sistemas en los que por el contrario domina la canalización directa de fondos a través de los mercados de valores (market oriented). En el primer sistema, los bancos juegan el papel clave en la canalización de fondos desde los ahorradores hacia los demandantes de fondos y, especialmente, hacia las empresas no financieras. Al realizar dicha intermediación, los bancos llevan a cabo, por cuenta de los depositantes, una permanente función de "monitorización" de los prestatarios por los prestamistas, función que no podría ejecutarse de forma aislada por cada uno de dichos depositantes.

<sup>\*</sup> Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Frente a ese papel decisivo de los bancos, en un sistema orientado a mercados predomina la emisión de valores (acciones, bonos, etc.) por las empresas. Esos títulos son adquiridos por los ahorradores directamente (o a través de redes de distribución, bancaria o no bancaria), sin que ningún intermediario financiero altere la naturaleza del valor emitido.

En términos del peso de los activos bancarios sobre el PIB, por un lado, y de la capitalización bursátil de los valores cotizados, por otro, el sistema financiero norteamericano presenta una orientación muy poco bancarizada y muy orientada a los mercados, justo lo contrario de lo que se deduce de las cifras correspondientes al sistema financiero de la eurozona.

Ambas formas de financiación coexisten en todos los países, y estos se diferencian por el mayor o menor peso específico de cada uno de ellos. A modo de indicadores sintéticos para determinar dicha especialización se suele utilizar, por un lado, el saldo vivo de crédito bancario al sector pri-

vado, y por otro, el valor de mercado de los valores emitidos por empresas privadas, tanto de renta variable (acciones) como de renta fija (bonos y obligaciones). Y a efectos de poder comparar entre países, esos importes se suelen relativizar con alguna magnitud macroeconómica, como el producto interior bruto (PIB).

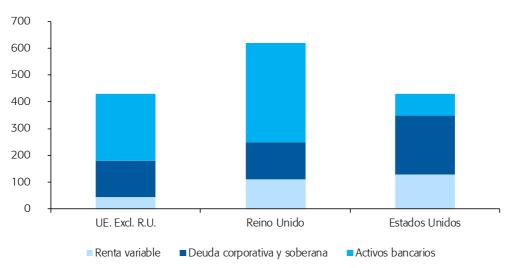
De ese contraste, que ilustra el gráfico 1, emerge la conclusión convencionalmente asumida que asimila a Estados Unidos con una mayor orientación a los mercados, mientras que en Europa continental dominaría el peso de los bancos en los sistemas financieros. Concretamente, el sistema bancario europeo (medido por su volumen de activos, o por el peso de los mismos sobre el PIB) es casi tres veces el correspondiente a Estados Unidos, mientras que este país tiene un peso mucho mayor de sus mercados de valores sobre el PIB, reflejo de una especialización mucho mayor en financiación directa a través de los mercados.

Es precisamente en esa diferente caracterización de ambos sistemas financieros, y en la conveniencia de acercar el modelo europeo hacia el estadounidense, donde viene poniendo el énfa-

Gráfico 1

Activos bancarios y mercados de valores en Europa y EE.UU., 2016

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Extraído de Demertzis, Merler y Wolf (2017).

sis la Comisión Europea desde el lanzamiento, hace ya cuatro años, de la Unión de Mercados de Capitales –CMU, por sus siglas en inglés– (véase Berges y Ontiveros, 2018). En este sentido, cabe recordar que, en la presentación de dicha iniciativa europea, el entonces Comisario responsable de la CMU recalcaba que uno de los objetivos de la misma era desbancarizar Europa (unbanking Europe), expresión que no está muy alejada de la que recientemente utilizaba el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, al catalogar de superpoblado (overcrowded) al sistema bancario de la eurozona.

# Cuestionando el paradigma (I): ¿de qué hablamos cuando hablamos de bancarización?

Pues bien, uno de los objetivos del presente artículo es el de cuestionar esa conclusión de excesiva bancarización europea frente a la estadounidense. Normalmente, esta se asimila al peso de los activos bancarios sobre el PIB, en cuyo caso es obvio que la bancarización en EE.UU. es menos

de la mitad que en la eurozona, como ilustra el cuadro 1, que recoge los principales parámetros de ambos sistemas bancarios correspondientes a 2018: en el caso de EE.UU., agregados por el FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), y en la eurozona, el agregado total del BCE/SSM (Mecanismo Único de Supervisión), incluyendo tanto las entidades significativas sometidas a supervisión directa (118) como las menos significativas (unas 2.000), supervisadas de forma indirecta por las autoridades competentes nacionales.

Con un PIB que es una vez y media el de la eurozona, EE.UU. tiene unos activos bancarios claramente inferiores, de donde se deriva una gran diferencia en la ratio de activos bancarios sobre PIB, que llega al 96% en el caso estadounidense frente al 222% en la eurozona, siendo este el principal argumento que recurrentemente se utiliza para concluir la reducida bancarización en EE.UU. frente a la eurozona.

Pero esa conclusión descansa en un parámetro, cual es el de activos, que pierde gran significación en el caso estadounidense, donde el mercado

Cuadro 1
Sistemas bancarios en la eurozona y Estados Unidos: magnitudes comparadas, 2018

	Eurozona	EE.UU.	EE.UU. / Eurozona (veces)
Magnitudes absolutas (millones de euros)			
PIB	10.569.944	15.907.119	1,50
Balance bancario	23.485.176	15.194.515	0,65
Margen de intermediación	289.591	458.287	1,58
Beneficio neto	108.103	200.746	1,86
Valor de mercado estimado*	795.630	1.724.277	2,17
Número de bancos	2.103	5.406	2,57
Magnitudes relativas (% PIB)			
Balance bancario	222,19	95,52	
Margen de intermediación	2,74	2,88	
Beneficio neto	1,02	1,26	
Valor de mercado estimado*	7,53	10,84	

Nota: \* Estimación realizada a partir del valor de mercado de las entidades cotizadas y del peso del balance de las mismas sobre el balance total del sector bancario.

Fuentes: BCE (septiembre 2018), FDIC (diciembre 2018).

hipotecario está sustentado en un sistema de titulización con garantía pública (las agencias públicas conocidas popularmente como "Fannie Mae" y "Freddie Mac"), que elimina de los balances bancarios un elevado porcentaje de los préstamos hipotecarios concedidos. Esos préstamos transferidos no solo reducen el balance de los bancos, sino también el riesgo de crédito (íntegramente absorbido por Fannie Mae), y por tanto, la ponderación de activos a efectos de requerimientos de recursos propios, lo que eleva considerablemente la solvencia de la banca estadounidense.

Desde esa consideración, parece claro que el grado de bancarización en Estados Unidos no debe medirse exclusivamente por magnitudes de balance, como activos o recursos propios, siendo probablemente más apropiados los indicadores de actividad, coste y rentabilidad.

En términos del negocio bancario más tradicional, el más puro indicador de actividad es el margen de intermediación, o lo que es lo mismo, la diferencia entre los ingresos obtenidos de los préstamos y el coste de los depósitos, en un contexto de equilibrio de liquidez, como es el caso actualmente tanto en Estados Unidos como en la eurozona.

Pues bien, el sistema bancario estadounidense generó en 2018 un margen de intermediación que superó al de la eurozona en un factor de 1,58 veces. Si ese margen se expresa como porcentaje del PIB, resulta ligeramente superior en Estados Unidos (2,9%) que en la eurozona (2,7%), lo que podría interpretarse como que la intermediación bancaria supone un mayor coste de transacción en la economía estadounidense que en la europea.

Esa ventaja en el margen de la banca estadounidense (con un balance mucho menor) incluso se amplifica en la línea final de la cuenta de resultados, como es el beneficio neto, parámetro en el que supera a la europea en un factor de 1,9 veces.

Y finalmente, a juzgar por las valoraciones bursátiles de los bancos en Estados Unidos y la eurozona, parece claro que el mercado anticipa que esa ventaja en rentabilidad se va a mantener en el tiempo. Para ello, hemos realizado un ejercicio de aproximación a la valoración del conjunto del sistema bancario en ambas zonas mediante extrapolación de los bancos cotizados a la totalidad del

La creencia en que la economía estadounidense está mucho menos bancarizada que la europea solo se sostiene en relación con los activos bancarios, pero no en el margen de intermediación, en los beneficios generados o en el valor de mercado de los bancos.

sistema. Para tener una idea del grado de aproximación que dicha extrapolación puede incorporar, baste señalar que en la eurozona la banca cotizada representa el 60% de los activos del sistema, porcentaje que se eleva al 82% en Estados Unidos.

Esa mayor presencia relativa de banca cotizada en EE.UU. puede sesgar algo la comparativa, pero no modifica sustancialmente las conclusiones, y estas son que, medido en términos relativos al PIB, el sistema bancario estadounidense es valorado por el mercado en casi el doble que en el caso de la eurozona.

De todo lo anterior cabe poner en duda la creencia convencional de que la economía estadounidense está mucho menos bancarizada que la europea, creencia que solo se mantiene en relación a los activos bancarios, pero no en el margen de intermediación, en los beneficios generados o en el valor de mercado de los bancos.

Un último apunte en ese cuestionamiento de la "no bancarización" estadounidense vendría de comparar el número de bancos en dicho país frente a la eurozona, cuyo sistema bancario era recientemente catalogado por el presidente del BCE como superpoblado (overcrowded) (BCE, 2019). Baste constatar, en este sentido, que el número de bancos adscritos al sistema estadounidense de garantía de depósitos (FDIC) más que duplica al número de bancos que el Mecanismo

Cuadro 2 Mercado de capitales en la eurozona y Estados Unidos: valor de mercado de bonos corporativos y acciones, 2018

	Eurozona	EE.UU.
Magnitudes absolutas (miles de millones de euros)		
Bonos corporativos	1.000	4.000
Acciones	5.300	25.000
Magnitudes relativas (porcentaje del PIB)		
Bonos corporativos	9	25
Acciones	50	150
Fuente: BCE, Fed Flow of Funds y Afi.		

Único de Supervisión (BCE/SSM) tiene bajo su radar, en su doble enfoque de supervisión directa (entidades significativas) e indirecta (entidades menos significativas).

#### Cuestionando el paradigma (II): ¿cuánto se financian las empresas en los mercados?

Una vez matizado el contraste bancario entre la eurozona y EE.UU., corresponde ahora analizar algunos aspectos de los mercados de capitales que añadirán cuestionamiento adicional a la tradicional caracterización de una economía estadounidense muy sesgada hacia los mercados de valores en cuanto a la financiación empresarial en comparación con Europa.

Para ello, y al igual que hicimos con el sistema bancario en la sección anterior, es necesario complementar la visión que emerge de las magnitudes "stock" de los mercados de capitales (capitalización de las acciones y bonos cotizados), con los "flujos" netos que dichos mercados han dirigido hacia la financiación empresarial en la última década.

Si el análisis se realiza en magnitudes *stock* (valor de mercado de los títulos, de renta fija y variable, cotizados en mercados de capitales), la

comparativa es abrumadoramente favorable a Estados Unidos frente a Europa, como ilustra el cuadro 2, referido al cierre de 2018.

Tanto en el caso de los bonos corporativos<sup>1</sup>, como sobre todo en el de las acciones, EE.UU. domina a la eurozona en un factor entre cuatro y cinco veces en términos absolutos, o de tres veces si se relativiza con el PIB.

Es de ese contraste tan evidente del que emerge el convencionalismo de catalogar a EE.UU. como un sistema financiero mucho más orientado a mercados que a bancos, pues la capitalización conjunta de bonos y acciones más que triplica a los préstamos bancarios vivos, mientras que en la eurozona esa relación entre valores y préstamos bancarios vivos es justo la inversa.

Pero la comparativa queda incompleta si solo se refiere a *stock* (valor de mercado) y no a flujos de financiación hacia las actividades productivas. Para ello hemos aproximado el valor de las emisiones netas (de amortizaciones y/o de recompras de acciones) llevadas a cabo en ambas economías durante la última década.

El gráfico 2 resume los flujos netos de emisiones, separando entre los correspondientes a bonos y a acciones, de tal manera que la lectura

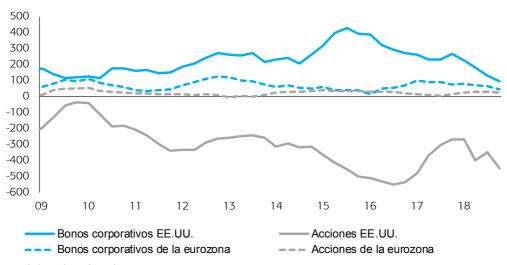
<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Enfatizamos el caso de bonos corporativos para dejar claro que no se incluyen los bonos soberanos, ni los emitidos por entidades financieras, que en la eurozona representan un volumen muy superior al de los emitidos por las empresas no financieras.

24

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 271 | JULIO/AGOSTO

Gráfico 2 Mercado de capitales en la eurozona y Estados Unidos: emisión neta de bonos corporativos y acciones, 2009-2018

(Miles de millones de euros)



Fuentes: BCE, Fed Flow of Funds y Afi.

es radicalmente diferente en uno y otro caso. Así, en la eurozona se ha producido un flujo neto positivo de emisiones de forma sistemática durante toda la década, más intenso en bonos (unos 60.000 millones de euros anuales en media) que en acciones (unos 20.000 millones anuales en media).

En el caso estadounidense, por su parte, el mercado de bonos ha contribuido a la financiación de las empresas de dicho país con unas emisiones netas en torno a los 200.000 millones de media

Durante la última década los mercados de capitales en la eurozona han aportado financiación empresarial neta en unos 80.000 millones de euros anuales, mientras que en EE.UU. esos mismos mercados han detraído financiación neta en un importe cercano a los 100.000 millones de euros anuales.

anual, cifra que triplica a la de la eurozona, manteniendo por tanto la misma proporcionalidad que

representa el valor de los bonos en circulación. Pero la situación cambia radicalmente en el caso de las acciones. La emisión neta de acciones en el mercado estadounidense ha sido negativa de forma sistemática durante todos los años de la última década (como ya lo fue también durante la década anterior), con una media anual de más de 300.000 millones de emisión negativa, entendiendo por tal que las recompras de acciones superan en dicho importe a las emisiones de nuevas acciones.

Si se presentan de forma conjunta las emisiones de bonos y de acciones en Estados Unidos y la eurozona, el mensaje que emerge cuestiona claramente la convencional catalogación del primero como una economía mucho más sesgada a la financiación en mercados. Concretamente, y durante la última década, los mercados de capitales (bonos y acciones) en la eurozona han aportado financiación empresarial neta en unos 80.000 millones de euros anuales, mientras que en EE.UU. esos mismos mercados han aportado financiación neta negativa en un importe cercano a los 100.000 millones de euros.

### La clave: "internalización" de la financiación

Esa aparente contradicción con el convencionalismo más extendido en la literatura sobre sistemas financieros comparados, encierra realmente una transformación de mayor calado en el caso estadounidense, como principal exponente mundial de un sistema orientado a mercados de valores, y sobre todo de acciones.

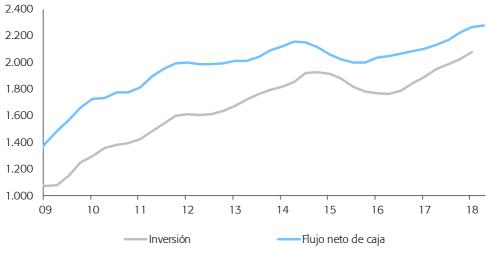
Estos se han especializado en su función de valoración (mercado secundario) de las acciones existentes, al tiempo que las empresas cotizadas, especialmente aquellas con mayores niveles de rentabilidad y generación de liquidez, internalizaban su función financiera, de tal manera que dicha generación de liquidez era muy superior a las inversiones, dejando un amplio margen para la recompra de acciones, que a su vez alimenta el ciclo alcista en la valoración de las que se mantienen en mercado.

El gráfico 3 es suficientemente ilustrativo al respecto: de forma sistemática durante la última década, el flujo neto de caja generado por las compañías estadounidenses ha superado al volumen de inversión llevado a cabo por dichas compañías,

de tal manera que han internalizado íntegramente la función de financiación de sus inversiones, generado sobrante suficiente como para recomprar acciones y así reducir el número de estas en circulación, que no su valor, pues el incremento unitario de valor ha sido porcentualmente muy superior a la retirada de acciones en circulación.

Esa conclusión, inequívocamente soportada por los datos, debe ser matizada con una reflexión sobre la distribución sectorial y/o empresarial de esa práctica de total autofinanciación interna acompañada de masivas recompras de acciones. Ambas prácticas se concentran en algunos sectores (tecnología, sobre todo) y en algunas compañías (las conocidas como FAANG), que han acumulado una enorme capacidad de generación de cash flow, con muy reducidas necesidades de inversión, al menos en su acepción tradicional. En muchos casos sus inversiones tomaban la forma inorgánica de adquisición de empresas ya existentes -lo que se ha denominado "la externalización del I+D"-, pero esa práctica también incide en el signo negativo de la aportación neta del mercado de acciones a la financiación empresarial, pues cada una de esas compras de acciones supone la desaparición de acciones del mercado.

Gráfico 3 Internalización financiera en Estados Unidos: flujo neto de caja frente a inversión (Miles de millones de dólares)



Fuentes: Fed Flow of Funds y Afi.

#### **Referencias**

- BCE. Statistical Data Warehouse, https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691533
- (2019). Press conference: Introductory statements, and Q&A, 4 de abril 2019. www.ecb.europa.eu/press/ pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f. en.html
- Berges, A. y Ontiveros, E. (2018). De la Unión Bancaria a la Unión de Mercado de Capitales. *Información Comercial Española, 902,* pp. 95-107.
- Demerizis, M., Merler, S. y Wolf, G. (2017). Capital Markets Union and the Fintech Opportunity, *Bruegel Policy Contribution*, 22, septiembre.
- FDIC. https://www5.fdic.gov/idasp/advSearch\_warp\_download\_all.asp?intTab=4

## La bancarización de la economía española en el contexto europeo

Joaquín Maudos\*

Los servicios que presta el sector bancario generan el 2,7% del valor añadido bruto y el 1,1% del empleo de la economía española. Este nivel de bancarización es inferior al de la eurozona, ya que el peso en esos países es del 3% y el 1,4%, respectivamente. Tras el impacto de la crisis, el peso de la banca en la economía ha descendido tanto en España como en la eurozona, si bien la caída ha sido más intensa en España. A pesar del aumento de la desintermediación, la banca sigue siendo la parte más importante del sistema financiero español, ya que aporta el 70% del valor añadido y el 61% del empleo. Es de destacar la creciente importancia de la actividad auxiliar de los servicios financieros (en 2017 aportan el 12% de las rentas y el 24% del empleo que genera el sistema financiero español), a lo que ha contribuido el aumento de la actividad de los fondos de inversión en un escenario de bajos tipos de interés en el que han perdido atractivo los depósitos bancarios. Aunque la economía española sigue dependiendo del crédito bancario en mayor medida que la europea, el intenso desapalancamiento del sector privado ha recortado drásticamente la distancia que nos separa de la media europea en la ratio crédito/PIB (101% vs 98% en 2018), siendo el peso de los activos bancarios en el PIB inferior en España que en Europa (219% vs 267%).

Es frecuente afirmar que la economía española está muy bancarizada, a partir de variables como la elevada dependencia de las empresas de la financiación bancaria, la importancia del negocio bancario en el total del sistema financiero, o el elevado número de sucursales bancarias. Sin embargo, esta visión debe ser cuanto menos matizada cuando se utilizan otros indicadores más rigurosos de bancarización como la participación

del sector bancario en la economía en términos de generación de valor añadido y empleo. Así, el peso de España en el valor añadido de las actividades que realiza la banca de la eurozona (9,6%) es inferior al que tiene en el total de la economía (10,5%). Y lo mismo ocurre en términos de empleo, con un peso en las actividades de la banca europea (10%) por debajo del que tiene en el total de la economía (12,5%).

<sup>\*</sup> Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se enmarca en el Proyecto de investigación ECO2017-84828-R del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

28

El hecho de que el sector bancario tenga un peso en el total del sistema financiero mayor en España que en otras economías no implica que su participación en el total de la economía sea mayor. De hecho, España se caracteriza por tener un sistema financiero con un elevado peso de la banca, pero su nivel de bancarización (aproximado por el peso de la banca en la economía en términos de generación de valor añadido y empleo) es menor que en el promedio de la eurozona. Además, si bien el crédito bancario sigue siendo la fuente de financiación más importante, el intenso desapalancamiento que ha experimentado el sector privado de la economía española en los últimos años explica que cada vez sea menor el peso del crédito en la economía (PIB), acercándose al promedio europeo. También la densidad de red ha caído mucho en los últimos años, y aunque sigue siendo muy elevada en comparación con nuestros socios comunitarios, son oficinas muy pequeñas (las más pequeñas de la UE en términos de empleados por oficina y de las más pequeñas en términos de activos por oficina), lo que explica que el peso del total de activos bancarios en el PIB sea menor que en la eurozona.

El análisis de la información disponible permite analizar el cambio estructural que se ha producido en la composición del sistema financiero español, con una importante pérdida de importancia relativa de la banca en beneficio de otras actividades auxiliares a los servicios financieros, como la gestión de los fondos de inversión y el asesoramiento. Aunque es un cambio que también se ha producido en Europa, en España el proceso ha sido más intenso. En paralelo, en los recientes años de crisis, la actividad de intermediación financiera que desarrolla la banca está perdiendo peso en la economía, tanto en la Unión Europea (UE) como en España. No obstante, la pérdida es mucho más acusada en España, ya que el peso de la banca en el valor añadido total de la economía ha caído un 40% desde 2009, frente a caídas entre el 17% y 19% en la eurozona y en la UE, respectivamente. La caída es menos acusada en términos de empleo (21% en España y 13% y 12% en la eurozona y en la UE desde 2009).

Estos son algunos de los mensajes que se obtienen tras analizar la información que ofrece Eurostat de la composición del valor añadido y el empleo por ramas de actividad, siendo una de ellas la de los servicios financieros, y dentro de ella, los que presta el sector bancario. Esa información se complementa con la que ofrece el Banco Central Europeo (BCE) de los balances de los bancos. La disponibilidad de información desde 1995 permite detectar cambios estructurales, así como el impacto de la reciente crisis en el peso de la banca en la economía. Dada la existencia de información desagregada por países, es posible realizar un análisis comparativo del sector bancario español en el contexto europeo.

Además de esta introducción, el artículo se estructura en cuatro apartados que dan respuesta a las siguientes preguntas: a) ¿cuál es la contribución del sector bancario en la generación del valor añadido y el empleo de la economía?; b) ¿cuál es el tamaño del sector bancario en términos del peso de sus activos y créditos en el PIB?; c) ¿cuál es el peso relativo del sector bancario en el total del sistema financiero en términos de renta y empleo?; y d) ¿se ha producido un proceso de desintermediación (y un aumento de la banca en la sombra), de forma que ha caído ese peso a lo largo del tiempo? ¿Se ha visto afectado por la reciente crisis?

#### La importancia de la actividad de intermediación financiera en la economía

La clasificación nacional de actividades económicas (CNAE) incluye en el sector 64 las actividades de intermediación financiera (sin seguros y pensiones) que es donde se encuadran las que realizan los bancos¹. Por tanto, este es el punto de partida para aproximar el peso de la banca en la economía.

Como muestra el gráfico 1, el peso de los servicios bancarios en el VAB total de la economía se situó en España por encima de los agregados europeos hasta 2009, pero desde entonces es inferior

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> También incluye la actividad que realizan otras entidades como los bancos centrales, los *holdings* financieros, etc., si bien la más importante con diferencia corresponde a los bancos.

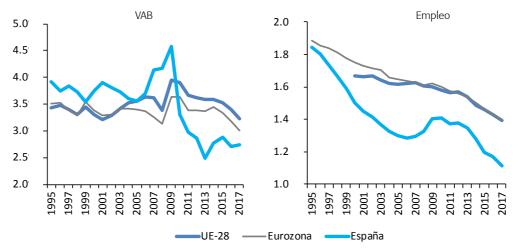
en España, hasta situarse en 2017 en el 2,7%, frente a valores del 3% y 3,2% en la eurozona y UE, respectivamente. En 2017 (último año disponible), el peso de la banca en España es menor que el que tiene en las principales economías europeas

(2,7% en Francia, 3,4% en Italia, 4,3% en Reino Unido), con la excepción de Alemania (2,4%).

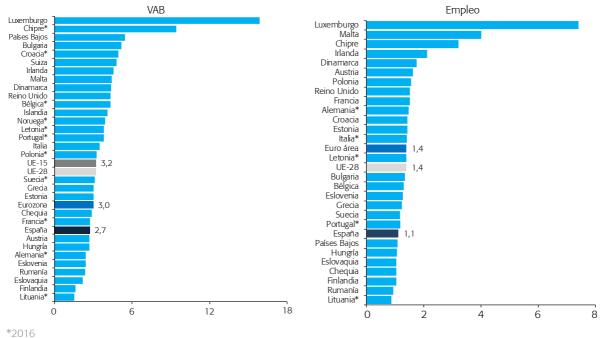
A la misma conclusión de la menor bancarización de la economía española se llega en términos

Gráfico 1 **Peso del sector de los servicios bancarios en la economía**(En porcentaje)

#### a) Evolución temporal



#### b) Ranking en 2017



Fuente: Eurostat.

del peso del empleo de la actividad de la intermediación financiera. En 2017, esa actividad genera el 1,1% del empleo (217.020 empleados), frente al 1,4% que representa en la UE y la eurozona. De las grandes economías europeas, España es la menos bancarizada en términos del peso del empleo en la economía (1,4% en Italia y 1,5% en Alemania, Francia y Reino Unido).

El peso de los servicios bancarios en el VAB total de la economía es menor en España (2,7%) que en la media de la eurozona (3%) y de la UE (3,2%). Y lo mismo sucede en términos de empleo: 1,1% del empleo total en España, frente al 1,4% en la eurozona y en la UE.

La evolución desde 1995 muestra la pérdida de peso del sector bancario en términos de empleo, si bien ha sido más intensa en España a partir de 2010 coincidiendo con la profunda reestructuración del sector y la corrección del exceso de capacidad instalada. Desde 1995 el peso del sector bancario en el empleo de la economía ha caído un 40% (frente a un 26% en la eurozona), pasando del 1,8% al 1,1%. En términos de VAB, el peso en 2017 es un 30% inferior al de 1995, aunque la caída ha tenido lugar a partir del estallido de la crisis financiera.

Para el total de las actividades que desarrolla el sistema financiero en su conjunto (bancos, seguros y pensiones, y resto de auxiliares financieros), también su peso en el total de la economía es menor en España que en la eurozona y en la UE. Así, con datos de 2017, el sistema financiero español aporta el 3,9% del VAB y el 1,8% del empleo total de la economía, siendo los valores inferiores a los de la eurozona (4,5% y 2,5%, respectivamente). En términos de empleo, el peso del sistema financiero español es inferior al de las grandes economías de la UE, aunque en términos de VAB en 2017 supera a Alemania (3,8%) y Francia (3,5%).

### Peso de la actividad bancaria en el PIB: activos y créditos

Tampoco se mantiene la afirmación de que la economía española está excesivamente bancarizada cuando utilizamos como indicador el peso de los activos bancarios en el PIB. Tomando como proxy de esos activos el de las instituciones financieras monetarias que ofrece el BCE en el negocio doméstico en cada país<sup>2</sup>, en 2018 ese peso es del 219% en España, casi 50 puntos porcentuales (pp) inferior al promedio de la eurozona (ver el gráfico 2). El peso es algo mayor al de Italia, (209%) pero menor al de Alemania (230%) y Francia (375%). Si vemos la evolución temporal desde 1997 (primer año disponible en las estadísticas del BCE), el crecimiento de la actividad bancaria fue superior al de la eurozona, de forma que si en ese primer año la ratio era 55 puntos inferior, la brecha se fue cerrando e incluso fue 10 puntos superior en 2012. Desde entonces, el intenso desapalancamiento del sector privado ha vuelto a ampliar la brecha a 48 puntos en 2018.

Si bien es cierto que el peso del crédito en la economía española es mayor que en la eurozona y se sitúa por encima de las grandes economías con la excepción de Francia, la distancia con el promedio es ya muy reducida.

La evolución del peso de la actividad bancaria en el PIB de España ha estado muy marcada por la del crédito al sector privado, que experimentó tasas de crecimiento cercanas al 20%, y por tanto muy por encima del PIB, en los años de expansión hasta 2007. Ese acelerado crecimiento del crédito elevó su peso en el PIB hasta alcanzar un máximo del 174% en 2010, 58 puntos por encima de la eurozona (gráfico 3). El desplome del crédito en los años siguientes ha

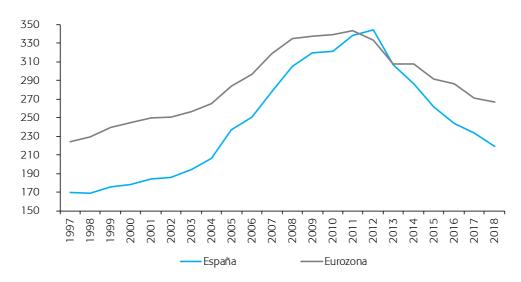
<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> No utilizamos el activo de los grupos consolidados ya que, al incluir los activos de filiales de bancos nacionales en el exterior, no sería un buen indicador de bancarización para medir su peso en el PIB de cada país.

reducido la ratio al 101% del PIB en 2018, lo que ha acortado la distancia con la eurozona a solo 3 pp. En consecuencia, si bien es cierto que el peso del crédito en la economía española es

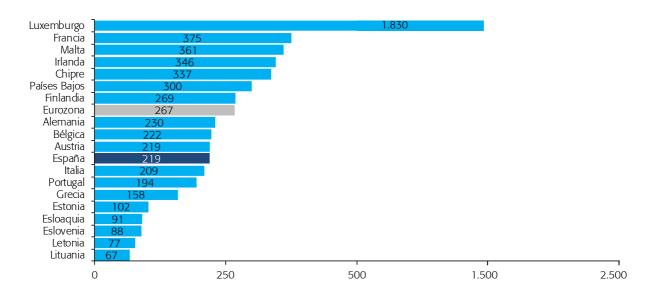
mayor que en la eurozona y se sitúa por encima de las grandes economías con la excepción de Francia, la distancia con el promedio europeo es muy reducida.

Gráfico 2 Peso de los activos bancarios en el PIB, 2018 (En porcentaje)

#### a) Evolución España vs eurozona

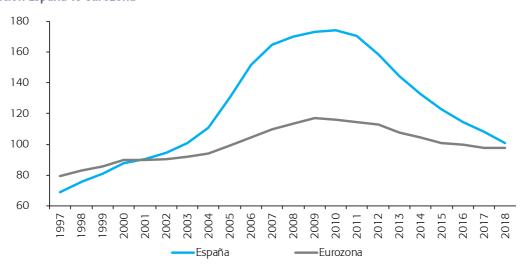


#### b) Ranking en 2018

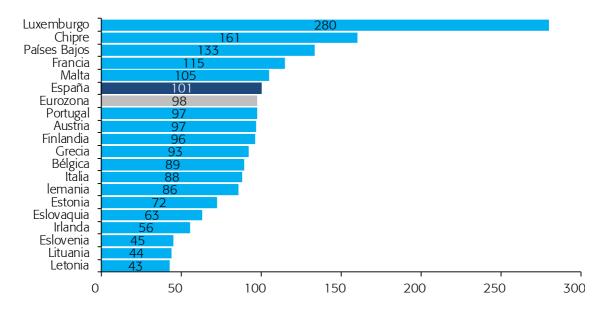


Fuentes: BCE y Eurostat.

#### a) Evolución España vs eurozona



#### b) Ranking en 2018



Fuentes: BCE y Eurostat.

## Composición del sistema financiero: peso del sector bancario

El sector financiero incluye, además de los servicios de intermediación (sector 64), el sector

65 (compañías de seguros y fondos de pensiones, sin tener en cuenta los fondos obligatorios como los de la seguridad social en España) y el 66 (actividades auxiliares a la intermediación financiera y a los seguros). En este último se

32

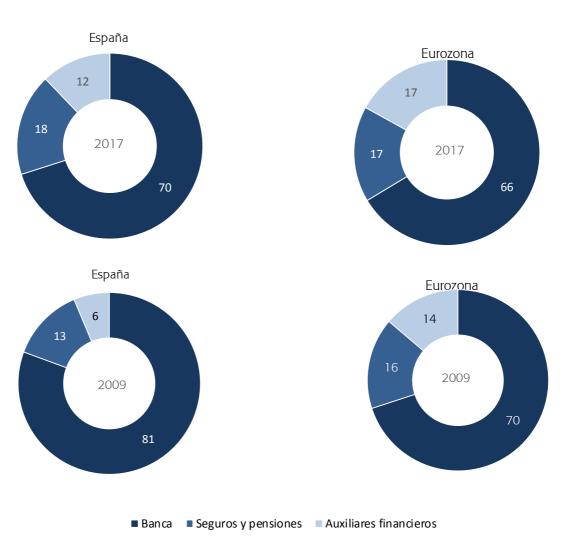
encuadra la actividad de gestión de fondos de inversión, además de otras como la de empresas especializadas en tarjetas de crédito, asesoramiento, custodia, etc.

Aunque el peso de la banca en la economía española es reducido en términos de VAB y empleo en comparación con la eurozona, su peso en el total del sistema financiero es mayor que el promedio de la eurozona. Así, con datos

de 2017, la banca (sector 64 de servicios financieros) aporta el 70% del VAB que genera el sistema financiero, 4 pp más que en la eurozona (ver el gráfico 4). Las compañías de seguros y los fondos de pensiones aportan el 18% y el resto de auxiliares financieros un 12%. En relación a las grandes economías de la eurozona, en España el sector bancario tiene un mayor peso que en Alemania (61%) e Italia (67%), pero menos que en Francia (76%). En términos de

Gráfico 4

Composición del sistema financiero: distribución del VAB
(En porcentaje)



Fuente: Eurostat.

34

empleo, también la importancia del sector bancario es mayor en España que en la eurozona, al aportar 5 puntos más de empleo (61% vs 56%). Por su parte, la industria de seguros y fondos de pensiones aporta el 15,3% del empleo del sistema financiero español, mientras que las actividades auxiliares a los servicios financieros el 23,9% restante.

Un hecho a destacar es la pérdida de importancia relativa de la banca española en el total del sistema financiero en los últimos años. Así, si en 1995 aportaba el 82% del VAB y el 73% del empleo, en 2017 los porcentajes han caído al 70% y 61%, respectivamente, produciéndose en consecuencia un claro proceso de desintermediación en paralelo al crecimiento de la banca en la sombra. También en la eurozona la banca pierde peso en el sistema financiero, aunque esa pérdida ha sido menor: 5 pp en términos de VAB (frente a 12 pp en España) y 8 pp en empleo (12 pp en España). La industria de seguros y fondos de pensiones ha ganado 8 pp en el VAB y 1 pp en el empleo del sistema financiero, respectivamente, mientras que los auxiliares financieros han ganado 3 pp en VAB y 11 pp en empleo. El auge de la industria de los fondos de inversión de los últimos años, en un contexto de pérdida de atractivo del ahorro en depósitos bancarios como consecuencia de los reducidos tipos de interés, contribuye a explicar el mayor peso de este tipo de actividades en el total del sistema financiero.

La fotografía más reciente del sector de la intermediación financiera en lo que a contribución a la economía se refiere es que en 2017 aportó rentas (valor añadido) por importe de 28.921 millones de euros y 217.020 empleados<sup>3</sup>. La industria del seguro y los fondos de pensiones aportan 7.332 millones de euros de VAB y 54.500 empleos, mientras que las actividades auxiliares a los servicios financieros suponen 5.019 millones de euros de renta

y 85.200 empleos. En total pues, el sistema financiero español aporta 41.272 millones de euros de valor añadido y 356.800 empleos.

La banca española —igual que la de la eurozona— ha perdido peso en su aportación al VAB y al empleo del conjunto del sistema financiero (82% y 73% respectivamente en 1995, frente a 70% y 61% en 2017), como consecuencia del proceso de desintermediación, en paralelo al crecimiento de la banca en la sombra.

Un rasgo a destacar es la distinta evolución que han experimentado los distintos agentes del sistema financiero español desde el inicio de la crisis. En el caso de la banca, su generación de VAB y empleo en 2017 es un 37% y 23% inferior a la máxima alcanzada en 2009/2008. Así, en 2017 la actividad que realizan los bancos aporta en España 17.206 millones de euros menos que en 2009 y 65.800 empleados menos que en 2008. La industria de los seguros y fondos de pensiones también han visto reducir su valor añadido y empleo en los años de crisis, aunque a menor ritmo que el de la banca. Sin embargo, han aumentado las actividades auxiliares de forma que en 2017 aportan casi la cuarta parte del empleo del sistema financiero español (un 23% más que en 2010) y 9 pp más que la industria de los seguros y los fondos de pensiones. En términos de VAB, el peso ha aumentado un 51% desde 2011, pero es 6 pp inferior al de la actividad de seguros y pensiones.

#### **Conclusiones**

Aunque la economía española es muy dependiente de la financiación bancaria (en parte como consecuencia de la elevada pre-

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Esta cifra de empleo es superior a la que proporciona el Banco de España (192.626) ya que incluye no solo el empleo de las entidades de crédito y EFC (establecimientos financieros de crédito), sino también el de otras entidades que realizan servicios financieros.

- sencia de pymes), el peso del crédito al sector privado en el PIB solo es 3 pp superior a la media de la eurozona, tras el intenso despalancamiento realizado por empresas y familias en los últimos años.
- Si medimos la bancarización por el peso que en la economía tienen las actividades que realiza la banca (intermediación financiera), aquella es inferior en España que en la eurozona. Así, esas actividades aportan en 2017 el 2,7% del VAB y el 1,1% del empleo total de la economía española, frente a porcentajes del 3% y 1,4% en la eurozona, respectivamente. También el peso del sistema financiero en el total de la economía (aporta el 3,9% del VAB y el 1,8% del empleo total) es menor en España que en la eurozona (4,5% y 2,5% respectivamente).
- Otro indicador que muestra que el peso de la banca en la economía española es inferior a la media de la eurozona es el que compara su aportación al total del valor añadido y el empleo de la banca europea, con el peso de la economía española en el total de la economía europea. En el caso de la banca, el peso en 2017 es del 9,6% y del 10% en términos de VAB y empleo, mientras que peso de la economía española en su conjunto es del 10,5% y 12,5%, respectivamente.
- Con el impacto de la reciente crisis económica, el peso de las actividades bancarias en la economía ha disminuido en términos de VAB y empleo, siendo la intensidad de la caída mayor en España. En consecuencia, se ha producido un proceso de desintermediación financiera.

- El peso de la banca en el total del sistema financiero es mayor en España que en la eurozona. En 2017, las actividades que realizan las entidades bancarias aportan el 70% del VAB del sistema financiero español, 4 pp más que en la eurozona. En términos de empleo, esas actividades suman el 61% del empleo del sistema financiero español, 5 pp más que en la eurozona. En consecuencia, el peso del resto de actividades del sistema financiero (las que realizan las compañías de seguros, los fondos de pensiones y resto de instituciones que realizan actividades auxiliares) es menor en España.
- Como consecuencia de la crisis, la capacidad de generar empleo y VAB de la banca ha disminuido, de forma que los valores actuales son un 37% y 23% inferiores a los máximos alcanzados en torno a 2008-2009. La industria de los seguros y fondos de pensiones también han visto reducir su valor añadido y empleo en los años de crisis, aunque a menor ritmo que la banca. En cambio, han aumentado las actividades auxiliares a los servicios financieros, de forma que en 2017 aportan casi la cuarta parte del empleo del sistema financiero español, aunque su peso es mucho más reducido en términos de VAB (12%). Un factor que explica este crecimiento es el auge de la industria de los fondos de inversión (que forma parte de la banca en la sombra), cuya actividad ha ganado atractivo ante la pérdida de rentabilidad de los depósitos bancarios.

### Gasto público y crecimiento económico en Europa

Eduardo Bandrés\* y María Dolores Gadea-Rivas\*\*

¿Existe alguna relación entre el elevado tamaño del sector público y la ralentización de las tasas de crecimiento en la economía europea? La literatura económica ofrece argumentos teóricos de muy diversa naturaleza que pueden ayudarnos a comprender los efectos del gasto público y de los impuestos sobre el crecimiento económico. Sin embargo, los trabajos empíricos que tratan de responder a esa pregunta no son concluyentes. Este artículo se propone contrastar la posible existencia de causalidad y la dinámica de la interacción a largo plazo entre el tamaño del gasto público y las tasas de crecimiento para una muestra de 25 países europeos. Los resultados ponen de manifiesto que, en conjunto, el nivel de gasto público alcanzado resta capacidad de crecimiento a la economía europea. Sin embargo, la relación entre ambas variables no es lineal: países con un gasto público comparativamente menor que la media inciden negativamente en las tasas de crecimiento, mientras que otros con un gasto público mucho más elevado no provocan impactos negativos sobre su dinámica de crecimiento a largo plazo. La explicación, como también se ha señalado en numerosas ocasiones, puede basarse en que los efectos del gasto público sobre el crecimiento dependen de la composición del gasto, de la eficacia con que se gestiona y de su financiación.

El elevado nivel de gasto público en los países europeos y el paulatino descenso de las tasas de crecimiento, o incluso el estancamiento de sus economías, han reabierto el debate sobre los potenciales efectos negativos del tamaño del sector público en el crecimiento económico. Tras ello estarían los efectos distorsionadores de la imposición y de determinados gastos sobre el sistema de

incentivos, la generalización de las actividades de búsqueda de rentas en un contexto de capitalismo corporativo, y las propias ineficiencias internas de la gestión pública. Sin embargo, las teorías del crecimiento endógeno asignan al sector público un papel relevante como impulsor del crecimiento, y no solo como potencial factor de obstaculización, al tomar en consideración su contribución a la

<sup>\*</sup> Universidad de Zaragoza y Funcas.

<sup>\*\*</sup> Universidad de Zaragoza.

mejora de la productividad, la cohesión social o la formación de capital humano. La relación entre sector público y crecimiento sería entonces una relación no lineal, de manera que, hasta un determinado tamaño, el gasto público potenciaría el crecimiento económico, porque sus efectos positivos sobre la productividad de la economía predominarían sobre los negativos; pero superado un cierto nivel de gasto, los efectos negativos podrían ser superiores, produciendo una ralentización de las tasas de crecimiento (Barro, 1990).

La reflexión tiene especial relevancia en el caso de los países europeos, donde, con independencia de las oscilaciones propias del ciclo económico, existe una evidente caída de las tasas medias de crecimiento, desde cifras promedio que en la segunda mitad de los años sesenta se situaban en el 5%, al 3,9% en los años setenta, entre el 2,5% y el 2,7% en los ochenta, noventa y primer decenio del siglo XXI y el 1,9% entre 2010 y 2017 (gráfico 1).

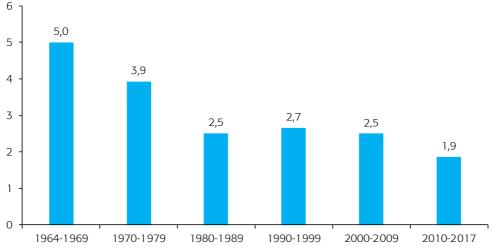
En paralelo, el tamaño del gasto público aumentaba desde el 33,1% del PIB en la segunda mitad de los años sesenta, al 39,5% en los setenta, por

encima del 47% en los ochenta y noventa, 44% en los años 2000 y 47% entre 2010 y 2017 (gráfico 2). Como resultado de lo anterior, buena parte de los países europeos han alcanzado ratios de gasto público sobre PIB que superan el 50%, como sucede con Francia, Finlandia, Bélgica, Dinamarca y Noruega, o están muy cerca de esa cifra, caso de Suecia, Austria, Italia y Grecia. Solo la República Checa, Letonia, Suiza e Irlanda están por debajo del 40% (cuadro 1).

La evidencia empírica no es concluyente. Si bien en buena parte de los estudios se obtiene una relación negativa entre tamaño del gasto público y crecimiento económico (Bergh y Henrekson, 2011), los resultados dependen de la muestra de países seleccionados (especialmente si se incluyen solo países avanzados o también economías emergentes y en desarrollo), del periodo temporal analizado, o del tipo de gasto que se contempla (gasto corriente, inversión pública, transferencias, prestaciones sociales). Pero también existen problemas metodológicos que tienen que ver con la especificación adoptada, con la posible existencia de endogeneidad y causalidad inversa, con las variables de control incluidas y con la técnica eco-

Gráfico 1

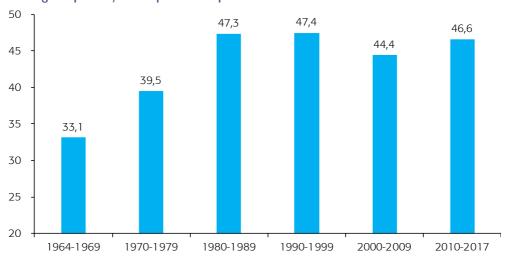
Tasas medias de crecimiento anual del PIB de países europeos



Nota: Media aritmética. Hasta 1990 los países incluidos son: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia. En 1990 se incorporan Luxemburgo y Suiza, y en 1995 Polonia, Hungría, Eslovaquia, República Checa, Estonia, Letonia y Eslovenia.

Fuente: Economic Outlook (OCDE).

Gráfico 2
Tasas medias de gasto público/PIB de países europeos



Nota: Media aritmética. Hasta 1990 los países incluidos son: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia. En 1990 se incorporan Luxemburgo y Suiza, y en 1995 Polonia, Hungría, Eslovaquia, República Checa, Estonia, Letonia y Eslovenia.

Fuente: Economic Outlook (OCDE).

### Cuadro 1 **Gasto público /PIB, 2017**

(En porcentaje)

Países	
Francia	56,3
Finlandia	53,7
Bélgica	52,4
Dinamarca	51,9
Noruega	50,0
Suecia	49,1
Austria	48,9
Italia	48,8
Grecia	48,2
Hungría	46,5
Portugal	45,9
Alemania	43,9
Eslovenia	43,1
Luxemburgo	42,9
Países Bajos	42,5
Islandia	41,9
Polonia	41,2
España	41,0
Reino Unido	40,8
Eslovaquia	40,4
Estonia	40,2
República Checa	38,8
Letonia	38,0
Suiza	34,4
Irlanda	26,1
Fuenta: Economic Outlook (OCDE)	

Fuente: Economic Outlook (OCDE).

nométrica escogida (sección cruzada, datos de panel, cointegración, etc.). En la práctica, la mayor dificultad surge porque la correlación observada en algunos trabajos no necesariamente implica causalidad. De hecho, el interés que motiva este artículo es precisamente verificar la existencia o no de causalidad entre gasto público y crecimiento y determinar cuál es la dinámica a largo plazo de la interacción entre esas dos variables.

En el actual nivel de desarrollo alcanzado por los países europeos y dados los valores representativos del tamaño de su sector público, los efectos negativos sobre las tasas de crecimiento económico son mayores que los efectos positivos. Un aumento de la ratio GP/PIB de 1 punto porcentual provoca un efecto acumulativo de reducción de la tasa de crecimiento ( $\Delta$ PIB) entre 0,10 y 0,22 puntos porcentuales.

Nuestro objetivo ha sido conocer la posible relación de causalidad de la ratio de gasto público respecto al PIB (GP/PIB) sobre la tasa de creci-

miento del PIB ( $\Delta$ PIB). En principio, se han aplicado tres modelos alternativos con datos de panel: un modelo estático con efectos fijos, y otros dos modelos dinámicos, uno con efectos fijos, y otro estimado con el método de Arellano y Bond (1991). Véase Bandrés y Gadea (2019) para una explicación de la metodología<sup>1</sup>.

Los resultados muestran que, en el periodo de tiempo establecido y para la muestra de países seleccionados, los efectos acumulativos del tamaño del gasto público sobre el crecimiento son -0,22, -0,10 y -0,21, respectivamente, y en todos los casos significativos al 1% (cuadro 2). Así pues, en el actual nivel de desarrollo alcanzado por los países europeos y dados los valores representativos del tamaño de su sector público, los efectos negativos sobre las tasas de crecimiento económico son mayores que los efectos positivos. Un aumento de la ratio GP/PIB de 1 punto porcentual provoca un efecto acumulativo de reducción de la tasa de crecimiento ( $\Delta$ PIB) entre 0,10 y 0,22 puntos porcentuales. Este resultado es consistente con la mayoría de los estudios empíricos, que han revelado esa misma relación negativa para los países de la OCDE y de la Unión Europea (véase Barrios y Schaechter, 2008).

El efecto negativo del tamaño del gasto público sobre el crecimiento económico en Europa que se observa a partir de la estimación con datos de panel y, por tanto, de forma conjunta para los países de la muestra, puede ocultar relaciones de causalidad diferentes en cada uno de los países. Como puede verse en los gráficos 3a a 3d, existen países como Francia, Italia, Suecia o España, donde se aprecia una relación inversa entre el aumento del gasto público y la trayectoria de crecimiento de sus economías. Pero también existen otros, como Dinamarca, donde un sector público de elevado tamaño no ha perjudicado en igual medida que en los casos anteriores sus tasas de crecimiento (gráfico 3e). Y otros, como los Países Bajos, donde la reducción del gasto parece sustentar un crecimiento estable del PIB (gráfico 3f).

Para conocer el alcance de las relaciones en cada país, se ha realizado un análisis individual mediante la especificación de modelos de vectores autorregresivos (VAR) que permiten también analizar la dinámica de las relaciones entre gasto público y crecimiento económico, investigando los test de causalidad de Granger y el multiplicador derivado de las funciones impulso-respuesta (Bandrés y Gadea, 2019).

Los resultados del análisis de causalidad de Granger (1969), que se recogen en el cuadro A1 del anexo, solo permiten afirmar la existencia de causalidad desde el gasto público hacia el crecimiento del PIB, con significatividad al menos del 10%, en 9 de los 25 países de la muestra: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Islandia,

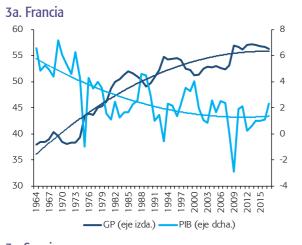
Cuadro 2 **Efectos del nivel de gasto público sobre el crecimiento del PIB en Europa**(Estimación con datos de panel)

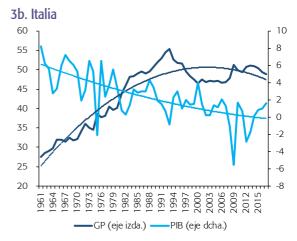
	Panel estático	Panel dinámico (efectos fijos)	Panel dinámico (Arellano y Bond)
(GP/PIB) <sub>t</sub>	-0,22 (0,000)		-0,15 (0,000)
$\Delta$ PIB $_{_{t-1}}$		0,38 (0,000)	0,29 (0,000)
(GP/PIB) <sub>t-1</sub>		-0,06 (0,000)	
Efecto acumulativo	-0,22	-0,10	-0,21

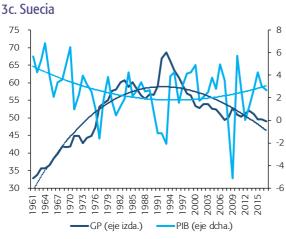
<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> En Bandrés y Gadea (2019) se incluye también una cuarta variante del modelo con datos de panel, basada en la propuesta de Bonhomme y Manresa (2015), que permite la clasificación de los países en *clusters* mediante una estimación con efectos fijos agrupados.

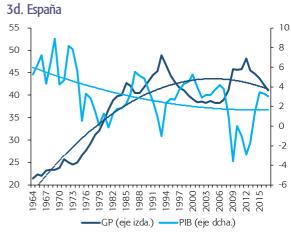
Gráfico 3

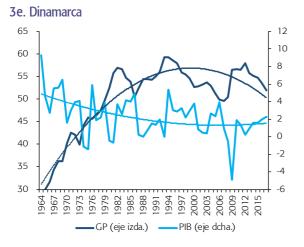
Tasa de crecimiento del PIB y ratio Gasto público/PIB
(En porcentaje)

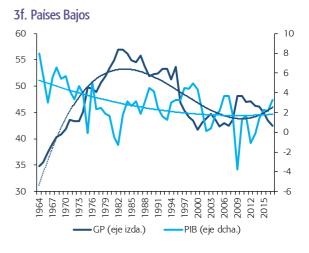












Fuente: Elaboración propia con datos de Economic Outlook (OCDE).

Italia, Portugal y Suiza. Esto significa que no hay un patrón concluyente de causalidad en todos los países europeos.

Las funciones de impulso-respuesta muestran que los efectos del tamaño del gasto público sobre el crecimiento a largo plazo son negativos en 17 países y positivos solo en 8. En el grupo con efectos negativos aparecen tanto países con elevadas ratios de GP/PIB, como Francia, Finlandia, Suecia, Bélgica, Austria o Italia, como otros con un sector público más pequeño, como España, el Reino Unido e Irlanda.

La respuesta del crecimiento del PIB a un impulso en la ratio GP/PIB puede informarnos también sobre la posible existencia de causalidad a través del multiplicador de las funciones impulso-respuesta, que refleja el impacto de un cambio en la mencionada ratio sobre las variables del sistema VAR a lo largo del tiempo. Al comienzo de un *shock* de gasto, la respuesta del crecimiento del PIB es negativa en países como Alemania, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda o Portugal, positiva en otros como Dinamarca, Noruega, o

Suiza, y cercana a cero en Austria o Países Bajos (véanse los gráficos 4a a 4l).

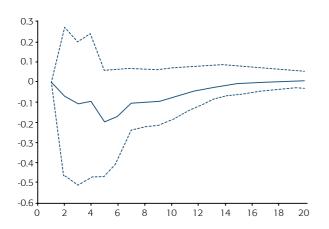
Más allá de este primer impacto, interesa conocer los efectos a largo plazo de un cambio en la ratio GP/PIB. Así, los coeficientes acumulativos de las funciones de impulso-respuesta en el largo plazo (hasta 20 años) muestran que los efectos del tamaño del gasto público sobre el crecimiento son negativos en 17 países y positivos solo en 8, si bien por lo general no se alcanzan los niveles exigibles de significatividad. En el grupo con efectos negativos aparecen tanto países con elevadas ratios de GP/PIB, como Francia, Finlandia, Suecia, Bélgica, Austria o Italia, como países con un sector público más pequeño, como España, Reino Unido e Irlanda (cuadro 3).

Entre los países con resultados negativos del sector público sobre el crecimiento económico se encuentran Francia e Italia, que presentan elevados coeficientes en los efectos acumulativos de las funciones impulso-respuesta. En Francia, la dinámica de crecimiento del gasto público ha sido la más elevada de la muestra, a la vez que se observan tasas de crecimiento del PIB decrecientes. Algo similar ha sucedido en Italia, donde también se registran tasas de crecimiento menguantes tras una trayectoria de

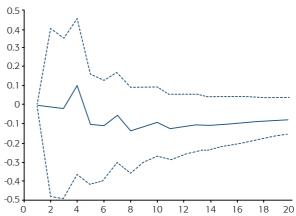
Gráfico 4

#### Funciones impulso-respuesta para una muestra de países

4a. Alemania



#### 4b. Austria



#### Gráfico 4 (continuación)

#### Funciones impulso-respuesta para una muestra de países

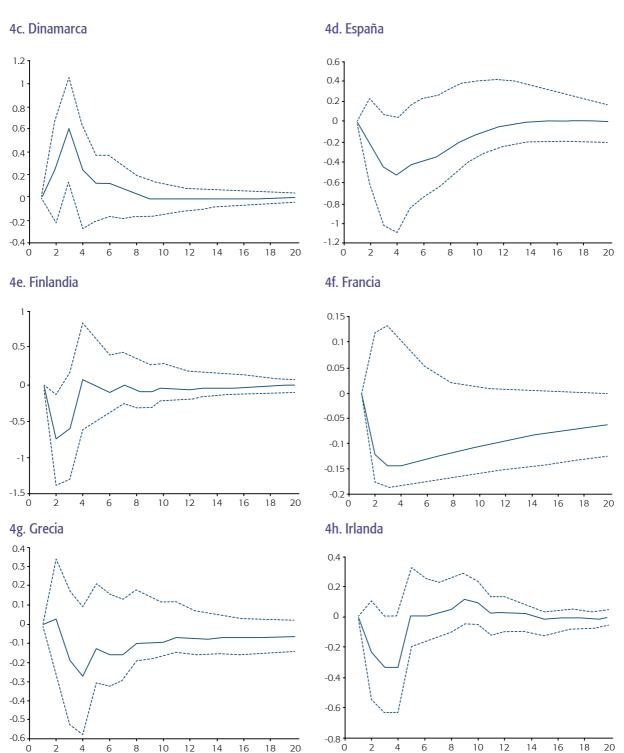
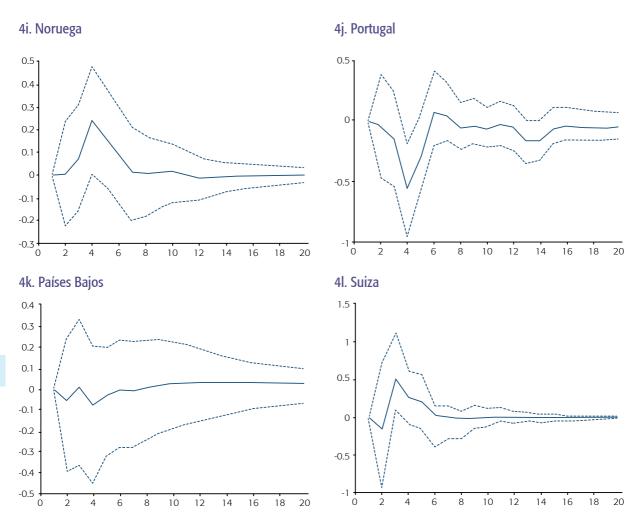


Gráfico 4 (continuación)

#### Funciones impulso-respuesta para una muestra de países



crecimiento del gasto público, aunque más moderada que Francia.

Lo relevante no es solo el tamaño del gasto público, sino lo que de una forma muy genérica podemos llamar la eficacia del sector público, la calidad del gasto y los mecanismos utilizados para su financiación.

Por el contrario, puede observarse un efecto positivo del tamaño del gasto público sobre el cre-

cimiento económico en países como Dinamarca, Noruega, Países Bajos o Suiza. En el caso de Dinamarca, por ejemplo, sus tasas de crecimiento han permanecido estables a lo largo del periodo estudiado mientras que su ratio de GP/PIB se situaba en el 52% en 2017.

Trabajos recientes como el de Onrubia, Pérez y Sánchez-Fuentes (2019) encuentran evidencia sobre los efectos de la calidad de la burocracia y la eficiencia del sector público en el crecimiento económico. Y otros como los de Barrios y Schaechter (2008) y Fourier y Johansson (2016) concluyen

Cuadro 3 Funciones impulso-respuesta acumulativas

(Efecto del gasto público sobre el crecimiento del PIB)

	Coeficiente	Intervalo de confianza
Alemania	-1,15	(-3,83; 1,78)
Austria	-1,61	(-5,62; 2,42)
Bélgica	-1,28	(-4,67; 2,59)
Dinamarca	1,25	(-2,21; 4,43)
Eslovaquia	-0,16	(-9,00; 8,75)
Eslovenia	0,54	(-12,02; 13,60)
España	-3,03	(-8,64; 5,28)
Estonia	0,89	(-58,44; 52,52)
Finlandia	-2,14	(-6,90; 4,60)
Francia	-2,00	(-3,08; 0,59)
Grecia	-1,96	(-4,47; 2,02)
Hungría	-1,90	(-17,33; 13,22)
Irlanda	-0,53	(-3,42; 2,46)
Islandia	-1,24	(-4,42; 2,17)
Italia	-2,97	(-10,14; 4,62)
Letonia	-2,88	(-40,06; 33,28)
Luxemburgo	0,59	(-13,22; 14,60)
Noruega	0,59	(-1,91; 2,98)
Países Bajos	0,59	(-3,88; 3,54)
Polonia	0,17	(-9,61; 11,71)
Portugal	-1,91	(-5,85; 2,52)
Reino Unido	-1,61	(-5,49; 2,97)
República Checa	1,62	(-20,51; 25,12)
Suecia	-0,41	(-3,05; 2,69)
Suiza	0,82	(-2,67; 4,24)

que el potencial efecto negativo de un elevado tamaño del gasto público disminuye conforme aumenta la eficacia del sector público: países como Dinamarca, Finlandia, Noruega, Suecia o los Países Bajos, con elevada percepción de eficacia en la gestión pública, no estarían provocando efectos negativos sobre el crecimiento potencial de sus economías, mientras que otros, como Grecia, Italia, Hungría, o incluso España —aunque en menor medida—, cuyo sector público es más reducido que en los casos anteriores, estarían afectando negativamente su tasa de crecimiento potencial.

#### **Conclusiones**

Los resultados de las estimaciones realizadas en este trabajo revelan que el tamaño alcanzado por el gasto público en el periodo que transcurre desde mediados de los años sesenta del pasado siglo hasta la actualidad, puede estar afectando negativamente al crecimiento económico en Europa. Un aumento de la ratio GP/PIB de 1 punto porcentual estaría reduciendo la tasa de crecimiento a largo plazo entre 0,10 y 0,21 puntos.

Esta conclusión, de carácter general, debe ser matizada cuando se desciende al análisis individual de cada país. Aun cuando la significatividad de los efectos acumulativos a largo plazo de las funciones impulso-respuesta puede suscitar algunas dudas, existe una mayoría de países europeos en los que se mantiene el resultado conjunto obtenido a través de las estimaciones con datos de panel: 17 sobre los 25 que forman la muestra. Sin embargo, no puede definirse un

patrón uniforme basado únicamente en el tamaño del gasto público. Países con un sector público comparativamente pequeño en términos europeos, como el Reino Unido o España, presentan coeficientes negativos en la relación de causalidad, mientras que otros con un sector público grande, también en términos europeos, como Dinamarca o Noruega, obtienen coeficientes positivos, con tasas de crecimiento estables en el tiempo.

Como se pone de manifiesto en la literatura, lo relevante no es solo el tamaño del gasto público, sino lo que de una forma muy genérica podemos llamar la eficacia del sector público, la calidad del gasto y los mecanismos utilizados para su financiación. Es preciso recordar también que el crecimiento no es el único objetivo de la acción de los gobiernos. La cohesión social y el logro de unos niveles socialmente aceptables en la distribución personal de la renta también forman parte de la agenda política, aunque en ocasiones puedan incidir en las tasas de crecimiento del PIB. La investigación futura sobre estas cuestiones debe, por tanto, descender al análisis de los diferentes tipos de gasto (corriente, inversión, gasto social, etc.), de los impuestos que lo financian (sobre la renta, sobre el consumo, sobre el capital) y a la incorporación de variables que aproximen la eficacia de la gestión pública y la calidad institucional.

#### Referencias

Arellano, M. y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence

- and application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), pp. 277-297.
- Bandrés, E. y Gadea, M. D. (2019). Investigating casual relations between public spending and economic growth in Europe. *Revista de Economía Mundial*, *51*, pp. 51-78.
- Barrios, S. y Schaechter, A. (2008). The quality of public finances and economic growth. *European Economy, Economic Papers, 337.*
- Barro, R. (1990). Government spending in a simple model of endogenous growth. *Journal of Political Economy*, 98(5), pp. 103-125.
- Bergh, A. y Henrekson, M. (2011). Government size and growth: a survey and interpretation of the evidence. *IFN Working Paper*, 858. Research Institute of Industrial Economics.
- Bonhomme, S. y Manresa, E. (2015). Grouped patterns of heterogeneity in panel data. *Econometrica*, 83(3), pp. 1147-1184.
- FOURNIER, J. M. y JOHANSSON, A. (2016). The effect on the size and the mix of public spending on growth and inequality. *OECD Economics Department Working Papers*, 1344.
- Granger, C. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross spectral methods. *Econometrica*, *37*, pp. 424-438.
- Onrubia, J., Pérez, J. J. y Sánchez-Fuentes, A. J. (2019). Public sector bureaucracies and economic growth, *Revista de Economía Mundial, 51*, pp. 121-138

#### **Anexo**

Cuadro A1

#### Causalidad de gasto público a crecimiento del PIB

(Test de causalidad de Granger)

	Test	Pvalue
Alemania	1,320	0,256
Austria	6,094	0,017
Bélgica	4,653	0,036
Dinamarca	2,464	0,075
Eslovaquia	0,300	0,745
Eslovenia	0,404	0,802
España	0,913	0,344
Estonia	0,314	0,862
Finlandia	2,924	0,063
Francia	5,813	0,020
Grecia	1,368	0,265
Hungría	1,393	0,305
Irlanda	1,060	0,376
Islandia	2,596	0,050
Italia	5,031	0,010
Letonia	1,110	0,409
Luxemburgo	1,443	0,268
Noruega	0,032	0,859
Países Bajos	0,104	0,748
Polonia	2,359	0,124
Portugal	3,133	0,024
Reino Unido	1,908	0,160
República Checa	0,704	0,412
Suecia	0,812	0,372
Suiza	7,141	0,013

## Dinamismo empresarial en España: evolución reciente y perspectivas

Ramon Xifré\*

Este trabajo muestra que el saldo neto de creación de empresas se ha mantenido positivo desde 2014, pero a unos niveles inferiores a los años previos a la crisis. El tipo de empresa que contribuye más al dinamismo empresarial son los autónomos, mientras que la tasa de creación y el número de sociedades anónimas está en caída libre desde el año 2000. Como consecuencia, la ratio autónomos/sociedades anónimas ha aumentado de forma continua y en 2018 duplica a la que existía en 1999. En cuanto a la población de empresas, la pérdida de tejido empresarial posterior a la crisis se ha concentrado muy especialmente en los tamaños intermedios (entre 10 y 49 trabajadores). Finalmente, se observa que la tasa de participación de los hombres como empleadores duplica a la tasa de participación de las mujeres.

El dinamismo empresarial presenta una tendencia negativa en diversas economías avanzadas. En su forma más básica, se puede entender como la tasa de creación de empresas en relación a la población total de empresas. Se pueden considerar otras manifestaciones del mismo fenómeno, como la parte de la actividad económica generada por las empresas de menos de cinco años de antigüedad o las diferencias en productividad entre las empresas líderes y las seguidoras (Akcigit y Ates, 2019).

El objetivo del presente trabajo es explorar la evolución reciente del dinamismo empresarial en España mediante el análisis de los principales indicadores facilitados por el INE. Para ello se recurre al *Directorio Central de Empresas (DIRCE)* y a la *Encuesta de Población Activa (EPA)*. El análisis del *DIRCE* permite verificar si se mantienen las tendencias que se apuntaban en un estudio previo que documentaba una reducción en el número de sociedades anónimas y un aumento en el número de autónomos (Xifré, 2016). A su vez, la *EPA* aporta información sobre las diferencias por género en la participación en actividades relacionadas con el emprendimiento, en línea con estudios recientes sobre el emprendimiento femenino en España (Montero y Camacho, 2018).

<sup>\*</sup> ESCI-UPF School of International Studies. Public-Private Sector Research Center, IESE Business School. Agradezco a Emilio Huerta sus sugerencias.

50

#### Análisis de los datos del DIRCE

En primer lugar, conviene precisar que los datos que provienen del *Directorio Central de Empresas (DIRCE)* del INE contabilizan el número de empresas a 1 de enero de cada año. El gráfico 1 muestra la evolución de altas y bajas de empresas entre el año 2000 y el último disponible, 2017. Como se puede observar, atendiendo a los flujos empresariales en los últimos dieciocho años, se pueden distinguir con claridad tres periodos.

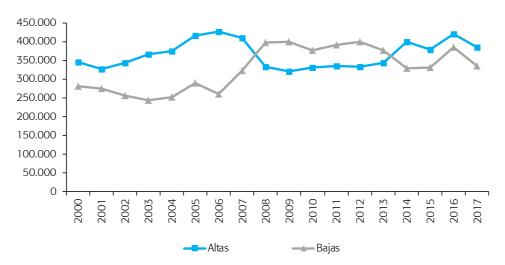
En el primer período, previo a la crisis, de 2000 a 2007, el número de altas superó de forma muy considerable al número de bajas, resultando en un nivel significativo de dinamismo empresarial. En el segundo período, de 2008 a 2013, la relación entre las series se invierte y las bajas superan a las altas de empresas, provocando destrucción neta en el tejido empresarial. Finalmente, en el tercer periodo, a partir de 2014, el número de altas ha vuelto a superar al número de bajas, pero la magnitud de esta diferencia es marcadamente menor que en el primer período.

El gráfico 2 recoge el desglose del número de altas netas de empresas (altas-bajas) por condición jurídica de la empresa, distinguiéndose cuatro tipos: sociedad anónima (SA), sociedad de responsabilidad limitada (SRL), personas físicas y otras formas jurídicas (sociedades cooperativas, organismos autónomos, sociedades colectivas, etcétera). Este desglose muestra un importante cambio de patrón en la composición de las altas netas de empresas. Mientras en el periodo previo a la crisis el tipo jurídico que generaba mayor número de altas netas eran las sociedades de responsabilidad limitada, a partir de 2014 son las personas físicas, que es también la tipología de empresa que sufrió un mayor número de pérdidas netas en el período 2008–2013.

Los gráficos 3a y 3b ponen en relación los flujos empresariales con el número de empresas existentes y muestran la evolución de la tasa de creación de empresas (altas sobre empresas totales) y la tasa de destrucción de empresas (bajas sobre empresas totales) entre 1999 y 2017 para los tres principales tipos de empresa: sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada y personas físicas.

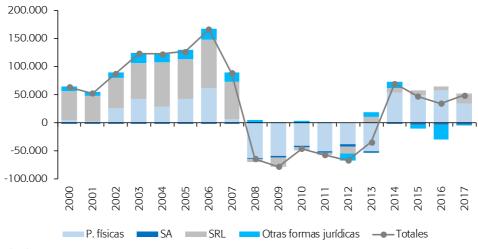
Como ilustra el gráfico 3a, se ha producido un importante desplome en la tasa de creación de sociedades anónimas debido a una reducción ininterrumpida desde el año 2000. En consecuen-

Gráfico 1 **Altas y bajas de empresas** 



Fuente: DIRCE (INE).

Gráfico 2 Altas netas de empresas por condición jurídica



Fuente: DIRCE (INE).

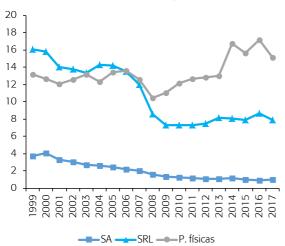
cia, la tasa de creación de empresas en 2017 (1%) es prácticamente una cuarta parte de la que se registraba en 1999 (3,7%). En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, la tasa de creación de empresas se ha reducido aproximadamente a la mitad en dicho periodo (pasando del

16% al 8%), registrándose una caída abrupta de este indicador entre 2007 y 2009, que no se ha recuperado después. Estas tendencias a la baja en la creación de empresas son consistentes con la evidencia para otros países (Akcigit y Ates, 2019). Por el contrario, la tasa de creación de autónomos,

Gráfico 3

### A. Tasa de creación de empresas por condición jurídica

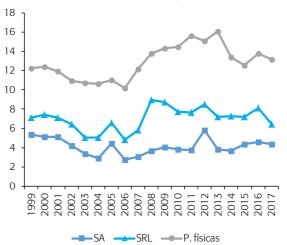
(Altas sobre el número total de empresas)



Fuente: DIRCE (INE)

### B. Tasa de destrucción de empresas por condición jurídica

(Bajas sobre el número total de empresas)



después de oscilar alrededor del 13% entre los años 1999 y 2013, ha crecido desde entonces de forma significativa hasta situarse en el 15% en 2017.

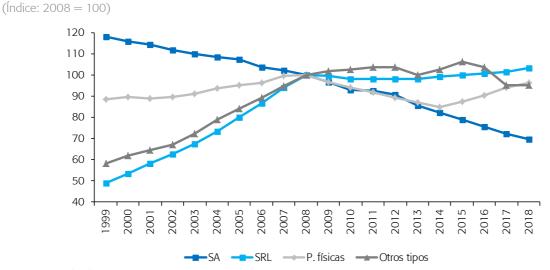
Mientras en el periodo previo a la crisis el tipo jurídico que generaba mayor número de altas netas de empresas eran las sociedades de responsabilidad limitada, a partir de 2014 son las personas físicas, que es también la tipología de empresa que sufrió un mayor número de pérdidas netas en el periodo 2008-2013.

En el caso de las tasas de mortalidad de empresas, el gráfico 3b muestra un comportamiento algo más oscilante pero con menores variaciones entre el inicio y el final de la serie. La tasa de destrucción de sociedades anónimas ha fluctuado alrededor del 4%; la de sociedades de responsabilidad limitada, entre el 6% y el 8%; y las de los autónomos mantuvo una ligera tendencia a la baja en los primeros años del período (pasando del 12% al 10% entre 1999 y 2006), para posteriormente incrementarse de forma importante (llegando al 16% en plena crisis) y finalmente moderarse y quedar en cerca del 13%.

Estas tendencias se reflejan en el gráfico 4, que representa la evolución en el número de empresas por condición jurídica, normalizando la cantidad en relación al año 2008. De esta forma se puede apreciar que el número de total de sociedades anónimas viene reduciéndose de forma ininterrumpida desde el año 1999. En 2018 el número de este tipo de sociedades (cerca de 79.000) es un 30% inferior al existente en 2008. Este mismo año marcó el fin de la etapa de crecimiento de las sociedades de responsabilidad limitada, que habían doblado su número desde 1999, manteniéndose cercano a las 1.150.000 entidades desde entonces. El número de personas físicas ha oscilado de forma menos importante en los últimos diecinueve años, situándose en una franja comprendida entre 1.650.000 y 1.750.000 entidades. Finalmente, la evolución de los otros tipos de sociedades presenta un patrón parecido al de las sociedades de responsabilidad limitada.

El cuadro 1 resume los datos expuestos hasta el momento. En la composición del tejido empresarial en España en los últimos diecinueve años, se ha reducido muy significativamente la proporción que alcanzaban las sociedades anónimas y ha crecido de forma notable la representación

Gráfico 4 **Número de empresas en relación a 2008, por condición jurídica** 



Fuente: DIRCE (INE).

Cuadro 1

Composición del tejido empresarial según su condición jurídica

	19.	99	20	08	20	18
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Sociedades anónimas	133.410	5,3	113.130	3,3	78.866	2,4
Sociedades de responsabilidad limitada	559.483	22,2	1.145.398	33,5	1.181.391	35,4
Personas físicas	1.647.699	65,4	1.857.931	54,3	1.786.037	53,5
Otros tipos	178.209	7,1	305.780	8,9	291.352	8,7
Ratio personas físicas/personas jurídicas						
Personas físicas / SA	12	,4	16	5,4	22	2,6
Personas físicas / SRL	2	,9	1	,6	1	,5
Fuente: DIRCE (INE).						

de las sociedades de responsabilidad limitada. El aumento de este tipo de sociedades ha provocado que la presencia de autónomos (a pesar de aumentar en términos absolutos) se haya reducido en términos proporcionales pasando del 65% al 53%. Como consecuencia de lo anterior, la ratio de personas físicas sobre sociedades anónimas prácticamente se ha doblado durante los últimos diecinueve años. Mientras que en 1999 se registraban 12,4 autónomos por cada sociedad anónima, en 2018 se registraban 22,6. Este proceso puede contribuir a explicar la fuerte reducción

Se ha producido un claro proceso de polarización por tamaño dentro de las sociedades. La reducción ha sido más acusada en los tamaños intermedios (de 10 a 49 trabajadores) y bastante menos intensa en los tamaños mayores (más de 100 trabajadores) y también en el caso de los tamaños más pequeños (de 1 a 5 trabajadores).

en la inversión (inmovilizado) que se observa a partir de 2008 en los datos de la Central de Balances del Banco de España, según el análisis reciente de Rosell (2018). En paralelo a la posibilidad de que la congelación en la inversión empresarial a partir de 2008 responda a un aumento del grado de utilización de capital que pudiera estar ocioso con anterioridad, también es posible que sea en parte debido a la reducción de las estructuras convencionales (plantillas) y su sustitución por autónomos que, legalmente, son ajenos a la empresa.

Estos cambios en la distribución por tipo de empresa en el tejido empresarial se han visto acompañados por cambios dentro de los grupos de sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada. Los gráficos 5a y 5b representan el número de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, respectivamente, contabilizadas en 2018 en relación a las que registraban en 2008, distinguiendo por siete grupos de tamaño según el número de empleados. En relación con los datos presentados en el cuadro 1, los gráficos 5a y 5b corresponden solo a las sociedades con empleados, es decir, se han excluido las que no tienen empleados.

Como se puede apreciar, se ha producido un claro proceso de polarización por tamaño dentro de ambos tipos de empresa. Los gráficos muestran que la disminución en el número de empresas no ha sido homogénea para todos los segmentos. Para ambos tipos de sociedades, la reducción ha sido más acusada en los tamaños intermedios (de 10 a 19 trabajadores y de 20 a 49 trabajadores)

54

Gráfico 5

### A. Número de sociedades anónimas en 2018 en relación a 2008, según el número de empleados

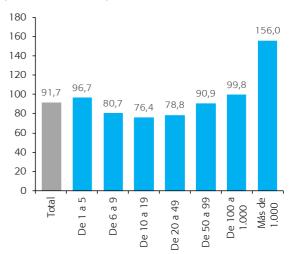
(Indice: 2008 = 100)



y bastante menos intensa especialmente para los tamaños mayores (de 100 a 1.000 trabajadores, y

### B. Número de sociedades de responsabilidad limitada en 2008 en relación a 2018, según el número de empleados

(Índice: 2008 = 100)



Fuente: DIRCE (INE).

más de 1.000) y también en el caso de los tamaños más pequeños (de 1 a 5 trabajadores). Los datos muestran, por tanto, un cierto vaciamiento de las categorías de tamaño intermedio en términos de número de trabajadores. Es destacable que en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, el número de empresas de más de 1.000 trabajadores se ha incrementado en más del 50% entre 2008 y 2018, frente a una caída general cercana al 10% para todas las empresas de este tipo en el mismo periodo. Como es bien sabido, el tamaño de las empresas está fuertemente asociado a su productividad, pero sin que esté establecido un efecto mecánico del primero a favor de la segunda, sino que más bien existen factores que determinan tanto el tamaño como la productividad, como pueden ser la dotación de capital humano o la profesionalización de la ges-

tión empresarial (Huerta y Salas, 2014). Desde esta

perspectiva, una pérdida de empresas mayor en los

niveles intermedios de tamaño que en los niveles

pequeños puede ser una señal preocupante.

### Análisis de la *Encuesta de Población Activa*

El análisis de los resultados de la *Encuesta de Población Activa (EPA)* proporciona datos adicionales sobre la situación profesional, pudiéndose desglosar esta información por sexos. Esta perspectiva de análisis permite documentar diferencias en las tasas de participación en actividades relacionadas con el emprendimiento.

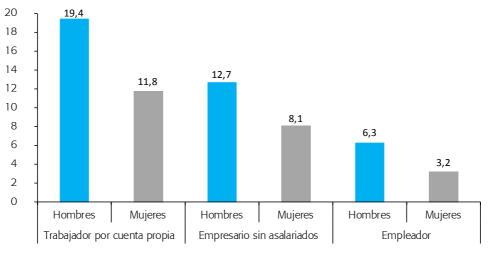
Más del 19% de los hombres ocupados son trabajadores por cuenta propia, cifra que se queda en el 12% en el caso de las mujeres. A su vez, el 6,3% de los hombres ocupados se sitúa en la categoría de empleadores, es decir, con asalariados a su cargo, frente al 3,2% de las mujeres ocupadas.

El gráfico 6 muestra la proporción que tres categorías de trabajadores por cuenta propia (el número total de trabajadores por cuenta propia que engloba a las otras dos: empresarios sin asa-

Gráfico 6

### Trabajadores por cuenta propia según situación profesional como proporción del total de ocupados, por género (1<sup>er</sup> trimestre de 2019)

(En porcentaje)



Fuente: EPA (INE).

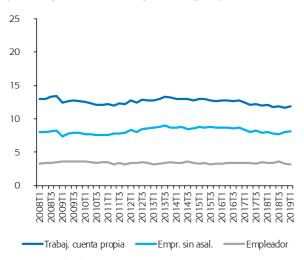
lariados y los empleadores con asalariados) representan sobre el total de ocupados, distinguiendo entre hombres y mujeres en el primer trimestre de 2019. Como se puede apreciar, en cada una

de estas tres categorías existe una brecha o diferencial en la participación de hombres y mujeres. Mientras que más del 19% de los hombres ocupados son trabajadores por cuenta propia, la cifra

Gráfico 7

### A. Trabajadoras por cuenta propia, por situación profesional

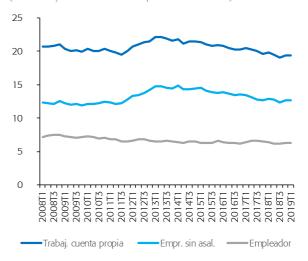
(Porcentaje del total de ocupadas. Mujeres)



Fuente: EPA (INE).

### B. Trabajadores por cuenta propia, por situación profesional

(Porcentaje del total de ocupados. Hombres)



56

no llega al 12% en el caso de las mujeres. De forma parecida, casi el 13% de los hombres ocupados están en la situación profesional de "empresario sin asalariados", cuando para las mujeres esa tasa apenas supera el 8%. Finalmente, el 6,3% de hombres ocupados se sitúa en la categoría de empleadores con asalariados a su cargo frente al 3,2% de las mujeres ocupadas.

Los gráficos 7a y 7b representan estas tres magnitudes, para ambos sexos respectivamente, entre los años 2008 y 2019. Como puede apreciarse en estos gráficos, las tasas de participación diferenciadas para hombres y mujeres reflejadas en el gráfico 6 se han mantenido sin cambios significativos en los últimos once años.

La interpretación de estos diferenciales o brechas, y de las razones que los explican, es compleja. Puede deberse a obstáculos o barreras específicas que dificulten a las mujeres el ejercicio de actividades emprendedoras así como a una menor preferencia de las mujeres a favor de las mismas. Un análisis detallado de la cuestión queda más allá del objetivo del presente trabajo, pero se puede precisar que el estudio y la caracterización de emprendimiento femenino está recibiendo un creciente interés (ver Montero y Camacho, 2018 y las referencias allí citadas).

#### **Conclusiones**

Las empresas españolas se enfrentan al reto de crecer y mejorar su competitividad en un entorno que, a medio plazo, posiblemente se caracterice por tipos de interés más altos que en el presente (Rosell, 2018) así como por otros múltiples retos (Huerta y Moral, 2018). En este contexto, es relevante conocer la evolución reciente del tejido empresarial para poder esbozar escenarios de futuro.

En primer lugar, este trabajo documenta que el saldo neto de creación de empresas vuelve a ser positivo desde el año 2014, después del largo paréntesis de la crisis (2008–2013) pero con unos niveles inferiores a los previos a la crisis. No

solo se ha reducido la intensidad del crecimiento, sino que ha cambiado la composición del mismo: el tipo jurídico que genera más altas netas son los trabajadores autónomos, mientras que antes de la crisis eran las sociedades de responsabilidad limitada.

El trabajo también muestra cómo el número de sociedades anónimas se ha reducido de forma ininterrumpida desde el año 2000 hasta 2018 (último dato disponible). Como consecuencia, la ratio trabajadores autónomos/sociedades anónimas prácticamente se ha duplicado en ese periodo, lo cual sugiere que se está produciendo un proceso de reorganización de las condiciones jurídicolaborales en las que se desarrolla la actividad económica. Pierden peso las estructuras convencionales de las empresas (plantillas) y lo ganan los autónomos que trabajan en relación con ellas. Este patrón de sustitución podría contribuir a explicar la reducción en la inversión (inmovilizado) realizada por las empresas, tal como se aprecia a partir del análisis de los datos de la Central de Balances del Banco de España (Rosell, 2018). En cualquier caso, será necesario examinar en detalles las causas y consecuencias de este fenómeno.

En relación al tamaño, el número de empresas de tamaño intermedio (de entre 10 y 49 trabajadores) se ha visto fuertemente reducido entre 2008 y 2018. Las empresas de mayor tamaño, pero también las empresas de menos de cinco trabajadores, han experimentado reducciones menos acusadas. Hay que destacar que las grandes sociedades de responsabilidad limitada, de más de 1.000 trabajadores, han aumentado en un 50% entre 2008 y 2018.

Finalmente, el trabajo analiza un indicador de la actividad emprendedora desde la perspectiva de género. Se documenta la existencia de una brecha o diferencial en la participación de hombres y mujeres como trabajadores por cuenta propia. En el caso particular de los empleadores con trabajadores a cargo, el porcentaje de hombres que se encuentra en esta situación en relación con la población ocupada masculina (6,3%) duplica a

la correspondiente cifra en el caso de las mujeres (3,2%).

Estos resultados muestran que las empresas españolas deben superar ciertos retos para mejorar su competitividad. En primer lugar, será necesario encontrar un equilibrio entre la plantilla laboral propia, por un lado, y la subcontratación de trabajadores autónomos. En segundo lugar, es necesario velar para que el tejido productivo español no pierda más empresas de tamaño intermedio. Finalmente, conviene adoptar medidas que promuevan la igualdad entre géneros en el emprendimiento y eliminen las barreras que impidan a las mujeres optar por ese itinerario profesional cuando así lo decidan.

#### Referencias

AKCIGIT, U. y ATES, S. (2019). Ten Facts on Declining Business Dynamism and Lessons from Endogenous Growth Theory. *NBER Working Paper, 25755.* 

- Huerta, E. y Moral, M. J. (2018). Innovación y competitividad: desafíos para la industria española. Funcas.
- HUERTA, E. y SALAS, V. (2014). Tamaño de las empresas y productividad de la economía española. *Mediterraneo Económico, 25,* pp, 167-193.
- Montero, B. y Camacho, J. A. (2018). Caracterización del emprendimiento femenino en España: Una visión de conjunto. REVESCO. *Revista de Estudios Cooperativos*, *129*, pp. 39-65.
- ROSELL, J. (2018). Crecimiento y competitividad de la empresa española: evolución reciente y perspectivas. *Cuadernos de Información Económica*, *266*, pp. 1-13.
- XIFRÉ, R. (2016). El tejido empresarial en España: estructura, evolución reciente y retos pendientes. *Cuadernos de Información Económica*, *252*, pp. 21-29.

## La salida de las comunidades autónomas al mercado de deuda: una mirada desde el debate europeo

Mario Alloza, Mar Delgado-Téllez y Javier J. Pérez\*

El significativo endeudamiento de las comunidades autónomas, y la dependencia de algunas de estas de la financiación a través de préstamos bilaterales de la Administración central, han dado lugar a un debate sobre cuál debería ser el diseño de un marco permanente, y estable, para la cobertura de las necesidades de financiación de las administraciones regionales mediante emisión de deuda. En este artículo se analizan las distintas alternativas disponibles, basadas en elementos argumentales del actual debate sobre la reforma fiscal y financiera en la eurozona. El debate europeo presenta similitudes importantes con el nacional, en particular en los temas de "reducción del riesgo" (necesidad de reducción de los niveles de deuda) y "compartición del riesgo" (diseño de un marco permanente de acceso a los mercados por parte de los países más vulnerables en condiciones similares al resto, en particular en momentos de estrés macroeconómico).

La crisis económica ha afectado al endeudamiento de las administraciones públicas españolas en dos dimensiones. Por un lado, su nivel de deuda se ha incrementado notablemente, llegando a superar el 100% del PIB en el año 2014. Por otro, la crisis ha supuesto una transformación en el sistema de cobertura de necesidades de financiación para las comunidades autónomas.

En 2018, más del 60% de la deuda de las comunidades, en conjunto, se financió a través del Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas<sup>1</sup>, sistema instrumentado mediante présta-

mos bilaterales entre el Estado y las comunidades autónomas y que permite a estas disfrutar de los menores costes de financiación del Estado.

Dada la prolongación en el tiempo de este sistema, que nació con un carácter transitorio, cabe cuestionar cuál debería ser el diseño deseable para un marco estable de financiación a través del endeudamiento, en el medio plazo. En este artículo se utilizan elementos argumentales del debate sobre la reforma fiscal y financiera de la eurozona para analizar las distintas alternativas disponibles para su diseño.

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

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Este fondo, implementado el 1 de enero de 2015, incluye el Fondo en liquidación para la Financiación de Pago a Proveedores y el Fondo de Liquidez Autonómica. Véase Delgado-Téllez *et al.* (2015).

#### Caracterización de la situación actual de la cobertura de las necesidades de financiación de las comunidades autónomas

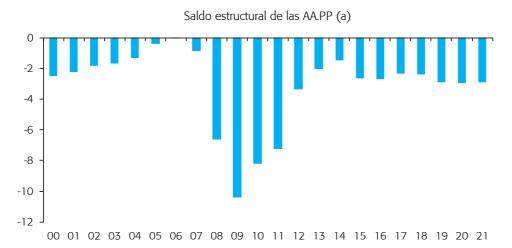
La deuda de las administraciones públicas como ratio del PIB –en su conjunto y por subsecto-

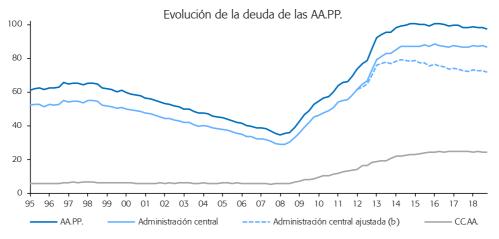
res— se sitúa actualmente en niveles muy elevados desde el punto de vista histórico (gráfico 1)<sup>2</sup>. En un contexto de necesaria reducción de los volúmenes de deuda en el medio plazo, dos elementos resultan cruciales. En primer lugar, el cumplimiento de reglas fiscales que permitan anclar la credibilidad de los agentes en el proceso de desapalancamiento

Gráfico 1

#### Evolución del saldo estructural y de la deuda de las administraciones públicas

(En porcentaje del PIB)





- a) Previsiones del Informe trimestral de marzo 2019 del Banco de España.
- b) Ajustada de la deuda de las comunidades autónomas con el fondo de financiación de CC.AA. *Fuente:* Banco de España.

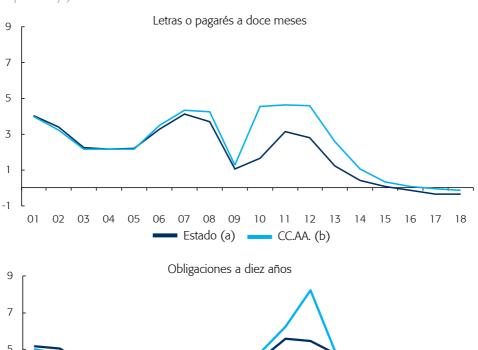
<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> La Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) establece un límite de deuda del 60% del PIB. Este objetivo se reparte asignando para el Estado y las comunidades autónomas un límite del 44% y 13% del PIB, respectivamente. Véase Hernández de Cos y Pérez (2013) para una discusión detallada del contenido de dicha ley.

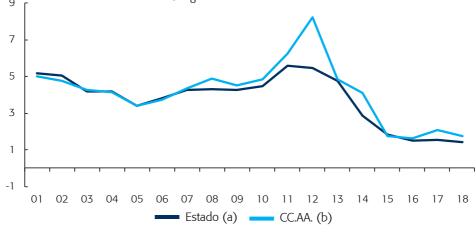
público (Hernández de Cos *et al.*, 2018) y atenuar las vulnerabilidades derivadas de cambios en el sentimiento inversor. En segundo lugar, habida cuenta de las interdependencias entre los distintos niveles de las administraciones públicas, el proceso de reducción de la deuda debería ser generalizado para sus distintos subsectores.

Esta dependencia entre administraciones se pone de relieve en el vínculo entre los costes de financiación de la Administración central y los de las comunidades autónomas (gráfico 2). La captación de fondos por parte de estas en los mercados de deuda tiene asociada una prima de riesgo con respecto a la emisión de deuda por parte del "soberano" (emisiones de la Administración central). En tanto que exista la posibilidad de transferencia de parte del riesgo de la deuda subcentral a la soberana, esto podría ocasionar un aumento del coste agregado de financiación del conjunto de las administraciones públicas.

Gráfico 2

Rendimiento anual promedio de las emisiones de deuda del Estado y de las comunidades autónomas (Rendimiento en porcentaje)





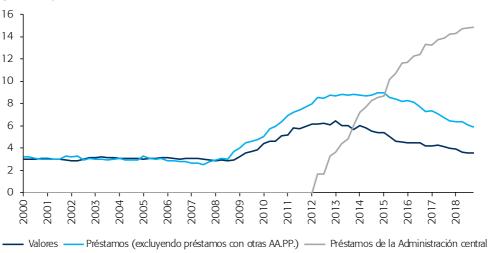
a) Tipos marginales efectivos de nuevas emisiones.

Fuentes: Dirección General del Tesoro y Pólitica Financiera, Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Bolsas y Mercados Españoles, boletines oficiales de las CC.AA. e Instituto Valenciano de Finanzas.

b) Promedio ponderado de las rentabilidades de las emisiones de las CC.AA. (elaboración propia).

Gráfico 3
Valores y préstamos de las comunidades autónomas

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España.

El diseño actual del sistema de cobertura de los requisitos de financiación de las comunidades autónomas responde a necesidades excepcionales de liquidez que tuvieron lugar durante la crisis económica. La característica importante de este sistema es que la Administración central actúa como principal financiador de las comunidades (gráfico 3), imponiendo una condicionalidad basada en la supervisión reforzada de las finanzas públicas de aquellas que requieren dicha vía de financiación<sup>3</sup>.

Este sistema ha dado lugar a que la deuda subcentral en España sea elevada desde un punto de vista internacional. Esta situación, unida a la existencia de un marco de reglas de disciplina presupuestaria como el establecido en la LOEPSF, plantea la cuestión sobre cuál debería ser el sistema permanente que permita a las comunidades autónomas captar nueva financiación. En particular, el sistema debería tener en cuenta la situación inicial de las finanzas de las comunidades, su capacidad de atender a compromisos futuros de pago de deuda, y la percepción por parte de los agentes de que dichos compromisos se van a cumplir.

# La salida de las comunidades autónomas al mercado: lecciones del debate europeo

El debate sobre la reforma del sistema de cobertura de las necesidades de financiación de las comunidades autónomas presenta similitudes con algunos elementos de la actual discusión sobre la reforma de la gobernanza económica en la eurozona, en particular en los temas de "reducción del riesgo" (necesidad de reducción de los niveles de deuda) y "compartición del riesgo" (diseño de un marco permanente de acceso a los mercados por parte de los países más vulnerables en condiciones similares al resto, en particular en momentos de estrés macroeconómico)<sup>4</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> El uso de los Fondos de Financiación a Comunidades Autónomas, conjuntamente con la existencia de un entorno de bajos tipos de interés y un elevado peso de los préstamos sobre el total de deuda de las comunidades, ha permitido que estas reduzcan sustancialmente su coste medio de la deuda. Véase Jiménez y López (2017) para un análisis más detallado.

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> La semejanza entre el debate sobre la financiación autonómica y las relaciones entre Estados miembros de la Unión Europea está patente en, por ejemplo, las similitudes entre la redacción de la cláusula de "no rescate" implementada en la LOEPSF (artículo 8) y la que incorpora el Tratado de la Unión Europea para las relaciones entre Estados miembros (artículo 125 de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea).

En esta sección se utilizan algunos de estos elementos para articular los diferentes escenarios de financiación a los que podrían optar las comunidades autónomas (gráfico 4).

En primer lugar, existe la posibilidad de prolongar de forma indefinida el actual sistema de financiación basado en la existencia de un

El debate sobre la reforma del sistema de cobertura de las necesidades de financiación de las comunidades autónomas mediante deuda presenta similitudes con algunos elementos de la actual discusión sobre la reforma de la gobernanza económica en la eurozona, en particular en los temas de "reducción de riesgo" y "compartición del riesgo".

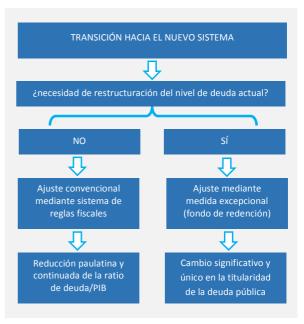
emisor único de activos de deuda pública (el Gobierno central), que acceda a los mercados a captar los fondos que son canalizados hacia las comunidades autónomas a través de préstamos. Este sistema supone en la práctica una mutualización de riesgos entre las comunidades participantes y la Administración central, garantizando la financiación ante eventualidades idiosincrásicas que pudieran afectar a una región en particular.

Sin embargo, este sistema, en la medida en que traslada las vulnerabilidades derivadas de la situación presupuestaria de una Administración regional a los costes de financiación del Estado, puede generar ineficiencias derivadas de la gestión de los recursos comunes. Para corregir este problema, esta alternativa solo puede funcionar si se observa el cumplimiento estricto de medidas que incentiven un comportamiento fiscal disciplinado. Estas medidas tienen su reflejo en la legislación vigente, materializada en la LOEPSF a nivel nacional, que desarrolla un marco de reglas fiscales destinadas a promover la disciplina pre-

Gráfico 4

La salida de las comunidades autónomas al mercado: lecciones de la discusión a escala europea





supuestaria<sup>5</sup>, y que reproduce en gran medida la normativa europea al respecto. El cumplimiento estricto de dichas reglas, especialmente en el caso de que una Administración regional se encuentre intervenida por el Gobierno central, es esencial para el correcto funcionamiento del sistema.

Una segunda alternativa para la cobertura de necesidades de financiación de las administraciones regionales se basa en la división de la deuda de estas entidades en distintos tramos que difieran en la asignación de la responsabilidad de pago. Así, la emisión de deuda por debajo de cierto umbral compatible con la disciplina presupuestaria<sup>6</sup> se podría realizar a través de la Administración central, es decir, con una mutualización total de riesgos, beneficiándose de las ventajas señaladas anteriormente<sup>7</sup>. La emisión de deuda por encima de este umbral, se llevaría a cabo en el mercado de capitales, mediante la emisión de deuda subordinada<sup>8</sup>.

Esta deuda subordinada incluye condiciones menos ventajosas que el resto de valores, debido, por ejemplo, a un menor orden de prelación de los tenedores en el caso de un proceso de reestructuración<sup>9</sup>. Este tipo de emisiones

conlleva un incremento en el coste marginal de financiación, por lo que generaría incentivos para mantener una política presupuestaria disciplinada a nivel regional. Sin embargo, resulta especialmente relevante que la emisión de deuda en el mercado (el tramo que se sitúa por encima de un umbral establecido) incluya de forma detallada y vinculante un contrato que permita a los compradores de este activo una correcta evaluación del riesgo asociado (por ejemplo, las condiciones precisas en las que se ejecutaría un posible procedimiento de reestructuración) (véase Bénassy-Quéré et al., 2018).

Una tercera alternativa de financiación es la participación directa, sin mutualización con el Estado, de las administraciones regionales en el mercado de capitales. Si bien la viabilidad de esta alternativa viene determinada por el tamaño y frecuencia de las emisiones (en relación con los costes asociados a este proceso), la captación de recursos en el mercado de deuda pública permite un mayor grado de autonomía a las administraciones en sus decisiones de financiación. Además, esta alternativa podría facilitar el acceso a una financiación con menor coste a aquellos gobiernos regionales que ofrezcan una señal de disciplina presupuestaria.

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> En particular, la LOEPSF incorpora límites al déficit público, una regla de control del gasto y objetivos explícitos sobre el nivel de deuda pública. Asimismo, la LOEPSF cuenta con mecanismos detallados de control y seguimiento de las finanzas subcentrales por parte de la Administración central, así como con mecanismos preventivos y correctivos de eventuales desequilibrios tanto desde el punto de vista preventivo como desde el correctivo. Para más detalles, véase Hernández de Cos y Pérez (2013).

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> La LOEPSF establece un límite de deuda para las comunidades autónomas del 13% del PIB.

Este mecanismo podría implementarse mediante la utilización del marco actual de financiación regional (FLA) o mediante la emisión conjunta de valores de deuda de la Administración regional y central (Delgado-Téllez, González y Pérez, 2016).

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Véase Delpla y von Weizsäcker (2010) para una propuesta de introducción de *seniority* en el mercado de deuda pública, encaminada a fomentar la distinción explícita de distintos niveles de riesgo en los valores de deuda según el nivel de endeudamiento del emisor. En su propuesta original, referida a la financiación de los estados de la eurozona, los autores dividen la emisión de deuda en dos tipos de valores. En primer lugar, "bonos azules", emitidos de forma mancomunada entre Estados miembros que avalarían su deuda soberana hasta un 60% del PIB. Por encima de ese umbral, los Estados se financiarían mediante "bonos rojos" (con carácter exclusivamente nacional), que incluyen condiciones menos favorables en caso de procesos de reestructuración de deuda. Brunnermeier *et al.* (2011) ofrecen una forma alternativa de crear distintos tramos de deuda basada en la titulación de bonos.

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> Otras formas de introducir distintos grados de subordinación se basan en la emisión de bonos ligados al PIB. Véase Benford, Ostry y Shiller (2018) para una discusión detallada.

Es importante destacar que las condiciones del acceso de las comunidades autónomas al mercado de capitales dependen del cumplimiento estricto de dos elementos presentes en la actual

Una alternativa se basa en la división de la deuda en distintos tramos que difieran en la asignación de responsabilidad de pago. Por debajo de cierto umbral, la emisión se podría realizar a través de la Administración central, con una mutualización total de riesgos. Y por encima del umbral, se ejecutaría mediante deuda subordinada en el mercado de capitales.

legislación (LOEPSF). Por un lado, dado que los mercados no funcionan siempre de manera eficiente y, en determinadas situaciones, su papel como elemento disuasorio de políticas fiscales inadecuadas puede ser reducido, es necesario garantizar el cumplimiento de las reglas presupuestarias que impidan la acumulación de desequilibrios fiscales continuados por parte de las administraciones regionales. Por otro lado, la existencia de una cláusula creíble de no rescate por parte del Gobierno central resulta necesaria para promover el potencial efecto de disciplina fiscal inducido por los mercados. El cumplimiento estricto de esta cláusula requiere que existan procedimientos adicionales que permitan anclar las expectativas de los agentes económicos sobre su cumplimiento. Por ejemplo, la inclusión de mecanismos automáticos de reestructuración de la deuda como condición necesaria para el acceso a fondos de ayuda de la Administración central, aumentaría la credibilidad de la cláusula de no rescate y favorecería el efecto disciplinante del mercado de capitales, introduciendo, en particular, procesos de discriminación entre las primas de riesgo de la deuda de las distintas administraciones.

La participación en el mercado de capitales (presente en las alternativas segunda y tercera planteadas anteriormente) conlleva riesgos asociados a las fluctuaciones en los costes de financiación. En particular, bajo ciertas circunstancias, los mercados pueden cambiar repentinamente la forma en que se valora la capacidad de pago de los compromisos asumidos por los emisores de valores. La exposición a este riesgo es mayor para las entidades con un alto nivel de deuda, a pesar de la eventual solidez de los aspectos fundamentales de la economía. Por esto algunos economistas han alertado sobre los riesgos que supone basar este tipo de sistema en la imposición de la "disciplina de mercado" en economías altamente endeudadas (véase Tabellini, 2018).

En el supuesto de operaciones ad hoc de redención de parte de la deuda, sería necesario reforzar el mecanismo con elementos vinculantes que eliminen la presencia de riesgo moral e inconsistencia temporal, como la inclusión de cláusulas de salvaguarda que permitan revertir las operaciones de redención, para inducir así un comportamiento de disciplina fiscal.

Una potencial solución a este problema es el cumplimiento del marco de reglas fiscales existentes, que permita generar un superávit primario compatible con una senda de reducción de la deuda a través de un plan de estabilización a medio plazo. Sin embargo, este proceso podría alargarse durante décadas hasta lograr una disminución de la ratio de deuda sobre el PIB que minimice el problema señalado anteriormente e implica una renuncia a la política fiscal regional como herramienta de estabilización contracíclica.

De manera alternativa, han surgido propuestas basadas en operaciones *ad hoc* encaminadas a la reducción del nivel de deuda de una economía<sup>10</sup>. Estas propuestas tienden a articularse en torno a dos elementos comunes: por un lado la creación de un fondo de redención (por ejemplo, una agen-

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> Véase Pâris y Wyplosz (2014) y Cioffi *et al.* (2019). La naturaleza de la operación de redención se basa en el argumento de que el gran aumento de la deuda experimentado en la última década obedece a aspectos exclusivamente relacionados con la crisis económica, es decir, una percepción de la deuda como *legado* de condiciones económicas previas.

66

cia interregional) que permita comprar y retirar del mercado la parte de la deuda de una Administración que se sitúa por encima de un umbral aceptable (por ejemplo el exceso de deuda por encima del 13%), mientras se financia con la emisión de sus propios activos. Por otro lado, los participantes en este mecanismo comprometen un flujo de recursos futuros que permita el funcionamiento del fondo de redención<sup>11</sup>.

La viabilidad de este proceso reside en la credibilidad que generen los participantes sobre el cumplimiento de las reglas fijadas. Las administraciones involucradas en la operación de redención de la deuda pueden tener incentivos para comportarse de forma indisciplinada, por ejemplo mediante la emisión de deuda por encima de un umbral determinado. Esta posibilidad puede inducir a los compradores de la deuda emitida por el fondo de redención a exigir una mayor prima de riesgo, dado que anticipan dificultades en la viabilidad de la operación, y futuras intervenciones de la Administración central. Por esta razón, resulta necesario reforzar el mecanismo con elementos vinculantes que permitan eliminar la presencia de riesgo moral e inconsistencia temporal, como pueden ser la inclusión de cláusulas de salvaguarda que faculten la reversión de las operaciones de redención de deuda o la implementación de un mecanismo automático de reestructuración que induzca un comportamiento de disciplina fiscal entre los participantes.

#### **Conclusiones**

El sistema actual de cobertura de las necesidades de financiación vía deuda de las administraciones autonómicas se diseñó como un mecanismo transitorio, vinculado a condiciones particulares del momento de su creación que ya no se observan en la actualidad. En este sentido, el debate europeo sobre la reforma fiscal y financiera de la eurozona ofrece elementos que pueden ayudar a enriquecer el debate sobre el diseño de un nuevo marco, permanente. El entorno macroeconómico actual, caracterizado por los bajos tipos de interés y un escenario de expansión económica, aunque con riesgos, representa una oportunidad para llevar a cabo esta reforma<sup>12</sup>.

### Referencias

Benford, J., Ostry, J. D. y Shiller, R. (2018). Sovereign GDP-Linked Bonds: Rationale and Design. CEPR Press.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A., BRUNNERMEIER, M., ENDERLEIN, H., FARHI, E., FRATZSCHER, M., FUEST, C., GOURINCHAS, P., MARTIN, P., PISANI, F., REY, H., SCHNABEL, I., VÉRON, N., WEDER DI MAURO, B. y ZETTELMEYER, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform". CEPR Policy Insight No. 91.

Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S. y Vayanos, D. (2011). *European Safe Bonds*. The Euronomics Group.

Cantalapiedra, C. y Jiménez, S. (2017). Financiación del endeudamiento autonómico: entre el FLA y los mercados. *Cuadernos de Información Económica*, 256, pp. 59-69.

CIOFFI, M., ROMANELLI, M., RIZZA, P. y TOMMASINO, P. (2019). Outline of a redistribution-free debt redemption fund for the euro area. *Occasional Papers*, 479, Bank of Italy.

Corsetti, G., Feld, L. P., Lane, P., Reichlin, L., Rey, H., Vayanos, D. y Weder di Mauro, D. (2016). *A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, Monitoring the Eurozone 2.* London: CEPR Press.

Existen diferentes propuestas que varían en tamaño y horizonte de implementación de la operación de redención, los recursos que dedican para su financiación (IVA, impuesto sobre el patrimonio, recursos de señoreaje) o los mecanismos que se utilizan para inducir credibilidad en la operación. Para más detalles, véase Corsetti *et al.* (2016), así como las referencias contenidas.

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Cantalapiedra y Jiménez (2017) alertan del posible riesgo que supone la permanencia en el tiempo del FFCCAA, en la medida en que comunidades que se financien exclusivamente a través de este mecanismo pueden encontrarse con importantes costes en la vuelta a los mercados de capitales.

- Delgado-Téllez, M., González, C. I. y Pérez, J. J. (2016). El acceso a la financiación de los mercados por parte de la administración regional: experiencia internacional y desarrollos recientes. *Boletín Económico*, febrero. Banco de España, pp. 21-32.
- Delgado-Téllez, M., Hernández de Cos, P., Hurtado, S. y Pérez, J. J. (2015). Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España. *Documento Ocasional, Nº1501*. Banco de España.
- Delpla, J. y von Weizsäcker, J. (2010). The blue bond proposal. *Bruegel Policy Brief 2010/03*, mayo.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., LÓPEZ RODRÍGUEZ, D. y PÉREZ, J. J. (2018). Los retos del desapalancamiento público. *Documento Ocasional, Nº 1803.* Banco de España.

- HERNÁNDEZ DE COS, P. y PÉREZ, J. J. (2013). La nueva ley de estabilidad presupuestaria. *Boletín Económico*, abril. Banco de España, pp. 65-78.
- JIMÉNEZ, S. y LÓPEZ, C. (2017). La reducción del coste de la deuda de las comunidades autónomas. *Cuadernos de Información Económica*, 261, pp. 23-30.
- PARIS, P., y Wyplosz, C. (2014). PADRE: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. Geneva Special Report on the World Economy, 3, ICMB and CEPR.
- TABELLINI, G. (2018). Risk sharing and market discipline: Finding the right mix. Voxeu.org

# BCE: posibles modificaciones en la facilidad de depósito e impactos potenciales

Fernando Rojas, Federica Troiano y Rui da Mota Guedes\*

En las últimas semanas se ha acentuado el debate sobre los efectos distorsionadores que puede estar ejerciendo el nivel negativo de la tasa de la facilidad de depósito de Banco Central Europeo (BCE) en su actual configuración, ya que penaliza a la totalidad del exceso de reservas mantenido por las entidades bancarias en la eurozona, afectando a la actividad de intermediación y a la propia estabilidad financiera. Por estas razones, se ha reactivado la posibilidad de sustituir el actual sistema por otro organizado en tramos, que pudiera reducir algunos de los efectos adversos señalados. En este artículo se analiza la tasa de la facilidad depósito, se cuantifica el impacto directo del tipo negativo sobre los márgenes del sector bancario, y se realiza una evaluación del impacto indirecto sobre el conjunto de la curva monetaria (eonia y, sobre todo, euríbor), que sirve como referencia para las operaciones de crédito y depósito de la clientela.

# Impacto directo de la facilidad de depósito negativa

El Banco Central Europeo (BCE) ha reiterado en numerosas ocasiones (veáse, por ejemplo, Altavilla et al., 2019) que los tipos de interés negativos son una potente herramienta de política monetaria, ya que suponen un refuerzo a la orientación futura (la denominada forward guidance) sobre los tipos de interés, aceleran el rebalanceo de carteras asociado al programa de compras de activos (Asset Purchase Program, o APP) y apoyan

la efectividad de las operaciones de inyección de liquidez a largo plazo o TLTRO. Con la introducción de tipos de referencia negativos hemos visto una bajada generalizada de los tipos de interés de mercado (como el euríbor), lo que beneficia al sector no financiero de la economía (empresas, familias, gobiernos) ya que reduce el coste de capital de la economía y sirve de incentivo al consumo y la inversión.

Sin embargo, la autoridad monetaria ha declarado también que existe un reverso nocivo del uso

<sup>\*</sup> Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

de los tipos negativos, pues su permanencia por un período de tiempo muy largo podría derivar en efectos adversos acumulados sobre la actividad de intermediación (eminentemente afecta a las entidades bancarias) y la estabilidad financiera (véase Guindos, 2019).

El hundimiento de las expectativas de evolución futura de los tipos de intervención del BCE, producto de la fuerte desaceleración del ciclo experimentada desde el verano de 2018 y de la consolidación de unas expectativas de inflación sistemáticamente por debajo del objetivo del BCE, ha sido el detonante de un creciente debate acerca de la idoneidad de seguir en esta dirección, con tipos negativos que gravan a la banca europea como si fuesen un impuesto¹.

Frente al actual sistema, que trata a todas las reservas por igual, un sistema de tramos (conocido como *tiering system*) en la facilidad de depósito (FD), como en Japón, Dinamarca, Suecia o

Suiza, implicaría que, hasta un montante determinado de liquidez depositada en el banco central (por ejemplo, un múltiplo de las reservas obligatorias) el coste fuera cero y que, por encima de determinados volúmenes (o siguiendo el ejemplo anterior, múltiplos de las reservas obligatorias), se seguiría aplicando un tipo negativo.

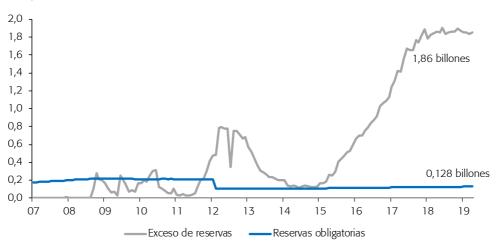
El sistema bancario de la eurozona mantiene, en abril de 2019, un exceso de reservas en el BCE de 1,86 billones de euros, lo que supone actualmente un coste de más de 7.500 millones de euros anuales al nivel actual de la facilidad de depósito (-0,40%).

Esto permitiría que los bancos redujeran, en gran medida, el coste de depositar la liquidez en el BCE, mejorando en parte su rentabilidad por esta vía, que sigue muy deprimida como analizaremos más adelante.

Gráfico 1

### Reservas obligatorias y exceso de reservas\* en el BCE

(Billones de euros)



*Nota:* \* Exceso de reservas en la cuenta corriente más facilidad de depósito. *Fuente:* Macrobond y Afi.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> La discusión se ha intensificado tras declaraciones de Mario Draghi de que el BCE estaría estudiando posibles medidas para mitigar los efectos adversos que el tipo de interés negativo tiene en la rentabilidad de los bancos, ya que estos se podrían ver afectados en su capacidad crediticia o niveles de capital (ver: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb. sp190327~2b454e4326.en.html).

Cuadro 1

Reservas obligatorias y exceso de reservas\* en el BCE (abril, 2019)

(Millones de euros)

	Eurozona	España	Alemania	Francia	Italia
Reservas	1.998.629	120.006	687.497	483.798	93.351
Exceso	1.870.188	109.470	641.326	460.927	85.941
Penalización (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Coste	7.481	438	2.565	1.844	344
% sobre margen de intermediación*	2,43	0,64	3,63	2,72	1,18
% sobre beneficio antes de impuestos*	6,95	1,91	16,41	5,88	3,30

Nota: \* Datos disponibles a diciembre de 2018.

Fuente: Banco Central Europeo y Afi.

A efectos de cuantificar el impacto de la actual política de remuneración/penalización de las reservas, cabe resaltar que el conjunto del sistema en la eurozona mantiene en abril de 2019 un exceso de reservas de 1,86 billones de euros (suma del exceso de reservas en la cuenta corriente más la facilidad de depósito) (gráfico 1), lo que supone actualmente un coste para la banca europea de más de 7.500 millones de euros anuales, al nivel actual de la FD (-0,40%).

Ese impacto varía sustancialmente entre los sistemas bancarios de los diferentes países, como ilustra el cuadro 1. Como se puede observar, los excesos de reservas sobre las obligatorias oscilan entre los 86.000 millones de euros de Italia y más de 641.000 millones de euros de la banca alemana.

En el caso de la banca española, el actual nivel de exceso de reservas (casi 110.000 millones de euros) estaría generando un coste explícito de unos 440 millones de euros, lo que supone un menor impacto relativo que en la media de la eurozona, tanto en términos relativos al margen de intereses (0,64% frente la 2,43%) como a beneficios antes de impuestos (1,91% frente al 6,95%).

Haciendo una estimación, nos planteamos dos escenarios de remuneración de las reservas de los bancos por parte del BCE: reservas obligatorias al tipo medio de las Operaciones Principales de Financiación OPF (como ahora), entre el 70% y 95% del exceso de reservas al 0% (o al tipo de las OPF, que en este entorno

En el caso de la banca española, el actual nivel de exceso de reservas estaría generando un coste explícito de unos 440 millones de euros, lo que supone un menor impacto relativo que en la media de la eurozona, tanto en términos relativos al margen de intereses (0,64% frente al 2,43%), como a beneficios antes de impuestos (1,91% frente al 6,95%).

es lo mismo) y el resto a la FD. El cuadro 2 recoge los cálculos de cómo cambiaría el coste para los bancos y, como resultado, se observa que dejarían de pagar 7.480 millones millones de euros anuales al BCE para pagar entre 2.240 millones y solo 370 millones de euros, según los dos diferentes escenarios (respectivamente, 70% y 95%).

Cuadro 2

Escenarios de remuneración de reservas y resultado para el sector bancario
(Miles de millones de euros)

	Escenari	o actual		
	OPF		0%	
	FD		-0,40%	
	Reservas obligatorias		Exceso de reservas	
	Total	Total	Exento	No exento
	128,4	1.870,2	0,0	1.870,2
Resultado	0		0	-7,48
	Escenario .	Afi (95%)		
	OPF		0%	
	FD		-0,40%	
	Reservas obligatorias		Exceso de reservas	
	Total	Total	Exento	No exento
	128,4	1.870,2	1.776,7	93,5
Resultado	0		0	-0,37
	Escenario .	Afi (70%)		
	OPF		0%	
	FD		-0,40%	
	Reservas obligatorias		Exceso de reservas	
	Total	Total	Exento	No exento
	128,4	1.870,2	1.309,1	561,1
Resultado	0		0	-2,24

Fuente: Banco Central Europeo y Afi.

Notamos que, aunque el escenario de remunerar 95% del exceso de reservas al 0% parezca extremo, esto es lo que actualmente hace el Banco de Japón<sup>2</sup>.

# Impacto indirecto de la facilidad de depósito negativa

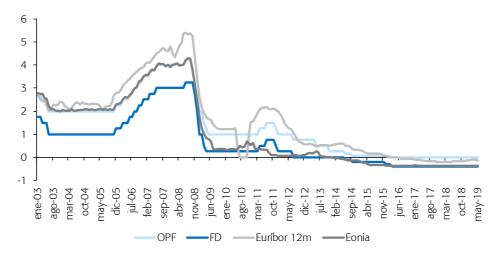
El impacto directo, en todo caso, es solo una parte del problema que representa el tipo negativo de la facilidad de depósito sobre los bancos. Existe otro impacto, potencialmente mucho mayor, y es el derivado del anclaje que dicho tipo negativo ejerce sobre la curva monetaria, que sirve como referencia para las operaciones de crédito y depósito con la clientela.

Las modificaciones del tipo de la facilidad de depósito arrastran a toda la curva monetaria, impactando directamente en el stock de crédito y en la nueva concesión de la banca, así como en los costes financieros.

En el gráfico 2 se expone la evolución de los principales tipos de referencia en la eurozona tomando los datos desde cinco años atrás, concre-

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> El valor actual del exceso de reservas sujeto a un tipo de interés negativo en Japón es de un 5,3%: https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/cabs/index.htm/

Gráfico 2 Principales tipos de referencia



Fuente: Bloomberg, Afi.

tamente desde junio de 2014, cuando se rebasó por primera vez la barrera de los tipos negativos.

Analizando la evolución de los tipos, se pueden extraer algunas conclusiones. En primer lugar, el eonia se ha movido 30 puntos, pasando de aproximadamente 0,05% a mediados de 2014 a estar cerca de la facilidad de depósito (FD). De hecho, se ha producido un proceso de convergencia del eonia a la FD. Esto ha ocurrido porque el exceso de liquidez hace que los bancos no tengan necesidad de captar liquidez de otros bancos y, por lo tanto, exigen el mismo tipo de depósito (o muy cerca) que el que tiene el BCE fijado para hacerlo. Así, los tipos del BCE son efectivamente el tipo marginal y, en un entorno de exceso de liquidez, consideramos que el eonia siempre estará pegado al tipo de depósito (la FD).

Esto tiene un impacto ante medidas que adopte el BCE de bajada o subida de la FD, ya que arrastrará a toda la curva monetaria hacia la dirección que tome, impactando directamente en el *stock* de crédito y en la nueva concesión de la banca, así como en los costes financieros.

Desde dicho nivel, el euríbor para los diferentes plazos no es más que la capitalización del eonia esperado por el mercado. Esa es la razón por la cual el euríbor a 12 meses, la principal referencia para los préstamos, se ha reducido en más de 70 puntos básicos, pasando de un 0,60% en 2014 a un -0,10% a cierre de 2018.

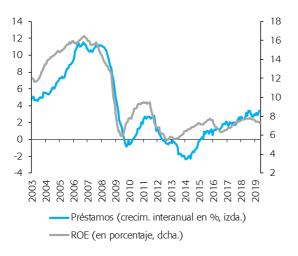
El impacto indirecto se manifiesta en todos los sectores en la evolución que han representado los tipos de crédito y depósito (negocio minorista), con una caída sustancial en ambos términos, impactando de manera directa en la generación de ingresos de la banca europea.

# El impacto en la cotización de la banca

La rentabilidad de la banca está íntimamente ligada a cómo evolucionen los tipos de interés, como no puede ser de otra manera. Mientras estos no tengan una senda clara de crecimiento, esta rentabilidad será exigua, por lo que las decisiones de política monetaria impactan de manera directa sobre la rentabilidad bancaria.

Gráfico 3

# Eurozona. Préstamos al sector privado y ROE del sector bancario

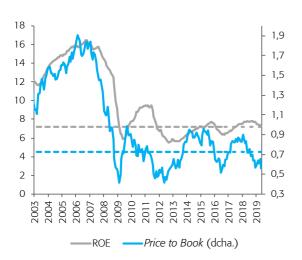


Fuentes: BCE, Factset, Afi.

Las tasas de rentabilidad sobre activos (ROE) que los bancos presentaban antes de la crisis (de doble dígito y cercanas al 20%), será improbable que se presenten en el futuro, así como los niveles de capital regulatorio van a continuar estando recurrentemente por encima de los precrisis,

Gráfico 5

# ROE y *Price to Book* esperados a doce meses del sector bancario y mediana de los últimos diez años

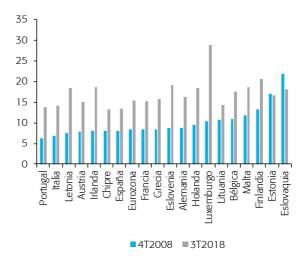


Fuente: Factset, Afi.

Gráfico 4

### Capital TIER 1 por países

(En porcentaje)



Fuente: BCE, Afi.

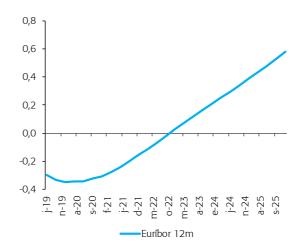
como consecuencia de la ingente regulación en términos de solvencia que se ha aprobado (véanse los gráficos 3 y 4).

Como reflejo de esta menor rentabilidad de la banca, a día de hoy el sector cotiza a una ratio P/B

Gráfico 6

#### Curva euríbor a doce meses

(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg, Afi.

(valor de mercado sobre valor en libros) de 0,56x frente a la media de los últimos diez años de 0,73x, y la rentabilidad esperada (ROE) es de un 7,3% (gráfico 5). Con las perspectivas de rentabilidad a día de hoy, vemos poco recorrido a la cotización de la banca en el medio plazo, principalmente con las expectativas de tipos de interés anormalmente bajos por un largo periodo de tiempo (gráfico 6).

En febrero de 2018, cuando las expectativas de tipos estuvieron más altas, el sector bancario cotizaba a 0,87 x P/B, mientras que, en junio de 2016, con expectativas muy deprimidas, lo hacía a 0,57 x P/B.

Cabe reseñar que, en febrero de 2018, cuando las expectativas de tipos estuvieron más altas, el sector cotizaba a 0,87x P/B, mientras que, en junio de 2016, con expectativas de tipos muy deprimidas el sector cotizaba a 0,57x P/B. Con las expectativas actuales, que anticipan un euríbor a 12 meses en terreno negativo durante un periodo superior a tres años, será muy difícil que las ratios de valoración mejoren de forma significativa. Para ello sería necesario vislumbrar un cambio duradero en las expectativas de tipos a medio plazo, lo que parece poco probable en el actual entorno macroeconómico y geoestratégico.

#### **Conclusiones**

Las políticas llevadas a cabo por el Banco Central Europeo han favorecido una mejora sustancial de las condiciones de financiación del sector empresarial y de las familias en los últimos cinco años. Por el contrario, han tenido un impacto negativo directo en la generación de márgenes de los bancos, repercutiendo directamente en su modelo de negocio.

Hasta ahora, la banca española ha sabido responder bien a esos menores ingresos, con una buena gestión de los costes financieros. Sin embargo, el mantenimiento prolongado de estos tipos en 0% o en negativo irá deteriorando los ingresos financieros, a la vez que tiene lugar una menor capacidad de reducción de los costes. Esta tendencia de mantener los tipos en 0, o en negativo, hace prever una "japonización" de la economía europea (la economía japonesa lleva 20 años en tipos 0), en la que el crecimiento económico será bajo y la concesión de crédito reducida, contexto en donde la banca tendrá que adaptar su modelo de negocio para intentar generar márgenes.

El sector bancario ha experimentado un cambio estructural: los bajos rendimientos actuales no son cíclicos, y aunque puedan mejorar en un entorno de subidas de tipos de interés (en el medio/largo plazo), no es de esperar un retorno a los niveles previos a la crisis. Es en este contexto de reducidos tipos de interés donde la valoración bursátil se resiente de forma acuciante. Tanto en cuanto perdure esta expectativa de tipos bajos de forma prolongada, la valoración bursátil de los bancos se mantendrá por debajo de 1 en relación al P/B, ya que su rentabilidad (ROE) proseguirá deprimida, por debajo de su coste de capital. Estamos, por tanto, en un *new normal* para el sector.

### Referencias

ALTAVILLA, C., BURLON, L., GIANNETTI, M. y HOLTON, S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *Working Paper 2289/junio 2019*. Banco Central Europeo.

Guindos, L. de (2019). *Challenges for bank profitability*. 1 de mayo de 2019. Disponible en: https://www.bis.org/review/r190502a.pdf

# 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			Fo	ormación Br	ruta de Capital Fi	jo	Exportaciones	Importaciones	Demanda	Saldo
			privado	público			Constru	cción				nacional	exterio
					Total	Total	Vivienda	Otras	Bienes de			(a)	(a)
					Total	10141	vivienda		equipo y otros productos				
					Volum	en enca	denado, t	asas de crecim	iento interanua	ales			
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	1,9	1,7	4,8	5,6	8,0	3,1	4,0	2,0	2,8	2,4	-0,2
2020		2,0	1,7	0,9	3,9	4,0	5,4	2,3	3,9	2,4	2,7	2,1	-0,1
2021		1,8	1,4	0,8	3,1	3,0	4,2	1,5	3,1	2,9	2,6	1,7	0,1
2018	1	2,9	3,0	2,2	3,9	5,8	9,8	1,9	2,1	3,8	4,8	3,1	-0,2
-	ı. 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	1	2,4	1,5	2,0	4,7	4,3	3,4	5,1	5,1	0,0	-0,5	2,2	0,2
	II	2,3	2,0	2,0	3,4	4,9	6,8	2,8	1,9	1,1	1,0	2,3	0,0
	III	2,2	2,0	1,4	5,1	7,0	10,2	3,5	3,1	3,3	4,4	2,5	-0,3
	IV	2,1	2,1	1,4	6,2	6,3	11,5	1,0	6,1	3,7	6,2	2,8	-0,7
2020	ı	1,9	2,1	1,2	5,2	5,9	8,4	3,2	4,5	4,3	6,5	2,6	-0,6
-020	II	1,9	1,8	1,0	4,3	4,5	6,7	2,1	4,1	2,3	3,3	2,2	-0,3
		2,0	1,6	0,8	3,2	2,7	3,3	2,0	3,7	1,7	1,3	1,8	0,2
	IV	2,0	1,4	0,7	3,0	2,8	3,5	2,0	3,2	1,2	0,1	1,6	0,4
		2,0	','						tertrimestrales		0,1	1,0	0,1
2018	1	2,5	3,5	2,6	4,9	9,1	12,6	5,3	0,7	4,0	7,4	3,4	-0,9
	П	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	1	2,7	1,5	1,7	5,9	0,9	7,8	-5,9	11,4	0,0	-1,3	2,2	0,5
2013	ı II	2,1	2,4	1,6	8,1	11,3	15,4	7,0	4,9	4,9	9,5	3,4	-1,3
	 III	1,9	2,4	0,9	7,4	10,7	19,3	2,0	4,1	5,3	10,0	3,2	-1,3
	IV	1,6	2,2	1,2	3,4	2,7	4,1	1,2	4,1	4,9	7,0	2,2	-0,6
2020	ıv	2,2	1,4	1,1	2,0	-0,6	-3,6	2,8	4,9	2,0	0,0	1,4	0,7
2020	11	2,0	1,3	0,6	4,5	5,5	8,2	2,4	3,4	-2,8	-3,2	1,9	0,1
	 III	2,1	1,6	0,4	2,9	3,4	4,9	1,6	2,4	2,8	1,6	1,6	0,5
	IV	1,7	1,0	0,4	2,6	3,4	4,9	1,0	2,0	2,8	2,0	1,4	0,3
	IV	Precios	1,2	0,0	2,0	5,2	٦,٥	1,2	2,0	2,0	2,0	1,7	0,5
		corrientes mm. euros)					Porce	ntaje del PIB a	precios corrie	ntes			
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		1.248	57,4	18,4	21,9	11,3	6,1	5,2	10,6	34,0	32,5	98,4	1,6
2020		1.286	57,4	18,2	22,3	11,5	6,4	5,1	10,8	34,2	32,8	98,6	1,4
2021		1.323	57,1	18,0	22,6	11,6	6,6	5,0	11,0	34,5	33,1	98,5	1,5

<sup>\*</sup> Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

<sup>(</sup>a) Contribución al crecimiento del PIB.

- Saldo exterior

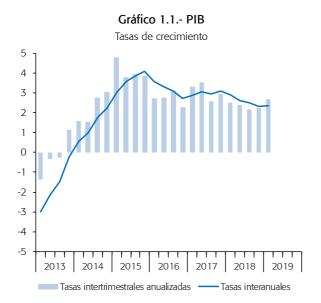


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB Puntos porcentuales 5 4 3 2 1 0 -1 -2 -3 -4 -5 -6 -7 2014 2015 2016 2017 2018

Gráfico 1.3.- Consumo final

Tasas de crecimiento interanuales

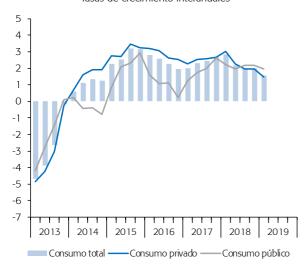
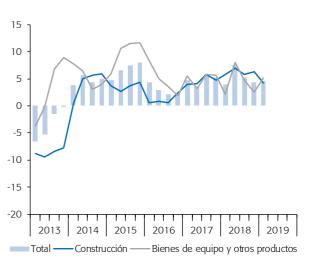


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo

Demanda nacional

Tasas de crecimiento interanuales



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

					Valor añadio	do bruto a precios bás	icos			Impuestos netos
		Total	Sector primario	Ir	ndustria	Construcción		Servicios		sobre los producto
				Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios	
				Volur	nen encadenado	o, tasas de crecir	niento inte	ranuales		
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
	Ш	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	1	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	1	2,7	0,0	0,1	1,2	6,6	3,1	2,7	3,2	-0,5
		,	,					rales anualizadas	-,	,
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
	Ш	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	3,3	-7,8	4,7	5,9	6,3	3,1	2,3	3,4	-2,7
		Precios								
		orrientes nm. euros)			Po	orcentaje del VA	B a precios	corrientes		
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

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

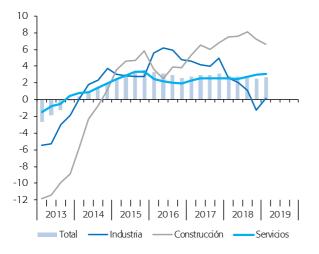


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

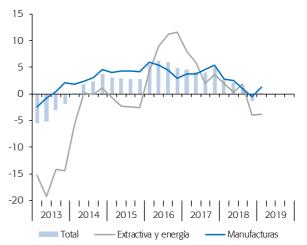


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

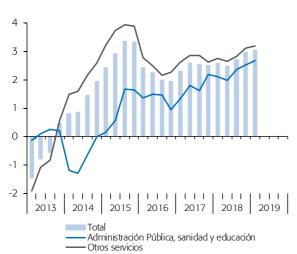
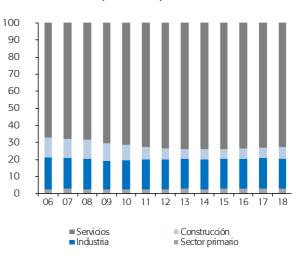


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

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

Previsiones en azul

				Total econ	omía					Manuf	acturas		
		PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remune- ración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)
		1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12
				Índ	ices, 2010 =	= 100. corre	gidos de	estacionali	idad y caler	ndario			
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		110,6	103,7	106,7	105,4	98,8	94,7		-				
2020		112,8	105,4	107,0	106,9	99,9	94,7						
2021		114,8	107,0	107,3	108,4	101,0	94,7		_				
2017	П	105,2	98,7	106,6	102,2	95,9	93,8	108,8	93,1	116,9	107,2	91,7	88,1
	Ш	105,8	99,3	106,5	102,3	96,1	93,8	110,0	93,9	117,2	107,3	91,5	87,6
	IV	106,6	99,8	106,8	102,6	96,1	93,2	111,3	94,7	117,6	107,6	91,5	87,4
2018	I	107,3	100,4	106,9	102,8	96,2	93,7	111,0	95,0	116,8	107,5	92,0	88,2
	Ш	107,9	101,1	106,7	103,0	96,5	93,4	111,5	94,9	117,6	107,8	91,7	87,4
	Ш	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	109,8	103,2	106,4	104,5	98,2	94,8	112,3	94,9	118,3	108,3	91,5	88,5
						Tasas de cr	ecimiento	o interanua	les				
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	2,2	0,0	2,1	2,1	1,1			-			
2020		2,0	1,7	0,3	1,4	1,1	0,0			-			
2021		1,8	1,5	0,3	1,4	1,1	0,0			-			
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
	Ш	2,9	2,9	0,0	0,4	0,4	-0,8	4,6	3,7	0,8	0,6	-0,2	-2,4
	IV	3,1	2,9	0,2	0,5	0,3	-1,5	5,4	3,6	1,7	1,0	-0,7	-2,5
2018	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
	Ш	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	- 1	2,4	2,8	-0,4	1,6	2,1	1,2	1,2	-0,1	1,3	0,8	-0,5	0,3

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

Gráfico 3.1.- CLU nominales, total economía

Índices, 2000=100

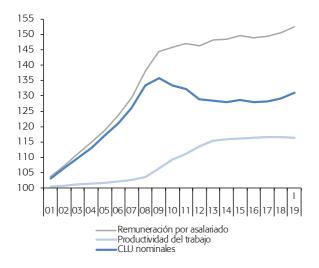
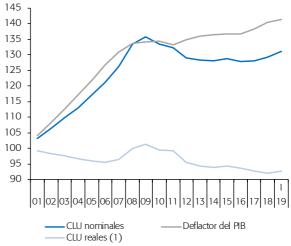


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía

Índices, 2000=100



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

Gráfico 3.3.- CLU nominales, manufacturas

Índices, 2000=100

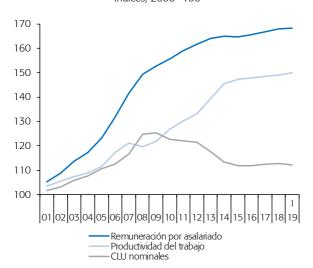
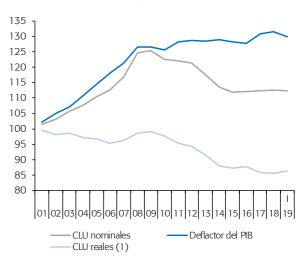


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas

Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

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

Previsiones en azul

		PIB	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consu- mo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remunera- ción de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o nece- sidad (-) de financiación de la nación
			MI	M euros, su	ma 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		1.248,2	595,9	520,0	1.235,7	946,2	289,5	282,3	47,7	41,7	23,2	22,6	0,6	0,9
2020		1.286,5	615,7	533,4	1.274,9	972,2	302,7	295,7	47,9	41,5	23,5	23,0	0,5	0,8
2021		1.321,8	634,9	545,3	1.309,7	995,9	313,9	308,3	48,0	41,3	23,7	23,3	0,4	0,7
2017	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
I	Ш	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
ľ	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
	Ш	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
I	Ш	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
I	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
2019	1	1.218,0	576,7	512,8	1.203,1	926,5	276,6	269,0	47,3	42,1	22,7	22,1	0,6	1,2
			Та	sas de crec	imiento inte	eranuales			Dife	rencia en pu	ntos porcent	uales sob	re el año ar	nterior
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		3,3	4,6	1,6	3,3	2,9	4,8	6,6	0,6	-0,7	0,3	0,7	-0,3	-0,6
2020		3,1	3,3	2,6	3,2	2,7	4,6	4,7	0,2	-0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,1
2021		2,8	3,1	2,2	2,7	2,4	3,7	4,2	0,1	-0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,1
	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
	1	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
2019	I	3,4	4,4	1,7	3,3	3,6	2,4	8,1	0,5	-0,7	-0,2	1,0	-1,2	-0,9

<sup>(</sup>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

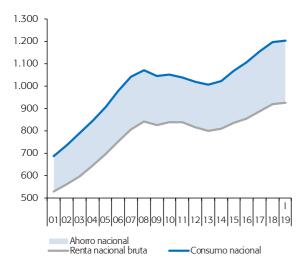


Gráfico 4.2.- Renta nacional, consumo y tasa de ahorro

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

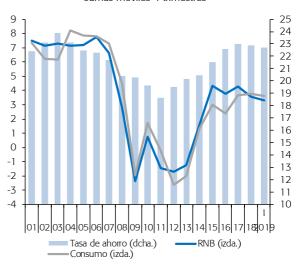


Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

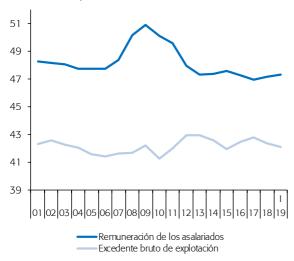


Gráfico 4.4.- Ahorro, inversión y saldo por cuenta corriente

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres 33 4,0 2,5 31 1,0 29 -0,5 27 -2,0 25 -3,5 23 -5,0 21 -6,5 19 -8,0 17 -9.5 15 -11,0 Balanza por cuenta corriente (dcha.) Tasa de inversión (izda.) -Tasa de ahorro (izda.)

Cuadro 5

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

				Hogares						Sociedades	no financier	as	
	Renta dispo- nible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financia- ción	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financia- ción
	MM e	uros, suma	móvil 4 trin	nestres	Porc	entaje del	PIB		uros, suma 4 trimestres		Po	rcentaje de	i 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	212,3	189,1	17,6	15,7	2,5
2019	755,7	716,9	37,7	54,7	5,0	4,4	-1,5	290,4	220,2	199,8	17,6	16,0	2,0
2020	779,1	738,0	40,0	59,1	5,1	4,6	-1,6	299,4	224,9	208,5	17,5	16,2	1,7
2021	799,3	757,3	40,9	63,1	5,1	4,8	-1,8	308,0	229,9	216,6	17,4	16,4	1,4
2017 I	I 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
II	1 707,3	663,9	42,2	40,1	6,0	3,5	0,0	272,4	202,9	174,3	17,6	15,1	2,9
1\	/ 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
I	l 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
II	l 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
I\	/ 733,8	697,1	35,6	49,2	4,9	4,1	-1,2	283,6	212,3	189,1	17,6	15,7	2,5
2019	l 739,5	701,8	36,8	51,3	5,0	4,2	-1,3	281,7	211,0	189,7	17,4	15,6	2,3

	•	,	· · · · · ·			•		•					
	Tasas de c	recimiento	interanuale	s	Diferencia	sobre año	anterior		de crecimi Iteranuales		Diferenc	a sobre ai	io 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	0,9	6,7	-0,5	0,5	-0,8
2019	3,0	2,8	5,8	11,2	0,1	0,3	-0,2	2,4	3,7	5,7	0,1	0,4	-0,5
2020	3,1	2,9	6,2	8,0	0,1	0,2	-0,1	3,1	2,1	4,4	-0,2	0,2	-0,4
2021	2,6	2,6	2,1	6,8	0,0	0,2	-0,2	2,9	2,2	3,9	-0,1	0,2	-0,3
2017 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	0,9	6,7	-0,5	0,5	-0,8
2019 I	3,2	3,7	-2,9	19,7	-0,3	0,6	-0,7	0,4	-0,3	5,6	-0,6	0,3	-0,9

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

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

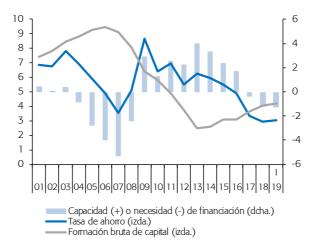
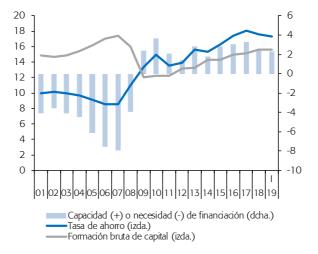


Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



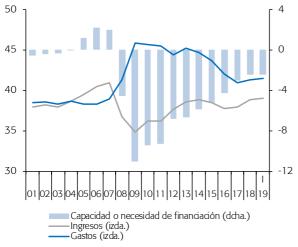
Cuadro 6 Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas (SEC 2010, Base 2010) Previsiones en azul

Previsi	ones e	n azul												
	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la produc- ción y las impor- taciones (recibidos)	Impues- tos sobre la renta y el pa- trimonio (recibi- dos)	Cotiza- ciones sociales (recibi- das)	Remune- ración de asalaria- dos	Intereses y otras rentas del capital netas (pa- gadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvencio- nes y trans- ferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o ne- cesidad (-) de financia- ción	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3 +4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
					N	/IM euros,	suma m	óvil 4 trimes						
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	162,6	147,5	130,9	162,9	133,4	21,9	193,5	21,8	233,3	229,4	4,0	30,5	-26,9	-26,9
2020	165,8	153,0	136,5	166,0	136,2	21,5	200,9	22,2	240,5	234,3	6,2	32,0	-26,4	-26,4
2021	168,7	157,3	140,6	173,5	138,7	21,1	209,2	22,8	248,2	238,6	9,6	32,5	-23,0	-23,0
2017 I	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
II	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
I۱	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	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
I	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
II	l 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
I۱	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	157,2	142,8	128,5	153,8	128,5	21,3	187,8	21,8	223,0	224,6	-1,5	28,0	-29,6	-29,7
					Porce	entaje del I	PIB, sum	a móvil 4 tr	imestres					
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	13,0	11,8	10,5	13,0	10,7	1,8	15,5	1,7	18,7	18,4	0,3	2,4	-2,2	-2,2
2020	12,9	11,9	10,6	12,9	10,6	1,7	15,6	1,7	18,7	18,2	0,5	2,5	-2,0	-2,0
2021	12,7	11,9	10,6	13,1	10,5	1,6	15,8	1,7	18,8	18,0	0,7	2,5	-1,7	-1,7
2017 I		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
	1 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
1\		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		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
1		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
II		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
1\		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	11,7	10,6	12,6	10,6	1,8	15,4	1,8	18,3	18,5	-0,1	2,3	-2,4	-2,4

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 6.1.- Sector público: ingresos, gastos y déficit (a)

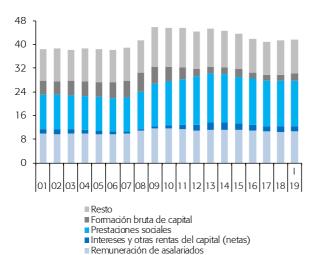
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

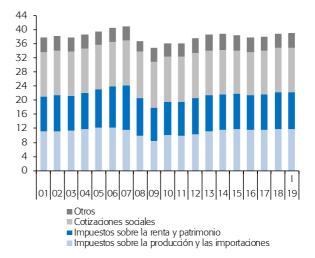
#### Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



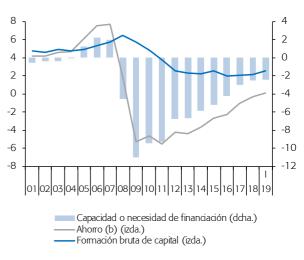
#### Gráfico 6.2.- Sector público: principales ingresos

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



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

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



- (a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.
- (b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 7

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

Previsiones en azul

		Сар	acidad (+) o	necesidad (-) de fin	anciación (a)				Deuda		
	Admón.	. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.
		MM e	euros, suma	a móvil 4 trimest	res			ММ	euros, final de p	eriodo	
2012	-44	4,3	-19,4	3,3	-10,2	-70,6	761,9	189,2	44,0	17,2	891,5
2013	-46	5,4	-16,2	5,7	-11,5	-68,4	850,2	210,5	42,1	17,2	979,0
2014	-36	5,8	-18,5	5,5	-10,8	-60,6	902,5	237,9	38,3	17,2	1.041,6
2015	-29	9,3	-18,7	4,6	-13,0	-56,5	940,4	263,3	35,2	17,2	1.073,9
2016	-2	7,2	-9,6	7,0	-17,7	-47,6	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2
2017	-2	1,5	-4,2	7,1	-16,8	-35,4	1.010,8	288,1	29,1	27,4	1.144,4
2018	-16	5,3	-2,8	6,3	-17,1	-29,9	1.047,3	293,1	25,8	41,2	1.173,1
2019		-				-26,9	-			-	1.198,6
2020						-26,4	=		-	-	1.223,4
2021						-23,0	-		-	-	1.245,2
2017	II -19	9,2	-10,7	7,4	-17,1	-39,7	994,9	285,9	32,4	17,2	1.135,1
	III -1	7,0	-6,9	7,3	-18,1	-34,8	998,8	284,4	30,5	23,2	1.133,4
	IV -2	1,5	-4,2	7,1	-16,8	-35,4	1.010,8	288,1	29,1	27,4	1.144,4
2018	I -2	1,8	-3,2	7,0	-16,4	-34,3	1.028,6	289,7	29,0	27,4	1.161,7
	II -18	3,6	-2,8	6,1	-16,7	-32,0	1.034,7	293,3	29,4	34,9	1.165,8
	III -18	3,3	-2,6	5,8	-16,2	-31,3	1.048,5	292,4	28,0	34,9	1.177,5
	IV -16	5,3	-2,8	6,3	-17,1	-29,9	1.047,3	293,1	25,8	41,2	1.173,1
2019	I -18	3,6	-2,8	5,9	-14,2	-29,7	1.069,8	296,7	26,0	43,1	1.200,3
	F	Porcentajo	e del PIB, s	uma móvil 4 trin	nestres			Po	rcentaje del PIB		
2012	-4	4,3	-1,9	0,3	-1,0	-6,8	73,3	18,2	4,2	1,7	85,7
2013	-4	4,5	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	82,9	20,5	4,1	1,7	95,5
2014	-3	3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,0	22,9	3,7	1,7	100,4
2015	-2	2,7	-1,7	0,4	-1,2	-5,2	87,0	24,4	3,3	1,6	99,3
2016	-2	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		-				-2,2	-		-	-	96,0
2020		-		-	-	-2,0	-	-	-	-	95,1
2021		=		-		-1,7	-	-	-	-	94,1
2017		1,7	-0,9	0,6	-1,5	-3,5	87,2	25,0	2,8	1,5	99,4
		1,5	-0,6	0,6	-1,6	-3,0	86,7	24,7	2,7	2,0	98,4
		1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	86,7	24,7	2,5	2,3	98,1
2018		1,9	-0,3	0,6	-1,4	-2,9	87,4	24,6	2,5	2,3	98,7
		1,6	-0,2	0,5	-1,4	-2,7	87,2	24,7	2,5	2,9	98,2
		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
2019	1 -	1,5	-0,2	0,5	-1,2	-2,4	88,0	24,4	2,1	3,5	98,7

<sup>(</sup>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

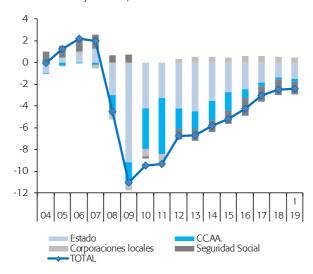
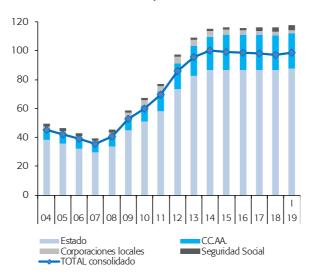


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

### Mercado de trabajo

Previsiones en azul

		Población	Població	ón activa	Ocupados		Desemp	Desempleados		Tasa de	Tasa de desempleo (c)			
		de 16 o más años							dad 16 o más años (a)	ocupación 16 o más años (b)	Total	16-24 años	Españo- les	Extranje- ros
			Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			CVE			
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6	7	8	9	10=7/3	11	12	13
				Millo	nes						Porcenta	je		
2012		38,8	23,4	-	17,6		5,8		60,4	45,4	24,8	52,9	23,0	35,9
2013		38,6	23,2	-	17,1		6,1		60,0	44,4	26,1	55,5	24,4	37,0
2014		38,5	23,0		17,3		5,6		59,6	45,0	24,4	53,2	23,0	34,5
2015		38,5	22,9	-	17,9		5,1		59,5	46,4	22,1	48,3	20,9	30,5
2016		38,5	22,8		18,3		4,5		59,2	47,6	19,6	44,4	18,7	26,6
2017		38,7	22,7		18,8		3,9		58,8	48,7	17,2	38,6	16,3	23,8
2018		38,9	22,8		19,3		3,5		58,6	49,7	15,3	34,4	14,3	21,9
2019		39,3	22,9		19,8		3,1		58,3	50,3	13,7			
2020		39,5	22,9	-	20,1		2,8		58,0	50,8	12,4	-	-	
2021		39,8	23,0	-	20,4		2,6		57,9	51,2	11,5	-	-	-
2017	Ш	38,6	22,7	22,7	18,8	18,7	3,9	4,0	58,8	48,3	17,2	39,5	16,4	23,6
	Ш	38,7	22,8	22,7	19,0	18,8	3,7	3,9	58,8	48,6	16,4	36,0	15,5	22,7
	IV	38,7	22,8	22,8	19,0	18,9	3,8	3,9	58,8	48,8	16,5	37,5	15,6	23,6
2018	- 1	38,8	22,7	22,7	18,9	19,0	3,8	3,8	58,7	49,0	16,7	36,3	15,7	24,3
	Ш	38,8	22,8	22,8	19,3	19,2	3,5	3,6	58,7	49,4	15,3	34,7	14,3	21,9
	Ш	38,9	22,9	22,8	19,5	19,3	3,3	3,5	58,6	49,6	14,6	33,0	13,7	20,6
	IV	39,0	22,9	22,8	19,6	19,5	3,3	3,4	58,6	49,8	14,4	33,5	13,5	20,8
2019	- 1	39,1	22,8	22,9	19,5	19,6	3,4	3,3	58,5	50,1	14,7	35,0	13,8	20,9
			Ta	asas de creo	imiento (d	)			Dif	erencia sobr	e el año a	anterior en	PP	
2012		-0,5	0,0		-4,3		15,9		0,4	-2,3	3,4	6,7	3,5	3,3
2013		-0,5	-1,1		-2,8		4,1		-0,4	-1,1	1,3	2,6	1,5	1,1
2014		-0,3	-1,0		1,2		-7,3		-0,4	0,7	-1,7	-2,3	-1,4	-2,5
2015		0,0	-0,1		3,0		-9,9	-	-0,1	1,4	-2,4	-4,9	-2,1	-4,0
2016		0,1	-0,4		2,7		-11,4		-0,3	1,2	-2,4	-3,9	-2,2	-3,8
2017		0,3	-0,4		2,6		-12,6		-0,4	1,1	-2,4	-5,9	-2,4	-2,8
2018		0,6	0,3		2,7		-11,2		-0,2	1,0	-2,0	-4,2	-2,0	-1,9
2019		1,0	0,4		2,2		-9,8		-0,3	0,6	-1,5			
2020		0,7	0,2		1,7		-9,5		-0,3	0,5	-1,3			
2021		0,7	0,4		1,5		-6,9		-0,1	0,4	-0,9	-		
2017	II	0,3	-0,6	-0,8	2,8	2,7	-14,4	-14,2	-0,6	1,1	-2,8	-7,0	-2,7	-3,7
	III	0,3	-0,3	-0,4	2,8	2,8	-13,6	-13,3	-0,4	1,2	-2,5	-6,0	-2,6	-2,1
201-	IV.	0,3	0,1	0,0	2,6	2,7	-11,1	-11,2	-0,2	1,1	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	1	0,4	-0,1	-0,1	2,4	2,4	-10,8	-11,2	-0,3	1,0	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II.	0,5	0,5	0,4	2,8	2,8	-10,8	-10,7	-0,1	1,1	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,6	0,3	0,3	2,5	2,5	-10,9	-10,6	-0,2	0,9	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
2010	IV	0,8	0,5	0,4	3,0	3,0	-12,3	-12,3	-0,2	1,1	-2,1	-3,9	-2,0	-2,8
2019	I	0,9	0,7	0,7	3,2	3,2	-11,6	-12,1	-0,1	1,1	-2,0	-1,4	-1,9	-3,4

<sup>(</sup>a) Población activa de 16 o más años sobre población de 16 o más años. (b) Ocupados de 16 o más años sobre población de 16 o más años. (c) Desempleados en cada grupo sobre población activa en cada grupo. (d) Tasas de crecimiento intertanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas para datos CVE. Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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

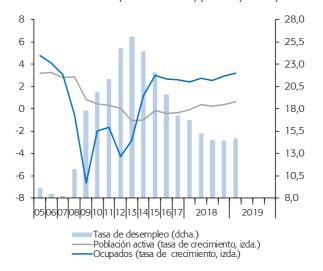
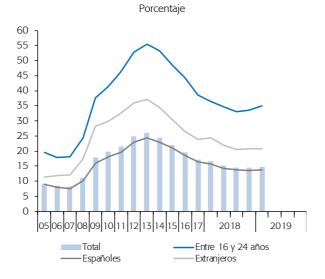


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE



Cuadro 9

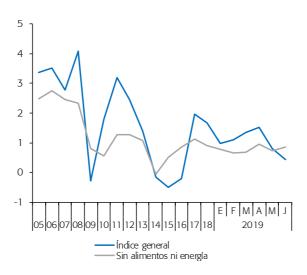
# **Índice de precios al consumo** Previsiones en azul

		Total	Total sin alimentos		Sin alimentos no elabo	Alimentos no	Energía	Alimentos			
	al total on		ni energía	Total Bienes industriales i energéticos		no Servicios Alimentos elaborados		elaborados			
% del to: 2018		100,00	66,15	81,20	24,82	41,33	15,06	7,34	11,46	22,40	
					Índices, 2016 :	= 100					
2013		100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97,	
2014		100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97	
2015		100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98	
2016		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100	
2017		102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101	
2018		103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103	
2019		104,5	103,1	103,0	100,4	104,6	102,6	108,0	113,8	104,	
2020		105,7	104,3	104,2	100,7	106,4	103,6	110,4	113,9	105,	
					Tasas de crecimient	o interanual					
2013		1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,	
2014		-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-O,	
2015		-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,	
2016		-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,	
2017		2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,	
2018		1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,	
2019		0,8	1,0	1,0	0,2	1,5	0,9	2,1	-0,8	1,	
2020		1,1	1,2	1,2	0,3	1,7	1,1	2,2	0,1	1,	
2019	Ene	1,0	0,9	0,8	0,1	1,4	0,4	2,3	1,5	1,	
	Feb	1,1	0,7	0,7	0,1	1,1	0,4	3,4	2,6	1,	
	Mar	1,3	0,7	0,7	0,2	1,1	0,4	2,0	5,6	0	
	Abr	1,5	1,1	0,9	0,2	1,7	0,3	1,8	5,4	0,	
	May	0,8	0,8	0,7	0,2	1,2	0,3	1,0	1,3	0	
	Jun	0,4	1,0	0,9	0,2	1,4	0,4	0,6	-2,6	0,	
	Jul	0,6	1,0	1,0	0,3	1,5	0,7	1,8	-2,7	1,	
	Ago	0,5	1,1	1,1	0,3	1,6	0,9	2,1	-3,9	1,	
	Sep	0,4	1,1	1,1	0,3	1,7	1,2	2,6	-5,4	1,	
	Oct	0,3	1,1	1,1	0,3	1,6	1,3	2,3	-6,1	1,	
	Nov	0,7	1,1	1,2	0,2	1,6	1,8	2,5	-3,7	2,	
	Dic	1,3	1,1	1,3	0,2	1,6	2,1	2,8	0,3	2,	
2020	Ene	1,3	1,1	1,3	0,2	1,7	2,1	3,6	0,3	2,	
	Feb	1,1	1,1	1,3	0,2	1,7	1,9	3,1	-1,6	2,	
	Mar	1,0	1,2	1,3	0,3	1,8	1,7	3,4	-1,9	2,	
	Abr	0,9	1,2	1,3	0,3	1,8	1,5	3,2	-2,9	2	
	May	0,9	1,3	1,3	0,3	1,9	1,4	3,0	-2,8	1,	
	Jun	1,3	1,3	1,3	0,3	1,8	1,2	2,3	1,1	1,	
	Jul	1,2	1,2	1,2	0,4	1,8	0,9	1,6	1,2	1,	
	Ago	1,2	1,2	1,1	0,4	1,7	0,7	1,4	1,6	0	
	Sep	1,2	1,2	1,0	0,4	1,6	0,5	1,4	1,8	0	
	Oct	1,2	1,2	1,0	0,4	1,6	0,4	1,6	1,7	0	
	Nov	1,1	1,2	1,0	0,4	1,7	0,3	1,2	1,7	0	
	Dic	1,1	1,2	1,0	0,4	1,6	0,2	0,8	1,7	0	

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

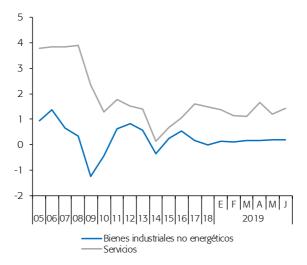
Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual



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

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

### Otros indicadores de precios y costes

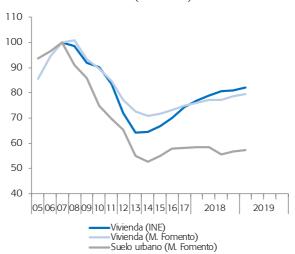
		Deflactor del PIB (a)				Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales
			Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)	(M. de Fomento)	Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes labo- rales totales por hora trabajada	pactados er negociación colectiva	
		2010=100	20	15=100		2007=100			2000=1	00			
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	156,2		
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	104,4	103,2	82,1	79,6	57,3	144,1	140,5	155,2	152,2		
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	148,6	159,0		
	IV	103,1	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,9	151,3	149,6	164,9		
2018	1	102,7	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,7	148,6		
	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	82,1	79,6	57,3	144,1	140,5	155,2	152,2		
2019	Mar	_	104,0	103,2			_		_	_	_	-	
	Abr	-	104,7	103,4	-			-	-				
	May	_	104,6	103,3	-			-					
					Tasa	s de crecimient	o interanuale:	s (c)					
2012		0,1	3,8	1,7	-13,7	-8,7	-6,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,1	1,0	
2013		0,4	0,6	0,7	-10,6	-5,8	-15,7	0,2	0,0	0,6	0,4	0,5	
2014		-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5	
2015		0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7	
2016		0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	1,0	
2017		1,2	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4	
2018		1,0	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,4	1,8	
2019 (	(4)	0,9	1,9	0,2	6,8	4,4	-2,1	2,0	1,7	3,0	2,4	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	
2017	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	
2010				,		•						,	
2018	1	1,2	0,8	1,4	6,2	1,4	-2,6	0,7	0,8	0,4	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)	0,9	1,9	0,2	6,8	1,5	-2,1	2,0	1,7	3,0	2,4	2,2	
2019	Abr	-	2,4	0,3	-	-	-	-				2,2	
	May	-	1,1	0,3	-	-	-	-	-			2,2	
	Jun											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.

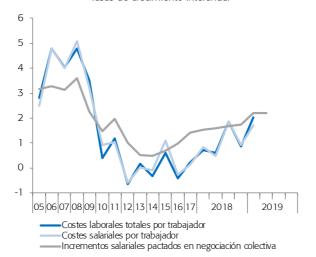
Gráfico 10.1.- Precios de la vivienda y del suelo urbano

Índice (2007=100)



#### Gráfico 10.2.- Costes laborales

Tasas de crecimiento interanual



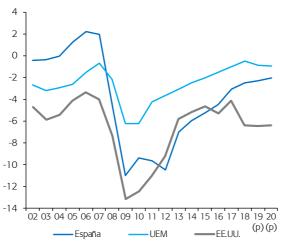
Cuadro 11 **Desequilibrios: comparación internacional**En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AA.PP.			Deuda	pública bruta cons	solidada	Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)			
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	
			Mi	les de millone	s de moneda na	cional				
2006	22,2	-133,9	-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		
				Porcen	taje del PIB					
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.

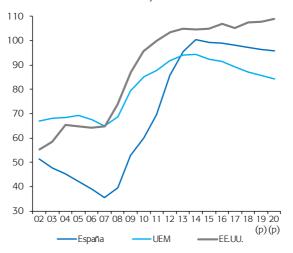
Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

Gráfico 11.2.- Deuda pública bruta consolidada

Porcentaje del PIB



(p) Previsión de la Comisión Europea.

## 1. INDICADORES SOCIALES

Cuadro 1

## **Población**

	Población									
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	Altas exteriores de nacidos en la UE-28 (%)
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	80,5*	85,9*	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

<sup>\*</sup> Datos provisionales

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

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

0 1				
			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	-	-
uentes:	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	7,4	7,0	2,10	35,3	33,2	2,67	
2018*	6,9	6,4					
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP	

102

# Cuadro 2 (continuación)

# Hogares y familias

3 /						
	Edad media de las mujeres al primer hijo	Indicador coyuntural de fecundidad (españolas)	Indicador coyuntural de fecundidad (extranjeras)	Nacimientos de madre no casada (%)	Interrupción voluntaria del embarazo. Tasas por 1.000 mujeres (15-44 años)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
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	1,72	45,8	10,4	65,8
2017	30,9	1,25	1,71	46,8	10,5	66,1
2018	31,0	1,19	1,63	_	_	_
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 Iqualdad.

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

#### Cuadro 3

## Educación

		Formación alca	nzada (%)	
	Población de 16 o más años con Educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con Educación primaria o menos	Población de 16 o más años con Educación universitaria	Población de 30 a 34 años con Educación universitaria
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 mat	Gasto en	Gasto en educación			
	Enseñanza infantil	Bachillerato	Formación profesional (grado medio o superior)	Universidad (1 <sup>er</sup> y 2° 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.

<sup>\*</sup> Datos provisionales.

<sup>■</sup> Los datos se refieren al periodo enero-marzo.

<sup>\*</sup> Datos provisionales.

Cuadro 4

# Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo			Segurio	dad Social		
	Descripico	Jubi	lación	Incapacida	d permanente	Viu	dedad
	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	788.911∎	6.011.039•	1.134•·	954.630•	971∙	2.359.423•	709•
Fuentes:	BEL	BE	EL BEL	В	EL BEL	BE	EL BEL

		ntributivas/asistenciales		
	Desempleo	Segur	idad Social	
	Desempleo	Jubilación	Invalidez	Otras
	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∎	918.435	258.477	194.779	15.488
Fuentes:	BEL	IMSERSO	IMSERSO	BEL

BEL: Boletín de Estadísticas Laborales. IMSERSO: Instituto de Mayores y Servicios Sociales. \* No se incluyen los datos de prestaciones por orfandad y favor familiar.

#### 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		

<sup>Los datos se refieren al periodo enero-abril.
Los datos se refieren al periodo enero-mayo.</sup> 

# 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

	Satis	sfacción*	Tiempo en lista d	le 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

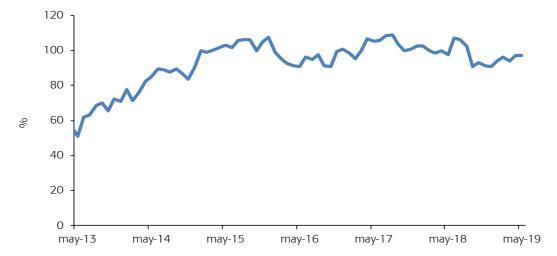
<sup>\*</sup> Media de la satisfacción de la población medida en una escala de 1 a 10, en la que 1 significa "totalmente insatisfactorio" y 10 "totalmente

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. INCLASNS: Indicadores Clave del Sistema Nacional de Salud.

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

Gráfico 1

# Evolución del ICC (mayo 2013-mayo 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).

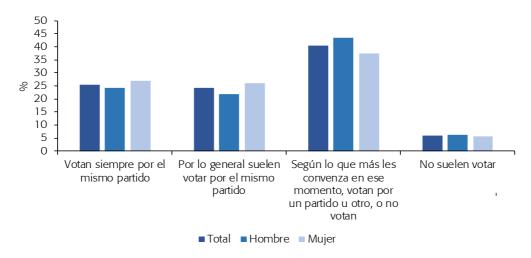
#### 3. FLASH SOCIAL. Los votantes críticos, más frecuentes en las edades intermedias y entre los más formados

De acuerdo con los resultados del barómetro de opinión pública de mayo de 2019, publicados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), la mitad del electorado español vota "siempre" (26%) o "por lo general" (24%) al mismo partido político. Sin embargo, un 41% de los ciudadanos votan por un partido u otro "según lo que más les convenza en ese momento". Estos últimos votantes merecen el calificativo de "críticos" al menos por dos razones: en primer lugar, porque basan su voto en un análisis crítico de la oferta electoral; en segundo lugar, porque de ellos depende críticamente el resultado de las elecciones, puesto que son ciudadanos susceptibles de cambiar su voto hasta el momento de emitirlo.

Los votantes críticos son algo más frecuentes entre los varones (gráfico 2) y también entre las personas de edad intermedia, en particular, entre quienes cuentan entre 25 y 44 años (gráfico 3). Los votantes más fieles abundan, en cambio, en el grupo de los mayores de 64 años, más de dos terceras partes de los cuales votan siempre (44%) o por lo general (24%) al mismo partido (gráfico 3). El nivel educativo se revela, asimismo, como una variable importante en este sentido: entre los titulados universitarios, la mitad (51%) declara votar en función de las propuestas que les resulten más convincentes, superando en tamaño al grupo de quienes votan siempre al mismo partido (15%) o mantienen su fidelidad electoral por lo general (30%) (gráfico 4). El crecimiento de los niveles de educación formal en la sociedad favorece, por tanto, el voto crítico, aumentando de este modo la impredictibilidad de los resultados electorales.

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 271 | JULIO/AGOSTO

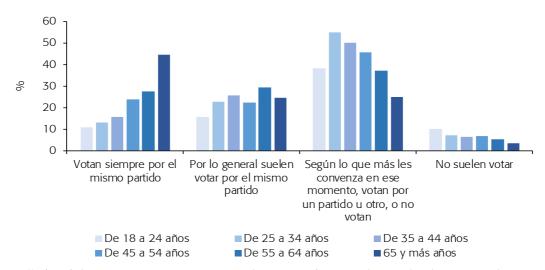
Gráfico 2 Voto crítico vs. voto fiel, por sexo (mayo 2019)



Preguntas: "¿Ud. es de las personas que votan siempre por el mismo partido, que por lo general suelen votar por el mismo partido o, según lo que más les convenza en ese momento, votan por un partido u otro, o no votan?".

Fuente: Barómetro del Centro de Investigaciones Sociológicas 3247 (www.cis.es).

Gráfico 3 Voto crítico vs. voto fiel, por edad (mayo 2019)

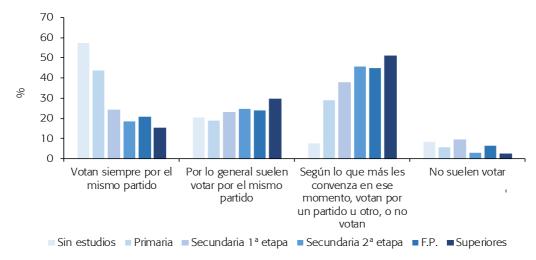


Preguntas: "¿Ud. es de las personas que votan siempre por el mismo partido, que por lo general suelen votar por el mismo partido o, según lo que más les convenza en ese momento, votan por un partido u otro, o no votan?".

Fuente: Barómetro del Centro de Investigaciones Sociológicas 3247 (www.cis.es).

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 271 | JULIO/AGOSTO

Gráfico 4 Voto crítico vs. voto fiel, por nivel educativo (mayo 2019)



Preguntas: "¿Ud. es de las personas que votan siempre por el mismo partido, que por lo general suelen votar por el mismo partido o, según lo que más les convenza en ese momento, votan por un partido u otro, o no votan?".

Fuente: Barómetro del Centro de Investigaciones Sociológicas 3247 (www.cis.es).

# 50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 30 de junio de 2019

# **Indicadores destacados**

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,1	Abril 2019
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	-0,8	Abril 2019
Dudosos (% var. mensual medio)	-0,5	Abril 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	718.609	Mayo 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	166.923	Abril 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	187	Abril 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 mayo	2019 junio	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	4,7	4,1	-	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,9	-0,329	-0,309	-0,311	-0,328	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,2	-0,186	-0,117	-0,168	-0,213	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	0,7	0,4	Tipos de interés del con- junto del mercado (no ex- clusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,9	1,4	1,5	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos sim- ples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": Los tipos de interés interbancarios disminuyeron en junio. El euríbor a 3 meses pasó del -0,311% en mayo al -0,328% en junio, mientras que el euríbor a 12 meses pasó del -0,168% de mayo al -0,213% a finales de junio. Esta evolución está en consonancia con las decisiones recientes del BCE y el debate abierto sobre la posibilidad de adentrarse en territorio negativo en los tipos oficiales. En junio, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años cayó al 0,4%.

# **B.** Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 abril	2019 mayo	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al con- tado con letras del Tesoro	BE	16,3	54,60	84,19	159,43	200,64	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al con- tado con bonos y obligacio- nes del Estado	BE	17,5	27,60	49,25	89,66	100,34	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,4	3,46	1,07	0,86	0,40	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	0,3	4,76	1,84	1,58	1,11	(Importe negociado/ saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclu- sivamente entre titula- res de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	0,7	-0,7	-0,52	-0,48	-0,47	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	676,8	1.127,1	1.164,63	1.262,69	1.300,02	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusi- vamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	-1,3	-5,9	2,7	-5,0	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	41,3	-18,1	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Recto- ras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.013,32	1.055,4	862,6	964,9	926,1 (a)	Con base 1985=100
15. lbex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.732,1	10.451,5	8.539,9	9.004,2	9.198,8 (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	12,9	13,1 (a)	Ratio "cotización/renta- bilidad del capital" en la Bolsa de Madrid

## **B.** Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 abril	2019 mayo	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	-9,86	14,55	Operaciones realiza- das sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (% var.)	BE	10,6	5,8	58,5	-40,9	28,5	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

#### (a) Último dato a 30 de junio de 2019.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de mayo se produjo un aumento en la ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 200,64%) y de las obligaciones del Estado (hasta el 100,34%). Las bolsas recuperaron parte del terreno perdido el mes anterior y, en junio, el IBEX-35 alcanzó los 9.198,8 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid los 926,1 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 14,5% en mayo, y las opciones financieras sobre este mismo índice un 28,5%.

## 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 financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,1	2,6	0,5	-0,1	0,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financie- ros en relación al PIB según Cuentas Finan- cieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	261,5	297,0	287,4	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 Hoga- res 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 Hoga- res 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 marzo	2019 abril	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,5	-0,4	-4,7	0,5	-0,1	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	1,9	-0,8	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de ban- cos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,81	-3,7	-0,9	2,2	-2,6	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	0,01	1,1	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las enti- dades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,3	-1,7	-0,6	0,1	-14,3	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mer- cado interbancario

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 marzo	2019 abril	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,1	-3,8	-2,3	-1,5	-0,5	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de ban- cos, cajas y cooperativas de crédito
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-3,0	-3,5	-1,4	6,7	8,8	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	8,4	-1,2	-4,1	0,07	0,2	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperati- vas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": En abril de 2019 se observó una caída del crédito al sector privado del 0,1% y también de los depósitos, del 0,8%. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 2,6% y las acciones y participaciones aumentaron en un 1,1%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 0,5% 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 diciembre	2019 marzo	Definición y cálculo
36. Número de entidades de depósito españolas	BE	194	124	122	115	115	Número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el terri- torio español.
37. Número de entidades de depósito extranjeras operando en España	BE	75	82	83	83	81	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	246.618	189.280	187.472	181.999(a)	-	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	40.047	28.643	27.320	26.011	25.755	Número total de oficinas del sector bancario.
40. Apelación al euro- sistema (total entida- des financieras de la Eurozona) (millones de euros)	BE	318.141	527.317	762.540	725.455	718.609 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades perma- nentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	ВĒ	65.106	138.455	170.445	167.421	166.923 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades perma- nentes del Banco Central Europeo. Total España

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2015	2016	2017	2018 diciembre	2019 marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al eurosistema (total en- tidades financieras es- pañolas): operaciones principales de finan- ciación a largo plazo (millones euros)		20.270	1.408	96	167	187 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones princi- pales de l/p. Total España

<sup>(</sup>a): Diciembre de 2017.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del eurosistema": En mayo de 2019, la apelación neta al eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 166.923 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 mayo de 2019, el importe de estos programas en España era de 332.093 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 resul- tados 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 "depó- sitos 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 "ofici- nas/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 impues- tos/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 "Be- neficio 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.

<sup>(</sup>b): Último dato a 31 de mayo de 2019.

# **PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**

#### **Últimos números publicados:**

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 160. Medicamentos, innovación tecnológica 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 270. Banca, política monetaria y deuda pública

## **SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK**

Vol. 8, N° 3 (2019). Spain's economic prospects under the new administration

#### **PAPELES DE ENERGÍA**

N.º 7. Junio (2019)

#### **ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN**

N.º 91. Soledad, discapacidad y mercado de trabajo

#### **LIBROS**

El sector público español: reformas pendientes

# **PRECIO DE LAS PUBLICACIONES**

**AÑO 2019** 

	Suscripción*			Números sueltos**	
Publicación	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 lo					

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

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

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

#### **SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS**

INTERNET: http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?ld=0

E-MAIL: publica@funcas.es

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

# Cecabank, el acento en lo que importa

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

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



#### Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422

97722543427