

Política monetaria y actividad financiera

Los límites de la política
monetaria

Tipos de interés y
resultados bancarios

“Eurojaponización”:
lecciones de la banca
japonesa

Nuevos requerimientos
bancarios: el *MREL*

El largo camino
hacia el equilibrio
presupuestario

Descentralización
tributaria

Renta familiar y consumo

INDICADORES
ECONÓMICOS, SOCIALES
Y FINANCIEROS

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

EDITOR

Eduardo Bandrés Moliné

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

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

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

Diseño
y maquetación: **Funcas**

Impresión: **Cecabank**

Depósito Legal: M-402 - 1987

ISSN: 1132 - 9386

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

272

septiembre/octubre 2019

CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	Tres debates en torno a la política monetaria europea <i>Erik Jones</i>
	9	Resultados bancarios en un nuevo ambiente monetario <i>Santiago Carbó Valverde, Pedro Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	17	“Eurojaponización”: lecciones de la banca japonesa con una década y media de desfase <i>Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas</i>
	25	Los requerimientos de MREL ante la nueva Directiva de resolución bancaria europea <i>Marta Martínez Guerra</i>
	35	El equilibrio presupuestario en España en el horizonte de 2022: ¿de dónde venimos?, ¿hacia dónde vamos? <i>Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz</i>
	45	La descentralización tributaria en España: avances significativos, retos pendientes <i>Santiago Lago Peñas</i>
	53	Evolución de la desigualdad de la renta familiar e impacto en el consumo <i>Gonzalo García y Diana Posada</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	61	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	85	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	93	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

La política monetaria ha vuelto a la senda expansiva a ambos lados del Atlántico. Se han frustrado así las expectativas de hace apenas un año, cuando se esperaba en la eurozona el comienzo de un proceso de endurecimiento monetario y en Estados Unidos la continuidad de las subidas de tipos iniciadas a finales de 2015. En Europa, las últimas decisiones del Banco Central Europeo han reforzado las políticas acomodaticias como reflejo de las preocupaciones de las autoridades monetarias ante la incertidumbre generada por factores como el *brexit*, los conflictos comerciales o el enfriamiento de las economías emergentes, que amenazan con alejar más aún a la eurozona de su objetivo de inflación, lo que es tanto como decir, que la desaceleración podría estar entrando en terreno peligroso. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha vuelto a reducir el tipo de referencia por segunda vez en lo que va de año, mostrando también su inquietud por la marcha de la inversión empresarial y de las exportaciones.

La situación es especialmente delicada en Europa, donde el tipo de las operaciones principales de financiación está ya en el 0% y los programas de compra de activos presentan dificultades de continuidad en el caso de algunos países por haber superado los límites asignados. La aplicación de políticas expansivas parece estar alcanzando un punto de inflexión y conviene, por tanto, evaluar si llegados a ese punto está en tela de juicio la efectividad de la política monetaria para impulsar la inflación y —dígase o no de forma explícita— recuperar las tasas de crecimiento. La imposible adopción de un *mix* de política económica con una presencia siquiera mínima de política fiscal a escala europea ha dejado a la política monetaria en la más absoluta soledad, y debido a ello, en la necesidad de utilizar hasta el límite sus instrumentos de relajación monetaria. El problema es

que mientras la influencia de las políticas ultraexpansivas sobre la evolución macroeconómica es decreciente, los costes son cada vez mayores.

El artículo de ERIK JONES, que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, realiza una revisión de los tres debates que, a su juicio, se entrecruzan en la definición, ejecución y consecuencias de la política monetaria del BCE. En primer lugar, hasta dónde puede y debe llegar la adopción de dosis adicionales de acomodación monetaria en el actual escenario de previsiones sobre inflación y desaceleración económica. ¿Era necesario implementar este nuevo paquete de estímulos monetarios?, ¿qué margen resta ante posibles *shocks* negativos? En segundo lugar, el mecanismo de transmisión monetaria a través del sistema bancario distribuye de forma desigual los costes y beneficios de las políticas expansivas entre las propias entidades y países, y genera incentivos también distintos según la posición de cada banco respecto a su dependencia del crédito del BCE. Y tercero: el BCE tendrá que fraguar un nuevo consenso sobre el *timing*, el contenido, los parámetros y las repercusiones de la política monetaria en función de si los gobiernos de la eurozona están o no dispuestos a colaborar en los esfuerzos de reactivación económica mediante programas de estímulo fiscal.

Las consecuencias de los tipos de interés cero o negativos sobre la actividad y los resultados de los bancos españoles son objeto de análisis en el artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. La presión de la situación monetaria actual sobre la rentabilidad bancaria compromete la estabilidad financiera, debilita el canal del crédito, provoca efectos no lineales dependiendo de la base de depósitos de

cada banco y puede dar lugar a efectos invertidos de contracción de la demanda de crédito por la vía de las expectativas. De hecho, a pesar de que el tipo oficial de referencia es cero, el propio BCE ha constatado que el crédito aún se mantiene en niveles modestos. El efecto negativo en el margen de intereses podría prevalecer sobre impacto positivo que los tipos reducidos pudiesen tener en la morosidad bancaria. La reducción de la capacidad y el saneamiento de activos han permitido a los bancos españoles contrarrestar los efectos de la política monetaria ultraexpansiva. Es decir, la caída de los ingresos por intereses se ha visto parcialmente compensada por la disminución de los gastos por intereses, de modo que el diferencial entre ambos se ha mantenido prácticamente estable. Sin embargo, esta dinámica resulta difícil de sostenerse a largo plazo, sobre todo si se entra en tipos oficiales negativos, habida cuenta que los tipos de los depósitos bancarios difícilmente se establecerán por debajo de cero.

El debate sobre los efectos de la política monetaria de tipos cero o negativos en la rentabilidad de los bancos de la eurozona presenta bastantes similitudes con la situación vivida en Japón hace década y media, por lo que algunos se refieren así a la “eurojaponización” de la banca europea. ÁNGEL BERGES, FEDERICA TROIANO y FERNANDO ROJAS realizan una comparación entre la banca japonesa en el decenio de los 2000 y la de la eurozona desde 2008. En ambos casos, el mantenimiento de los tipos de interés en cero durante un largo periodo de tiempo comprime a la baja los márgenes unitarios. Para hacer frente a dicha situación la banca japonesa ha respondido con una presencia casi nula de morosidad y, por tanto, de menor necesidad de provisiones, y con una estructura de gastos de personal y generales mucho más ligera que la banca europea. De este modo, las entidades niponas han sido capaces de generar una rentabilidad sobre recursos propios menor que en tiempos anteriores, pero razonablemente estable, con un negocio con poca volatilidad y riesgo de crédito. Probablemente sea esta la razón por la que la ratio de capital exigible por el regulador japonés se sitúe muy por debajo de la europea.

En todo caso, el consenso adoptado en el seno del G-20 sobre el nivel mínimo de fondos propios y deuda subordinada, y la aprobación de la normativa equivalente europea (el denominado *MREL*, *Minimum requirement for own funds and eligible liabilities*), avanza de forma más exigente en la reducción de riesgos por parte del sistema financiero de la Unión Europea. El artículo de MARTA MARTÍNEZ GUERRA disecciona el contenido del *MREL* y analiza la lógica a la que responde: que

dichos requerimientos sean suficientes para absorber las pérdidas que pueda presentar una entidad y posteriormente dotarla de un capital mínimo suficiente para poder seguir operando, sin recurrir por tanto a fondos públicos. El alcance de esta nueva normativa –aunque con un periodo intermedio de aplicación antes de su plena entrada en vigor– exigirá a la banca europea cambios importantes en su estructura de financiación.

La capacidad de la política fiscal para acompañar a la política monetaria en la recuperación de las tasas de crecimiento en la eurozona está condicionada por la situación de déficit y deuda de cada país. En ausencia de instrumentos presupuestarios suficientes por parte de las instituciones europeas, son las autoridades nacionales las que tienen la posibilidad de utilizar la política fiscal para influir así en la evolución macroeconómica. Sin embargo, se trata de una capacidad que, en la práctica, está limitada por los objetivos de consolidación fiscal. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ realiza un análisis comparativo del esfuerzo llevado a cabo por los países de la UE para salir del procedimiento de déficit excesivo, tanto en el número de años como en la velocidad media de los ajustes. España es el país que más tiempo ha tardado en situarse por debajo del umbral del 3% del PIB en términos de déficit, empleando un total de diez años. La senda de consolidación fijada para alcanzar el equilibrio presupuestario en 2022 se encuentra, por el momento, condicionada por las sucesivas prórrogas presupuestarias y por la actual incertidumbre del escenario político.

En el proceso de descentralización que ha dado lugar a la conformación del Estado autonómico en España se ha venido señalando, como una de las características del sistema, la desproporción existente entre el elevado nivel de autonomía alcanzado por el lado del gasto y el comparativamente mucho menor grado de autonomía por el lado del ingreso. La literatura sobre federalismo fiscal considera que un desequilibrio de ese tipo diluye la responsabilidad política de los gobiernos subcentrales y produce severas ineficiencias en el proceso de elección social del gasto público y de la correspondiente carga tributaria. En términos comparativos, sin embargo, tal como se refleja en el artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS, España es el país de la Unión Europea con mayor descentralización tributaria hacia los gobiernos regionales, si bien está por detrás de países como Canadá, Suiza, Estados Unidos o Australia. Ahora bien, ello no significa que no existan abundantes retos pendientes. Por una parte, endurecer la denominada “restricción presupuestaria blanda” en la

que se han movido las haciendas autonómicas. Por otra, realizar un ajuste en algunos de los tributos cedidos, aumentado el grado de responsabilidad fiscal de las comunidades autónomas y estableciendo una relación más directa entre las decisiones de los gobiernos regionales y su efecto sobre los contribuyentes y las propias arcas autonómicas. Especial trascendencia adquiere en este punto el papel que pueden desempeñar las regiones en la implementación o reformulación de nuevas figuras tributarias como las relacionadas con la reforma fiscal verde.

La recuperación económica iniciada en España a finales de 2013 ha permitido recuperar una parte importante de la renta media de los hogares que se

había visto seriamente dañada por el impacto de la Gran Recesión. A su vez, los niveles de desigualdad se han reducido notablemente. Sin embargo, la renta media aún se encuentra por debajo de la existente antes de la crisis en términos reales y la desigualdad de rentas todavía es superior. El artículo de GONZALO GARCÍA y DIANA POSADA suscita la relación existente entre los niveles de desigualdad y pobreza relativa y la continuidad del proceso de recuperación del consumo privado, como palanca del mantenimiento de tasas de crecimiento de la actividad económica. En este sentido, el empleo se configura como un factor determinante de la continuidad en la recuperación del consumo, habida cuenta de la importante propensión al mismo de los hogares situados en la parte baja de la distribución.

Tres debates en torno a la política monetaria europea

Erik Jones*

El intenso debate sobre la prolongación de la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE) se centra alrededor de tres cuestiones principales: las contingencias negativas a las que debe hacer frente dicha política, la transmisión de la política monetaria a la economía real y la combinación de la misma con otros instrumentos de política económica. En relación con las contingencias negativas, el Consejo de Gobierno del BCE ha expresado su preocupación sobre la posibilidad de que el uso de los instrumentos monetarios para mitigar los efectos de factores como el *brexit*, las guerras comerciales o la desaceleración de las economías emergentes pudiese haber alcanzado un punto de inflexión, más allá del cual los costes podrían superar a los beneficios. El mecanismo de transmisión monetaria, por su parte, distribuye de forma desigual los costes y beneficios de las políticas acomodaticias entre los bancos privados de la eurozona, dada la diferente exposición de los mismos al crédito del banco central. Por último, existen también factores estructurales que motivan diferencias de percepción sobre el alcance de la política monetaria; una posibilidad sería acometer más activamente un programa de estímulos fiscales por parte de los gobiernos que tienen margen para ello, promoviendo un *mix* de políticas más equilibrado que el actual.

La decisión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de relajar aún más su política monetaria, el 12 de septiembre de 2019, ha abierto un intenso debate sobre los costes y beneficios de las medidas de política monetaria no convencionales. El debate no se reduce a una simple batalla de ricos frente a pobres, acreedores frente a deudores o norte frente a sur. Es cierto que esas cuestiones

están presentes y que el origen del firmante de cada artículo de prensa suele determinar qué postura defenderá. Así, se tiende a aceptar que existen dos bandos: uno, formado por Austria, Alemania y Países Bajos; el otro, liderado por el presidente del BCE, Mario Draghi, italiano. Pero esta división superficial no va a la raíz del asunto, y distrae la atención de preocupaciones más fundamentales.

* Profesor de European Studies and International Political Economy, así como director de European and Eurasian Studies en la Johns Hopkins School of Advanced International Studies.

Un debate más profundo es el relativo a cuándo debería usarse la política monetaria para responder a las contingencias negativas, cómo se transmiten las decisiones de política monetaria a la economía real y de qué modo pueden combinarse en el *mix* otros instrumentos de política macroeconómica. Ninguna de estas preguntas tiene una solución precisa, y cada una lleva implícitas hipótesis de calado respecto a cómo interactúan las políticas macroeconómicas y la evolución económica. El nuevo liderazgo que asuma el relevo de Draghi al frente del BCE heredará, en consecuencia, un considerable reto intelectual.

Incertidumbre, confianza y secuencia temporal

El debate sobre las contingencias negativas surgió durante las deliberaciones sobre política monetaria en las reuniones del Consejo de Gobierno de abril y junio de 2019. El reto que se abordó en ambas reuniones era cómo reforzar la confianza del mercado ante un panorama de incertidumbre. En la reunión de abril, el economista jefe saliente del BCE, Peter Praet (2019), alertó de la merma para la confianza de las empresas europeas —y en particular, alemanas— que podría derivarse de una salida tortuosa del Reino Unido de la Unión Europea o del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Más que el hecho de que ambos riesgos acabasen materializándose, lo importante es la posibilidad creciente de que pudieran hacerlo, y la dificultad inherente estriba en anticipar cómo impactarían en la inversión productiva. De ahí que cuanta más presencia adquieran estos temas en la mente de la comunidad empresarial, menos dispuesta estará esa comunidad a acometer nuevas inversiones, y más probable será que la trayectoria económica en la eurozona se ralentice bajo la influencia de esa incertidumbre. El economista jefe entrante, Philip Lane (2019), reiteró estas preocupaciones en junio en su presentación ante el Consejo de Gobierno. Enumeró una lista de contingencias que incluían el *brexit*, las guerras comerciales y un enfriamiento general de las economías emergentes, para concluir que el impacto de estas preocupaciones sobre

la confianza de la comunidad empresarial era ya suficiente como para justificar alguna respuesta.

La dificultad que se le planteaba al Consejo de Gobierno era decidir cuál debía ser esa respuesta. La respuesta, además, tiene una dimensión temporal específica. Como revelan las deliberaciones de la reunión de junio, los miembros del Consejo de Gobierno reconocían que la política monetaria del BCE ya mostraba un alto grado de acomodación. El tipo de interés oficial había llegado a su límite cero, el tipo de la facilidad de depósito era negativo, el Consejo de Gobierno se había comprometido a reinvertir el principal de los bonos en cartera que fueran venciendo y se había previsto una nueva ronda de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (*TLTRO*, por sus siglas en inglés) a partir de septiembre de 2019 a fin de asegurar que los bancos continuasen gozando de acceso a la financiación estable neta. De ahí que la cuestión a dilucidar era si este nivel de acomodación era suficiente, o bien si convendría tranquilizar a los participantes en el mercado de que tal acomodación se prorrogaría en el futuro cercano, si sería necesario acentuar preventivamente la postura acomodaticia o si sería preferible hacer hincapié en que todos los instrumentos seguían estando disponibles para ser usados.

Algunas voces críticas han señalado que la debilidad podría residir en el lado de la demanda, y que relajar las condiciones monetarias en ausencia de demanda de inversión producirá el mismo efecto que “empujar una cuerda”. Además, cualquier posible impulso psicológico resultante de nuevas medidas de acomodación debería mantenerse en la reserva para contrarrestar un potencial cambio en el sentimiento del mercado.

Estos dos últimos elementos temporales se encuentran mutuamente en tensión. A los participantes en las reuniones les preocupaba que los instrumentos pudiesen estar ya cerca de un punto de inflexión, más allá del cual los costes de un cambio de política superarían a los beneficios, bien

porque los costes aumentarían o porque la influencia del cambio de política en la evolución macroeconómica disminuiría. En suma, acentuar de manera preventiva la postura acomodaticia podría mermar la credibilidad de las declaraciones de que todos los instrumentos siguen disponibles para ser usados. Al final, ambas reuniones desembocaron en un sutil cambio en la orientación futura (*forward guidance*) del BCE, reconociendo que la política era ya acomodaticia e incidiendo en el hecho de que ese nivel de acomodación se mantendría mientras fuera necesario. En suma, el giro dejó sin abordar la cuestión entre si usar los instrumentos de manera preventiva o si mantenerlos disponibles en caso de necesidad.

Esta ambivalencia sobre si el Consejo de Gobierno debería aumentar preventivamente la acomodación o mantener en reserva la posibilidad de prolongarla durante más tiempo duró hasta la reunión de julio (BCE, 2019). En dicha reunión, el Consejo de Gobierno instruyó a sus comités de políticas para que implementasen una nueva reducción del tipo de la facilidad de depósito, dejaran exenta del tipo de interés negativo a una parte del exceso de reservas y reanudasen las compras netas en el marco del programa de compras de activos del BCE (es decir, compras por encima de la reinversión de los activos en balance que fueran venciendo). Las deliberaciones de dicha reunión son interesantes por las reiteradas alusiones que contienen a que las condiciones crediticias son laxas, se han relajado desde el comienzo del año y hay evidencias de que los bancos están trasladando la bajada de los costes de financiación a las empresas no financieras. Por tanto, si bien se dejó

constancia clara de que las incertidumbres estaban aumentando y las expectativas de inflación estaban descendiendo, persistió la ambigüedad acerca de en qué medida el Consejo de Gobierno podía mejorar la evolución macroeconómica más allá de transmitir confianza al mercado en que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia y que el BCE podría inyectar más liquidez si las condiciones se deterioran significativamente.

La ambigüedad quedó disipada el 12 de septiembre, cuando Draghi aceptó que los instrumentos podrían estar llegando a su límite. No obstante, argumentó que el deterioro más rápido de lo esperado de la economía, unido al riesgo acrecentado de que factores externos como un *brexit* duro, provocasen un *shock* externo, hacía ineludible adoptar medidas de inmediato. Son innegables las evidencias de un deterioro en las expectativas de inflación. Las medidas, tanto basadas en el mercado como en datos procedentes de encuestas sobre subidas de los precios futuros, apuntaban en la dirección no deseada. Mientras, las propias estimaciones de inflación del BCE para los próximos tres años giraron de forma considerable, sobre todo en lo que atañe al año que viene (cuadro 1). La eurozona no está en recesión, pero sí en un proceso de intensa desaceleración y el BCE va a incumplir su objetivo de inflación.

La cuestión es si, y en qué medida, existe margen para dosis adicionales de acomodación monetaria más allá de los cambios aprobados en la reunión de septiembre del Consejo de Gobierno. De no existir, solo queda esperar que esta acomodación

Cuadro 1

Estimaciones del BCE sobre la variación futura de los precios en la eurozona

Variación anual en porcentaje	2019	2020	2021
Proyecciones de marzo	1,4	1,3	1,6
Proyecciones de junio	1,3	1,4	1,6
Proyecciones de septiembre	1,2	1,0	1,5

Fuente: Banco Central Europeo.

reforzada proporcione un colchón suficiente para las condiciones de liquidez en el caso de que sobrevenga algún *shock* negativo en la evolución económica. Para las voces críticas con los cambios adoptados, la posibilidad de que el BCE haya agotado toda su munición constituye un problema. Sea cual sea el estado actual de las condiciones macroeconómicas, la evidencia procedente de los mercados de crédito seguía apuntando a unas condiciones de financiación laxas y a un grado amplio de acomodación monetaria (véase, por ejemplo, Torres, 2019). La debilidad podría residir en el lado de la demanda, y relajar las condiciones monetarias en ausencia de demanda de inversión producirá el mismo efecto que “empujar una cuerda” —aparte, tal vez, del efímero balón de oxígeno para la confianza que podría derivarse de ver que el BCE pasa a la acción—. Además, según dichas voces, cualquier posible impulso psicológico resultante de nuevas medidas de acomodación debería mantenerse en la reserva para contrarrestar (o enjugar) un potencial cambio en el sentimiento del mercado.

La transmisión de la política monetaria

Esta cuestión sobre el *timing* conecta con un debate sobre el mecanismo de transmisión monetaria (el conjunto de relaciones por las que una variación en los tipos de interés oficiales o en el balance del BCE se traslada a las condiciones macroeconómicas generales); un debate que ha sido muy bien estudiado por Carrión Álvarez (2019). Lo que Carrión muestra es la compleja manera en que los diferentes instrumentos de política monetaria crean y redistribuyen el crédito del Banco Central Europeo. La creación de crédito por el banco central tiene lugar cuando este adquiere activos en el mercado secundario como parte de su programa de compra de activos. Inicialmente, este crédito da lugar a un depósito de los bancos (o sus clientes) en el BCE o (más probablemente) en una de sus instituciones corresponsales, conocidas colectivamente como el eurosistema. Por tanto, el reto es crear incentivos para que los bancos retiren ese depósito con el fin de financiar algún otro activo privado u oportunidad de inversión —que es lo que

estimula la actividad económica—. Ese reto se ve complicado por el hecho de que quienquiera que reciba el dinero retirado del eurosistema por un banco no hará sino depositar dicho dinero en otro banco, lo que significa que, en última instancia, acabará de nuevo en las arcas del BCE o de una de las instituciones del eurosistema.

Los incentivos de los bancos para retirar depósitos mantenidos en el eurosistema proceden en gran medida del tipo de la facilidad de depósito. Cuando este tipo es negativo, representa un impuesto sobre los bancos privados. Cuanto más en terreno negativo fijen ese tipo los responsables de la política monetaria, mayor será ese impuesto y mayores incentivos tendrán los bancos para reciclar los depósitos que posean en el eurosistema prestando al sector privado no financiero. La creación de crédito del banco central por medio de nuevas compras de activos forma parte del mecanismo de transmisión; la creación de incentivos para que los bancos privados hagan fluir ese crédito hacia los participantes privados (no financieros) del mercado reduciendo el tipo de depósito con el fin de imponer un mayor gravamen sobre el exceso de depósitos es otra cuestión. Pero, como Carrión (2019) acierta en señalar, el volumen de crédito del banco central permanece inalterado con independencia de con cuánta frecuencia se recicle a través del sector privado no financiero. Como resultado, el gravamen efectivo sobre los bancos que mantienen ese crédito del banco central en forma de depósitos en el eurosistema permanece también relativamente constante. La identidad del pagador del impuesto cambiará dependiendo de quién acabe ostentando el crédito del banco central, pero la cuantía del impuesto aplicado por el eurosistema (de bancos centrales) sobre el sector europeo de bancos privados no varía.

El problema para el eurosistema es que los bancos privados europeos no están todos igualmente expuestos al crédito del banco central. La situación tiende a variar por países. La decisión del Consejo de Gobierno de eximir de la aplicación del tipo negativo de depósito a una amplia cuota de los depósitos en el banco central tiene implicaciones que varían también entre los distintos países. La

nueva política compensa a aquellos bancos que tienen un generoso acceso al crédito, pero a costa de reducir los incentivos para que aquellos bancos con menos acceso a depósitos en el banco central presten al sector privado no financiero. La provisión de liquidez (vía *TLTRO*) a tipos de interés reducidos a los bancos que cumplan determinados objetivos de crédito al sector privado aumenta el balance del BCE y ayuda a igualar el acceso al crédito del banco central, al tiempo que refuerza los incentivos para aquellos bancos que accedan a dichas facilidades de liquidez para que reciclen ese crédito mediante su préstamo al sector privado no financiero. En consecuencia, esta política también aumenta el impuesto efectivo aplicado a los bancos por mantener reservas, de forma diferente entre los países.

La decisión del BCE de eximir de la aplicación del tipo negativo de la facilidad de depósito a una amplia cuota de los depósitos en el banco central compensa a aquellos bancos que tienen un generoso acceso al crédito, pero a costa de reducir los incentivos para que aquellos bancos con menos acceso a depósitos en el banco central presten al sector privado no financiero.

La conclusión que cabe extraer de este análisis es que los costes y beneficios de la acomodación monetaria están distribuidos de forma desigual con independencia de cómo se estructure esta. Las únicas piezas que faltan en el análisis de Carrión (2019) sobre la nueva política son el mecanismo que conecta los bancos más atractivos para los ahorradores con aquellos con más dificultades para lograr acceso crédito del banco central, y la posibilidad de que, o bien los bancos o bien los participantes privados (no financieros) del mercado, se lleven parte de la liquidez creada por el eurosistema fuera de la eurozona a través del tipo de cambio. Conviene mencionar estos elementos porque tienden a suscitar controversia acerca del mecanismo de transmisión monetaria.

Target2 es el mecanismo que conecta los bancos de los países más atractivos para los ahorradores con los bancos de aquellos otros países con más dificultades para obtener acceso a la liquidez del banco central. El concepto de “atracción” es crucial. No se trata de qué países ahorran más y cuáles ahorran menos, sino de qué países, dentro del espacio financiero europeo, tienen más probabilidades de “atraer” el ahorro. Los países que son más atractivos para los ahorradores y reciben un exceso de depósitos mantendrán un saldo positivo en su relación global con el eurosistema al acumular posiciones en reservas; los países que son menos atractivos para los ahorradores y soliciten acceso a la liquidez del banco central mostrarán un saldo negativo, ya que tomarán dinero prestado contra activos de garantía. Además, tanto los activos comprados por el BCE como las *TLTRO* tienden a exacerbar estas posiciones, pues el crédito del banco central se crea y luego se recicla a través de los participantes privados (no financieros) del mercado¹. Una rápida comparación de las posiciones en Target2 de Alemania e Italia aporta una buena ilustración; véase lo que sucedió después de que el BCE empezase a experimentar con parámetros de política monetaria no convencional en la primavera de 2014 (gráfico 1). La actuación de estas políticas da la impresión de que un grupo de países está prestando al eurosistema los mismos fondos que otro grupo de países está tomando prestado de él. Así, los mismos elementos estructurales que convierten a algunos bancos de algunos países en más atractivos que otros desde una perspectiva del ahorro parecen crear otra forma de desigualdad (Schelkle, 2017: cap. 9).

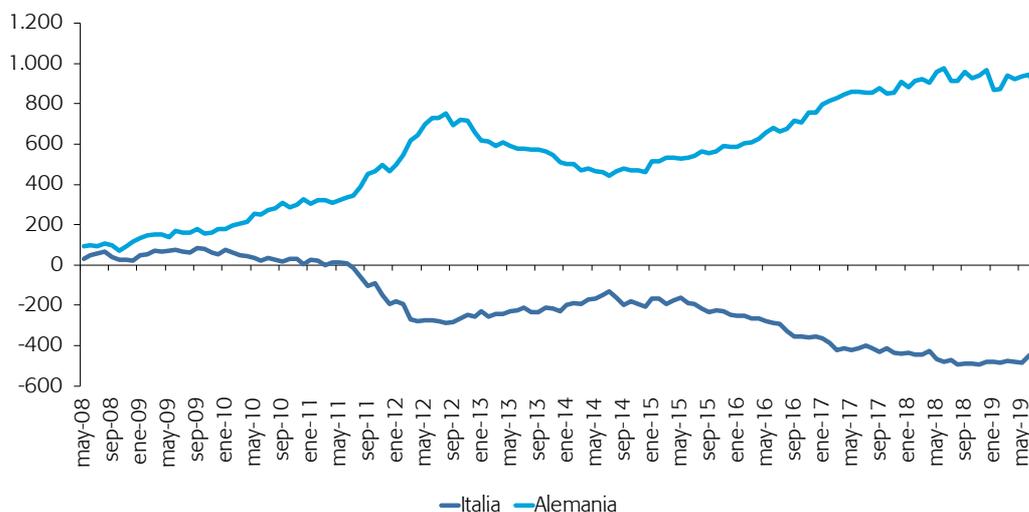
El tipo de cambio es el mecanismo que conecta el sistema financiero europeo con el extranjero. Tanto los bancos como los participantes privados (no financieros) del mercado pueden utilizar el crédito al que tienen acceso para adquirir activos en el exterior. Cuando lo hacen, realizan una disposición de la liquidez total disponible en la eurozona, ya que canjean crédito nacional contra moneda extranjera que obra en poder del eurosistema. Esta acción ejerce una presión a la baja sobre el valor relativo

¹ Otros estudios (e.g., Alves, Millaruelo y del Río, 2018) proporcionan una explicación diferente sobre los balances del Target 2, relacionándolos con las medidas de flexibilización cuantitativa del BCE.

Gráfico 1

Balance mensual Target2 de Italia y Alemania

(Posición a final de cada mes, en miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

de la moneda nacional (al aumentar la oferta de moneda nacional y la demanda de moneda extranjera). En las economías nacionales con una relación comercial relativamente simple con el exterior, tal presión a la baja sobre el tipo de cambio constituye otro canal por el que actúa el mecanismo de transmisión monetaria, en la medida en que cualquier depreciación de la moneda nacional respecto a la moneda extranjera mejora la competitividad de las exportaciones sobre las importaciones y, por tanto, estimula el impacto del sector exterior en el crecimiento.

Por desgracia, la efectividad del canal del tipo de cambio es menos evidente en las economías nacionales con una relación comercial más compleja, sobre todo cuando se tiene en cuenta la interacción entre los bancos centrales de los distintos países. Este es uno de los aspectos a los que aludió el gobernador del banco central australiano, Philip Lowe (2019), durante su influyente discurso en el simposio sobre política monetaria de Jackson Hole de agosto de 2019. La moneda podría depreciarse

sin ofrecer a cambio demasiado en términos de estímulo macroeconómico, especialmente si la inversión nacional es constreñida por la incertidumbre (véase lo comentado arriba). En tal caso, economías cuyo crecimiento se basa en la exportación y a las que, en teoría, podrían beneficiar automáticamente los movimientos competitivos en el tipo de cambio podrían encontrar poco que celebrar al ver el ahorro nacional convertido en activos en el extranjero. Por su parte, las economías fuertemente dependientes de las importaciones verían aumentar sus costes con cualquier movimiento a la baja del euro². El resultado en ambos contextos es otra forma de desigualdad estructural que podría dar lugar a interpretaciones muy diferentes de los costes y beneficios de una política monetaria acomodaticia.

Política monetaria y política fiscal

El mecanismo de transmisión monetaria tiene una serie de consecuencias no intencionadas que

² Honohan y Lane (2003: 74-77, 95) señalaron la heterogénea influencia de los tipos de cambio sobre las estructuras de costes relativos a principios de la existencia de la eurozona.

generan diferencias por factores estructurales relativos a las percepciones del mercado sobre la solvencia y las relaciones comerciales con el exterior. En épocas de normalidad, cuando la política monetaria forma parte de un marco más amplio de instrumentos macroeconómicos y los parámetros aplicados en los instrumentos de política monetaria son bien entendidos, es relativamente fácil pasar por alto tales diferencias. En épocas menos normales, en las que la política monetaria asume gran parte de la carga para la estabilización macroeconómica y los parámetros de los instrumentos monetarios son más difíciles de interpretar, las diferencias en las percepciones cobran una mayor importancia.

En repetidas ocasiones, Draghi ha insistido en que el BCE ha cumplido con su parte para estabilizar la economía de la eurozona, que la política monetaria será en último término ineficaz si no va acompañada de la política fiscal, y que los gobiernos nacionales que tengan margen para asumir una expansión fiscal también tienen la obligación de contribuir con ello al paquete de estímulos.

La gran pregunta es si, y de qué manera, se puede disminuir la importancia de estas diferencias. Una posibilidad sería encontrar algún modo de aumentar el grado de acomodación monetaria sin actuar en primera instancia a través del canal bancario. Si las autoridades monetarias fueran capaces de conceder crédito del banco central directamente a los participantes privados (no financieros) del mercado, eso ofrecería una solución. Tal actuación no eliminaría la acumulación de depósitos en el balance de bancos concretos ni en posiciones Target2 de países concretos. La concesión de crédito del banco central directamente a empresas y a particulares no eliminaría tampoco el impacto del tipo de cambio. Pero haría que resultase más fácil asegurar una distribución uniforme de la inyección inicial de liquidez. También haría más fácil para el

eurosistema evitar distorsiones en los mercados secundarios donde se negocian los instrumentos implicados en el programa de compras de activos. Es la solución que se conoce como «dinero desde el helicóptero». Pero, tal y como dejó claro Mario Draghi en la conferencia de prensa del 12 de septiembre, esta solución es esencialmente una forma de política fiscal – y está fuera del ámbito de las funciones encomendadas al BCE³.

La otra solución es alentar a los gobiernos nacionales a acometer más activamente un programa de estímulo fiscal, tanto para fortalecer la economía de la eurozona como para aliviar parte de la carga asumida por la política monetaria (y de ese modo reducir la necesidad de una acomodación monetaria de mayor alcance). La dificultad que entraña esta solución es que el BCE tiene escasa influencia sobre los responsables políticos nacionales. Al contrario, mientras el Consejo de Gobierno conserve margen de maniobra, los responsables nacionales tendrán un incentivo para dejar al BCE asumir la responsabilidad de la estabilización macroeconómica. Gran parte de la reciente conferencia de prensa de Draghi puede entenderse como una expresión de frustración sobre esta situación. En repetidas ocasiones, Draghi ha insistido en que el BCE ha cumplido con su parte para estabilizar la economía de la eurozona, que la política monetaria será en último término ineficaz si no va acompañada de la política fiscal, y que los gobiernos nacionales que tengan margen para asumir una expansión fiscal también tienen la obligación de contribuir con ello al paquete de estímulos. No está claro si este razonamiento ha surtido algún efecto, ni si las semanas de mandato que restan a Draghi serán tiempo suficiente para que cale el argumento.

Lo que sí es claro es que la sucesora de Mario Draghi, Christine Lagarde, está decidida a promover un *mix* de políticas macroeconómicas más equilibrado como parte de la solución a los debates que actualmente rodean a la política monetaria europea.

³ La transcripción de la conferencia de prensa del 12 de septiembre de 2019 se encuentra en el sitio web del BCE. El comentario sobre helicopter money como forma de política fiscal surge en la ronda de preguntas. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.en.html>.

En su comparecencia ante el Parlamento Europeo, Lagarde también se comprometió a llevar a cabo una revisión del enfoque aplicado por el BCE a su mandato de perseguir la estabilidad de precios⁴. Para el éxito en su empeño, no le valdrá con taponar la brecha entre acreedores y deudores, ricos y pobres o norte y sur. Lagarde tendrá que fraguar un nuevo consenso sobre el *timing* y el contenido de la política monetaria, sobre las repercusiones del actual mecanismo de transmisión de la política monetaria en Europa, y sobre las alternativas disponibles en caso de que los gobiernos nacionales se nieguen a colaborar en los esfuerzos. Esta es una agenda compleja. Le beneficiaría mucho que la eurozona transitase hacia un marco más normalizado de política monetaria y dejase atrás el entorno de gestión de crisis. Confiemos en que el impulso de esta última batería de medidas acomodaticias sea suficiente para que la eurozona se encamine hacia un periodo de mayor estabilidad. De no ser así, los tres debates sobre la política monetaria europea continuarán captando la atención.

Referencias

- ALVES, P., MILLARUELO, A. Y DEL RÍO, A. (2018). El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015. *Boletín Económico* 4/2018, Banco de España.
- BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE. (2019). *Account of the Monetary Policy Meeting, 24-25 July 2019*. Fráncfort: Banco Central Europeo. (22 de agosto de 2019). <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190822~63660ecd81.en.html>.
- CARRIÓN ÁLVAREZ, M. (2019). The ECB's Decisions' Funcas Europe (13 de septiembre de 2019). <https://www.funcas.es/funcaseurope/The-ECBs-decisions>
- HONOHAN, P. y LANE, P. (2003). Divergent Inflation Rates in EMU. En R. BALDWIN, G. BERTOLA y P. SEABRIGHT (eds). *EMU: Assessing the Impact of the Euro*. London: Blackell Publishing, pp. 67-95.
- LANE, P. (2019). *Account of the Monetary Policy Meeting, 5-6 June 2019*. Fráncfort: Banco Central Europeo (11 de julio de 2019). <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190711~16eb146254.en.html>
- LOWE, P. (2019). Remarks at Jackson Hole Symposium. (25 de agosto de 2019). <https://www.bis.org/review/r190826a.htm>
- PRAET, P. (2019). *Account of the Monetary Policy Meeting, 9-10 April 2019*. Fráncfort: Banco Central Europeo. (23 de mayo de 2019). <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190523~3e19e27fb7.en.html>
- SCHELKLE, W. (2017). *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press.
- TORRES, R. (2019). La magia de Mario Draghi. Funcas Blog (16 de septiembre de 2019). <https://blog.funcas.es/la-magia-de-mario-draghi/>

⁴ El texto de la intervención inicial de Lagarde ante el Parlamento Europeo el 4 de septiembre de 2019 se puede consultar aquí: <http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/186560/Opening%20Statement%20by%20Christine%20Lagarde%20to%20the%20ECON%20Committee-original.pdf>

Resultados bancarios en un nuevo ambiente monetario

*Santiago Carbó Valverde**, *Pedro Cuadros Solas***, *Francisco Rodríguez Fernández****

Ante los temores de recesión y la evidencia de que las perspectivas de aumento de la inflación han defraudado, las autoridades monetarias han retornado en 2019 a la senda expansiva. En el caso de la eurozona, reducir todavía más los tipos de interés oficiales supondría, de forma efectiva, entrar en terreno negativo, algo que ya se había producido en la facilidad de depósito del BCE, que incluso ha reducido su tipo de interés en septiembre. En este artículo se muestra que los actuales niveles de tipos de interés están teniendo un efecto negativo en la rentabilidad bancaria y que las expectativas de mayores reducciones han tenido una incidencia negativa adicional. En la segunda mitad de 2018 se esperaba que la política monetaria se orientara hacia subidas de tipos y esto se dejó ver (positivamente, aunque aún de forma limitada) en los márgenes de intereses. Sin embargo, en 2019, con un cambio súbito hacia una nueva política expansiva, con posibilidad de tipos “bajo cero”, los márgenes han vuelto a reducirse. La mayor parte de la evidencia empírica sugiere que reducir los tipos de interés por debajo de cero no tiene efectos prácticos significativos para estimular el canal del crédito y genera anomalías en la estructura temporal de tipos que erosionan significativamente la rentabilidad bancaria.

La respuesta a la crisis financiera generada hace una década fue eminentemente monetaria. Por aquel entonces, se pensaba que, aunque la magnitud de los estímulos podía llegar a ser considerable –como efectivamente sucedió–, sería preciso no prolongarlos excesivamente para evitar que la inflación rebotara con fuerza. Por eso, en diciembre de 2015 se inició en Estados Unidos un proceso de endurecimiento monetario que llevó a varias subi-

das de tipos de interés en los años posteriores. En la eurozona hubo que esperar a 2018 para que se plantearan algunos escenarios de esta naturaleza. Sin embargo, esas políticas restrictivas –que en el caso europeo apenas se habían llegado a poner en marcha– se han revertido en 2019, planteándose nuevas acciones expansivas orientadas tanto a favorecer la liquidez como a reducir los tipos de interés. En ausencia generalizada de medidas de apoyo

* CUNEF, Bangor University y Funcas.

** CUNEF y Funcas.

*** Universidad de Granada y Funcas.

fiscal en ambos territorios, la soledad de la política monetaria como referencia genera sobre ella una presión adicional para actuar. Sin embargo, que ahora se corrija una senda anunciada de endurecimiento es también un reconocimiento de que algo ha fallado en las previsiones. Está en cuestión el límite en la efectividad de las políticas expansivas. Sobre todo, en la eurozona, donde los tipos de interés oficiales están en el 0% y una reducción de los mismos supondría entrar en terreno negativo.

Desde una perspectiva macroeconómica, el desafío de tipos ultrarreducidos reside en conocer su efectividad para impulsar la inflación. Sin embargo, también es preciso preguntarse por sus efectos colaterales. Entre otras cuestiones, resulta conveniente analizar hasta qué punto los tipos negativos introducen distorsiones en los mercados financieros y en la actividad bancaria —así como en otros servicios, como los inmobiliarios— y si los posibles efectos negativos son compensados por los beneficios de alcanzar (teóricamente) una mayor

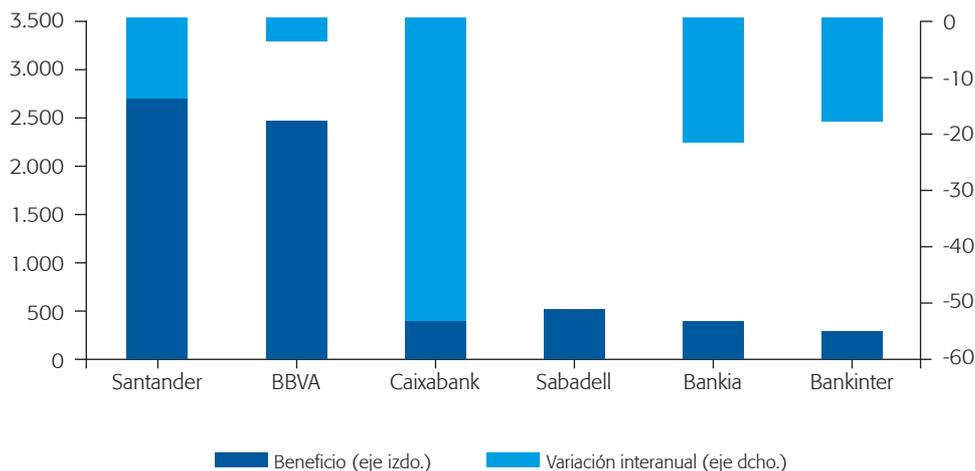
inflación. Un análisis de todas estas dimensiones está fuera del alcance de este artículo, donde el objetivo es analizar qué impacto están teniendo ya los tipos de mercado en los resultados bancarios y qué sugieren los principales estudios y experiencias empíricas sobre los efectos de los tipos de interés negativos. Se presta especial atención al caso español.

Los resultados bancarios agregados de la primera mitad del año parecen constatar la presión que un entorno monetario tan laxo como el actual, y el previsible a medio plazo, ejerce sobre la rentabilidad. Las seis entidades financieras de mayor tamaño, cuyos resultados se muestran en el gráfico 1, obtuvieron un beneficio de 7.536 millones de euros, un 11% menos que los 8.433 millones del mismo período de 2018. Como se analiza en este artículo, el margen de intereses se ha visto particularmente afectado por la presión de una política monetaria laxa.

Gráfico 1

Resultados de los seis mayores bancos españoles en el primer semestre de 2019

(Millones de euros y variación interanual en porcentaje)



Nota: la tasa de variación de Sabadell (+340%) no se muestra en el gráfico dada su excepcionalidad tras haber registrado en el período comparativo (2018) ajustes extraordinarios para cubrir provisiones en su filial TSB.

Fuentes: Datos de las entidades individuales y elaboración propia.

A la presentación de resultados de los bancos españoles siguieron importantes anuncios del Banco Central Europeo (BCE) el 25 de julio. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. El Consejo de Gobierno del BCE señaló que esperaba que los tipos se mantuvieran “en los niveles actuales o en niveles inferiores al menos hasta el primer semestre de 2020”. En cuanto a las operaciones de liquidez, preveía seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que fueran venciendo. Se insistió en que el BCE estaba preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avanzase hacia su objetivo de manera sostenida. Es en este punto donde la mayor parte de los analistas situaban una posible bajada de los tipos de interés en una reunión futura, lo que implicaría situarlos en negativo. Esto suponía, por razones técnicas y prácticas, considerar también cambios en la facilidad de depósito, donde los bancos debían pagar un 0,40% por mantener sus reservas en el BCE. Se ha discutido intensamente la posibilidad de un *tiering system* o sistema por tramos (con diferentes tipos de remuneración) para esos depósitos, que podría aliviar en alguna medida los márgenes bancarios. En este sentido, señaló el BCE que “el Consejo de Gobierno ha encargado a los comités del Eurosistema pertinentes que examinen opciones para reforzar sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales, medidas de mitigación, como el diseño de un sistema de tramos para la remuneración de las reservas, y opciones para el tamaño y la composición de posibles nuevas compras netas de activos”.

Finalmente, el 12 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos hasta situarlo en el -0,50%. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron en sus niveles del 0,00% y el 0,25% respectivamente. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos oficiales del BCE conti-

núen en los niveles actuales, o en niveles inferiores “hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.” Por otro lado, se anunció también que “se reanudarán las compras netas en el marco del programa de compra de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir del 1 de noviembre”. También se seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo. Asimismo, se modificarán las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (*TLTRO III*) “para mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y respaldar adicionalmente la orientación acomodaticia de la misma.” Por último, se decidió optar por el *tiering system*, en particular con un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual no se aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

El 12 de septiembre, el BCE decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos hasta el -0,50%, optando a su vez por un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual no se aplicará el tipo de interés negativo a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

Con todo, la presión sobre la rentabilidad bancaria no procede únicamente de la situación monetaria. El control regulatorio y supervisor también desempeña un importante papel. En este sentido, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) resumió el 5 de agosto algunas de las estimaciones sobre las necesidades de capital de los bancos de la Unión Europea (UE) que había venido manejando. Señaló

que, a medida que se produce la implementación completa de los requerimientos de recursos propios de Basilea III, las entidades financieras europeas (bajo “asunciones conservadoras”) tendrían que aumentar su capital en un 24,4% en promedio, lo que supone que hay un déficit de recursos propios de 135.100 millones de euros, del cual 91.100 millones corresponden a capital principal de primera categoría (*CET1*). La presión, además, se centra sobre las entidades de mayor dimensión, que concentrarían el 99% del esfuerzo, mientras que el 0,9% correspondería a las de tamaño medio y un 0,1% a las de dimensión reducida.

Tipos negativos y rentabilidad bancaria

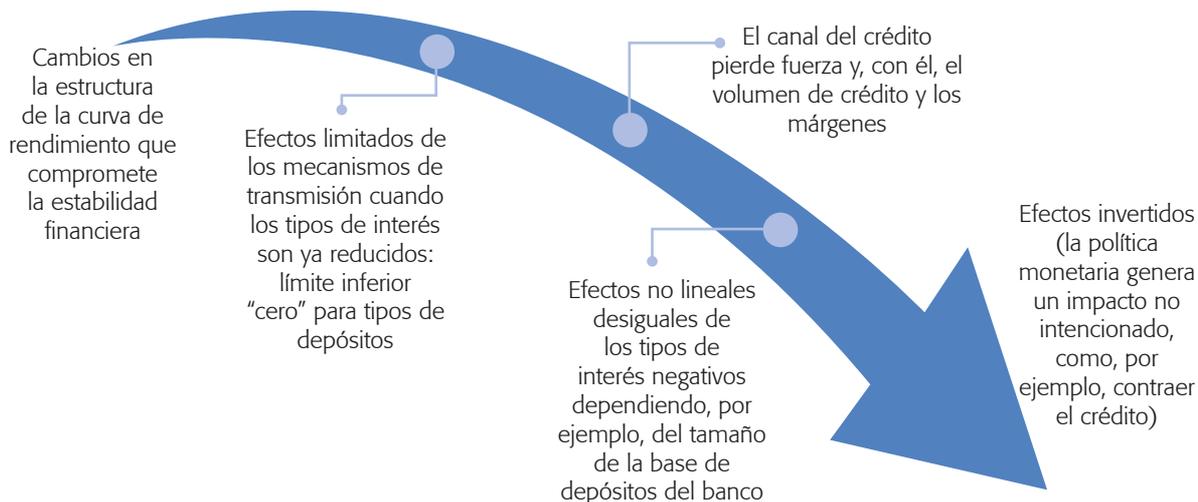
Ante la situación monetaria en la eurozona, parece conveniente preguntarse qué señalan los estudios teóricos y empíricos sobre el posible impacto de los tipos de interés negativos en el sector bancario. El gráfico 2 resume las principales aportacio-

nes, que pueden resumirse en los siguientes cinco puntos:

- El principal mecanismo por el que actúan los tipos oficiales negativos es alterando la estructura de la curva de rendimiento. Se ha demostrado que pueden agravar las situaciones –repetidas en varias ocasiones en los últimos meses en varias áreas monetarias– en las que los tipos de corto plazo son mayores que los de largo plazo. Esto sucede, en parte, porque los tipos decrecientes pueden tener un límite inferior a partir del cual la política monetaria sería menos efectiva o no efectiva (*effective lower bound o ELB*), así como por las señales que se enviarían al mercado sobre la estructura de remuneración de la deuda (la negatividad afectaría más significativamente a largo que a corto plazo).
- Se constata en un amplio abanico de situaciones, que el límite inferior que los bancos ofrecen en sus depósitos está acotado a cero. Las entidades financieras rara vez ofrecen tipos negativos a sus depositantes por-

Gráfico 2

Tipos de interés negativos y actividad bancaria



que se considera una anomalía (pagar por ahorrar) difícilmente comprensible por parte de los clientes¹.

- Diferentes estudios apuntan que el canal del crédito (aumento de la predisposición a invertir y endeudarse con una política monetaria laxa) pierde efectividad con tipos reducidos o cero. El propio BCE ha constatado que el crédito aún se mantiene en niveles modestos a pesar de que el tipo oficial es cero. Los bancos pueden acceder a financiación más barata pero se ven más afectados por las caídas de tipos activos, con lo que los márgenes de intereses decrecen.
- Los tipos de interés no tienen efectos lineales en el crédito ni actúan del mismo modo en todos los países ni para todas las entidades. Así, por ejemplo, los bancos con mayores bases de depositantes se ven más afectados, al no poder reducir los tipos pasivos en la medida que sería precisa.

Diferentes estudios apuntan que el canal del crédito (aumento de la predisposición a invertir y endeudarse con una política monetaria laxa) pierde efectividad con tipos reducidos o cero. El propio BCE ha constatado que el crédito aún se mantiene en niveles modestos a pesar de que el tipo oficial es cero.

- Relacionado con el punto anterior, y los impactos no lineales, puede darse el caso de que se produzca un efecto invertido (*reversal effect*) de la política monetaria y –por la vía de las expectativas y falta de efectividad del canal del crédito– provoque que el crédito se reduzca en lugar de aumentar ante una reducción de tipos.

Evolución de los tipos de interés y márgenes bancarios en España

Tras las sucesivas bajadas de los tipos de interés acometidas por el BCE desde 2013, los tipos oficiales se mantuvieron constantes en los últimos tres años. En la reunión de marzo de 2016 el Consejo del BCE decidió acometer la última reducción, acordando bajar en 5 puntos básicos el tipo para las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito y en 10 puntos básicos para la facilidad de depósito. Así, desde esa fecha, los tipos se han mantenido en el 0,00% y el 0,25% para las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito, habiéndose reducido al -0,50% en la facilidad de depósito en septiembre de 2019, aunque implantando un sistema de dos tramos en la misma, uno de ellos al 0%.

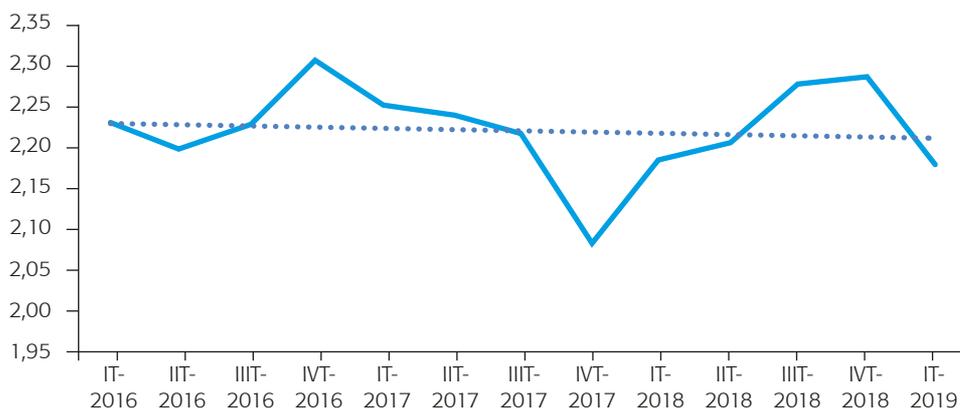
En paralelo, desde el primer trimestre de 2016 los márgenes bancarios en España, aunque con fluctuaciones, se encuentran estancados, como muestra el gráfico 3. Así, en los últimos tres años, el margen de intereses sobre activos totales se ha situado en la franja del 2% al 2,3%, alcanzando su nivel más bajo en el último trimestre de 2017, donde apenas superó el 2%. Aunque en 2018 se observa un leve repunte de este margen de intermediación bancaria, los resultados del primer trimestre de 2019 vuelven a reflejar una caída (refrendada en el segundo trimestre a falta de los datos agregados oficiales para el conjunto del sector). Aunque determinar el impacto final del entorno monetario requiere un análisis económico exhaustivo, el impacto de los tipos de interés oficiales sobre los márgenes bancarios está notablemente influido por las expectativas. Así, en la segunda mitad de 2018 se esperaba que la política monetaria se orientara hacia subidas de tipos y esto se dejó ver, positivamente aunque aún de forma reducida, en los márgenes de intereses. Sin embargo, en 2019, con un cambio súbito hacia una nueva política expansiva (con más facilidades

¹ La remuneración negativa de cuentas o los tipos negativos en hipotecas tienen restricciones legales en algunas jurisdicciones. En España, por ejemplo, la nueva Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario, señala expresamente, en relación a las operaciones a interés variable (artículo 21.4), que “el interés remuneratorio en dichas operaciones no podrá ser negativo”.

Gráfico 3

Margen de intereses del sector bancario español, 2016-2019

(En porcentaje sobre los activos totales)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de liquidez y la posibilidad de tipos “bajo cero”), los márgenes han vuelto a reducirse.

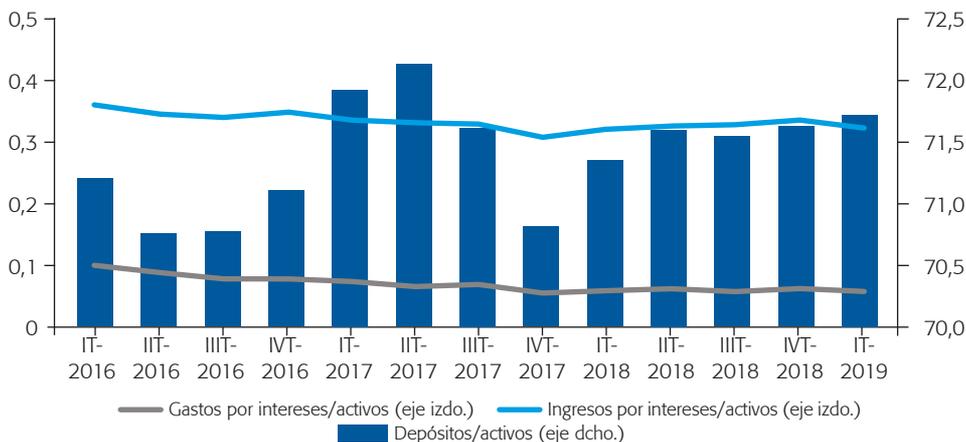
En cualquier caso, hay factores y esfuerzos bancarios que están permitiendo a los bancos contrarrestar los efectos de la política monetaria laxa. Conviene recordar que el sector bancario español ha reducido su sobredimensionamiento y ha realizado un importante ejercicio de saneamiento de activos.

El gráfico 4 muestra la evolución de los componentes del margen de intereses, distinguiendo entre ingresos y gastos por intereses trimestrales. En lo que respecta a los ingresos por intereses sobre el porcentaje de activos, estos han caído moderadamente desde el 0,36% del primer trimestre de 2016 al 0,32% del primer trimestre de 2019. Dicha caída, parcialmente explicada por unos tipos de interés reducidos, se ha visto compensada por una

Gráfico 4

Evolución de los ingresos y gastos por intereses y depósitos del sector bancario español, 2016-2019

(En porcentaje sobre los activos totales)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

disminución, asimismo, de los gastos por intereses, que han pasado del 0,10% al 0,06%. Este descenso simultáneo de ingresos y gastos por intereses

La caída simultánea de ingresos y gastos por intereses implica que el diferencial entre ambos se haya mantenido. Sin embargo, esta dinámica tiene sus límites y resulta difícil aplicarla de forma indefinida. Sobre todo, si se entra en tipos oficiales negativos, porque los tipos de los depósitos difícilmente se establecerán por debajo de cero.

hace que el diferencial de ingresos sobre gastos se haya mantenido en un 0,26% (trimestral) desde el primer trimestre de 2016 al primer trimestre de 2019. Sin embargo, esta dinámica tiene sus límites y resulta difícil aplicarla en el largo plazo de forma indefinida. Sobre todo, si se entra en tipos oficiales negativos, porque los tipos de los depósitos difícilmente se establecerán por debajo de cero. Las entidades de depósito españolas han recuperado, además, el porcentaje de depósitos sobre activos totales en los últimos años. En consonancia con las previsiones teóricas señaladas con anterioridad en esta nota, esta circunstancia aumentaría su vulnerabilidad ante un entorno de tipos negativos.

Conclusiones: discusión en torno a los efectos de los tipos negativos

Resulta complejo delimitar hasta qué punto la articulación de tipos de interés negativos en las operaciones principales de financiación del BCE puede suponer un contratiempo para la rentabilidad bancaria, aunque la mayor parte de los supuestos teóricos y de la evidencia empírica apuntan en esa dirección. Desde Funcas se está llevando a cabo una revisión de la incipiente, pero cada vez más extensa, literatura académica sobre estas cuestiones (en una investigación aún en curso) y en la que también se realizan algunos ejercicios empíricos para el caso español. Las conclusiones preliminares, en línea con otros estudios, son:

- La política monetaria es menos efectiva cuando los tipos de interés se encuentran en niveles reducidos. El canal del crédito no resulta igualmente funcional y, en determinados contextos, los tipos muy bajos tienen efectos contrarios a los esperados por los decisores de política monetaria (menos crédito), entre otras cosas, al generarse expectativas negativas sobre la economía.
- Aunque los tipos de interés reducidos pueden tener un impacto positivo, en la medida en que reducen la morosidad bancaria, el efecto negativo sobre el margen de intereses es mayor y, por lo tanto, el efecto neto sobre la rentabilidad es negativo.
- Los bancos que más ahorro captan en forma de depósitos se ven más afectados por los tipos de interés negativos en la medida en que no trasladan estos a sus depositantes. A largo plazo, una prolongación de estas medidas tiene implicaciones potencialmente negativas sobre la estabilidad financiera.

Aunque los tipos reducidos pueden tener un impacto positivo, en la medida en que reducen la morosidad bancaria, el efecto negativo sobre el margen de intereses es mayor y, por lo tanto, el efecto neto sobre la rentabilidad es negativo.

- El impacto de los tipos de interés negativos en la rentabilidad es mayor cuanto menor sea el nivel de solvencia del banco.
- La evidencia empírica sugiere que, hasta el momento, la expansión cuantitativa del BCE ha tenido efectos positivos en la provisión de crédito, aunque esta ha aumentado en menor medida de lo que se esperaba.
- Aunque en algunos casos como el español, los márgenes de intereses sobre los activos totales puedan parecer similares a los de antes de la crisis, hay que tener en cuenta varios

efectos “composición” que pueden tener un impacto final negativo en la rentabilidad: ahora, junto con el margen de intereses, baja también el volumen total del crédito y el de activos y, si la tendencia continúa –o se agrava en una situación macroeconómica adversa– los márgenes de intereses podrían caer más.

Finalmente, con independencia de sus efectos sobre el sector bancario, hay que tener en cuenta otros efectos negativos agregados de los tipos de interés negativos. Entre ellos, las dificultades para

la formación de precios en los mercados financieros y la exacerbación de la acumulación de deuda. Asimismo, la posibilidad de que aumente la acumulación de efectivo (*cash hoarding*) en la medida en que este no se ve afectado por tipos negativos. No puede olvidarse, tampoco, la relación entre los tipos de interés negativos y los tipos de cambio –y que algunas experiencias internacionales de estas situaciones han sido maniobras de protección de divisas– y sus posibles implicaciones cuando existen, como en la actualidad, tensiones comerciales.

“Eurojaponización”: lecciones de la banca japonesa con una década y media de desfase

Ángel Berges, Federica Troiano y Fernando Rojas*

El debate sobre los efectos de la política monetaria de tipos cero o negativos en los márgenes y rentabilidad de los bancos de la eurozona presenta similitudes crecientes con la situación vivida en Japón hace década y media. A pesar de contar con unos márgenes exiguos, la banca japonesa ha exhibido una presencia casi nula de morosidad y, por tanto, de poca necesidad de provisiones, y una estructura de gastos mucho más ligera que la banca europea, favorecida en parte por el crecimiento de los activos bancarios. En términos de rentabilidad, la década de adelanto de Japón ha venido generando un ROE reducido, pero razonablemente estable, así como una ratio de capital sobre activos por debajo de la europea, lo que apuntaría a que con un negocio con tan poca volatilidad y riesgo de crédito tal vez no haya sido necesario exigirle más capital por parte del supervisor.

En los últimos meses, y muy especialmente tras el cambio de rumbo de las políticas monetarias por el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal hacia sesgos mucho más acomodaticios –en el caso europeo desplazando claramente el horizonte (*forward guidance*) de elevación de tipos y, en el estadounidense, abriendo la posibilidad de más bajadas–, ha cobrado una nueva virtualidad el debate sobre los efectos de esas políticas de tipos cero (o negativos, en el caso de la facilidad de depósito) sobre los márgenes y la rentabilidad bancaria, tal como analizaron Troiano, Da Mota y Rojas (2019) en estas mismas páginas. Esas medidas se han visto incluso intensificadas en la reunión del 12 de septiembre del Consejo de Gobierno del BCE, con

el mantenimiento de los tipos oficiales en las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito, la reducción de 10 puntos básicos en la facilidad de depósito, la reanudación de compras netas de activos a partir de noviembre, y la ampliación del plazo de amortización de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico.

En este mismo ámbito, el “enquistamiento” de tipos cero por parte del BCE, con muy poca eficacia en términos de acercamiento a los objetivos de inflación (*below but close to 2%*), va dibujando crecientes similitudes entre la actual situación de la eurozona y la de Japón desde hace ya más de dos

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

décadas, lo que se ha venido en denominar “euro-japonización”. De ahí que sea muy relevante analizar las lecciones que cabe extraer de la banca japonesa, como indicador adelantado de lo que podría deparar a la europea con una década de desfase.

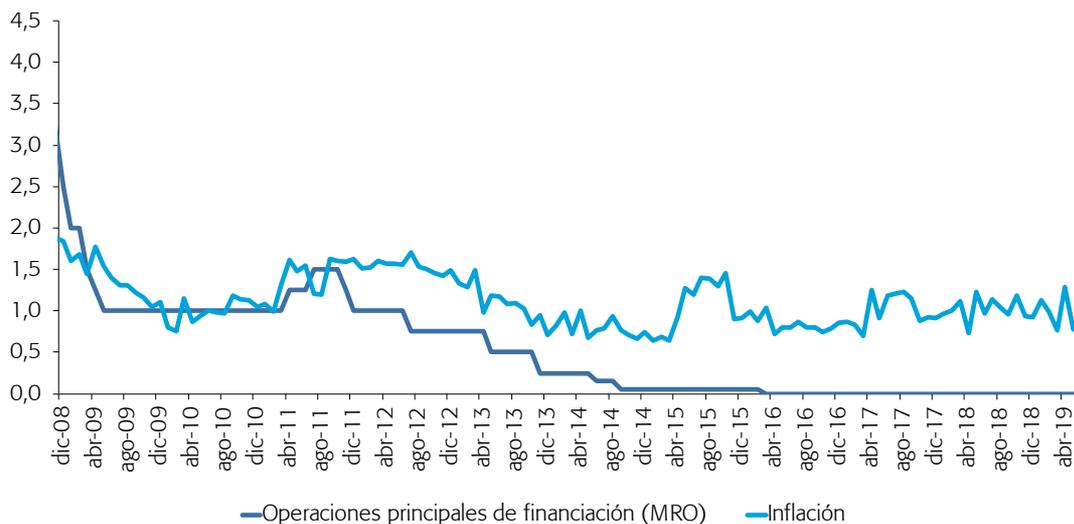
Típos cero en Japón y la eurozona: una década y media de desfase

Se han cumplido recientemente cinco años desde que el BCE situó en cero el tipo de interés de su principal instrumento de política monetaria, conocido como operaciones principales de financiación (MRO por sus siglas en inglés). Previamente había llevado a cabo una intensa reducción del mismo en respuesta a la crisis (desde el 4% al 1%), y la decisión –que pronto se declararía claramente errónea– de elevar medio punto (hasta el 1,5%) en 2011 y que, pocos meses después, se vería obligado a revertir, encadenando una serie de reducciones que culminarían en ese suelo del 0%, en el que llevamos anclados ya cinco años (gráfico 1).

Esa política de tipos cero, complementada con otras actuaciones no convencionales –sucesivas rondas de *LTRO/TLTRO*, tipos negativos en la facilidad de depósito, programas masivos de compras de activos, etc.– no ha sido suficiente para acercar la inflación en la eurozona al objetivo tan recurrentemente explicitado por el presidente del BCE: *below but close to 2%*. Con ello no se pretende criticar en absoluto las actuaciones del BCE; de hecho, el *contrafactual* de lo que habría ocurrido sin ellas es probablemente mucho peor. Sin embargo, ello no obsta para reconocer que los efectos marginales de medidas adicionales son claramente decrecientes, lo que aconseja mirar a la experiencia de Japón, con una historia mucho más larga en cuanto a perseguir un objetivo similar en términos de expectativas inflacionistas.

En 1993 el Banco de Japón llevaba a cabo su más intensa reducción de su tipo de referencia (*policy rate*), que alcanzaría un valor cero en 1999, enquistándose en dicho nivel desde entonces. Los intentos de elevación de tipos fueron dos, en 2000 y 2006. Ambos tuvieron que ser revertidos, en un contexto de expectativas inflacionistas completamente desancladas: tan solo en dos ocasiones

Gráfico 1
Tipo de referencia e inflación en la eurozona (desde 2008)
 (En porcentaje)



Fuente: Macrobond y Afi.

durante los últimos 25 años la inflación superó el 2% y de forma muy puntual, muy influenciada por políticas fiscales llevadas a cabo por el Gobierno nipón, mientras que han sido mucho más frecuentes los episodios de inflación negativa, o en terreno positivo pero muy cercana de cero, como es el caso de los últimos cuatro años (gráfico 2).

Si la experiencia japonesa puede ser objeto de extrapolación, y sin entrar en otros considerandos más estructurales y/o diferenciales frente a Europa (demografía, políticas fiscales expansivas), cabe anticipar un largo periodo de tiempo con tipos cero en la eurozona. Ante tal eventualidad, consideramos relevante analizar cómo lo ha hecho la banca japonesa en dicho contexto, así como la comparativa con la banca europea, teniendo en cuenta ese desfase superior a una década.

Banca con tipos cero: la eurozona tras los pasos de Japón

Si los tipos de interés del euro mimetizan a los de Japón con un desfase de una década y media, algo similar cabe concluir si se analizan los balances

bancarios, especialmente el peso del crédito sobre la economía, como pone de manifiesto el gráfico 3. La ratio de crédito sobre el PIB alcanzó en Japón su máximo (cercano al 170%) a mediados de los noventa, a lo que siguió un largo e intenso proceso de desapalancamiento durante una larga década, hasta un nivel en torno al 130% en que se ha mantenido durante otra década, creciendo en media lo mismo que el PIB, es decir entre el 1% y el 2% anual.

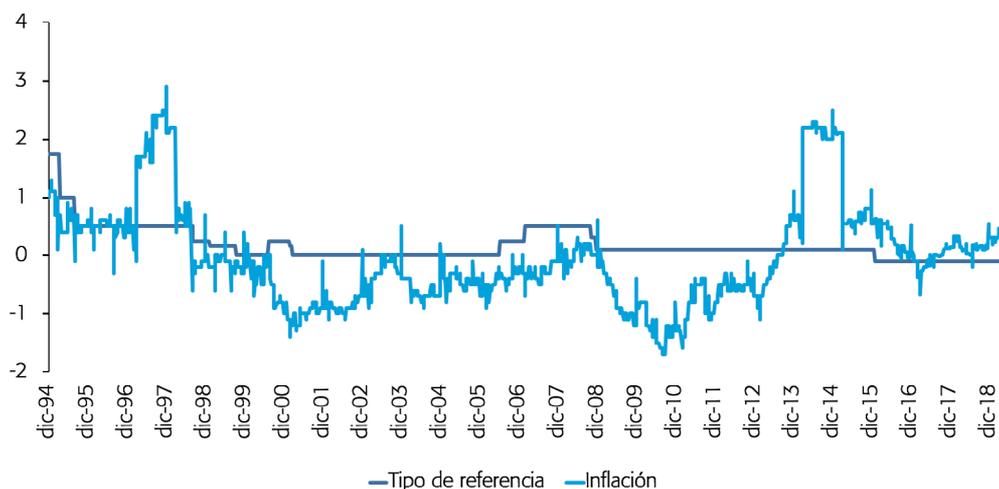
Si la experiencia japonesa puede ser objeto de extrapolación, y sin entrar en otros considerandos más estructurales y/o diferenciales frente a Europa (demografía, políticas fiscales expansivas), cabe anticipar un largo periodo de tiempo con tipos cero en la eurozona.

En términos de volumen de negocio cabe concluir, por tanto, que tras una muy lenta digestión de los excesos previos (burbuja de los ochenta y primeros de los noventa), la banca japonesa ha entrado en una fase de crecimiento positivo, pero reducido

Gráfico 2

Tipo de referencia e inflación en Japón (desde 1994)

(En porcentaje)

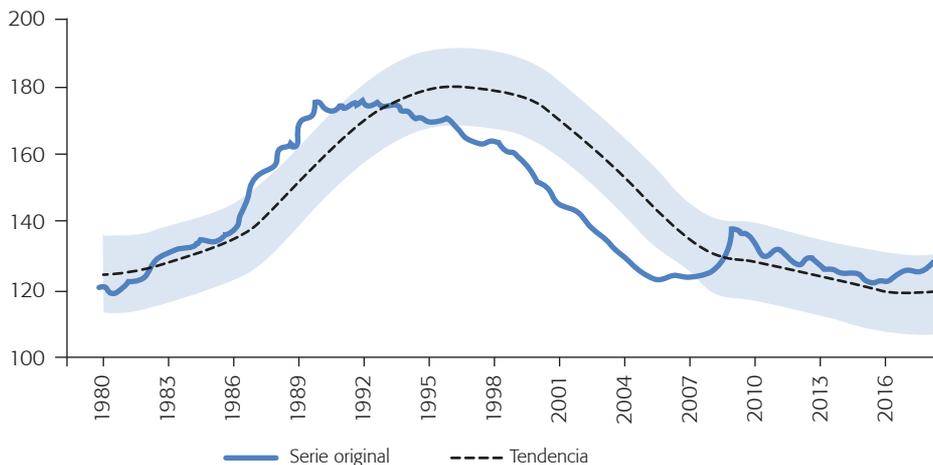


Fuente: Macrobond y Afi.

Gráfico 3

Ratio de crédito sobre PIB

(En porcentaje)



Fuente: Bank of Japan, *Financial System Report*, abril 2019.

y equilibrado (en relación al PIB), lo que no permite grandes alegrías, pero tampoco sorpresas negativas en el ámbito del riesgo, una vez digeridos los legados adversos de esa crisis histórica de los años ochenta.

siglo y, desde entonces, dicho margen de intermediación en Japón se ha reducido hasta situarse en torno al 0,6-0,7%.

A ese margen de intermediación hay que añadir las comisiones, que son ciertamente reducidas en el caso de la banca japonesa (en torno al 0,3% de los activos, menos de la mitad que en la banca europea), y otros ingresos, fundamentalmente de la operativa en mercados y tenencia de valores, que pesa en Japón algo más que en la banca europea.

La suma de todos esos componentes se traduce en un margen bruto que, desde el inicio del siglo (y desde la política de tipos cero), en la banca japonesa se ha reducido desde el 2% (nivel que actualmente obtiene la banca europea) hasta el 1,2%.

Frente a unos márgenes tan exigüos y deprimidos, la banca japonesa ha exhibido dos elementos favorables en su comparativa con la europea. En primer lugar, una presencia casi nula de morosidad, y por tanto de poca necesidad de provisiones, una vez digeridos los activos dañados de la crisis de los ochenta y noventa, donde llegó a superar un 10% de morosidad. En segundo lugar, una estructura de gastos, tanto de personal como generales, mucho más ligera. Concretamente, el 1,4% de gastos sobre

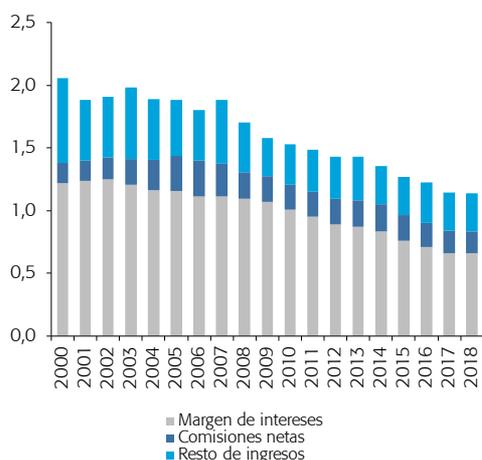
Frente a unos márgenes exiguos, la banca japonesa ha exhibido dos elementos favorables en su comparativa con la europea: una presencia casi nula de morosidad, y por tanto de poca necesidad de provisiones, y una estructura de gastos, tanto de personal como generales, mucho más ligera.

En dicho contexto de negocio, el mantenimiento de los tipos en cero durante casi dos décadas ha presionado sistemáticamente a la baja los márgenes unitarios de la banca, como puede deducirse de los gráficos 4 y 5, que muestran la comparativa histórica entre la banca japonesa (desde 2000) y la europea (desde 2009). Cabe resaltar que el margen de intermediación en la banca europea se encuentra actualmente en el mismo nivel (aproximadamente el 1,2%) que disfrutaba la banca japonesa en los primeros años del

Gráfico 4

Descomposición de ingresos en Japón

(En porcentaje sobre activos totales medios)

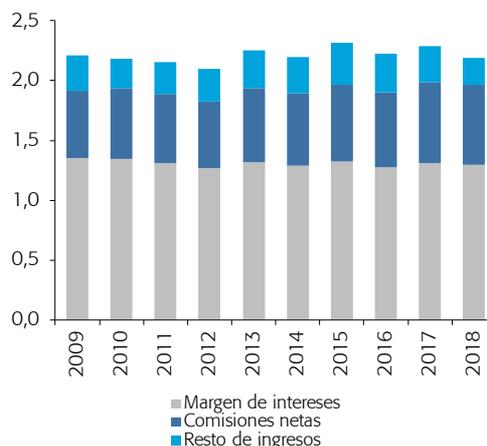


Fuente: Bank of Japan y Afi.

Gráfico 5

Descomposición de ingresos en la eurozona

(En porcentaje sobre activos totales medios)



Fuente: Statistical Data Warehouse (BCE) y Afi.

activos que actualmente tiene la banca europea es más de lo que tenía la banca japonesa en 2000, y desde entonces esta los ha reducido al 0,6%.

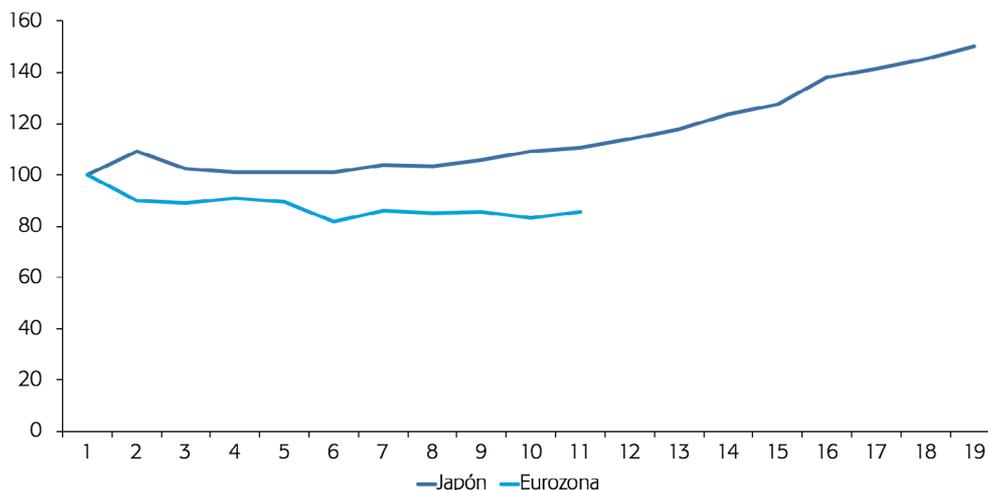
Bien es cierto que a esa reducción de gastos sobre activos ha ayudado el crecimiento de activos

experimentado por la banca japonesa desde hace una década, fase a la que no ha llegado todavía la banca europea. Ese crecimiento que han experimentado los activos de la banca japonesa en los últimos años (gráfico 6), denotando que las políticas que han llevado a cabo las entidades niponas

Gráfico 6

Activos bancarios: evolución relativa

(Base 100 = Japón: 2000 – eurozona: 2009)



Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Bank of Japan y Afi.

se han orientado en el crecimiento del volumen de negocio (efecto volumen positivo para el margen de intereses), para intentar compensar unos tipos de nueva concesión progresivamente más bajos (efecto tipos negativo).

Síntesis: rentabilidad y solvencia

De la agregación de todos los factores anteriores (volumen de activos, márgenes sobre los mismos, estructura de gastos y coste del riesgo) surge el parámetro básico que determina la viabilidad de un banco, o de un sistema bancario en conjunto: su capacidad de generar rentabilidad para el capital que por regulación se necesita para soportar para la actividad bancaria. Pues bien, el gráfico 7 compara esa rentabilidad sobre el capital (ROE) en Japón y la eurozona, tomando diferentes momentos base en uno y otro: 2000 para Japón y 2009 para la eurozona. El gráfico 8 ilustra la misma evolución, pero referida al peso de los recursos propios sobre los activos totales, lo que sería el equivalente a una solvencia sin ponderación en los activos.

Dos conclusiones saltan a la vista de esas comparativas. En términos de rentabilidad, la década de adelanto que lleva Japón ha venido generando una rentabilidad sobre recursos propios (ROE) razonablemente estable pero reducida, entre el 7% y el 5%, con tendencia a la parte baja en los dos últimos años y, en todo caso, en ningún momento acercándose a ese 10% que, a menudo, se esgrime como el coste de capital exigido por el mercado para invertir en acciones bancarias.

La década de adelanto que lleva Japón ha venido generando un ROE razonablemente estable pero reducido, entre el 7% y el 5%, con tendencia a la parte baja en los dos últimos años y, en todo caso, sin acercarse al 10% que, a menudo, se esgrime como el coste de capital exigido por el mercado para invertir en acciones bancarias.

Esa reflexión nos lleva inmediatamente a la segunda, que emerge de la comparativa en términos de la ratio de capital sobre activos. Mientras que en la banca europea se ha incrementado esa ratio

Gráfico 7

ROE

(Base Japón: 2000 – eurozona: 2009)

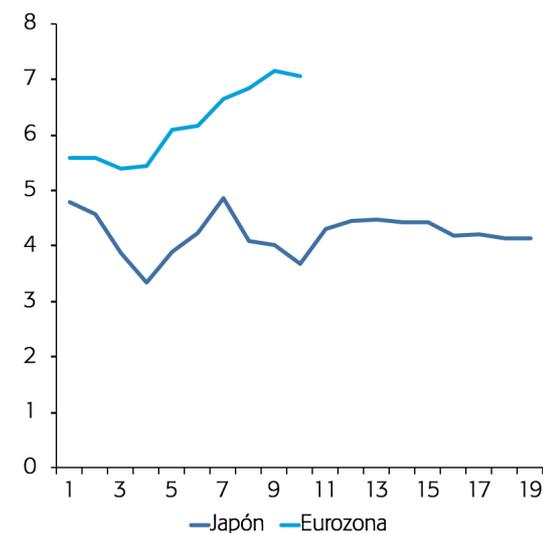


Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Bank of Japan y Afi.

Gráfico 8

Fondos propios/activo total

(Base Japón: 2000 – eurozona: 2009)



Fuentes: Statistical Data Warehouse (BCE), Bank of Japan y Afi.

en más de un 50%, en gran medida en respuesta a una muy exigente regulación tras la crisis, en el caso de la banca japonesa la ratio de capital se ha mantenido estable y muy por debajo de la europea.

Una posible razón (botella medio vacía) de esa reducida capitalización puede ser la dificultad de obtener capital con unos *ROE* tan reducidos, con el crecimiento actual del balance que están experimentado; pero, otra alternativa (botella medio llena) apuntaría a que, con un negocio con tan poca volatilidad y riesgo de crédito como viene exhibiendo el japonés durante más de una década, tal vez no sea necesario exigirle más capital por parte del supervisor.

Referencias

- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Statistical Data Warehouse*. <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691533>
- BANK OF JAPAN. http://www.boj.or.jp/en/statistics/asli_fi/index.htm/
- ROJAS, F., TROIANO, F. y DA MOTA, R. (2019). BCE: posibles modificaciones en la facilidad de depósito e impactos potenciales. *Cuadernos de Información Económica*, 271, julio-agosto. Disponible en: https://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?IdRef=3-06271

Los requerimientos de *MREL* ante la nueva Directiva de resolución bancaria europea*

Marta Martínez Guerra**

Como consecuencia de la aprobación de los estándares *TLAC* (*Total Loss Absorbing Capacity*) por el Financial Stability Board a nivel internacional, la Unión Europea ha revisado la Directiva de Resolución para adaptar su equivalente, el *MREL* (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*). La nueva directiva desarrolla la forma de cálculo del *MREL* y el tipo de instrumentos financieros con el que se debe cumplir, dando prioridad a los instrumentos de capital, deuda subordinada y deuda sénior no preferente, y fijando unos mínimos específicos para las entidades de mayor tamaño. Las autoridades de resolución deberán adaptarse a estos nuevos parámetros en la fijación del *MREL* para cada entidad en su plan de resolución, pudiendo afectar así al volumen y tipo de emisiones que estas realicen.

25

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 272 | SEPTIEMBRE/OCTUBRE

Antecedentes: el *bail-in* y los requerimientos a las entidades para absorber pérdidas

Tras el ingente despliegue de fondos públicos necesarios para afrontar la crisis financiera de 2008, se produjo a nivel internacional un cambio de paradigma en la forma de abordar las dificultades de las entidades financieras. El nuevo consenso internacional –en el G-20 primero, y en

la Unión Europea (UE) después– entiende que las entidades deben poder internalizar de manera ordenada las pérdidas, reduciendo al mínimo el uso de fondos públicos. En este camino del *bail-out* al *bail-in* las entidades se han visto obligadas a irse dotando de un cierto nivel de fondos propios y pasivos suficientes para, en primer lugar, poder absorber las pérdidas que puedan llegar a tener y, a continuación, recapitalizarse, con el objetivo de garantizar su viabilidad y reducir así el impacto en la estabilidad financiera.

* Con agradecimiento a Sara González Losantos y a Javier Ortega Castro por su siempre generosa contribución al proceso de negociación de la directiva.

** Vocal asesora en la Subdirección General de Legislación de Entidades de Crédito, Servicios Bancarios y de Pago, Ministerio de Economía y Empresa. Las opiniones expresadas en este artículo son de exclusiva responsabilidad de la autora y no necesariamente representan la opinión del Ministerio de Economía y Empresa.

En caso de que una entidad vaya a resolución es preciso asignar pérdidas a los acreedores. Sin embargo, dada la particular naturaleza de la actividad bancaria y de su estructura de pasivo, ello podría implicar imponer pérdidas a los depositantes, lo cual podría generar desconfianza en el sistema bancario. Para evitar este efecto se ha optado por obligar a las entidades a incrementar la proporción de su financiación consistente en capital y deuda. A diferencia de los depósitos, estos pasivos suelen estar en manos de inversores profesionales y no suelen presentar esa doble naturaleza del acreedor-cliente.

Del TLAC al MREL

El Financial Stability Board (FSB) aprobó en 2015 los estándares TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*), refrendados por el G-20. Estos estándares establecen que las entidades financieras globalmente sistémicas (G-SIFIs, por sus siglas en inglés) deben contar con un nivel mínimo de fondos propios y de pasivos con capacidad para absorber pérdidas.

Este nivel se fijaría en un mínimo de 18%, a cumplir fundamentalmente con capital y deuda subordinada, sobre el total de activos ponderados por riesgo (APR) para 2022 (recordemos que los estándares de Basilea vienen exigiendo ya al menos un 8% de capital sobre los APR, además del llamado pilar 2 y los colchones de capital que se fijen).

A pesar de que en 2014 la UE se dotó de un amplio marco normativo e institucional en resolución bancaria (reforzado para la unión bancaria en la eurozona), la aprobación de los estándares TLAC obliga ahora a revisar la regulación de su equivalente comunitario, el MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*). El TLAC solo es directamente exigible en la medida en que las autoridades de cada país/región adopten normativa vinculante, lo que precisamente hace la normativa europea ahora.

En la práctica, el nuevo MREL ha resultado más exigente que el TLAC, ya que se prevé que arroje unos requerimientos por encima del 18% de los APR para un gran número de entidades. Estos nuevos requerimientos avanzan en la reducción de riesgos en el sistema financiero de la UE, si bien es de esperar que requieran un cierto esfuerzo para su cumplimiento por parte de las entidades.

Lo cierto es que la recién aprobada modificación de la Directiva de Resolución (*Banking Recovery and Resolution Directive*), conocida como BRRD2, junto con un nuevo Reglamento de Requerimientos de Capital, va más allá de la mera incorporación del TLAC.

Las principales diferencias entre TLAC y MREL son las siguientes:

Gráfico 1

Calendario de requerimientos TLAC/MREL



Nota: * MREL calculado según la BRRD2. Actualmente ya se exigen requerimientos de MREL a las entidades conforme a la anterior BRRD.

Fuente: Elaboración propia.

- El *TLAC* afecta solo a las *GSII*, mientras que el *MREL* es exigible a todas las entidades en la UE.
- El requerimiento mínimo de *TLAC* es igual para todas las entidades (18% de los *APR*), mientras que el *MREL* se fija para cada entidad, a partir de las fórmulas y valoraciones previstas en la *BRRD2*.
- El *TLAC* ha de cumplirse con instrumentos subordinados (capital, deuda subordinada y deuda sénior no preferente, con excepciones menores) mientras que el *MREL* se puede cumplir parcialmente con otros instrumentos.

En definitiva, si bien el objetivo inicial era “transponer” a la UE el *TLAC* internacional y facilitar el cumplimiento simultáneo de ambos requerimientos por parte de las *GSII*, como el Banco Santander, en la práctica el nuevo *MREL* ha resultado más exigente que el *TLAC*, ya que se prevé que arroje unos requerimientos por encima del 18% de los *APR* para un gran número de entidades. En la práctica, estos nuevos requerimientos avanzan en la reducción de riesgos en el sistema financiero de la UE, si bien es de esperar que requieran un cierto esfuerzo para su cumplimiento por parte de las entidades.

Los instrumentos financieros elegibles para *MREL*

El *MREL* se debe cumplir en principio con capital, deuda subordinada, deuda sénior (preferente o no preferente) y depósitos no preferentes ni garantizados con vencimiento a más de un año. No se puede cumplir, en cambio, con depósitos garantizados, derivados o títulos garantizados.

No obstante, se pide que una proporción relevante del *MREL* se cumpla específicamente con instrumentos “subordinados” (aquellos que en jerarquía concursal absorberían pérdidas antes que los instrumentos excluidos): capital, deuda subordinada y deuda sénior no preferente. Esta exigencia de instrumentos subordinados se debe a que estos absorberían pérdidas más fácilmente y con menor litigiosidad legal, a diferencia del resto de pasivos (deuda sénior, depósitos corporativos) que en la jerarquía concursal se encuentran *pari passu* con pasivos excluidos, como los derivados (gráfico 2).

Por lo demás, la *BRRD2* incorpora y desarrolla los criterios del *TLAC* sobre instrumentos elegibles. Por ejemplo permite el cómputo de notas estructuradas, si bien, para asegurar que la presencia de derivados implícitos no vea reducida su capacidad de absorción de pérdidas, exige que el principal sea fijo o creciente.

Gráfico 2

Jerarquía de absorción de pérdidas en caso de resolución de una entidad*

Depósitos cubiertos				Instrumentos subordinados
Depósitos no cubiertos de personas físicas y pymes				
Deuda sénior	Otros depósitos	Derivados	Otros créditos ordinarios	
Deuda sénior no preferente				
T2				
AT1				
CET1				

Nota: * Conforme a la normativa española.

Fuente: Elaboración propia.

También es destacable que, para garantizar que los pasivos estén disponibles para ser amortizados y convertidos en caso de necesidad, los instrumentos de deuda han de tener un vencimiento restante de más de un año y el tenedor de dicha deuda no puede tener derecho a una amortización anticipada antes de dicho plazo.

La nueva normativa va más allá de la Directiva MIFID II en la protección de los clientes minoristas, ya que amplía la obligación de realizar un test de idoneidad a la comercialización de pasivos admisibles subordinados (fundamentalmente deuda sénior no preferente), si bien los Estados miembros podrán ampliar estas obligaciones a otros pasivos admisibles para MREL.

Además de lo anterior, se refuerza la obligación de incluir en todo instrumento sometido a normativa extranjera una cláusula que reconozca las facultades de amortización y conversión según la normativa de resolución europea, para que estos pasivos puedan computar para MREL (si bien se reconoce que en determinados supuestos puede ser imposible incluir dicha cláusula, como puede ser una licitación pública).

En cuanto a la posible venta de estos instrumentos a clientes minoristas, fruto de la participación del Parlamento Europeo en la negociación, se vieron reforzadas las obligaciones de información y advertencia para las entidades financieras. La nueva normativa va más allá de la Directiva MIFID II en la protección de estos clientes, ya que amplía la obligación de realizar un test de idoneidad a la comercialización de pasivos admisibles subordinados (fundamentalmente deuda sénior no preferente), si bien los Estados miembros podrán ampliar estas obligaciones a otros pasivos admisibles para MREL.

Además, se establecen restricciones respecto del volumen comercializado, pudiendo los legisladores nacionales optar por obligar a que el valor mínimo de los pasivos comercializados sea de

al menos 50.000 euros, o bien limitar al 10% la proporción de la cartera del cliente minorista que como máximo se puede invertir en pasivos admisibles y que la inversión inicial ascienda a 10.000 euros. Todos estos requisitos a la comercialización serán aplicables a los instrumentos emitidos a partir del 28 de diciembre de 2020.

Características del requerimiento de MREL: calibración y subordinación

La lógica detrás del cálculo del MREL es que debe ser suficiente para absorber las pérdidas que pueda experimentar una entidad y posteriormente dotarla de un capital mínimo suficiente para poder seguir operando conforme a las exigencias legales. La novedad consiste en que ahora se fija a nivel de directiva (y de reglamento para la unión bancaria) una fórmula más detallada de cálculo, donde antes se daba mayor discrecionalidad a las autoridades de resolución (que son las responsables de fijar un MREL para cada entidad).

El MREL presenta un componente de absorción de pérdidas (LAA) y uno de recapitalización (RCA), al que se añade un colchón para dar confianza al mercado (MCB):

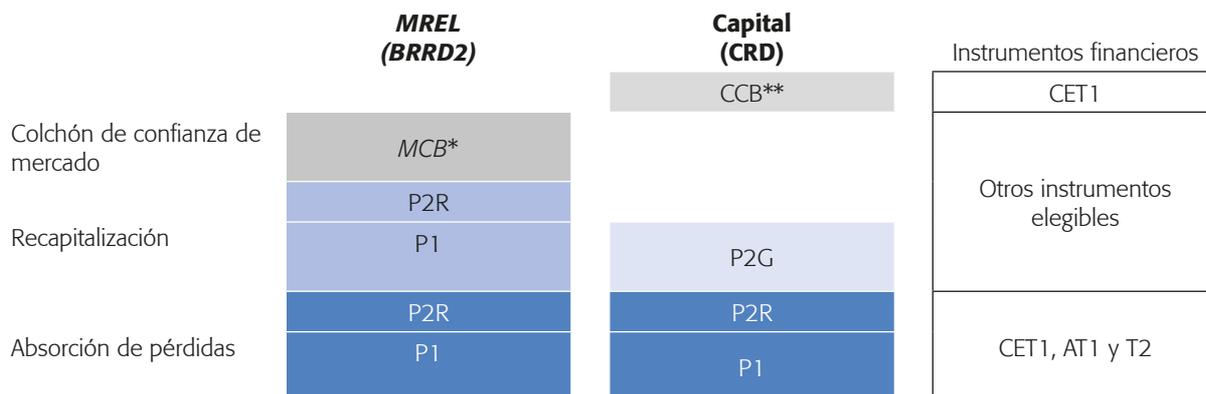
$$MREL = LAA + RCA + MCB$$

La fórmula básica para todas las entidades se "construye" a partir de los requerimientos de capital preexistentes en la normativa de requisitos de capital y se expresa sobre los activos ponderados por riesgo (APR) y sobre total exposición al riesgo (conforme a la fórmula de la ratio de apalancamiento), en consonancia con el TLAC y con Basilea (gráfico 3).

En general, los instrumentos empleados por las entidades para cumplir con los requisitos de capital sirven a su vez para cumplir con el MREL, salvo el colchón combinado de capital exigido por la CRD, que habrá de computarse aparte.

Gráfico 3

Cálculo del requerimiento de MREL a partir de los requerimientos de capital (CRD)



Notas: * MCB: colchón de confianza de mercado, equivalente a colchón combinado de capital sin el colchón contracíclico.

** CCB: colchón combinado de capital.

Fuente: Elaboración propia .

Sobre esta fórmula se pueden realizar ajustes al alza o a la baja para cada entidad, fundamentalmente en el componente de recapitalización, teniendo en cuenta que:

- se verá reducido previsiblemente, ya que la entidad resultante tras la resolución tendrá un menor volumen de activos por la materialización de las pérdidas y por las propias acciones de resolución;
- las herramientas de resolución distintas al *bail-in* (venta de negocio, banco puente o segregación de activos) pueden dar lugar a menores necesidades de recapitalización;
- si la estrategia para abordar la crisis de la entidad es la liquidación y no la resolución, la autoridad de resolución podrá determinar que no es necesario dotarse de componente de recapitalización.

No obstante, la verdadera novedad reside en la subordinación, en particular, en la determinación para las entidades de mayor tamaño de unos umbrales mínimos fijos a cumplir con instrumentos subordinados (capital, deuda subor-

dinada y deuda sénior no preferente), habiendo clasificado la directiva a las entidades del siguiente modo (gráfico 4):

- Grupo 1: *GSIs* (destinatarias originales de las obligaciones del *TLAC*).
- Grupo 2: grandes entidades: entidades de grupos de resolución con un activo total que supere los 100.000 millones de euros.
- Grupo 3: resto de entidades.

No obstante, las autoridades de resolución pueden decidir que ciertas entidades del Grupo 3 reciban el tratamiento más severo del Grupo 2, cuando consideren probable que su inviabilidad plantee un riesgo sistémico. Son los llamados *fished banks* o bancos “asimilados”.

Además, para hasta un 30% de las *GSI*, grandes entidades y entidades “asimiladas” bajo responsabilidad de una misma autoridad de resolución, se puede incrementar el requerimiento de subordinación por encima de esos umbrales (máximo de $2P1+2P2R+CCB$) si las entidades presentan obstáculos a la resolubilidad, su estra-

Gráfico 4

Requerimientos mínimos en función del tamaño de la entidad a cumplir con instrumentos subordinados

Grupo 1: GSIIs	Grupo 2: Grandes entidades	Grupo 3: Resto de entidades
El requerimiento que resulte mayor de los siguientes:		No creditor worse-off ***
18% APR* 6,75% ERA** 8% total balance	13,5% APR 5% ERA** 8% total balance limitado al 27% de APR (salvo "asimilados")	

Notas: * impuesto por el TLAC.

** ERA: exposiciones según la ratio de apalancamiento.

*** Principio según el cual ningún acreedor puede quedar en peor situación tras la resolución de una entidad en comparación con la liquidación de la misma.

Fuente: Elaboración propia.

tegia de resolución no es creíble o si la entidad se encuentra en el 20% con más riesgo de la unión bancaria.

Para el resto de entidades (y para incrementar el requisito de todas en general) la decisión del nivel de subordinación a exigir se adopta entidad a entidad en base al principio de *no creditor worse off (NCWO)*, con el mismo máximo mencionado en el párrafo anterior.

Plazo de cumplimiento del MREL

El 1 de enero de 2024 es la fecha límite para cumplir con los requerimientos de *MREL* por parte de las entidades conforme a esta nueva directiva, al margen de las obligaciones de *MREL* que ya han empezado a imponer, conforme a la anterior directiva, las autoridades de resolución, como la Junta Única de Resolución para las entidades significativas de la unión bancaria.

Antes de esa fecha, el 1 de enero de 2022, las entidades deberán cumplir con unos objetivos intermedios a determinar por las autoridades de resolución. Las *GSIIs*, las grandes entidades y las entidades "asimiladas" deberán cumplir para entonces con los requisitos mínimos de subordinación.

El 1 de enero de 2024 es la fecha límite para cumplir con los requerimientos de MREL conforme a la nueva directiva, al margen de las obligaciones que ya han empezado a imponer, conforme a la anterior directiva, las autoridades de resolución. Antes de esa fecha, el 1 de enero de 2022, las entidades deberán cumplir con unos objetivos intermedios a determinar.

Asimismo, las autoridades podrán prorrogar el plazo más allá de 2024 teniendo en cuenta la situación financiera de la entidad, la propia capacidad de sustituir emisiones que vayan venciendo y la capacidad de cumplir con los requisitos en plazo; además valorarán también la preponderancia de depósitos y de instrumentos de CET1, la ausencia de instrumentos de deuda en el modelo de financiación y el acceso a mercados de capitales para pasivos admisibles.

Publicidad de los requisitos y sanciones por incumplimiento de los niveles de MREL

La *BRRD2* obliga ahora a las entidades a publicar sus niveles de *MREL* con carácter anual, salvo las sometidas al *TLAC (GSIIs)*, que deberán

hacerlo con carácter trimestral (los requerimientos de *MREL* para cada entidad ya se hacen públicos como hecho relevante por normativa de mercado de valores). Sin embargo, quedan exentas de publicar estos datos las entidades cuya estrategia en caso de crisis sea la liquidación, lo cual en la práctica implica dar una información adicional a los mercados.

En cuanto a las sanciones por incumplimiento del *MREL*, hay que tener en cuenta que, si las entidades no disponen de un *MREL* suficiente y adecuado, ello puede dificultar una resolución ordenada de la entidad, debiendo movilizar recursos públicos o de acreedores sensibles como depositantes, lo que podría derivar en una situación de inestabilidad financiera. Por ello, las autoridades de resolución han de tener poderes para obligar a cumplir con estos requisitos en un plazo breve de tiempo.

En caso de incumplimiento del requerimiento de *MREL*, las autoridades de resolución podrán prohibir a las entidades la retribución de instrumentos de CET1 y AT1, el pago de la remuneración variable de los beneficios discrecionales de pensión. Las sanciones pueden imponerse desde el momento del incumplimiento, en proporción al nivel del mismo y en todo caso a partir de los seis meses, salvo perturbación grave de los mercados financieros, entre otras circunstancias.

Este tipo de sanciones ya se prevenían en caso de incumplimiento de los requisitos prudenciales e impactan especialmente en las entidades, pudiendo reducir el atractivo de sus emisiones.

¿Cómo se aplica el *MREL* a los distintos tipos de entidades?

Las entidades con mayor riesgo sistémico y, por tanto, donde disponer de un *MREL* suficiente es fundamental, a menudo suelen ser grandes grupos transfronterizos con filiales dentro (y fuera) de la UE.

Ello implica que la determinación del *MREL* ha de satisfacer, en la medida de lo posible, a las distintas autoridades de resolución en cuya jurisdicción opere la matriz o las filiales. La creación de la unión bancaria en los países de la eurozona ha facilitado este proceso, unificando instituciones. No obstante, incluso en estos países las “autoridades únicas” (BCE, Junta Única de Resolución), conviven con autoridades nacionales, además de las autoridades de los Estados de fuera de la unión bancaria.

A este respecto, la *BRRD2* apuesta por la adopción de decisiones conjuntas entre las autoridades de resolución afectadas, si bien en caso de desacuerdo primarán las decisiones de cada autoridad para las entidades bajo su jurisdicción.

En general, cada grupo de resolución deberá cumplir con un requisito de *MREL*, llamado gráficamente “*MREL* externo”, a emitir por la entidad de resolución (entidad principal del grupo) y a adquirir por acreedores distintos o “externos” al grupo.

En este sentido, la *BRRD2* ahora recoge también expresamente la posibilidad de separar un grupo financiero en varias partes o grupos de resolución, aislados entre sí en caso de resolución, para frenar el contagio entre ellas. Cada grupo de resolución deberá disponer de su propio *MREL* externo. En este sistema (llamado *Multiple Point of Entry*) son pioneras entidades españolas como BBVA y Santander, por su tradicional exposición a regiones extracomunitarias como América Latina.

Por otra parte, al tiempo que se cumple con el *MREL* externo, el resto de entidades del grupo (distintas de la entidad principal) han de tener su propio *MREL* para garantizar poder absorber pérdidas, minorando su dependencia de la matriz. Este es el llamado “*MREL* interno”. A diferencia del *MREL* externo, el interno sí se cubriría en general con emisiones de instrumentos financieros adquiridos por otras entidades del propio grupo.

La Comisión Europea propuso, al comienzo de la negociación, que los grupos financieros transfronterizos europeos pudieran cumplir con el *MREL* interno con garantías de otras entidades del

grupo. Ello daría mayor libertad a los grupos para distribuir los recursos entre sus entidades, mientras cumplieran como grupo con el requerimiento externo.

En todo caso, no se alcanzó un nivel de consenso suficiente para implantar esta exención a nivel transfronterizo, lo que habría facilitado, según sus defensores, una mayor integración del mercado interior. Sí se consintió la exención del *MREL* interno para las entidades del grupo que operen dentro de un mismo país.

Como particularidad, los grupos de cooperativas de crédito con gran interconexión entre sus entidades, podrán cumplir con el *MREL* externo a nivel de grupo.

Otros cambios que facilitan la aplicación de una resolución bancaria

Aprovechando la revisión de la directiva, se han ampliado los poderes de las autoridades de resolución para suspender las obligaciones de pago o entrega de la entidad en resolución. Esta facultad, conocida en ocasiones como “corralito”, puede ayudar a reducir la inestabilidad en la entidad mientras se implementa las medidas de resolución. Las principales novedades son:

- Las autoridades de resolución podrán suspender la retirada de depósitos. No obstante, esta “congelación” de la retirada de los depósitos no será automática, sino que se requiere una evaluación cuidadosa (especialmente de depósitos garantizados de personas físicas, microempresas y pymes), pudiendo permitir a los depositantes disponer de “un importe diario apropiado”.
- La suspensión puede dar comienzo desde que el supervisor (BCE) determina la inviabilidad de la entidad, sin tener que esperar a la decisión de resolver la entidad.

- La duración máxima se mantiene en dos días, a pesar de que la propuesta inicial de la Comisión llegaba hasta los cinco días.

Más allá del *MREL*

Si bien la acumulación de un *MREL* suficiente por parte de las entidades augura una mayor estabilidad en el sistema financiero y previene la utilización de fondos públicos, el nivel de *MREL* y el tipo de instrumentos con los que se ha de cumplir está obligando a las entidades a modificar en cierta medida su estructura de financiación. Así, estos requerimientos están teniendo especial influencia en la toma de decisiones respecto del volumen y tipo de emisiones, incluyendo la incipiente deuda sénior no preferente.

Por otra parte, la implementación definitiva de esta nueva directiva dependerá no solo de la transposición que los Estados miembros lleven a cabo antes del 28 de diciembre de 2020, sino también del desarrollo de normas técnicas de regulación que apruebe la Comisión a propuesta de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y de la interpretación que lleve a cabo cada autoridad de resolución, en sus *policies de MREL* y en los planes de resolución de las entidades.

*Si bien un *MREL* suficiente augura una mayor estabilidad en el sistema financiero y previene la utilización de fondos públicos, el nivel y el tipo de instrumentos con los que se ha de cumplir está obligando a las entidades a modificar en cierta medida su estructura de financiación.*

Finalmente, queda pendiente para la próxima Comisión Europea una nueva revisión de la Directiva de Resolución para, entre otros aspectos, y a pesar de la limitada experiencia práctica acumulada hasta la fecha, continuar mejorando la implementación de los procedimientos de resolución y de gestión de la inviabilidad bancaria en general, asuntos clave para la estabilidad financiera en la UE.

Referencias

AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA, EBA (2016). *Quantitative update on EBA MREL report*.

BERGES, A., PELAYO, A. y ROJAS, F. (2018). La banca española ante el MREL: emisiones para su cumplimiento. *Cuadernos de Información Económica*, 263, marzo-abril, pp. 51-59.

COMISIÓN EUROPEA (2019). "Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the application and review of Directive 2014/59/EU (Bank Recovery and Resolution Directive) and Regulation 806/2014".

Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que

se modifica la Directiva 2014/59/UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como la Directiva 98/26/CE.

Reglamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que se refiere a la ratio de apalancamiento, la ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información, y el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

El equilibrio presupuestario en España en el horizonte de 2022: ¿de dónde venimos?, ¿hacia dónde vamos?*

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

España abandonó en 2018 el procedimiento de déficit excesivo al situar la ratio déficit/PIB por debajo del -3% –concretamente en el -2,48%–. Tal objetivo se ha conseguido tras una larga década de esfuerzo en un contexto de fuerte crisis económica. La *Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022*, enviada por el Gobierno español a la Comisión Europea, ha fijado la consecución del equilibrio presupuestario en 2022. Por estrecho margen, la Airef considera que dicho objetivo no se cumplirá en dicho año, situándolo en el -0,5%. En todo caso, España se enfrenta actualmente a dos focos de inestabilidad para lograr dicho equilibrio presupuestario. Uno, externo, generado por la ralentización de la economía mundial. El otro, interno, debido a la incertidumbre política existente en el país desde 2015, que está suponiendo un serio obstáculo tanto para la aprobación de los presupuestos como para la implementación de medidas específicas en favor de la consolidación fiscal.

35

CABECERA VERTICAL REVISTA

España abandona el procedimiento de déficit excesivo

En 2018, y tras una larga década, España consiguió situar el déficit de las administraciones públicas por debajo del umbral del -3% del PIB. Así, del -3,03% de 2017 se pasó al -2,48% en 2018 aban-

donando de este modo el procedimiento de déficit excesivo regulado en el artículo 126 del Tratado de la Unión Europea. Como consecuencia, la Comisión propuso a principios de junio de 2019 cerrar dicho procedimiento en el que España llevaba inmersa desde 2009¹. No obstante, las finanzas públicas españolas siguen sometidas a estrecha vigilancia preventiva por la Comisión Europea. De hecho, recien-

* Los autores agradecen los comentarios de María Jesús Fernández (Funcas).

** Universidad Rey Juan Carlos y Observatorio Funcas de Economía Pública (OFEP).

*** Universidad Complutense de Madrid y Observatorio Funcas de Economía Pública (OFEP).

¹ Con la excepción de Estonia y Suecia, todos los países de la Unión Europea han estado sometidos a vigilancia por las autoridades europeas por incumplimiento en los niveles de déficit y deuda.

temente, la Comisión ha recomendado a España realizar nuevos ajustes presupuestarios para reducir su elevado nivel de deuda, que en 2018 alcanzó el 97,1% del PIB –la Unión ha sugerido también ajustes adicionales a Bélgica, Francia e Italia–.

En abril de 2019, el Gobierno español envió a la Comisión Europea la *Actualización del Programa de Estabilidad* para el período 2019-2022 (en adelante *APE*). De acuerdo a la *APE*, el Gobierno prevé alcanzar equilibrio presupuestario de las administraciones públicas en 2022. El camino seguido para conseguir dicho equilibrio fija unos objetivos intermedios de déficit del -2,0% en 2019, -1,1% en 2020 y -0,4% en 2021. Asimismo, acorde con estas cifras de déficit, la *APE* prevé reducir el nivel de deuda pública desde el 97,1% de 2018 hasta el 88,7% de 2022. Sin embargo, el dictamen de la Comisión Europea a la *APE* considera que existe riesgo de que no se cumplan las previsiones del nivel de deuda en los años 2019 y 2020, fijadas respectivamente en el 95,8% y en el 94,0%. Por este motivo, la Comisión ha propuesto un ajuste estructural anual del 0,65% del PIB que se corresponde con un crecimiento máximo del gasto público del 0,9%. En términos nominales tal ajuste representa unos 7.800 millones de euros anuales (Comisión Europea, 2019). A efectos ilustrativos, dicha cifra equivale aproximadamente al gasto presupuestado en Defensa para todo el ejercicio 2018. Como medida complementaria para cumplir con dichos objetivos de deuda, la Comisión considera necesario destinar los ingresos extraordinarios a acelerar la reducción de la ratio de deuda. En definitiva, tras la salida del procedimiento de déficit excesivo, España tiene en los próximos años deberes e importantes retos que afrontar para continuar con el proceso de consolidación fiscal. Como veremos más adelante, hay dos obstáculos especialmente relevantes para el éxito de la consolidación. Uno es la ralentización del crecimiento económico mundial con efectos directos sobre la economía española. El otro, de carácter más interno, es la incertidumbre política que existe en España desde 2015, que está creando enormes dificultades a la existencia de

gobiernos con mayoría suficiente para dar sosiego y estabilidad al ciclo presupuestario. En primer lugar, este artículo analiza en términos comparados el camino seguido por España para abandonar el procedimiento de déficit excesivo. En segundo lugar, se discute el objetivo de equilibrio presupuestario previsto por el Gobierno para el año 2022.

¿De dónde venimos? Una década de esfuerzo para salir del procedimiento de déficit excesivo

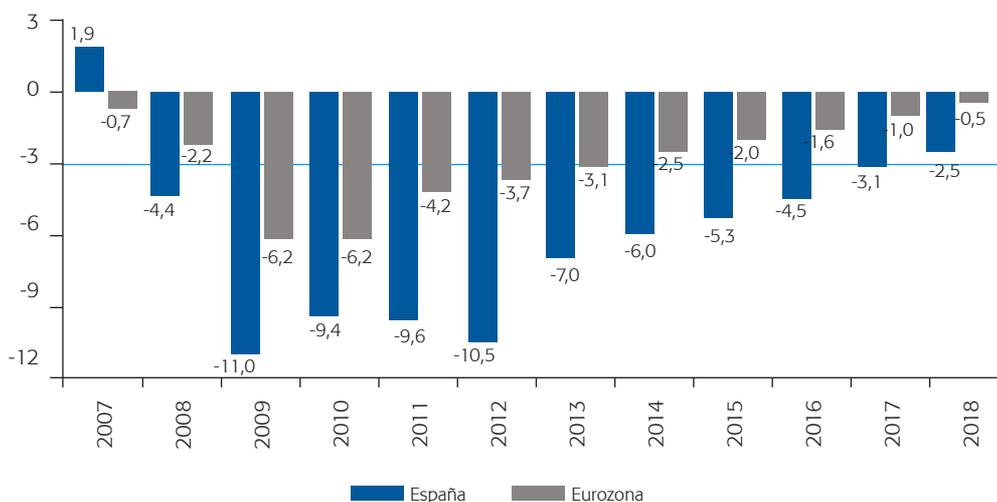
Visto en perspectiva, el camino recorrido por España para salir del procedimiento de déficit excesivo ha sido largo y repleto de dificultades, no solo económicas sino también sociales y políticas que merecen ser destacadas. A efectos ilustrativos, el gráfico 1 muestra la evolución del déficit público de España respecto de la media de la eurozona. Como se puede ver, España pasó de un superávit del 1,9% del PIB en 2007 a un déficit del 4,4% en 2008 coincidiendo con el primer año de la crisis. Tan solo un año más tarde, en 2009, el déficit alcanzó el 11,0%, muy por encima del promedio del 6,2% de la eurozona. Tal desequilibrio entre ingresos y gastos públicos se mantuvo en niveles muy elevados en los tres años siguientes: 9,4% en 2010, 9,6% en 2011 y 10,5% en 2012. El montante de déficit de los años 2009 a 2012 ascendió en términos acumulados a 432.200 millones de euros, equivalentes aproximadamente al 41,5% del PIB del año 2012. Estas cifras proporcionan una clara idea de la intensidad del impacto que la crisis económica tuvo sobre el nivel de deuda de las administraciones públicas. Así, a finales de 2008, el nivel de deuda se situó en el 39,5%. Y tan solo cuatro años después dicha ratio de deuda había escalado hasta el 85,7%². En resumen, entre los años 2008 a 2012 la ratio de deuda/PIB aumentó un total de 46,2 puntos frente a los 21,2 puntos de media la eurozona –tal incremento solo fue superado por los 77,5 puntos de incremento de Irlanda y los 50,2 de Grecia–.

² El resultado de esta situación es bien conocido. La prima de riesgo de la economía española no paró de subir hasta alcanzar su máximo nivel en julio de 2012 con 637 puntos básicos.

Gráfico 1

Déficit público en España y la eurozona, 2007-2018

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

La mayoría de países de la Unión Europea, incluida España, alcanzaron su nivel máximo de déficit en el año 2009. Concretamente, España llegó en ese año al 11,0% (frente al 6,2% de la eurozona), encadenando cuatro años consecutivos de abultados déficits superándose en dos ocasiones la barrera de los dos dígitos. Tanto es así, que esas cifras han marcado un récord histórico en la democracia española. De media, los países de la eurozona tardaron cinco años en reconducir el déficit por debajo del 3% frente a los diez años que ha tardado España. Un análisis más minucioso revela que existe una gran dispersión en lo que respecta al nivel máximo de déficit alcanzado por los diferentes países de la Unión Europea, el número de años que fueron necesarios para reducirlo por debajo del 3%, los puntos en los que hubo que reducir el déficit para alcanzar dicho objetivo y la velocidad media de ajuste del déficit. El gráfico 2 muestra el nivel máximo de déficit alcanzado por los países de la Unión entre los años 2007 a 2018. Dejando a un lado Irlanda como caso excepcional, la información permite distinguir cuatro grupos de países de acuerdo a la cota máxima alcanzada. Un primer grupo lo

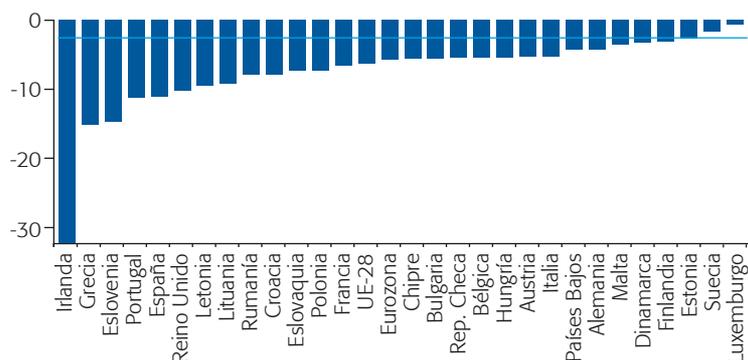
conforman los países que o bien no han superado el límite del 3% –Suecia, Estonia y Luxemburgo– o lo han rebasado muy ligeramente –Finlandia (3,2%) y Dinamarca (3,5%)–. Un segundo grupo está formado por un conjunto de países donde la cota oscila entre el 3% y el 6%. Aquí se sitúan Alemania (4,2%), Bélgica (5,4%), Austria (5,3%), Italia (5,2%) y Holanda (5,2%). El tercer grupo lo conforman países con máximos entre el 6% y el 10%, siendo Francia el único representante de la UE-15 en este rango –alcanzó el 7,2% en 2009–. Un último grupo incluye a países con un máximo absoluto superior al 10%. Aquí se encuentran tres países mediterráneos –España, Portugal y Grecia– además de Eslovenia, Irlanda y Reino Unido.

Entre los países de la Unión Europea, existen importantes diferencias, tanto en el número de años empleados para transitar desde las cotas máximas de déficit hasta niveles inferiores al 3%, como en la velocidad media de los ajustes realizados. Como se puede ver en el gráfico 3, España es el país de la Unión Europea que más tiempo ha tardado en situarse por debajo del citado umbral empleando un total de diez años. Ese período duplica tanto la

Gráfico 2

Nivel máximo alcanzado por el déficit público desde 2017

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

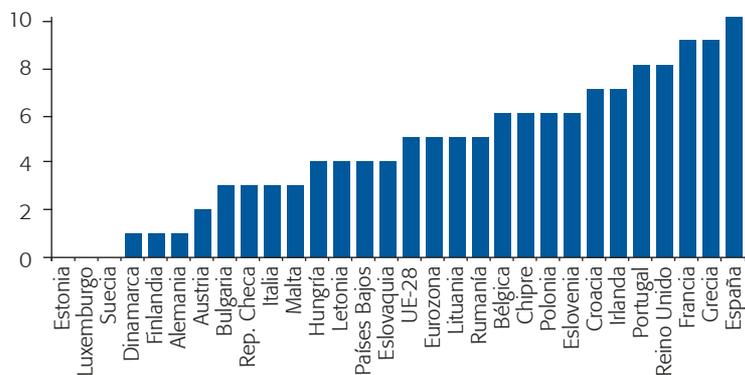
media de los países de la UE-28 como de la eurozona, siendo en ambos casos de cinco años. Por debajo de España se encuentran Grecia y Francia que tardaron nueve años; Reino Unido y Portugal ocho años e Irlanda y Croacia siete años. El ritmo anual medio de ajuste de cada país se presenta en el gráfico 4. Irlanda es un caso excepcional, ya que tras alcanzar un déficit del 32,1% en 2010 consiguió reducirlo hasta el 1,9% en 2015 empleando un ajuste medio anual de 4,3 puntos en la ratio déficit/PIB. Dicho valor está muy por encima del ritmo medio de ajuste observado para el total de países de la Unión Europea, que fue de 0,74

puntos. Al margen de Irlanda, los países que alcanzaron los mayores niveles en la ratio déficit/PIB durante la crisis –en orden descendente, Grecia, Eslovenia, España, Portugal, Reino Unido y Letonia– tuvieron velocidades de ajuste muy diferentes. Los ritmos más rápidos han sido los de Grecia y Eslovenia, con una media anual de 1,73 y 1,98 puntos de ratio déficit/PIB, seguidos de Portugal (1,15), Reino Unido (0,90) y, en último lugar, España (0,85). En el resto de países de la Unión Europea también existe una elevada dispersión en la velocidad de ajuste. Por ejemplo, Alemania redujo el déficit del 4,2% al 1,0% en tan solo un año.

38

Gráfico 3

Número de años con déficit público superior al 3% desde 2017

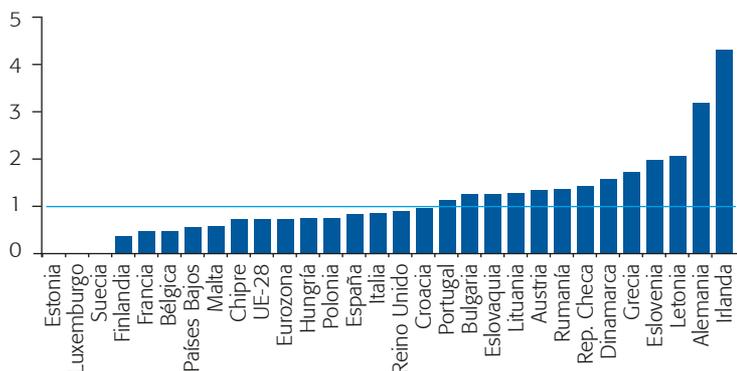


Fuente: Eurostat.

Gráfico 4

Ajuste de déficit público (media anual)

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Contrariamente, en Francia el déficit pasó del 7,2% al 2,8% en nueve años a una velocidad media de 0,49 puntos. De hecho, resulta interesante comparar los casos francés y español. Ambos países han tardado casi el mismo número de años en situar el déficit por debajo del 3%. Sin embargo, España partía de niveles muy superiores (11% frente a 7,2%) ajustando a un ritmo anual mucho mayor que Francia (0,85 frente a 0,49).

Entre los países de la Unión Europea, existen importantes diferencias, tanto en el número de años empleados para transitar desde las cotas máximas de déficit hasta niveles inferiores al 3%, como en la velocidad media de los ajustes. España es el país que más tiempo ha tardado en situarse por debajo del citado umbral empleando un total de diez años. Ese período duplica tanto la media de los países de la UE-28 como de la eurozona.

El ritmo de ajuste de España ha sido inferior al de otros países de la UE-15 que alcanzaron similares cifras de déficit. Concretamente, Portugal alcanzó un nivel máximo de déficit muy próximo al de

España (11,2%) aunque su nivel medio anual de ajuste fue ligeramente superior (1,15 frente a 0,85 puntos). Asimismo, Reino Unido situó su nivel máximo de déficit por debajo del español (10,1%) y mantuvo un nivel medio de ajuste ligeramente superior (0,9 frente a 0,85 puntos). Por otra parte, debe destacarse que el ritmo de ajuste en España presenta una alta dispersión: 3,5 puntos de ajuste de la ratio déficit/PIB en 2013, 1,0 en 2014, 0,7 en 2015, 0,8 en 2016, 1,4 en 2017 y, finalmente, 0,6 puntos en 2018.

En todo caso, el esfuerzo realizado por España para cumplir con el objetivo del 3% ha sido muy intenso en términos socioeconómicos. Primero, la crisis económica generó un grave deterioro de la actividad económica. En la década 2008 a 2018, España se enfrentó a cuatro años de profunda crisis con tasas negativas de crecimiento del PIB. Concretamente, -3,6% en 2009, -1,0% en 2011, -2,9% en 2012 y -1,7% en 2013. De hecho, el PIB nominal de la economía española de 2007 no pudo ser alcanzado y superado hasta 2015³. Segundo, el impacto de la crisis sobre la tasa de desempleo en España ha sido dramático. En 2007, el nivel del desempleo fue del 8,2% eleván-

³ Este entorno desfavorable explica que España se haya visto forzada a solicitar cuatro prórrogas para cumplir con los objetivos de déficit desde 2009. En 2016, la Comisión Europea solicitó imponer una multa, al igual que a Portugal, por realizar esfuerzos insuficientes para corregir el déficit. No obstante, finalmente, optó por no aplicar tal multa para evitar un impacto negativo sobre el crecimiento económico de ambos países.

dose hasta el 26,1% en 2013 –frente al 10,5% de media en la Unión (tan solo Grecia presentaba en 2012 tasas similares)–. Especialmente dramático ha sido también el impacto de la crisis sobre los menores de 25 años, con tasas de desempleo que alcanzaron el 56,9% en el primer trimestre de 2013. En tercer lugar, debe tenerse en cuenta que los ajustes para controlar el déficit público se realizaron en un contexto donde el índice AROPE propuesto por Eurostat (*at risk of poverty and/or exclusion*) alcanzó su máximo en 2014, afectando al 28,1% de la población española equivalentes a 13,1 millones de personas.

¿Hacia dónde vamos? El reto del equilibrio presupuestario en 2022

De acuerdo a la *Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022*, el equilibrio presupuestario se logrará en España en 2022. En los próximos tres años, la consecución de dicho objetivo de consolidación fiscal deberá hacer frente a dos importantes retos. Uno externo: la debilidad en el crecimiento de la economía mundial. Y otro interno: la inestabilidad política en España que está afectando a la aprobación de los presupuestos en tiempo y forma. Respecto a los condicionantes externos, la economía mundial se enfrenta a un horizonte con fuertes incertidumbres generadas por la interacción de un conjunto de factores entre los que destacan la próxima salida del Reino Unido de la Unión Europea, la desaceleración más intensa de lo esperado de la economía china y la proliferación del proteccionismo en la era Trump-Xi Jinping. En este escenario, el Fondo Monetario Internacional ha reducido recientemente en una décima las previsiones de crecimiento mundial tanto para 2019 como para 2020 (3,2% y 3,5% respectivamente) (FMI, 2019). A pesar de ello, España mantiene un ritmo ciertamente sólido de crecimiento, superior al de la Unión Europea, impulsado por la fortaleza de su demanda interna (2,2% en 2019 y 2,0% en 2020 frente al 1,4% y 1,6% en la Unión Europea) (FMI, 2019; Funcas, 2019).

En cuanto a la incertidumbre política, debe apuntarse que la alternancia de gobiernos de socialistas y populares con mayorías suficientes para gobernar del período 1982 a 2015 ha dado paso a una nueva fase de gobiernos más débiles debido a la mayor fragmentación del voto. El motivo es la irrupción de nuevos partidos en ambos lados del espectro político en las elecciones generales tanto de 2015 como en las posteriores de 2016 y 2019 (Unidas Podemos, Ciudadanos y Vox). Los gobiernos resultantes de tales procesos electorales han tenido grandes dificultades tanto para aprobar presupuestos como para la implementación de políticas presupuestarias específicas para avanzar en la consolidación fiscal. Así, el presupuesto del Estado de 2017 elaborado por el Gobierno anterior (Partido Popular) hubo de ser prorrogado en 2018 (al igual que sucedió con las cuentas de 2016). El 1 de junio de 2018, el presidente Rajoy perdió el poder en favor de Pedro Sánchez como resultado de la moción de censura presentada por el Partido Socialista. El presidente Sánchez, no obstante, asumió el presupuesto de 2018 elaborado por el Gobierno de Rajoy, siendo aprobado en una fecha tan tardía como el 3 de julio de 2018⁴. Sin embargo, el Gobierno de Sánchez no pudo sacar adelante el presupuesto de 2019 ante la falta de acuerdo con otros partidos, forzándole a convocar unas nuevas elecciones generales en abril de 2019. Por tanto, el presupuesto de 2018 fue prorrogado (tercera prórroga presupuestaria desde 2015), dejando una vez más el control del déficit a merced de las potenciales ganancias recaudatorias que pudiera generar por sí solo el ciclo expansivo. Precisamente, el Gobierno de Sánchez tenía previsto incluir en el citado presupuesto de 2019 un paquete de medidas tributarias para incrementar la recaudación en dicho año en algo más de 5.600 millones de euros. Como no fue posible, su previsión era que tales medidas entrasen en vigor en 2020, una vez aprobado el presupuesto de dicho año. La incógnita política permanece abierta, toda vez que la imposibilidad de superar el trámite de investidura antes del 23 de septiembre aboca al país a unas nuevas elecciones generales el día 10 de noviembre. Estamos, por tanto, de nuevo en un

⁴ En condiciones normales, el presupuesto de 2018 debería haber sido aprobado antes del 31 de diciembre de 2017.

escenario electoral, la cuarta vez desde 2015. Y, en consecuencia, los presupuestos del Estado tendrán que ser prorrogados una vez más –se trata de la cuarta prórroga desde 2015–.

El cuadro 1 muestra las tasas esperadas de crecimiento de la economía española en el período 2019 a 2022. A efectos comparativos, se muestran las estimaciones de los principales organismos internacionales (Comisión Europea, FMI y OCDE) junto a las realizadas en España por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (Airef), Banco de España y Funcas. En este sentido, conviene destacar el papel desempeñado por la Airef como institución pública e independiente de control fiscal, creada a instancias de la Unión Europea, y que desde 2014 tiene como una de sus principales misiones la evaluación continua del ciclo presupuestario y del endeudamiento público. Las previsiones del Gobierno muestran un crecimiento del PIB del 2,2% en 2019 con una ligera ralentización en los años siguientes hasta situarse en el 1,8% tanto en 2021 como en 2022. Como se puede ver, existe poca dispersión en el conjunto de estimaciones de crecimiento para 2019 y 2020. Concretamente, el rango en las tasas de crecimiento oscila para 2019 entre 2,1% y 2,4%, siendo la tasa oficial de crecimiento del 2,2%. En cuanto a 2021 y 2022, las estimaciones oficiales prevén un crecimiento en ambos años del 1,8%, ligeramente inferiores a las ofrecidas por Airef –dos décimas menos en 2021 y una menos en 2022–. Pese a estas diferencias, la Airef

ha avalado expresamente el cuadro macroeconómico recogido en la APE considerando prudentes las previsiones de crecimiento.

En este contexto económico, las estimaciones del Gobierno recogidas en el cuadro 2 muestran que el déficit público se situará en el -2,0% en 2019; -1,1% en 2020; -0,4% en 2021 y alcanzará el objetivo de equilibrio presupuestario en 2022. La estimación del Gobierno del -2,0% para 2019 coincide con las ofrecidas por la OCDE y Airef. Otras previsiones como las del FMI, Banco de España o Funcas la sitúan ligeramente por encima –entre 0,1 y 0,4 puntos del PIB–. Existen varios factores que podrían ayudarnos a explicar tales diferencias. Primero, el comportamiento de los componentes del PIB: las estimaciones oficiales prevén más demanda nacional y menos demanda externa, favoreciendo mayores ingresos

Según las estimaciones del Gobierno, el déficit público se situará en el -2,0% en 2019; -1,1% en 2020; -0,4% en 2021 y alcanzará el objetivo de equilibrio presupuestario en 2022. La estimación para 2019 coincide con las ofrecidas por la OCDE y la Airef. Otras previsiones como las del FMI, Banco de España o Funcas la sitúan ligeramente por encima –entre 0,1 y 0,4 puntos del PIB.

públicos. Segundo, las estimaciones oficiales prevén mayor crecimiento del empleo y de las remuneraciones, lo que se traduce en mayores ingresos

Cuadro 1

Tasa de crecimiento del PIB

	2019	2020	2021	2022
Gobierno (abril de 2019)	2,2	1,9	1,8	1,8
Comisión Europea (noviembre de 2018)	2,1	1,9	--	--
FMI (abril de 2019)	2,1	1,9	--	--
OCDE (noviembre de 2019)	2,2	1,9	--	--
Airef	2,3	2,1	2,0	1,9
Banco de España (junio de 2019)	2,4	1,9	--	--
Funcas (julio de 2019)	2,2	2,0	1,8	--

Fuente: Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022 y elaboración propia.

Cuadro 2

Estimaciones de déficit público

(En porcentaje sobre el PIB)

	2017	2018(A)	2019(P)	2020(P)	2021(P)	2022(P)
Gobierno (abril de 2019)	-3,03	-2,47	-2,0	-1,1	-0,4	0,0
Comisión Europea (mayo de 2019)			-2,1	-1,9	--	--
FMI (abril de 2019)			-2,3	-2,3	--	--
OCDE (mayo de 2019)			-2,0	-1,4	--	--
AireF			-2,0	-1,1	-0,4	-0,5
Banco de España (junio de 2019)			-2,4	-1,8	--	--
Funcas (julio de 2019)			-2,2	-2,0	-1,7	--

Fuente: Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022 y elaboración propia.

por cotizaciones sociales –aun cuando el consumo público minora el efecto positivo sobre el déficit–. Por último, las estimaciones oficiales prevén un mayor deflactor del PIB, y por tanto un mayor crecimiento del PIB nominal, lo que supone un mayor crecimiento del denominador de la ratio déficit/PIB.

dolo en el 40,9%. En resumen, el menor crecimiento en los ingresos públicos estimado por la Airef (0,3 puntos) y la menor reducción en la ratio de gasto público (0,2 puntos) previsto por la Airef explican la citada desviación de 0,5 puntos del PIB respecto a las estimaciones del Gobierno.

En cuanto a los ingresos, el cuadro 4 descompone su evolución distinguiendo entre efecto ciclo e impacto de nuevas medidas impositivas. Como se puede ver, el efecto más importante es el generado por el ciclo expansivo de la economía que supone, según las estimaciones del Gobierno, un aumento vía impuestos equivalente a 1,1 puntos de PIB. De ellos, 1 punto corresponde a los impuestos sobre la renta y 0,3 puntos a las cotizaciones sociales. En relación con las nuevas medidas, el Gobierno tenía previsto la entrada en vigor de un paquete fiscal que incluía cambios en las principales figuras tributarias (impuesto sobre la renta, impuesto sobre sociedades, IVA e impuestos especiales), así como nuevos impuestos (impuesto sobre transacciones financieras e impuesto sobre determinados servicios digitales). Concretamente, el impuesto sobre transacciones financieras aplicaría un gravamen del 0,2% a las compras de acciones realizadas por operadores financieros emitidas en España por empresas cuya capitalización supere los 1.000 millones de euros –quedando exentas las pymes y las no cotizadas–. El nuevo impuesto sobre determinados servicios digitales aplicaría un

La hoja de ruta fijada por el Gobierno prevé cuatro años de ajustes para conseguir el equilibrio de las cuentas públicas. Concretamente, 0,47 puntos de ajuste de PIB en 2019, 0,90 en 2020, 0,7 en 2021 y 0,4 en 2022.

En todo caso, la senda de consolidación fiscal recogida en la APE es compartida por la Airef. No obstante, dicha institución considera poco probable la consecución del equilibrio presupuestario en 2022, situando el déficit en ese año en el 0,5%. La explicación puede verse fácilmente en el cuadro 3. El Gobierno espera incrementar los ingresos públicos entre 2018 y 2022 en 1,8 puntos del PIB, mientras que la Airef considera optimistas tales previsiones rebajándolas a 1,5 puntos del PIB. Asimismo, en la APE se estima que la ratio gasto público/PIB se reducirá desde el 41,1% de 2019 al 40,7% en 2022. Sin embargo, la Airef considera que la reducción en el gasto público será de dos décimas menos situán-

Cuadro 3

Comparación del incremento de recaudación en el período 2018-2022

(En porcentaje sobre el PIB)

	<i>Total</i>	<i>Ciclo</i>	<i>Medidas anteriores</i>	<i>Nuevas medidas</i>
Estimaciones del Gobierno	1,8	1,1	0,2	0,5
Impuestos sobre renta y riqueza	1,2	1,0	0,0	0,2
Cotizaciones sociales	0,6	0,3	0,2	0,1
Resto	0,0	-0,2	0,0	0,2
Estimaciones de Airef	1,5	1,0	0,1	0,4
Impuestos sobre renta y riqueza	0,8	0,6	0,0	0,2
Cotizaciones sociales	0,5	0,2	0,2	0,1
Resto	0,2	0,2	-0,1	0,1
Diferencia	0,3	0,1	0,1	0,1

Fuente: Airef (2019).

tipo del 3% a los ingresos obtenidos por publicidad en línea, intermediación en línea o venta de datos, para aquellas empresas con ingresos superiores a 750 millones de euros e ingresos en España superiores a los 3 millones de euros. Con estos dos nuevos impuestos, el Gobierno esperaba recaudar, respectivamente, 850 y 1.200 millones de euros. La recaudación prevista para cada una de las medidas que integran dicho paquete tributario se recogen en el cuadro 5. El Gobierno esperaba recaudar 5.654 millones de euros. Sin embargo, la Airef rebaja tales previsiones a un rango de recaudación que oscila entre 3.541 millones y 4.889. Es decir, entre un 14% y un 38% inferior a las estimaciones del Gobierno. En el caso de las dos nuevas figuras tributarias, la Airef rebaja las estima-

ciones desde los 2.050 millones previstos por el Gobierno a un rango que oscila entre 966 y 1.818 millones de euros.

En este contexto, la hoja de ruta fijada por el Gobierno prevé cuatro años de ajustes para conseguir el equilibrio de las cuentas públicas. Concretamente, 0,47 puntos de ajuste de PIB en 2019, 0,90 en 2020, 0,7 en 2021 y 0,4 en 2022. Tales cifras equivalen a un ajuste medio anual de 0,62 puntos de PIB, por debajo de los 0,85 puntos de ajuste medio empleado durante los diez años que fueron necesarios para abandonar el procedimiento de déficit excesivo. Según la APE, el mayor ajuste recaerá, por este orden, sobre los años 2020 y 2021. El motivo, como ya comentamos antes, ha sido la prórroga de los presupuestos de 2019, que

Cuadro 4

Comparación de la ratio de gasto público en el período 2018-2022

(En porcentaje sobre el PIB)

	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>
Estimación del Gobierno	41,3	41,1	41,0	40,7	40,7
Estimación de la Airef	41,3	41,1	40,9	40,8	40,9
Diferencia	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2

Fuente: Airef (2019).

Cuadro 5

Nuevas medidas de ingresos tributarios

(En millones de euros)

<i>Impuesto</i>	<i>Medida</i>	<i>Impacto según previsiones del Gobierno (a partir de 2020)</i>	<i>Impacto según Airef</i>
Impuesto sobre la renta	Incremento tipos marginales rentas altas	328	245; 255
Impuesto sobre sociedades	Limitaciones de exenciones. Tipo mínimo sobre la base imponible	1.776	1.650; 1.900
	Rebaja tipo de gravamen a pymes	-260	-242; -278
Impuesto sobre el valor añadido	Rebaja tipo de servicios veterinarios	-35	-35
	Rebaja tipo libro electrónico	-24	-24
	Fiscalidad de género	-18	-18
Impuestos especiales	Impuesto de hidrocarburos	670	649; 693
Nuevos impuestos	Impuesto sobre transacciones financieras	850	420; 850
	Impuesto sobre determinados servicios digitales	1.200	546; 968
Impuesto sobre el patrimonio		339	0;8
Lucha contra el fraude		828	350; 570
TOTAL		5.654	3.541; 4.889

Fuente: Airef (2019).

impidió la aplicación de un paquete de medidas de reforma fiscal que según las previsiones del Gobierno de Pedro Sánchez iban a entrar en vigor en 2020, pero que solo podrán hacerlo, en su caso, tras las elecciones del 10 de noviembre de 2019.

de España y por la que se emite un dictamen del Consejo sobre el Programa de Estabilidad de 2019 de España. COM(2019) 509 final de 5 de junio de 2019.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2019). *World Economic Outlook*, julio.

FUNCAS (2019). *Previsiones económicas para España 2019-2021*. Disponible en <https://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores.aspx?Id=1>

GOBIERNO DE ESPAÑA (2019). *Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022*. Disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/190430_np_progrdest.pdf

Referencias

AIREF (2019). *Informe de cumplimiento esperado de los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y regla de gasto 2019*. Informe 33/19.

COMISIÓN EUROPEA (2019). Recomendación del Consejo relativa al Programa Nacional de Reformas de 2019

La descentralización tributaria en España: avances significativos, retos pendientes

*Santiago Lago Peñas**

La autonomía tributaria es parte esencial del proceso de descentralización. Sin ella se diluye la responsabilidad política y se producen severas ineficiencias en el proceso de elección del nivel del gasto público y de la correspondiente carga tributaria. Las estimaciones de la OCDE sobre el grado de descentralización tributaria efectiva sitúan a España a la cabeza de la Unión Europea, aunque por detrás de Canadá, Suiza, EE.UU. y Australia. Sin embargo, quedan cuestiones y retos pendientes, que deberían abordarse en la futura revisión del sistema de financiación autonómica: la posibilidad de un tramo autonómico en algunos impuestos indirectos, la modificación del sistema de retenciones en el IRPF y de los pagos a cuenta a las comunidades autónomas, el establecimiento de un suelo en los impuestos sobre la riqueza, la implementación de nuevas figuras en la tributación ambiental o la participación de las regiones en la gestión de los tributos.

La transición a la democracia en España trajo consigo un intenso y rápido proceso de descentralización¹. Como suele ocurrir, también el español ha sido un proceso comparativamente más veloz por el lado del gasto público que por el del ingreso público: para el Gobierno central resulta habitualmente más fácil la cesión de competencias de gasto que el poder tributario. Por su parte, los gobiernos subcentrales tienen incentivos a expandir su influencia y concentrar sus demandas en nuevas responsabilidades de gasto más que en la capaci-

dad tributaria, porque una financiación basada en transferencias implica un menor coste político que si gravita sobre impuestos propios o cedidos.

Existen al menos tres motivos por los que es importante garantizar la autonomía tributaria de los gobiernos subcentrales. El primero es que, sin autonomía tributaria, la autonomía política es incompleta: los ejecutivos regionales no van a poder determinar el nivel de gasto y su volumen presupuestario. Y el concepto de suficiencia financiera del sistema

* Catedrático de Economía Aplicada y director de GEN. Universidad de Vigo. Agradezco la asistencia de investigación de Alejandro Domínguez.

¹ En Lago-Peñas, Fernández Leiceaga y Vaquero (2017) se ofrece una panorámica completa del proceso.

queda indeterminado. Porque esta solo puede identificarse de forma endógena, mediante la interacción entre gobiernos y votantes. Exactamente de la misma manera que hacemos a escala nacional. Es el proceso democrático de elección del nivel de gasto y de la correspondiente carga tributaria en el seno de cada jurisdicción lo que debe determinar el grado de suficiencia. Para que pueda funcionar esta solución, para poder establecer el nivel de recursos globalmente óptimo, es necesario introducir un alto grado de flexibilidad financiera en el sistema, proporcionando los instrumentos tributarios adecuados para que cada autonomía pueda casar sus preferencias de gasto con sus ingresos públicos. En este sentido, las discusiones sobre autonomía y suficiencia convergen. La solución integral pasa por combinar la disponibilidad de instrumentos tributarios propios y de alta capacidad recaudatoria para las autonomías con la aplicación de una restricción presupuestaria dura por parte del Gobierno central. Es perentorio transmitir un mensaje claro de que no habrá rescates explícitos o implícitos, o incrementos indolores de recursos.

La segunda razón es que, sin autonomía tributaria, se diluye la responsabilidad política y la rendición de cuentas (*accountability*) ante los ciudadanos. Es fundamental que estos sean conscientes del coste de los bienes y servicios públicos demandados para que las decisiones colectivas sobre el menú de gasto y sobre la propia elección de los gobiernos sean informadas y racionales.

Finalmente, sabemos que un gran desequilibrio fiscal vertical entre los porcentajes de gasto e impuestos descentralizados acaba dañando la estabilidad fiscal y generando déficits públicos más elevados (Lago-Peñas, Martínez-Vázquez y Sacchi, 2019).

El objetivo de este artículo es triple. Primero, analizar la situación actual de la descentralización tributaria en el escalón regional en España; segundo, situarla en el contexto internacional; y tercero, identificar retos pendientes y posibles soluciones a adoptar en la inminente revisión del sistema de financiación autonómica.

La tributación autonómica en la actualidad

Como es bien sabido, en España coexisten dos modelos de federalismo fiscal. El de las comunidades autónomas de régimen foral (País Vasco y Navarra; alrededor del 6% de la población española) y el que rige para las quince restantes. En el primer caso, el modelo es de inspiración confederal, el Gobierno central carece de poder tributario significativo, que está en manos de los gobiernos subcentrales. La falta de autonomía fiscal nunca ha sido un problema. Al contrario, el régimen común es de inspiración federal. Las comunidades autónomas se financian en parte con tributos y, en parte, con transferencias de la Administración central. Es en estas donde se ha concentrado la discusión sobre la responsabilidad fiscal desde que el Estado de las autonomías comenzó su andadura y donde ponemos el foco en el presente artículo.

La tributación autonómica se divide en dos grandes bloques: los tributos propios y los cedidos. Los primeros han estado siempre presentes y han posibilitado un poder tributario que se ha desarrollado cuantitativamente, pero con un escaso efecto recaudatorio. En 2018 se contabilizaron 82 figuras en las comunidades autónomas, pero su aportación conjunta no llega al 2% de los ingresos autonómicos en las de régimen común. Además, esta tributación está focalizada en hechos imponibles vinculados al medio ambiente y los recursos naturales y alrededor del 80% de la recaudación global procede del agua como objeto imponible: cánones sobre saneamiento, vertidos, embalses, etcétera (REAF, 2018). Sin duda, el hecho de que las autonomías no puedan gravar hechos imponibles gravados por los otros dos niveles de administración explica esa escasa relevancia recaudatoria. La imaginación de los gobiernos autonómicos se ha topado frecuentemente con reclamaciones o mimetismo de la Administración central, que conlleva la retirada del tributo propio autonómico para evitar problemas de doble imposición.

Por tanto, son los tributos cedidos los que proporcionan la autonomía fiscal. Los principales avances arrancan con la reforma que entró en vigor en

1997. Desde entonces, se han dado pasos siempre en la dirección de ampliar los instrumentos tributarios en manos de las comunidades autónomas, hasta llegar a la situación que sintetiza el cuadro 1. Las tres notas a destacar son que los porcentajes de cesión son elevados, que los principales impuestos siguen siendo gestionados por la Agencia Tributaria estatal (AEAT) y que la tributación sobre el consumo (IVA e impuestos específicos) está sujeta a normas de armonización fiscal a escala comunitaria que impiden la existencia de tipos diferenciados entre comunidades autónomas y, por tanto, que exista autonomía regional. Solo en el ámbito de los impuestos sobre carburantes, y con muchas dificultades, se

ha podido avanzar. Cabe destacar también la no cesión del impuesto sobre sociedades, en línea con las recomendaciones de la teoría del federalismo fiscal, que lo califica como una mala opción para ser descentralizada por múltiples razones; entre otras: las distorsiones sobre la localización eficiente de actividades, su sensibilidad al ciclo, la existencia de disparidades sustanciales en la distribución de las bases imponibles, los sobrecostes derivados de una administración descentralizada o la posibilidad de exportación fiscal (Martínez-Vázquez, 2013). De hecho, la experiencia con las comunidades forales, donde sí se encuentra descentralizado, es una demostración empírica de esa inadecuación.

Cuadro 1

Estructura de la descentralización tributaria autonómica

	<i>Porcentaje de cesión de los rendimientos</i>	<i>Capacidad normativa</i>	<i>Gestión del impuesto</i>	<i>Criterios de reparto entre CCAA.</i>
Impuesto sobre sociedades	0	No	No	---
IRPF	50	Sí	No	Residencia del contribuyente
IVA	50	No	No	Consumo en la comunidad
Impuestos sobre consumos específicos	58	No	No	Consumo en la comunidad
Impuestos sobre el consumo de electricidad	100	No	No	Consumo en la comunidad
IVMDH/IH tramo autonómico*	100	Sí	No	Consumo en la comunidad
Impuesto sobre matriculación de vehículos**	100	Sí	No	Residencia del contribuyente
Impuesto sobre patrimonio	100	Sí	Sí	Residencia del contribuyente
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	100	Sí	Sí	Residencia del difunto o del donatario, ubicación de los bienes inmuebles
ITPAJD ***	100	Sí	Sí	Hecho imponible en la comunidad
Tributos sobre el juego	100	Sí	Sí	Juego en la comunidad

Notas: * En 2013, el impuesto sobre las ventas minoristas de determinados hidrocarburos (IVMDH) desaparece como tal y pasa a integrarse en el impuesto especial sobre hidrocarburos, para el que se establece un tipo autonómico que puede variar de una comunidad a otra.

** Aunque la ley lo permite, ninguna comunidad autónoma ha asumido la gestión de este impuesto.

*** Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

Fuente: Comisión de Expertos (2018).

La descentralización española en perspectiva comparada

Los gráficos 1 y 2 muestran la dinámica de la descentralización del gasto público y los impuestos en los países miembros de la OCDE con gobiernos intermedios entre el nivel central y el local. En concreto, se recogen los porcentajes del gasto público y la recaudación tributaria en manos de los gobiernos regionales². En el caso del gasto, solo Canadá, Suiza, Estados Unidos y México se sitúan por encima de España. Y en los impuestos, España sería sexta, ligeramente por debajo de Australia y por detrás de Canadá, Suiza, Alemania y Estados Unidos.

No obstante, fijarse en el porcentaje de recaudación impositiva descentralizada no es suficiente. Porque en algunos casos esa cesión no va acompañada de capacidad normativa y, por tanto, no ofrece autonomía real. El caso paradigmático es Alemania. Los *länder* se financian fundamentalmente mediante un sistema de participaciones

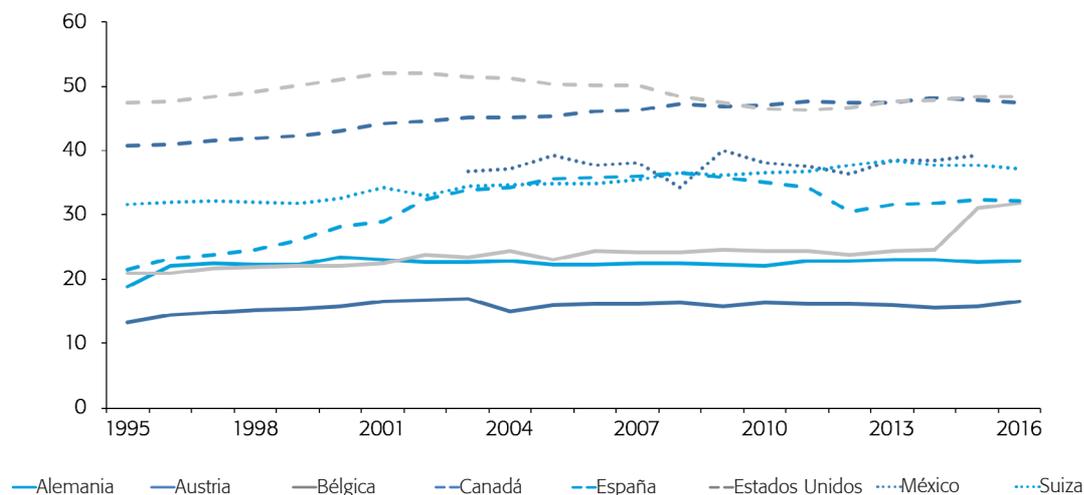
territorializadas en las recaudaciones de un amplio conjunto de impuestos.

En la Unión Europea, España es hoy el país líder en descentralización tributaria efectiva. Las regiones en Italia y los länder alemanes no disfrutan de autonomía real; y en Austria y Bélgica los tributos en manos regionales son escasos. España estaría en el top-5 mundial, por detrás de Canadá, Suiza, Estados Unidos y Australia.

Para superar esta limitación, la propia OCDE ofrece estimaciones sobre el grado efectivo de autonomía. Para el propósito del trabajo, se ha seleccionado el último año disponible (2014) y la información sobre el porcentaje de los ingresos regionales procedentes de impuestos sobre los que los gobiernos subcentrales cuentan con capacidad para modificar tipos impositivos y deduccio-

Gráfico 1

Porcentaje del gasto público en manos de los gobiernos regionales en los países de la OCDE

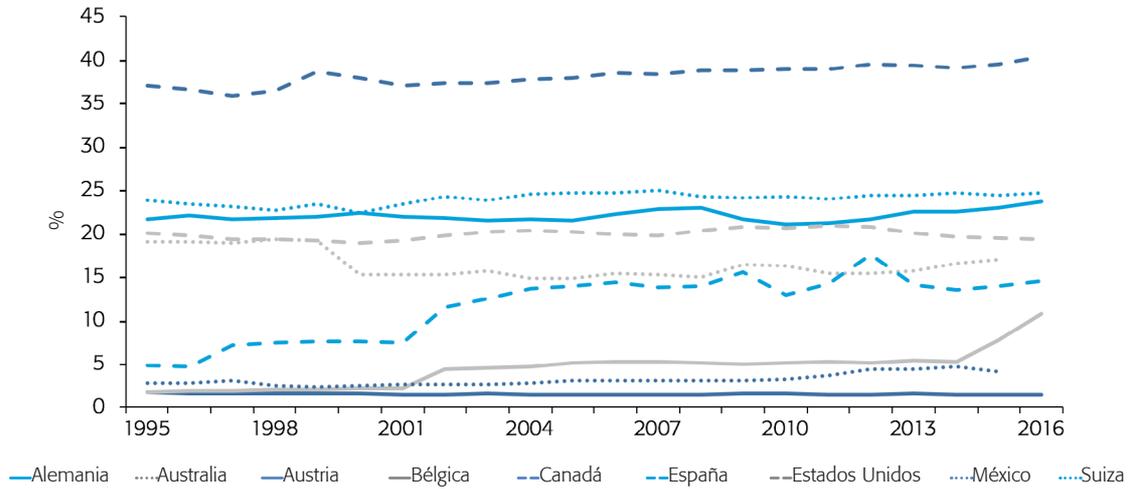


Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE (2009).

² Los datos de la OCDE utilizados en este apartado proceden de su base de datos sobre descentralización (OCDE, 2019). En concreto, se ha utilizado el cuadro 1 para el cálculo de la autonomía tributaria efectiva (gráfico 3), el cuadro 5 para el gasto público descentralizado (gráfico 1) y el 9 para los impuestos (gráfico 2).

Gráfico 2

Porcentaje de impuestos en manos de los gobiernos regionales en los países de la OCDE



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE (2009).

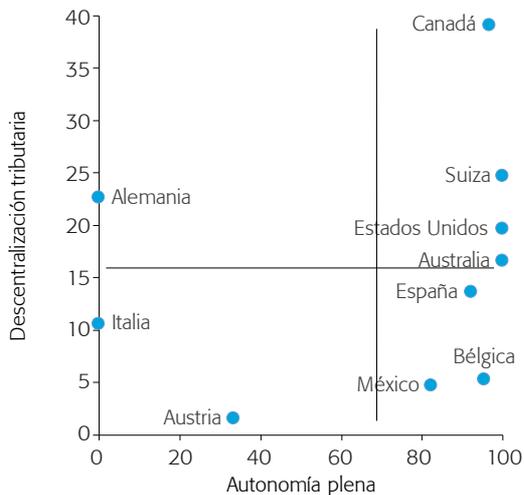
nes sin necesidad de consultar con el Gobierno central. Este sería el mayor grado de autonomía posible. Los resultados aparecen en el gráfico 3. En el eje vertical se representa el porcentaje de

impuestos en manos regionales del gráfico 2. En la Unión Europea (UE), España sería hoy el líder en descentralización tributaria efectiva. Las regiones en Italia y los *länder* alemanes no disfrutaban de autonomía real; y en Austria y Bélgica los tributos en manos regionales son escasos. España estaría en el top-5 mundial, por detrás de Canadá, Suiza, Estados Unidos y Australia (Lago Peñas y Vaquero, 2016).

Gráfico 3

Grado de descentralización tributaria y capacidad normativa plena en 2014

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE (2009).

Los retos pendientes (y algunas soluciones)

A la vista de lo anterior, cabría concluir que ya no es una urgencia avanzar en la descentralización tributaria en España; que en las tres reformas de 1997, 2002 y 2009 se completaron los deberes. Sin embargo, quedan cuestiones y retos pendientes. En línea con lo planteado por la Comisión de Expertos (2018) y a la luz de los gráficos 2 y 3, no es tanto una cuestión cuantitativa, como cualitativa. En esencia, se trata de rediseñar el escenario en el que se ejerce la autonomía tributaria, en un doble sentido.

En primer lugar, es fundamental endurecer la llamada “restricción presupuestaria blanda” en el ámbito autonómico (Fernández Llera, Lago Peñas y Martínez-Vázquez, 2013). En la mayoría de las reformas del sistema de financiación autonómica habidas hasta la fecha, las comunidades autónomas han visto aumentar significativamente su volumen de recursos (especialmente en la del año 2009) sin tener que subir impuestos y asumir el coste político correspondiente, ni individual ni colectivamente. Y el problema se ha visto agravado por los instrumentos de financiación creados por la Administración central en esta década para financiar los déficits autonómicos (en particular, el Fondo de Liquidez Autonómica o FLA). Las comunidades han podido financiar sus déficits, incluso los que superaban los límites establecidos, a coste nulo o muy reducido. Aunque es cierto que la Gran Recesión impulsó al alza el ejercicio de la capacidad normativa (Solé-Ollé, 2015), su relevancia ha sido menor para la consolidación presupuestaria.

En segundo lugar, hay que “hacer ajuste fino” en la mayoría de los tributos cedidos, incluyendo lo que atañe a su gestión; y, al menos en parte, encajar los tributos propios en el área medioambiental (la mayoría) en una reforma fiscal verde integral del sistema fiscal español. Los principales cambios a afrontar son los siguientes.

- Las actuales participaciones en IVA e impuestos sobre consumos específicos deberían sustituirse por tramos autonómicos en los impuestos correspondientes. Las decisiones sobre esos tramos se tomarían de forma colegiada por las comunidades autónomas. Es verdad que esta solución plantea algunas dudas, pero no son irresolubles. El Consejo de Política Fiscal y Financiera podría ser el foro de debate. Además, podría fijarse una mayoría cualificada que evitase la necesidad de consenso pleno. Las comunidades que no estuviesen de acuerdo con una subida (bajada) de tipos en el tramo autonómico podrían compensar a sus ciudadanos con rebajas (alzas) en otras figuras autonómicas. Dada la capacidad recaudatoria de IVA e impuestos especiales, las comunidades autónomas, como nivel

de gobierno, disfrutarían de una herramienta muy útil y el Gobierno central podría cerrar la puerta definitivamente a demandas de nuevos recursos transferidos. En consecuencia, se solventarían, en buena medida, los problemas de la restricción presupuestaria blanda y de desencaje entre las preferencias sobre servicios públicos y sobre el correspondiente pago de impuestos. Como se señalaba en la introducción, es el acoplamiento entre ambos elementos lo que permite determinar endógenamente la suficiencia financiera.

- En el caso del IRPF, resulta necesario que las decisiones de las comunidades autónomas se trasladen a las retenciones de los contribuyentes y a los pagos a cuenta a las administraciones autonómicas con la misma velocidad y transparencia que cuando las decisiones afectan al tramo estatal. Hoy existe una asimetría y retraso inasumibles, que desincentivan muy significativamente el uso de la autonomía. Por ejemplo, si el Gobierno central decide subir tipos impositivos, incluso a lo largo del ejercicio, ese incremento se traslada en semanas a las retenciones que soportan los contribuyentes. En cambio, si un Gobierno autonómico toma la decisión en diciembre de 2019, al aprobar los presupuestos de la comunidad, de subir los tipos del IRPF en el ejercicio 2020, las retenciones no se alteran y el incremento en la recaudación solo la notaría el contribuyente al presentar su declaración de la renta anual correspondiente, ya en los meses de mayo y junio de 2021. Y al gobierno regional se le transferirían los recursos adicionales a partir de julio de 2022. Además, los ciudadanos deben ser informados con claridad en sus nóminas y demás ingresos de la parte de la retención que va a financiar competencias autonómicas; y los programas de ayuda y las declaraciones deben mostrar nítidamente que nos hallamos ante dos impuestos que conviven bajo el mismo paraguas legal y la misma denominación, pero que corresponden a dos poderes tributarios diferentes.

- En el frente de la tributación sobre la riqueza (impuestos sobre patrimonio y sobre sucesiones y donaciones) es necesario responder a una cuestión previa sobre la conveniencia de mantenerlos o no dentro del sistema fiscal español. Los argumentos y la experiencia internacional son más sólidos en el segundo caso que en el primero. Y la Comisión de Expertos que en 2014 emitió su informe sobre el sistema tributario español iba en esta línea. En todo caso, si asumimos que se debe mantener uno de ellos o los dos, hay que ser coherentes: o se recentraliza la capacidad normativa o se establece un suelo de tributación a escala estatal que frene la actual competencia fiscal nociva.

En el caso del IRPF, resulta necesario que las decisiones de las comunidades autónomas se trasladen a las retenciones de los contribuyentes y a los pagos a cuenta a las administraciones autonómicas con la misma velocidad y transparencia que cuando las decisiones afectan al tramo estatal. Hoy existe una asimetría y retraso inasumibles, que desincentivan muy significativamente el uso de la autonomía.

- Las comunidades autónomas están llamadas a desempeñar un rol relevante en la implementación de las figuras tributarias nuevas o reformuladas al abrigo de la "reforma fiscal verde" que se comenzó a discutir la década pasada en España, pero que ha quedado aparcada. En este caso, las comunidades y la Administración central deberían definir conjuntamente un catálogo de figuras apropiadas para ser implementadas a escala regional de forma potestativa. En este sentido, se debería aprovechar la experiencia autonómica acumulada a la hora de definir las figuras en detalle, que sustituirían la tributación propia autonómica en este ámbito, para ganar en simplicidad y seguridad jurídica.
- Finalmente, habría que avanzar en la participación de las comunidades autónomas en

las labores de gestión tributaria; hoy fundamentalmente en manos de una AEAT que sigue percibiéndose como una agencia estatal desconectada de las autonómicas. En línea con las propuestas de la Comisión de Expertos (2018), el objetivo a largo plazo debería ser la creación de una agencia integrada de titularidad mixta Estado-comunidades autónomas que diese servicio a los diferentes niveles de la Administración. Los consorcios bilaterales entre la AEAT y las agencias autonómicas serían un paso intermedio en esta estrategia.

Referencias

- COMISIÓN DE EXPERTOS (2018). *Informe de la comisión de expertos para la revisión del modelo de financiación autonómica*. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales. https://www.ief.es/docs/destacados/publicaciones/libros/lb/2018_ReformaFinanciacionTerritorial.pdf
- FERNÁNDEZ LLERA, R., LAGO PEÑAS, S. y MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. (2013). La autonomía tributaria de las comunidades autónomas y su (des)uso: Presencia de una restricción presupuestaria blanda. En S. LAGO-PEÑAS y J. MARTÍNEZ VÁZQUEZ (dir.), *La consolidación fiscal en España: El papel de las Comunidades Autónomas y los municipios (experiencias, retos y perspectivas)*. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.
- LAGO PEÑAS, S., FERNÁNDEZ LEICEAGA, X. y VAQUERO, A. (2017). Spanish fiscal federalism: A successful (but still unfinished) process. *Environment and Planning C: Politics and Space*, 35(8).
- LAGO PEÑAS, S., MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. y SACCHI, A. (2019). Fiscal Stability During the Great Recession: Putting Decentralization Design to the Test. *Regional Studies*, forthcoming.
- LAGO PEÑAS, S. y VAQUERO, A. (2016). *Descentralización y sistema tributario: Lecciones de la experiencia comparada*. Madrid: Fundación Impuestos y Competitividad. <http://www.fundacionic.com/wp-content/uploads/2017/04/descentralizacion-sistema-tributario-lecciones-experiencia-comparada.pdf>

- MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. (2013). Tax Assignments at the regional and local levels. En E. AHMAD y G. BROSIÓ

(dirs.), *Handbook of fiscal federalism and multilevel finance*. Chentelham: Edward Elgar.

<https://www.economistas.es/Contenido/REAF/Documentos/Panorama2018-WEB-OK.pdf>

OCDE (2019). *OECD Fiscal Decentralization Database*. <https://www.oecd.org/ctp/federalism/fiscal-decentralisation-database.htm>

SOLÉ-OLLÉ, A. (2015). Regional tax autonomy in Spain: 'words' or 'deeds'? En J. KIM, N. LOTZ y J. MAU (eds.), *Interaction Between Local Expenditure Responsibilities and Local Tax Policy*. Copenhagen: Korea Institute of Public Finance. http://www.svt.ntnu.no/iso/Lars.Borge/interaction_copenhagen_workshop_2013_pdfa.pdf

REAF (2018). *Panorama de la fiscalidad autonómica y local 2018*, Madrid: Consejo General de Economistas.

Evolución de la desigualdad de la renta familiar e impacto en el consumo

Gonzalo García y Diana Posada*

El impacto de la Gran Recesión fue de tal calibre, en términos de empleo y desigualdad de rentas, que los niveles de consumo de los hogares españoles anteriores a la crisis aún no se han recuperado. A través de diferentes fuentes que proporcionan una aproximación más detallada a esta cuestión, se observa cómo el impacto en la desigualdad se ha ido revirtiendo conforme ha avanzado la recuperación del empleo, lo cual, a su vez, ha afianzado la expansión del consumo privado. No obstante, pese a las ganancias de los últimos años, la renta media por hogar continúa un 9% por debajo de la de 2008, mientras el consumo se sitúa un 7,5% por detrás. El comportamiento futuro del consumo dependerá, en parte, de que se siga corrigiendo el aumento que tuvo lugar en la desigualdad de rentas.

Una de las mayores dificultades de trabajar con magnitudes agregadas para analizar la evolución de la economía es que se pierde información sobre la heterogeneidad de las situaciones y los comportamientos de los agentes. Por esta razón, cada vez se tiende más a complementar el análisis basado en agregados con información más desagregada procedente de encuestas o de registros administrativos. En el caso español, el examen de cómo ha evolucionado la distribución de la renta en los últimos años es muy útil para conocer mejor el comportamiento del consumo y su previsible evolución futura. En este artículo utilizamos los datos más recientes sobre la distribución de la renta para deducir sus posibles implicaciones

sobre el consumo privado, que es una variable determinante de la evolución macroeconómica.

Hay cuatro fuentes principales de información sobre la distribución de la renta y la riqueza en España:

- La *Encuesta de Condiciones de Vida (ECV)*. Es una encuesta anual, armonizada a nivel europeo, cuyo objetivo es proporcionar información sobre la renta, el nivel y composición de la pobreza y la exclusión social, permitiendo realizar comparaciones con otros países de la Unión Europea (UE). La edición de 2018, correspondiente a la situación de los

* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

hogares en 2017, se publicó a finales de junio de este año.

- La *Encuesta Financiera de las Familias*. Es una encuesta que realiza el Banco de España sobre la situación financiera de los hogares, complementando la información agregada que proporcionan las cuentas financieras. La última versión disponible es la correspondiente a 2014, cuyos datos utilizó el Banco de España para elaborar su informe sobre la desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España publicado en 2018 (Brindusa et al., 2018).
- El Luxembourg Income Study (LIS), que lleva realizando sucesivas oleadas de encuestas en países de renta alta y media, tratando los datos para realizar comparaciones internacionales tanto de renta como de riqueza.
- La *World Inequality Database (WID)*. Es una base de datos de acceso libre elaborada por un grupo de investigadores que tiene como objetivo sistematizar y mejorar la calidad y el alcance de las estadísticas públicas relativas a la distribución de la renta y la riqueza en el

mundo y su evolución en el tiempo. Combinan información de encuestas con registros fiscales y datos de la contabilidad nacional. El objetivo final del proyecto es la elaboración de cuentas nacionales distributivas, que permitan integrar de manera regular y coherente los datos macroeconómicos con la estructura de distribución de la renta y la riqueza.

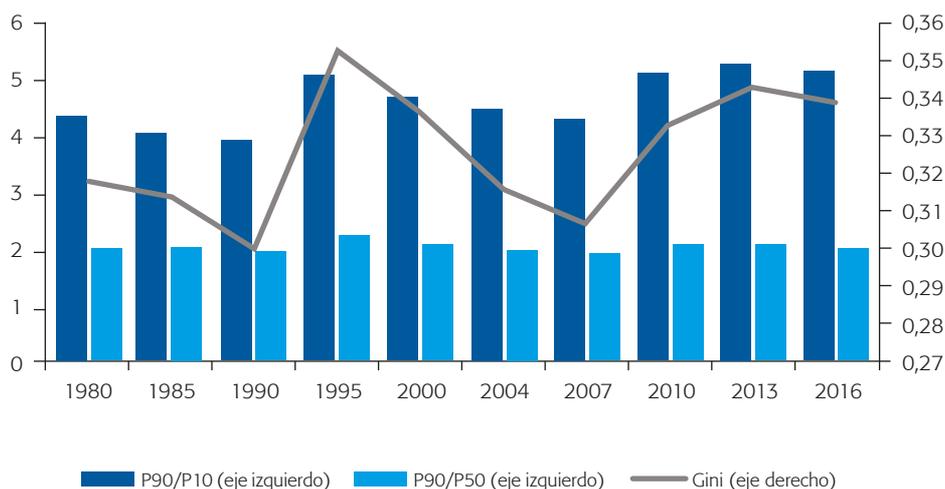
La renta media por hogar encadena tres años consecutivos de recuperación, si bien está aún lejos de los niveles observados antes de la crisis. En particular, la renta en términos reales en 2017 todavía se situaba un 9% por debajo de la de 2008.

Las fuentes de información señaladas muestran el impacto negativo de la crisis en las rentas de los primeros deciles de la distribución, sobre todo por la disminución de las horas de trabajo. Se puede observar en el gráfico 1 cómo el coeficiente de Gini, que es una medida sintética de la distribución de la renta, subió de manera pronunciada con la

Gráfico 1

Indicadores de distribución de la renta en España

(Coeficiente de Gini y cocientes entre percentiles de la distribución)



Fuente: Luxembourg Income Study y Afi.

crisis (indicando más desigualdad), y cómo también ha comenzado a moderarse en los últimos años. Esta evolución puede asimismo ilustrarse con los cocientes entre percentiles de distintos puntos de la distribución. El que mide la relación entre la renta del 10% con mayores ingresos y la del 10% más pobre (P90/P10) también subió, hasta superar el valor de 5 durante la crisis, aunque vuelve a moderarse en la última oleada del LIS.

En consecuencia, la distribución de la renta neta por hogar en España se encontraba entre las más desiguales de la UE; sin embargo, en términos de distribución de la riqueza, la posición relativa de España era mejor, debido a la incidencia de la vivienda en propiedad. El impacto de la desigualdad sobre el consumo se vio atenuado, en parte, por el efecto de las pensiones y de transferencias como las prestaciones por desempleo. Esta situación explica la elevada propensión al consumo de los hogares que han salido del desempleo durante la recuperación. Al mismo tiempo, se trata de hogares con muy escaso ahorro y una posición financiera poco holgada en términos de disponibilidad de activos financieros. Interesa, por tanto, comprobar en qué medida la continuidad de la recuperación y la

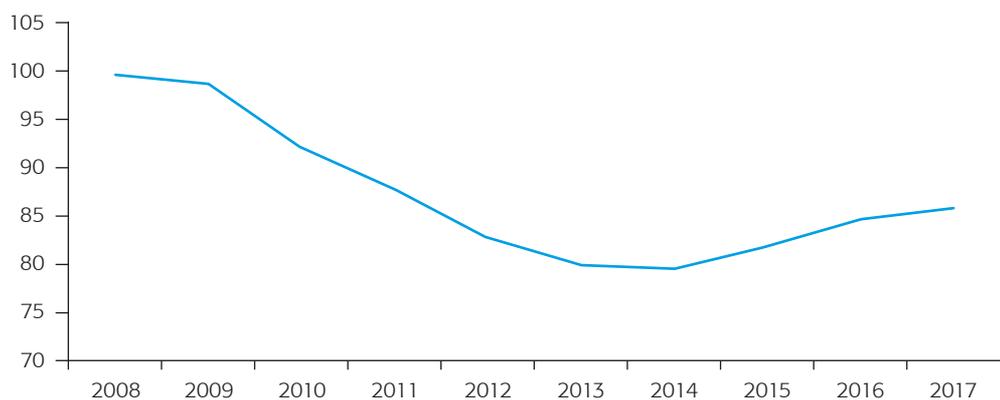
mejora en el mercado de trabajo y en los salarios está corrigiendo el empeoramiento relativo de los percentiles más bajos de la distribución.

De acuerdo con la *ECV*, la renta media anual por hogar en 2017 fue de 28.417 euros, lo que supone un aumento del 3,1% con respecto al año anterior. De hecho, la renta media encadena tres años consecutivos de recuperación, si bien está aún lejos de los niveles observados antes de la crisis. En particular, la renta en términos reales en 2017 aún se situaba un 9% por debajo de la de 2008 (gráfico 2). Esta caída se explica por la notable reducción de la renta de los hogares en la parte media y baja de la distribución que, en su mayoría, están formados por familias con miembros desempleados y jubilados. Y aunque la renta del colectivo de jubilados se sitúa en línea con la existente antes de la crisis, no ocurre lo mismo con los parados, cuyos ingresos están más de un 20% por debajo. A pesar de que la reducción del paro ha sido considerable (desde una tasa del 26% en 2013 hasta situarse por debajo del 15% en la actualidad), las rentas de las personas en situación de desempleo no comenzaron a recuperarse hasta 2016.

Gráfico 2

Renta media real por hogar

(Base 100 en 2008)



Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE) y Afi.

Aunque la recuperación de la renta de los hogares aún no se ha completado, la recuperación económica ha tenido efectos positivos en términos de reducción de la desigualdad, medida como la ratio entre la renta media del percentil 80 y el 20. Esta ratio disminuyó un 9% en 2017 con respecto al año anterior hasta situarse en 6,0 y casi un punto por debajo del máximo alcanzado en 2014. A pesar de esta notable caída, la desigualdad de la renta se mantiene por encima de la observada antes de la crisis, cuando la ratio de situaba en 5,6. Por otra parte, los datos de la *WID* indican que la parte de la renta antes de impuestos obtenida por el 1% y el 10% más rico ha aumentado en 2015 y 2016, situándose este último año en el 9,8% y el 30,7%, respectivamente.

Además, la recuperación ha permitido reducir el porcentaje de hogares con dificultades económicas. Así, por ejemplo, en la actualidad el 34% de las familias declaran no poder permitirse ir de vacaciones una semana al año, pero este porcentaje alcanzaba el 46% en 2013. Por otro lado, el 36% de los hogares declaran no tener capacidad para afrontar gastos imprevistos, frente al 42,4% en 2014. Estas respuestas indican que hay una parte sustancial de los hogares que no ahorran ni cuentan con activos líquidos. En todo caso, la mejora ha sido especialmente intensa en los deciles más bajos de la distribución (gráfico 3).

La recuperación de la economía ha permitido reducir el porcentaje de hogares con dificultades económicas. Así, por ejemplo, en la actualidad el 34% de las familias declaran no poder permitirse ir de vacaciones una semana al año, pero este porcentaje alcanzaba el 46% en 2013.

No obstante, la fracción de la población que se encuentra en riesgo de pobreza o exclusión social, medida por el indicador AROPE se sitúa todavía en el 26,1%, después de disminuir medio punto. La creación de empleo, que está reduciendo el porcentaje de población con baja intensidad de empleo, es la causa de la minoración de la tasa

ARPE, puesto que los otros dos componentes, el riesgo de pobreza y la carencia material severa, no han mostrado mejoras respecto a la encuesta anterior.

En menor medida, la acumulación de riqueza, tanto financiera como inmobiliaria, también estaría contribuyendo a reducir la desigualdad entre las familias. Los hogares han logrado acumular un considerable *stock* de activos financieros netos (187% de la renta bruta disponible en 2018 frente al 107% antes de la crisis). Este incremento se ha producido en gran medida por el desapalancamiento de los hogares, unido a la revalorización acumulada de los activos financieros. En relación a la riqueza inmobiliaria, la recuperación del precio de la vivienda ha sido un factor determinante para impulsar la riqueza no financiera de las familias a través de la revalorización de los inmuebles. En términos de la renta bruta disponible, la riqueza inmobiliaria de las familias ha aumentado en casi 90 puntos porcentuales desde 2014, hasta situarse en el 718%.

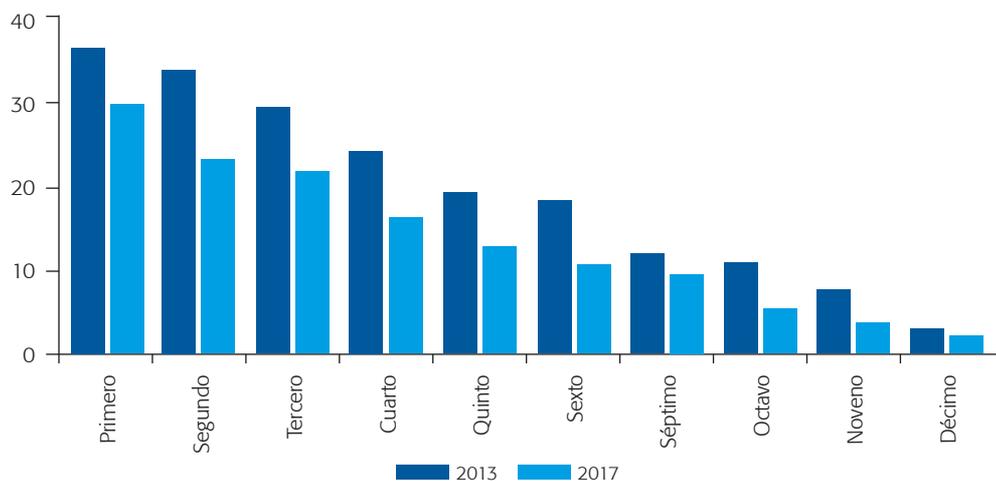
Hay que tener en cuenta que, en términos generales, la riqueza suele estar más concentrada que la renta; sin embargo, la elevada proporción de riqueza inmobiliaria frente a financiera de los hogares españoles hace que la desigualdad en términos de riqueza sea menor que en otras economías avanzadas. Por lo tanto, el ciclo inmobiliario actual estaría favoreciendo la reducción de la brecha que se amplió durante la crisis.

Por otro lado, la *Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF)* nos aproxima a las decisiones de consumo de las familias. En 2017, el gasto medio por hogar se situó en 29.317 euros, con un incremento del 3,5% con respecto a 2016 pero aún un 7,5% por debajo de los datos de 2008. Si se atiende a la evolución del gasto según la fuente principal de ingresos del hogar (trabajador por cuenta propia, ajena, pensionista,...), se observa que todos los hogares consumen menos que en 2008 a excepción de los pensionistas, cuyo gasto ha aumentado un 5,6%. Si bien en términos reales todos los grupos experimentan caídas considerables, el de los pensionistas ha sido el que mejor ha contenido la caída. A partir de 2014 se asiste a una estabilización del

Gráfico 3

Personas que declaran dificultades para llegar a fin de mes, por deciles

(En porcentaje sobre cada decil)



Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE) y Afi.

gasto en todos los grupos, con incrementos limitados que se concentran en los hogares de asalariados y trabajadores por cuenta propia. Así, los grupos que más sensibilidad tienen a la recuperación general de la economía son los que protagonizan los mayores avances, lo que explicaría el dinamismo del consumo durante la recuperación, incluso en un entorno de estancamiento de los salarios reales.

Aunque la riqueza está más concentrada que la renta, la elevada proporción de riqueza inmobiliaria frente a la financiera de los hogares españoles hace que la desigualdad en términos de riqueza sea menor en España que en otras economías avanzadas.

Además, los datos sobre la evolución del consumo en relación con los ingresos netos de hogar del sustentador principal muestran que los hogares con ingresos inferiores a 1.000 euros netos mensuales redujeron su gasto entre 2016 y 2017, mientras que los hogares con ingresos superiores lo incrementaron. Pero en este hecho puede estar

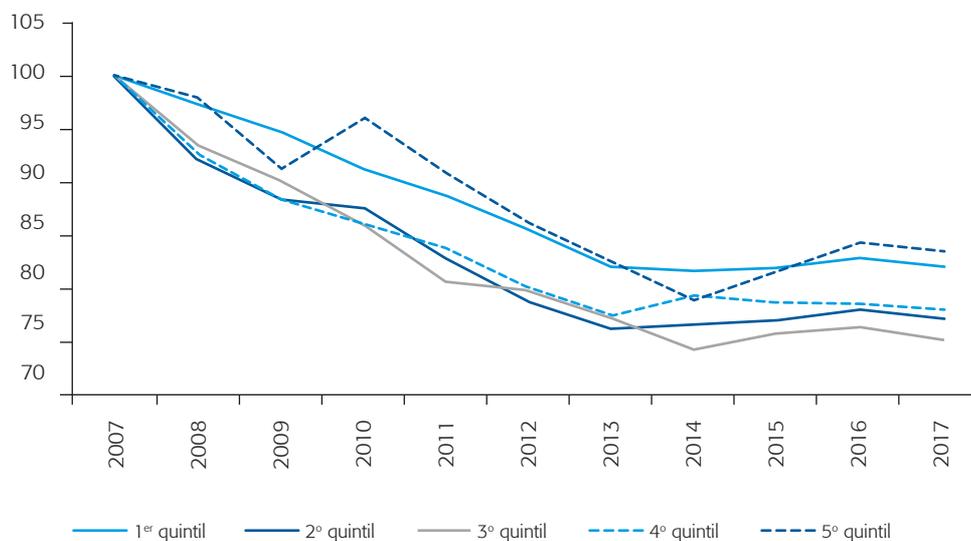
produciéndose un efecto escalón, de manera que si aumentan los ingresos del sustentador principal se pasaría a una categoría superior. Este factor se evidencia en la distribución de los hogares en base a esta clasificación, según la cual los hogares con ingresos inferiores a 1.500 euros pasaron de representar el 44% en 2016 al 41,2% en 2017, un descenso de 2,8 puntos, que se ha trasladado a los grupos superiores. Esta situación también sería favorable de cara al sostenimiento del consumo conforme más hogares sitúen su renta en los grupos más elevados.

Pese a ello, el gasto medio por hogar distribuido en quintiles muestra que, en términos reales, todos los grupos se encuentran muy por debajo de los niveles de 2007, siendo el tercer quintil el que más descenso acumula, un 25%. Por su parte, el primero mostró un descenso del 18%; una de las explicaciones posibles por las que el quintil más pobre sea el que menos ha ajustado su gasto sería la imposibilidad de hacerlo sin dejar de atender necesidades básicas de consumo. Si bien esto podría significar que, ante posibles aumentos de renta, la propensión al consumo aún sería elevada.

Gráfico 4

Gasto medio real por hogar, por tramos

(Base 100 en 2007)



Fuente: Encuesta de Presupuestos Familiares (INE) y Afi.

El análisis anterior puede resultar útil para entender la trayectoria reciente del gasto en el consumo final de los hogares. Según la *Contabilidad Nacional Trimestral*, este componente viene

Atendiendo a la fuente principal de ingresos, todos los hogares consumen menos que en 2008 a excepción de los pensionistas, cuyo gasto nominal ha crecido un 5,6%. En términos reales, todos los grupos experimentan caídas considerables, aunque el de los pensionistas es el que mejor ha contenido la caída.

perdiendo fuelle en el último año, con tasas trimestrales de crecimiento que han ido bajando, desde el 0,6% del tercer trimestre de 2018 al 0,26% en el primer avance del segundo trimestre de 2019. Esta desaceleración ha coincidido además con una mejora de la tasa de crecimiento de la renta bruta disponible, gracias a un mayor avance de los salarios. La incertidumbre derivada de la recesión

industrial global, del repliegue del comercio ante el enfrentamiento entre China y Estados Unidos y de otros factores externos ha propiciado que los hogares moderen su gasto y eleven ligeramente una tasa de ahorro que había tocado mínimos históricos. La situación todavía precaria de los hogares situados en la parte baja de la distribución de la renta hará que el consumo siga creciendo mientras lo haga el empleo. No obstante, la vulnerabilidad de este componente del PIB ante cualquier choque negativo probablemente se ha exacerbado.

Conclusión

En definitiva, aunque los datos llegan con cierto retraso, confirman que a pesar de una cierta corrección en la situación económica de los primeros deciles de la distribución gracias a la creación de empleo, siguen manteniendo una situación precaria. Se explica así, por una parte, la elevada propensión al consumo de las rentas

salariales generadas en estos segmentos; por otra parte, la ausencia de una recuperación completa de los niveles de renta y de consumo muestra que las consecuencias de la crisis en términos de oportunidades, capacidad de inserción en el mercado de trabajo y de generación de ahorro, siguen pesando sobre una parte no desdeñable de los hogares españoles.

Referencias

- BRINDUSA, A. *et al.* (2018). La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. *Documentos Ocasionales, 1806*. Madrid: Banco de España.
- GETHIN, A., MARTÍNEZ-TOLEDANO, C. and MORGAN, M. (2019). Rising inequalities and political cleavages in Spain. *WID World Issue Brief, 2019-4*. París: World Inequality Lab.

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

Contabilidad Nacional: PIB y principales agregados por el lado de la demanda*

Previsiones en azul (1)

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales												
2012	-3,0	-3,3	-4,2	-7,4	-10,4	-5,3	-15,0	-3,4	0,9	-5,8	-4,9	2,0
2013	-1,4	-2,9	-2,1	-3,8	-8,2	-7,6	-8,7	1,3	4,4	-0,2	-2,9	1,4
2014	1,4	1,7	-0,7	4,1	3,0	9,9	-2,6	5,2	4,5	6,8	1,9	-0,5
2015	3,8	2,9	2,0	4,9	1,5	-3,2	5,7	8,2	4,3	5,1	3,9	-0,1
2016	3,0	2,7	1,0	2,4	1,6	8,9	-4,8	3,1	5,4	2,6	2,0	1,0
2017	2,9	3,0	1,0	5,9	5,9	11,5	0,2	5,9	5,6	6,6	3,0	-0,1
2018	2,4	1,8	1,9	5,3	6,6	7,7	5,3	4,1	2,2	3,3	2,6	-0,3
2019	2,2	1,9	1,7	4,9	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	2,3	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 I	2,8	2,6	1,7	4,7	7,2	11,6	2,4	2,5	3,9	4,8	3,0	-0,1
II	2,3	2,0	1,7	7,7	7,3	8,5	5,9	8,1	3,1	6,2	3,1	-0,8
III	2,2	1,6	1,9	5,2	6,0	7,0	4,8	4,5	1,6	2,5	2,4	-0,2
IV	2,1	1,2	2,1	3,6	5,9	4,1	8,1	1,4	0,2	-0,2	2,0	0,1
2019 I	2,1	1,0	2,0	4,0	3,3	2,7	4,1	4,6	0,1	-1,0	1,7	0,4
II	2,1	0,8	2,0	0,9	1,9	3,2	0,3	-0,1	2,1	-0,9	1,1	1,1
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2018 I	2,2	2,1	2,4	2,3	9,0	9,5	8,1	-3,6	0,8	1,6	2,4	-0,2
II	1,9	0,8	1,5	11,9	5,8	2,3	10,0	18,0	0,5	3,8	2,9	-1,0
III	2,1	1,1	2,4	1,8	4,6	5,1	4,0	-0,8	-3,9	-5,3	1,7	0,4
IV	2,4	0,9	2,1	-1,2	4,5	-0,2	10,3	-6,3	3,5	-0,8	0,9	1,5
2019 I	2,1	1,2	1,8	3,8	-1,3	3,6	-6,8	9,0	0,4	-1,5	1,4	0,7
II	2,0	0,2	1,5	-0,9	0,1	4,6	-5,2	-1,9	8,7	4,1	0,3	1,7
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del PIB a precios corrientes										
2012	1.031	59,5	20,0	18,5	9,9	4,6	5,3	8,6	31,5	29,4	97,9	2,1
2013	1.020	59,0	19,9	17,4	8,7	3,9	4,8	8,7	33,0	29,0	96,1	3,9
2014	1.032	59,4	19,6	17,8	8,8	4,2	4,6	8,9	33,5	30,4	96,9	3,1
2015	1.078	58,5	19,5	18,0	10,0	4,0	4,6	9,3	33,6	30,6	97,0	3,0
2016	1.114	58,2	19,1	18,0	9,9	4,4	4,2	9,4	33,9	29,9	96,0	4,0
2017	1.162	58,4	18,6	18,7	10,3	4,8	4,2	9,6	35,2	31,6	96,4	3,6
2018	1.202	58,3	18,6	19,4	9,6	5,3	4,3	9,8	35,1	32,4	97,3	2,7
2019	1.239	58,2	18,6	20,0	9,9	5,7	4,2	10,1	35,0	32,6	97,7	2,3
2020	1.277	58,1	18,4	20,3	10,1	6,0	4,1	10,3	35,1	32,9	97,8	2,2
2021	1.313	58,0	18,3	20,6	10,2	6,2	4,1	10,4	35,5	33,2	97,8	2,2

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(1) Previsiones pendientes de actualización tras la revisión anual de las cifras de Contabilidad Nacional.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

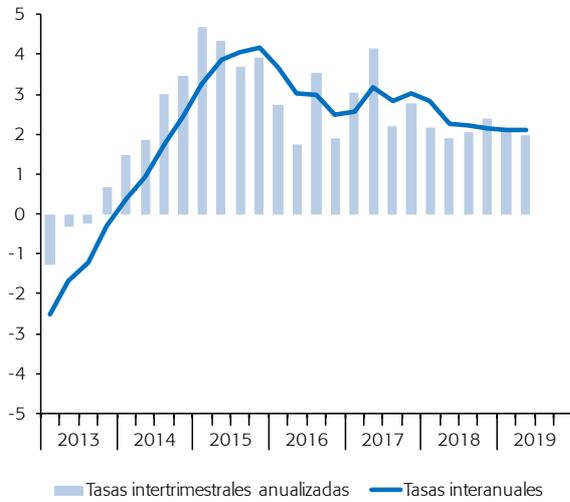


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

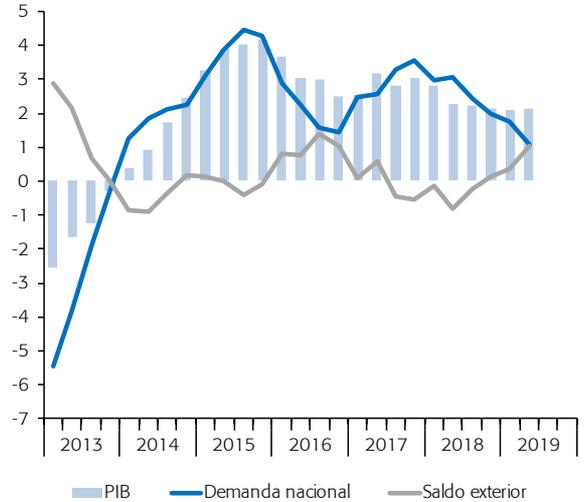


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

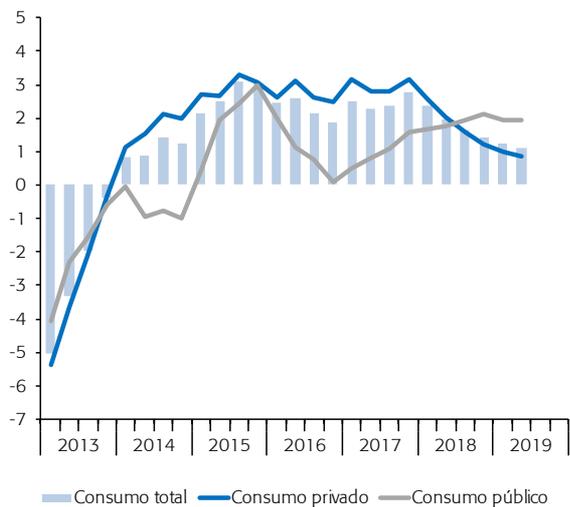
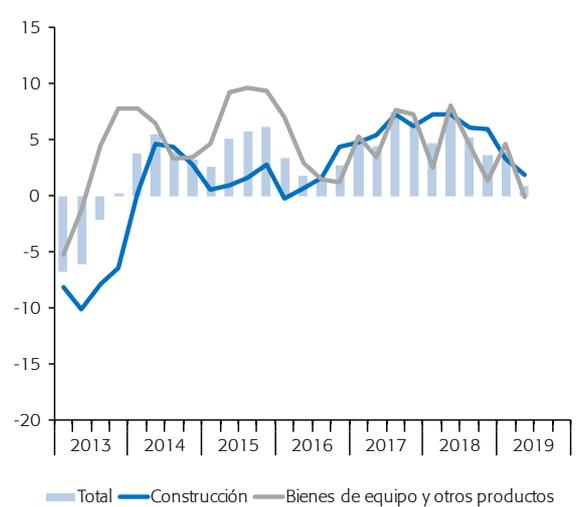


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

	Valor añadido bruto a precios básicos								Impuestos netos sobre los productos
	Total	Sector primario	Industria		Construcción	Servicios			
			Total	Manufacturas		Total	Administración Pública, salud y educación	Otros servicios	
Volumen encadenado, tasas de crecimiento interanuales									
2012	-2,9	-9,4	-5,3	-5,8	-9,6	-1,4	-1,7	-1,3	-3,8
2013	-1,3	13,9	-4,0	-1,0	-10,3	-0,4	0,2	-0,7	-3,1
2014	0,9	-1,3	1,3	2,1	-1,3	1,1	-0,7	1,7	6,1
2015	3,3	4,7	3,0	4,6	5,4	3,1	1,1	3,8	9,6
2016	2,8	4,8	4,1	2,3	3,9	2,4	1,4	2,7	5,2
2017	2,9	-3,0	3,1	4,9	4,9	2,9	1,5	3,4	2,8
2018	2,5	5,9	-0,4	0,7	5,7	2,7	1,7	3,0	1,2
2017 III	2,8	-2,8	2,6	5,6	4,4	3,0	1,4	3,5	2,8
IV	3,1	0,9	4,1	6,5	5,2	2,8	1,4	3,3	2,3
2018 I	2,9	5,9	0,5	1,8	5,2	3,1	1,9	3,5	2,3
II	2,3	7,8	-0,1	1,2	5,4	2,4	1,2	2,8	1,4
III	2,4	3,0	-0,2	0,1	6,1	2,6	1,8	2,8	0,9
IV	2,3	6,9	-1,6	-0,4	5,9	2,7	2,0	2,9	0,0
2019 I	2,3	0,1	-0,6	0,0	5,0	2,9	1,9	3,2	-0,3
II	2,3	-4,0	0,0	-0,4	4,3	2,9	2,0	3,2	-0,1
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas									
2017 III	2,2	5,4	-0,7	2,8	3,2	2,7	0,9	3,3	1,8
IV	2,9	8,3	3,0	2,3	6,4	2,3	1,7	2,6	1,9
2018 I	2,2	9,7	-1,1	-0,3	5,3	2,4	1,1	2,8	1,6
II	2,0	8,0	-1,5	0,0	6,8	2,2	1,0	2,6	0,4
III	2,3	-12,2	-1,1	-1,4	6,0	3,4	3,6	3,4	-0,4
IV	2,8	25,7	-2,8	0,0	5,5	2,9	2,3	3,1	-1,4
2019 I	2,3	-15,8	3,2	1,4	1,8	3,0	0,7	3,7	0,2
II	2,0	-8,5	0,8	-1,4	4,1	2,6	1,5	2,9	1,2
	Precios corrientes (mm. euros)	Porcentaje del VAB a precios corrientes							
2012	948	2,6	16,3	12,1	6,6	74,5	18,5	56,0	8,7
2013	932	2,9	16,4	12,2	5,8	74,9	18,9	56,0	9,4
2014	940	2,8	16,4	12,4	5,7	75,2	18,7	56,5	9,8
2015	978	3,0	16,4	12,4	5,8	74,9	18,5	56,4	10,1
2016	1.011	3,1	16,2	12,4	5,9	74,8	18,4	56,5	10,2
2017	1.053	3,1	16,2	12,6	6,0	74,7	18,0	56,7	10,3
2018	1.088	3,1	15,9	12,4	6,2	74,8	18,0	56,9	10,5

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

Fuente: INE.

Gráfico 2.1.- VAB por sector

Tasas de crecimiento interanuales

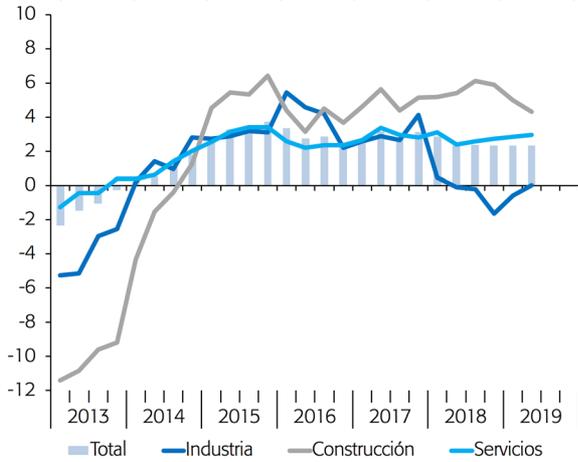


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

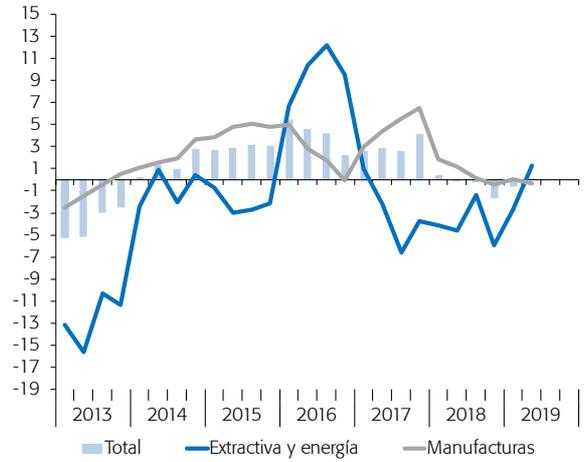


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

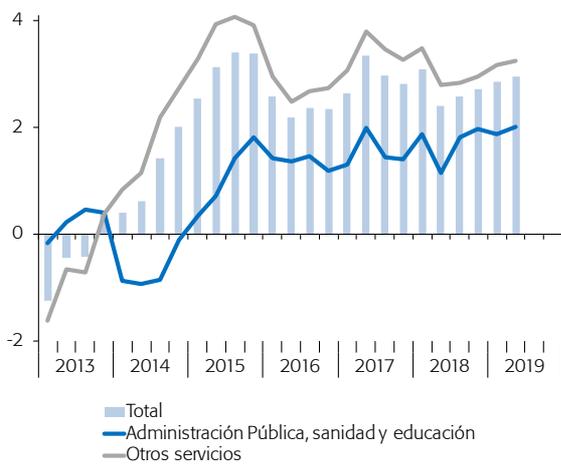
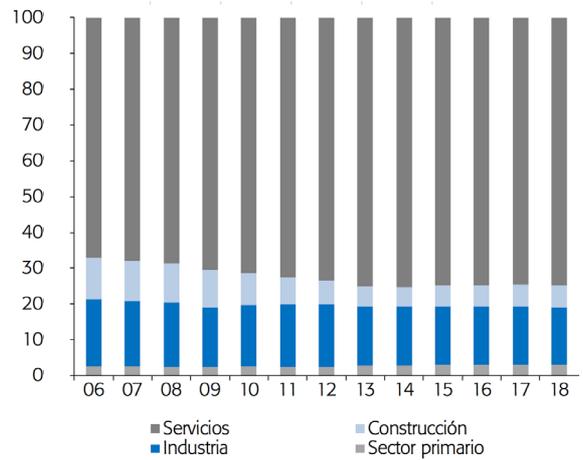


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul (1)

	Total economía						Manufacturas						
	PIB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	VAB, precios constantes	Empleo (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo)	Productividad del trabajo	Remuneración por asalariado	Costes laborales unitarios nominales	Costes laborales unitarios reales (a)	
	1	2	3=1/2	4	5=4/3	6	7	8	9=7/8	10	11=10/9	12	
Índices, 2010 = 100, corregidos de estacionalidad y calendario													
2012	96,4	92,4	104,3	99,9	95,7	96,1	94,6	87,6	108,0	103,6	95,9	98,8	
2013	95,0	89,3	106,4	101,1	95,1	95,1	93,7	82,7	113,2	105,4	93,1	95,3	
2014	96,3	90,2	106,8	101,4	95,0	95,2	95,6	81,2	117,7	106,1	90,2	92,2	
2015	100,0	93,0	107,5	102,0	94,9	94,6	100,0	83,1	120,3	105,4	87,6	89,8	
2016	103,0	95,6	107,7	101,4	94,1	93,5	102,3	86,0	119,0	105,5	88,7	90,2	
2017	106,0	98,3	107,8	102,1	94,7	92,9	107,3	89,2	120,3	106,5	88,5	89,4	
2018	108,5	100,8	107,6	103,2	95,9	92,9	108,0	91,0	118,7	107,0	90,1	90,0	
2019	110,9	103,1	107,6	105,3	97,9	94,1	--	--	--	--	--	--	
2020	113,1	104,8	107,9	106,8	99,0	94,1	--	--	--	--	--	--	
2021	115,1	106,4	108,3	108,3	100,0	94,1	--	--	--	--	--	--	
2017	III	106,4	98,7	107,7	102,1	94,8	92,7	100,2	89,7	111,8	106,1	94,9	89,3
	IV	107,1	99,3	107,9	102,5	95,0	92,7	100,8	90,8	111,1	107,9	97,1	90,1
2018	I	107,7	99,8	107,9	102,6	95,0	92,7	100,7	90,9	110,8	106,4	96,0	89,8
	II	108,2	100,5	107,7	102,8	95,5	92,6	100,7	91,1	110,5	106,7	96,5	89,3
	III	108,7	101,2	107,5	103,4	96,2	93,3	100,4	91,0	110,3	107,1	97,1	90,1
	IV	109,4	101,9	107,3	103,8	96,7	93,1	100,4	90,9	110,4	107,9	97,7	91,0
2019	I	109,9	102,5	107,3	104,4	97,3	94,1	100,7	91,8	109,7	107,5	98,0	91,1
	II	110,5	102,9	107,4	104,9	97,7	93,2	100,4	92,4	108,6	107,6	99,1	90,9
Tasas de crecimiento interanuales													
2012	-3,0	-5,0	2,1	-0,4	-2,5	-2,4	-5,8	-8,1	2,4	2,0	-0,4	0,0	
2013	-1,4	-3,3	2,0	1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-5,5	4,8	1,7	-2,9	-3,5	
2014	1,4	1,0	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,1	-1,9	4,0	0,7	-3,2	-3,3	
2015	3,8	3,2	0,6	0,6	-0,1	-0,6	4,6	2,4	2,2	-0,7	-2,9	-2,6	
2016	3,0	2,8	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	2,3	3,5	-1,1	0,1	1,2	0,4	
2017	2,9	2,8	0,0	0,7	0,7	-0,7	4,9	3,7	1,1	1,0	-0,2	-0,9	
2018	2,4	2,5	-0,2	1,0	1,2	0,1	0,7	2,0	-1,3	0,5	1,8	0,7	
2019	2,2	2,2	0,0	2,1	2,1	1,2	--	--	--	--	--	--	
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	III	2,8	2,9	0,0	0,9	0,9	-0,5	5,6	3,8	1,7	0,6	-1,1	-0,8
	IV	3,0	2,9	0,1	0,8	0,6	-0,9	6,5	4,1	2,3	1,9	-0,5	-1,1
2018	I	2,8	2,6	0,2	0,6	0,4	-0,7	1,8	3,6	-1,7	0,4	2,2	0,6
	II	2,3	2,4	-0,2	0,9	1,1	0,0	1,2	2,9	-1,7	0,6	2,3	0,5
	III	2,2	2,5	-0,3	1,2	1,5	0,6	0,1	1,5	-1,4	0,9	2,3	0,9
	IV	2,1	2,7	-0,5	1,2	1,8	0,5	-0,4	0,2	-0,6	0,0	0,6	1,0
2019	I	2,1	2,7	-0,6	1,7	2,4	1,4	0,0	1,0	-1,0	1,0	2,0	1,5
	II	2,1	2,4	-0,3	2,0	2,3	0,6	-0,4	1,4	-1,7	0,9	2,6	1,8

(1) Previsiones pendientes de actualización tras la revisión anual de las cifras de Contabilidad Nacional.

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

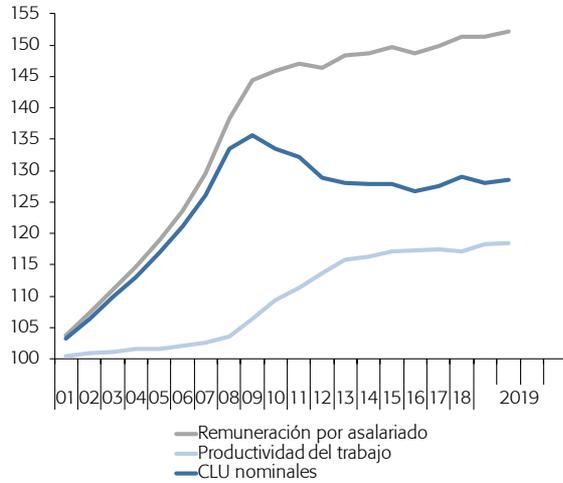
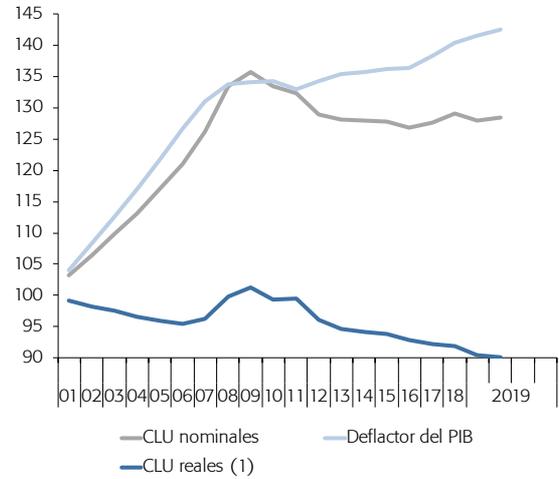


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el defactor del PIB.

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

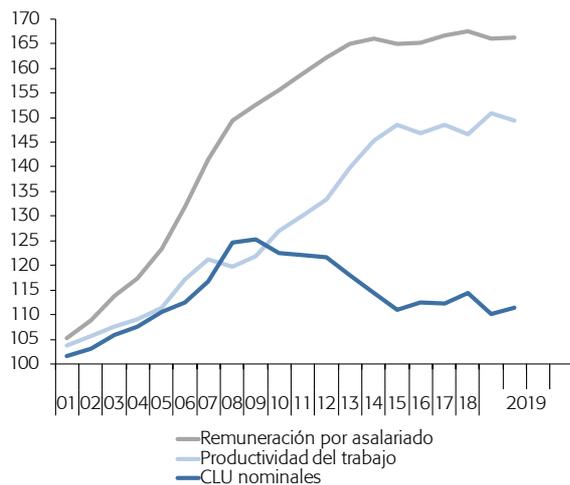
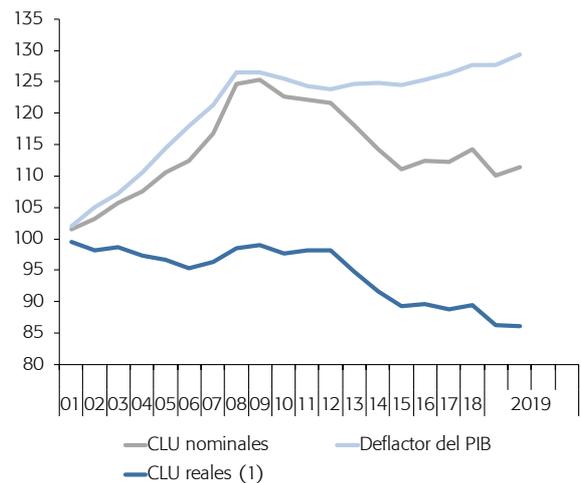


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



(1) CLU nominales deflactados por el defactor del PIB.

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución

Previsiones en azul (1)

	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2012	1.031,1	481,4	458,5	1.011,2	819,7	191,5	190,1	46,7	44,5	18,6	18,4	0,1	0,7
2013	1.020,3	467,5	455,0	1.001,9	804,6	197,3	175,7	45,8	44,6	19,3	17,2	2,1	2,8
2014	1.032,2	473,5	455,4	1.017,3	815,4	201,9	184,8	45,9	44,1	19,6	17,9	1,7	2,1
2015	1.077,6	492,9	472,6	1.063,8	840,1	223,7	204,7	45,7	43,9	20,8	19,0	1,8	2,4
2016	1.113,8	503,7	495,8	1.102,7	860,5	242,1	208,9	45,2	44,5	21,7	18,8	3,0	3,2
2017	1.161,9	523,4	518,7	1.150,3	894,6	255,7	225,7	45,1	44,6	22,0	19,4	2,6	2,8
2018	1.202,2	544,6	531,8	1.189,9	924,6	265,3	244,9	45,3	44,2	22,1	20,4	1,7	2,2
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	546,9	1.311,0	995,9	315,2	308,3	48,0	41,3	23,7	23,3	0,4	0,7
2017 III	1.148,9	518,1	512,0	1.137,0	886,0	251,0	220,8	45,1	44,6	21,8	19,2	2,6	2,8
IV	1.161,9	523,4	518,7	1.150,3	894,6	255,7	225,7	45,1	44,6	22,0	19,4	2,6	2,8
2018 I	1.173,3	528,2	524,1	1.159,8	902,0	257,8	228,9	45,0	44,7	22,0	19,5	2,5	2,7
II	1.182,8	533,2	527,1	1.170,9	908,9	261,9	234,9	45,1	44,6	22,1	19,9	2,3	2,6
III	1.192,0	538,8	529,2	1.179,5	917,1	262,4	239,1	45,2	44,4	22,0	20,1	2,0	2,3
IV	1.202,2	544,6	531,8	1.189,9	924,6	265,3	244,9	45,3	44,2	22,1	20,4	1,7	2,2
2019 I	1.211,2	551,0	533,0	1.199,1	931,2	267,9	250,9	45,5	44,0	22,1	20,7	1,4	1,9
II	1.222,7	557,4	537,0	--	938,1	--	254,0	45,6	43,9	--	20,8	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2012	-3,1	-6,2	-1,2	-1,9	-2,6	1,3	-13,1	-1,6	0,8	0,8	-2,1	2,9	3,0
2013	-1,0	-2,9	-0,8	-0,9	-1,8	3,1	-7,6	-0,9	0,1	0,8	-1,2	2,0	2,1
2014	1,2	1,3	0,1	1,5	1,3	2,3	5,2	0,1	-0,5	0,2	0,7	-0,5	-0,6
2015	4,4	4,1	3,8	4,6	3,0	10,8	10,8	-0,1	-0,3	1,2	1,1	0,1	0,3
2016	3,4	2,2	4,9	3,7	2,4	8,3	2,0	-0,5	0,7	1,0	-0,2	1,2	0,8
2017	4,3	3,9	4,6	4,3	4,0	5,6	8,1	-0,2	0,1	0,3	0,7	-0,4	-0,4
2018	3,5	4,0	2,5	3,4	3,4	3,7	8,5	0,2	-0,4	0,1	0,9	-0,9	-0,6
2019	3,8	4,6	1,6	3,3	2,9	4,8	6,6	--	--	--	--	--	--
2020	3,1	3,3	2,6	3,2	2,7	4,6	4,7	--	--	--	--	--	--
2021	2,9	3,1	2,5	2,8	2,4	4,1	4,2	--	--	--	--	--	--
2017 III	4,0	3,4	4,4	4,0	3,6	5,3	6,1	-0,2	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,3
IV	4,3	3,9	4,6	4,3	4,0	5,6	8,1	-0,2	0,1	0,3	0,7	-0,4	-0,4
2018 I	4,4	3,9	4,9	4,1	3,8	4,8	8,3	-0,2	0,2	0,1	0,7	-0,6	-0,4
II	4,0	4,0	4,0	4,0	3,5	5,8	9,3	0,0	0,0	0,4	1,0	-0,6	-0,4
III	3,8	4,0	3,3	3,7	3,5	4,5	8,3	0,1	-0,2	0,2	0,8	-0,7	-0,5
IV	3,5	4,0	2,5	3,4	3,4	3,7	8,5	0,2	-0,4	0,1	0,9	-0,9	-0,6
2019 I	3,2	4,3	1,7	3,4	3,2	3,9	9,6	0,5	-0,7	0,2	1,2	-1,1	-0,8
II	3,4	4,5	1,9	--	3,2	--	8,1	0,5	-0,6	--	0,9	--	--

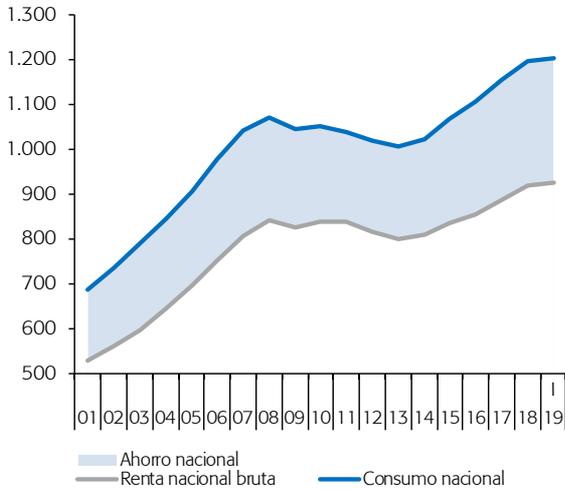
(1) Previsiones pendientes de actualización tras la revisión anual de las cifras de Contabilidad Nacional.

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

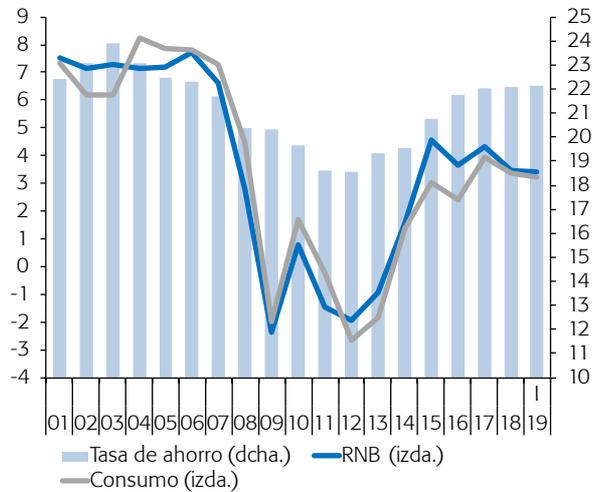
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

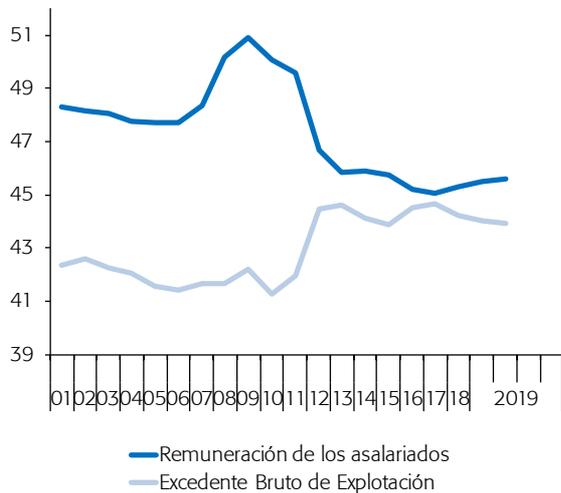
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

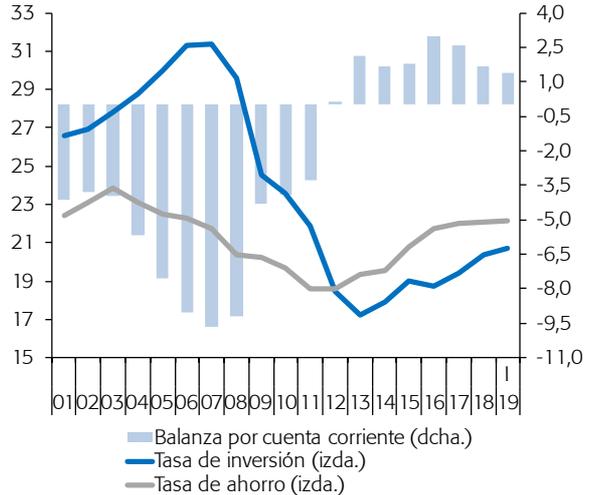
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

**Gráfico 4.3.- Distribución funcional de la renta**

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

Previsiones en azul (1)

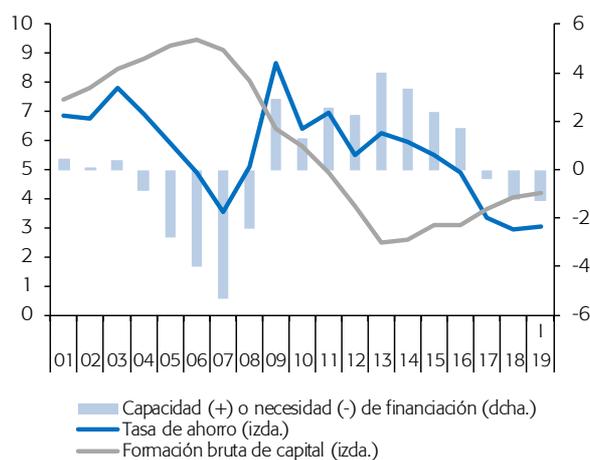
	Hogares							Sociedades no financieras					
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB				
2012	670,6	611,3	57,2	38,8	8,5	3,7	2,2	234,6	144,8	136,5	13,9	13,1	1,4
2013	664,4	598,5	63,9	25,7	9,6	2,5	4,0	235,0	160,5	136,2	15,7	13,3	2,9
2014	671,8	608,7	62,1	27,0	9,2	2,6	3,4	236,9	158,8	148,5	15,3	14,3	1,8
2015	687,0	626,0	59,6	33,2	8,7	3,1	2,4	246,2	175,9	154,1	16,3	14,3	2,8
2016	699,7	643,6	54,7	34,4	7,8	3,1	1,7	260,6	195,1	167,2	17,4	14,9	3,0
2017	711,2	670,5	39,2	42,4	5,5	3,6	-0,4	278,0	210,4	177,2	18,0	15,2	3,3
2018	733,8	697,1	35,6	49,2	4,9	4,1	-1,2	283,6	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 II	705,4	658,1	46,1	38,0	6,5	3,3	0,6	268,9	201,1	172,7	17,6	15,1	3,0
III	707,3	663,9	42,2	40,1	6,0	3,5	0,0	272,4	202,9	174,3	17,6	15,1	2,9
IV	711,2	670,5	39,2	42,4	5,5	3,6	-0,4	278,0	210,4	177,2	18,0	15,2	3,3
2018 I	716,3	677,0	37,8	42,9	5,3	3,6	-0,6	280,6	211,6	179,6	18,0	15,3	3,2
II	720,9	683,4	36,1	45,1	5,0	3,8	-0,9	282,3	214,0	181,8	18,0	15,3	3,2
III	727,1	690,4	35,3	46,5	4,9	3,9	-1,1	282,8	213,0	187,0	17,8	15,6	2,7
IV	733,8	697,1	35,6	49,2	4,9	4,1	-1,2	283,6	212,3	189,1	17,6	15,7	2,5
2019 I	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 crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales			Diferencia sobre año anterior		
2012	-3,4	-1,2	-23,4	-25,6	-2,2	-1,1	-0,3	0,8	0,0	3,9	0,4	0,9	-0,7
2013	-0,9	-2,1	11,7	-33,9	1,1	-1,2	1,8	0,1	10,9	-0,2	1,7	0,2	1,4
2014	1,1	1,7	-2,9	5,1	-0,4	0,1	-0,6	0,8	-1,1	9,0	-0,3	1,0	-1,1
2015	2,3	2,8	-3,9	23,1	-0,6	0,5	-1,0	3,9	10,8	3,8	1,0	-0,1	1,0
2016	1,8	2,8	-8,3	3,5	-0,9	0,0	-0,6	5,9	10,9	8,5	1,2	0,7	0,2
2017	1,6	4,2	-28,3	23,1	-2,3	0,6	-2,1	6,7	7,8	6,0	0,6	0,2	0,3
2018	3,2	4,0	-9,2	16,1	-0,7	0,4	-0,8	2,0	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

(1) Previsiones pendientes de actualización tras la revisión anual de las cifras de Contabilidad Nacional.

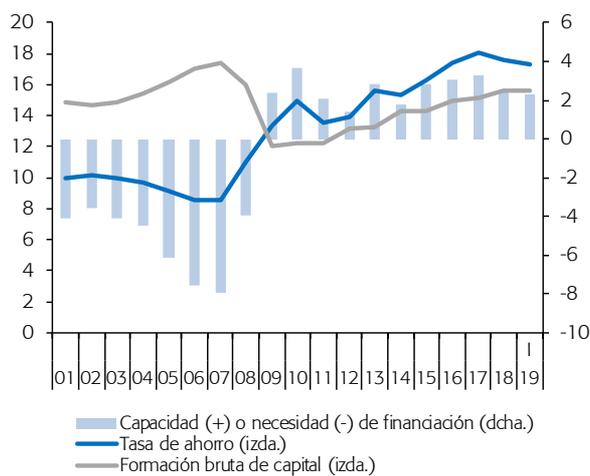
Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

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

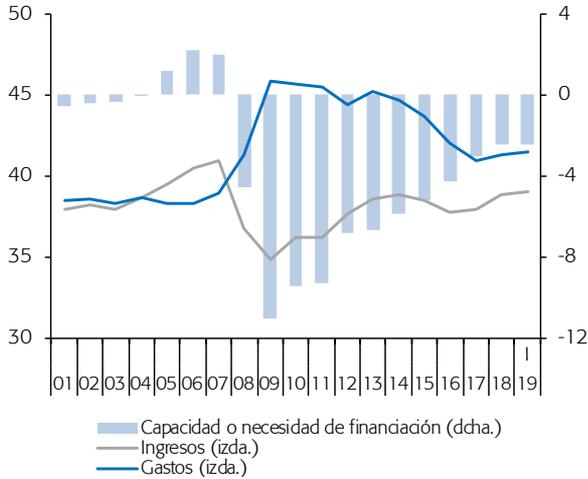
Previsiones en azul (1)

	Valor añadido bruto	Impuestos sobre la producción y las importaciones (recibidos)	Impuestos sobre la renta y el patrimonio (recibidos)	Cotizaciones sociales (recibidas)	Remuneración de asalariados	Intereses y otras rentas del capital netas (pagadas)	Prestaciones sociales (pagadas)	Subvenciones y transferencias corrientes netas (pagadas)	Renta disponible bruta	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Gastos de capital netos	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación excluyendo ayudas a entidades financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8	9=1+2+3+4-5-6-7-8	10	11=9-10	12	13=11-12	14
MM euros, suma móvil 4 trimestres														
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 II	150,0	132,7	115,1	139,5	121,6	22,8	175,5	20,0	197,3	212,9	-15,6	25,0	-40,6	-39,7
III	150,8	134,0	118,7	141,2	122,3	22,6	176,3	20,0	203,6	214,1	-10,5	24,9	-35,3	-34,8
IV	151,7	134,7	118,6	143,1	123,0	22,6	177,7	19,8	204,9	215,7	-10,7	25,2	-35,9	-35,4
2018 I	152,3	136,6	120,7	144,5	123,5	22,2	178,9	20,5	208,9	216,8	-7,9	26,8	-34,7	-34,3
II	153,2	138,7	122,5	146,5	124,3	21,6	180,3	20,2	214,4	218,2	-3,8	28,3	-32,1	-32,0
III	154,6	139,9	125,2	148,3	125,6	21,6	183,0	20,2	217,5	220,3	-2,9	28,6	-31,4	-31,3
IV	155,9	141,4	129,0	150,1	127,0	22,2	185,1	21,2	221,0	222,6	-1,7	28,3	-30,0	-29,9
2019 I	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
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2012	13,8	10,5	10,3	12,8	11,0	2,0	16,4	1,8	16,2	19,9	-3,7	6,9	-10,6	-6,8
2013	14,0	11,2	10,3	12,6	11,2	2,4	16,7	2,0	15,8	19,8	-4,0	3,0	-7,0	-6,7
2014	13,9	11,5	10,2	12,6	11,2	2,5	16,6	2,0	16,1	19,6	-3,5	2,5	-6,0	-5,9
2015	13,7	11,8	10,1	12,3	11,1	2,3	15,8	2,0	16,7	19,4	-2,7	2,6	-5,3	-5,2
2016	13,4	11,6	10,0	12,2	10,9	2,1	15,6	1,8	16,7	19,0	-2,2	2,3	-4,5	-4,3
2017	13,1	11,6	10,2	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,6	18,6	-0,9	2,2	-3,1	-3,0
2018	13,0	11,8	10,7	12,5	10,6	1,8	15,4	1,8	18,4	18,5	-0,1	2,4	-2,5	-2,5
2019	13,0	11,8	10,5	13,0	10,7	1,8	15,5	1,8	18,7	18,4	0,3	2,2	-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	0,4	2,1	-2,0	-2,0
2021	12,7	11,9	10,6	13,1	10,5	1,6	15,8	1,7	18,7	18,0	0,7	2,1	-1,7	-1,7
2017 II	13,2	11,7	10,1	12,3	10,7	2,0	15,4	1,8	17,3	18,7	-1,4	2,2	-3,6	-3,5
III	13,1	11,7	10,3	12,3	10,6	2,0	15,3	1,7	17,7	18,6	-0,9	2,2	-3,1	-3,0
IV	13,1	11,6	10,2	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,6	18,6	-0,9	2,2	-3,1	-3,0
2018 I	13,0	11,7	10,3	12,3	10,5	1,9	15,3	1,8	17,8	18,5	-0,7	2,3	-3,0	-2,9
II	13,0	11,7	10,4	12,4	10,5	1,8	15,3	1,7	18,1	18,5	-0,3	2,4	-2,7	-2,7
III	13,0	11,7	10,5	12,5	10,5	1,8	15,4	1,7	18,3	18,5	-0,2	2,4	-2,6	-2,6
IV	13,0	11,8	10,7	12,5	10,6	1,8	15,4	1,8	18,4	18,5	-0,1	2,4	-2,5	-2,5
2019 I	13,0	11,8	10,6	12,7	10,6	1,8	15,5	1,8	18,4	18,5	-0,1	2,3	-2,4	-2,5

(1) Previsiones pendientes de actualización tras la revisión anual de las cifras de Contabilidad Nacional.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

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

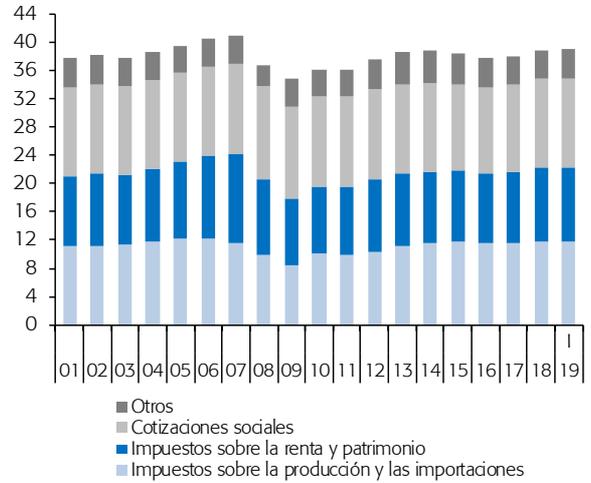


Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

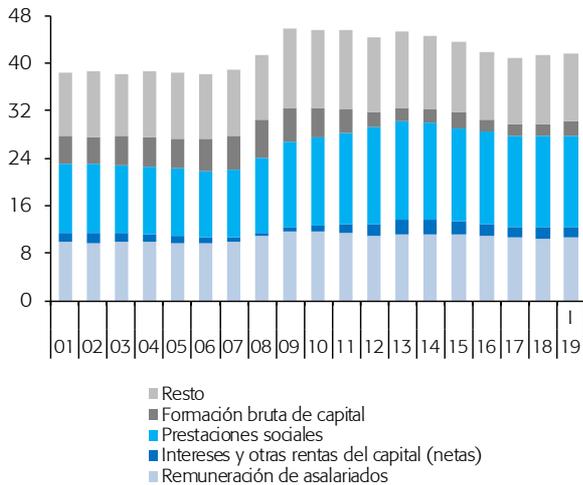
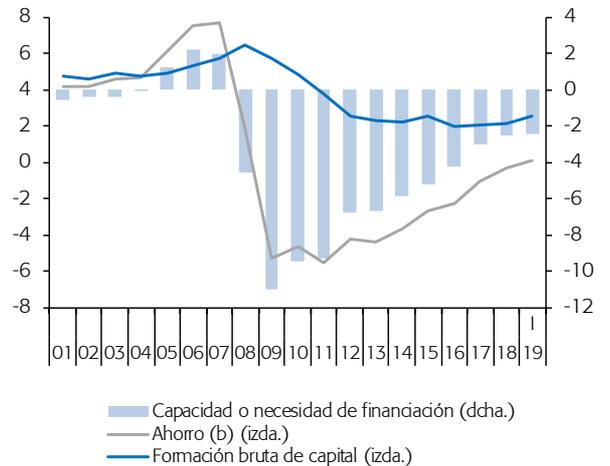


Gráfico 6.4.- Sector público: ahorro, inversión y déficit (a)
 Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 7

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

Previsiones en azul (1)

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda					
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo					
2012	-44,3	-19,4	3,3	-10,2	-70,6	761,9	189,2	44,0	17,2	891,5	
2013	-46,4	-16,2	5,7	-11,5	-68,4	850,2	210,5	42,1	17,2	979,0	
2014	-36,8	-18,5	5,5	-10,8	-60,6	902,5	237,9	38,3	17,2	1.041,6	
2015	-29,3	-18,7	4,6	-13,0	-56,5	940,4	263,3	35,2	17,2	1.073,9	
2016	-27,2	-9,6	7,0	-17,7	-47,6	969,6	277,0	32,2	17,2	1.107,2	
2017	-21,5	-4,2	7,1	-16,8	-35,4	1.010,8	288,1	29,1	27,4	1.144,4	
2018	-16,3	-2,8	6,3	-17,1	-29,9	1.047,3	293,1	25,8	41,2	1.173,1	
2019	--	--	--	--	-26,9	--	--	--	--	1.198,6	
2020	--	--	--	--	-26,4	--	--	--	--	1.223,4	
2021	--	--	--	--	-23,0	--	--	--	--	1.245,2	
2017	II	-19,2	-10,7	7,4	-17,1	-39,7	994,9	285,9	32,4	17,2	1.135,1
	III	-17,0	-6,9	7,3	-18,1	-34,8	998,8	284,4	30,5	23,2	1.133,4
	IV	-21,5	-4,2	7,1	-16,8	-35,4	1.010,8	288,1	29,1	27,4	1.144,4
2018	I	-21,8	-3,2	7,0	-16,4	-34,3	1.028,6	289,7	29,0	27,4	1.161,7
	II	-18,6	-2,8	6,1	-16,7	-32,0	1.034,7	293,3	29,4	34,9	1.165,8
	III	-18,3	-2,6	5,8	-16,2	-31,3	1.048,5	292,4	28,0	34,9	1.177,5
	IV	-16,3	-2,8	6,3	-17,1	-29,9	1.047,3	293,1	25,8	41,2	1.173,1
2019	I	-18,6	-2,8	5,9	-14,2	-29,7	1.069,8	296,7	26,0	43,1	1.200,3
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB					
2012	-4,3	-1,9	0,3	-1,0	-6,8	73,9	18,3	4,3	1,7	86,5	
2013	-4,5	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	83,3	20,6	4,1	1,7	96,0	
2014	-3,6	-1,8	0,5	-1,0	-5,9	87,4	23,1	3,7	1,7	100,9	
2015	-2,7	-1,7	0,4	-1,2	-5,2	87,3	24,4	3,3	1,6	99,7	
2016	-2,4	-0,9	0,6	-1,6	-4,3	87,0	24,9	2,9	1,5	99,4	
2017	-1,9	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,0	24,8	2,5	2,4	98,5	
2018	-1,4	-0,2	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6	
2019	--	--	--	--	-2,2	--	--	--	--	96,1	
2020	--	--	--	--	-2,0	--	--	--	--	95,2	
2021	--	--	--	--	-1,7	--	--	--	--	94,2	
2017	II	-1,7	-0,9	0,6	-1,5	-3,5	87,5	25,1	2,9	1,5	99,8
	III	-1,5	-0,6	0,6	-1,6	-3,0	86,9	24,8	2,7	2,0	98,7
	IV	-1,9	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,0	24,8	2,5	2,4	98,5
2018	I	-1,9	-0,3	0,6	-1,4	-2,9	87,8	24,7	2,5	2,3	99,1
	II	-1,6	-0,2	0,5	-1,4	-2,7	87,5	24,8	2,5	3,0	98,6
	III	-1,5	-0,2	0,5	-1,4	-2,6	88,0	24,6	2,4	2,9	98,9
	IV	-1,4	-0,2	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6
2019	I	-1,5	-0,2	0,5	-1,2	-2,5	88,3	24,5	2,1	3,6	99,0

(1) Previsiones pendientes de actualización tras la revisión anual de las cifras de Contabilidad Nacional.

(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

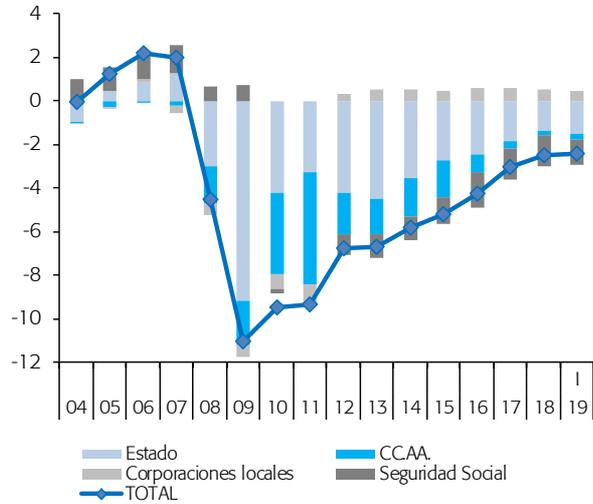
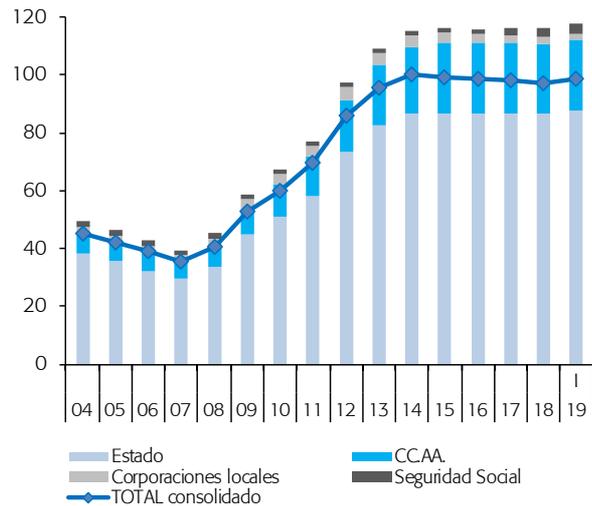


Gráfico 7.2.- Deuda pública

Porcentaje del PIB



Cuadro 8

Mercado de trabajo

Previsiones en azul

	Población de 16 o más años	Población activa		Ocupados		Desempleados		Tasa de actividad 16 o más años (a)	Tasa de ocupación 16 o más años (b)	Tasa de desempleo (c)				
		Original	CVE	Original	CVE	Original	CVE			Total	16-24 años	Españoles	Extranjeros	
		1	2=4+6	3=5+7	4	5	6			7	8	9	10=7/3	11
		Millones							Porcentaje					
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	23,0	--	19,8	--	3,3	--	58,6	50,3	14,2	--	--	--	
2020	39,5	23,2	--	20,1	--	3,1	--	58,7	50,8	13,4	--	--	--	
2021	39,8	23,3	--	20,4	--	2,9	--	58,6	51,2	12,5	--	--	--	
2017	III	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	I	38,8	22,7	22,7	18,9	19,0	3,8	3,8	58,6	48,9	16,7	36,3	15,7	24,3
	II	38,8	22,8	22,8	19,3	19,2	3,5	3,6	58,6	49,4	15,3	34,7	14,3	21,9
	III	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	19,4	3,3	3,4	58,5	49,8	14,4	33,5	13,5	20,8
2019	I	39,1	22,8	22,9	19,5	19,6	3,4	3,3	58,5	50,0	14,7	35,0	13,8	20,9
	II	39,2	23,0	23,0	19,8	19,6	3,2	3,3	58,6	50,1	14,0	33,2	13,1	20,3
		Tasas de crecimiento (d)							Diferencia sobre el año 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	1,0	--	2,2	--	-5,9	--	0,0	0,6	-1,0	--	--	--
2020		0,6	0,7	--	1,7	--	-5,1	--	0,0	0,5	-0,8	--	--	--
2021		0,7	0,4	--	1,5	--	-6,2	--	-0,1	0,4	-0,9	--	--	--
2017	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
	IV	0,3	0,1	0,0	2,6	2,7	-11,1	-11,1	-0,2	1,1	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	I	0,4	-0,1	-0,1	2,4	2,4	-10,8	-11,1	-0,3	0,9	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,5	0,5	0,4	2,8	2,8	-10,8	-10,8	-0,1	1,1	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,6	0,3	0,3	2,5	2,6	-10,9	-10,6	-0,2	0,9	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
	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	0,6	3,2	3,1	-11,6	-12,0	-0,1	1,1	-2,0	-1,4	-1,9	-3,4
	II	1,0	0,9	0,8	2,4	2,4	-7,4	-7,4	-0,1	0,7	-1,3	-1,5	-1,3	-1,7

(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 interanual para datos originales; tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas para datos CVE.

Fuente: INE (EPA) y Funcas.

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

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

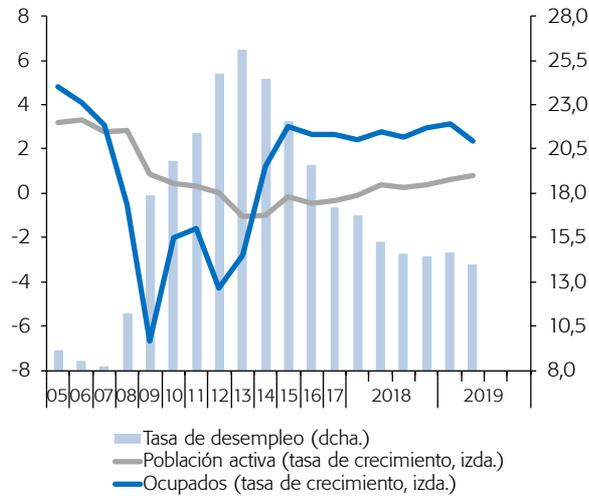
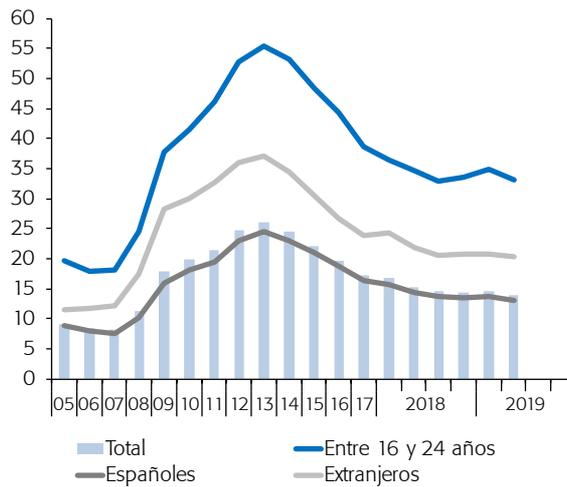


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

Previsiones en azul

	Total	Total sin alimentos ni energía	Sin alimentos no elaborados ni energía				Alimentos no elaborados	Energía	Alimentos	
			Total	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Alimentos elaborados				
% del total en 2018	100,00	66,15	81,20	24,82	41,33	15,06	7,34	11,46	22,40	
Índices, 2016 = 100										
2013	100,9	98,7	98,5	99,6	98,1	97,9	97,3	121,3	97,7	
2014	100,7	98,7	98,6	99,2	98,3	98,2	96,0	120,3	97,6	
2015	100,2	99,2	99,2	99,5	98,9	99,2	97,7	109,4	98,7	
2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2017	102,0	101,1	101,1	100,2	101,6	100,7	102,6	108,0	101,3	
2018	103,7	102,1	102,0	100,2	103,1	101,7	105,8	114,7	103,1	
2019	104,4	103,0	102,9	100,4	104,5	102,4	108,3	113,1	104,3	
2020	105,4	104,0	103,9	100,7	106,0	103,4	111,2	112,8	105,9	
Tasas de crecimiento interanual										
2013	1,4	1,1	1,4	0,6	1,4	3,1	3,6	0,0	3,2	
2014	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	-1,2	-0,8	-0,1	
2015	-0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	1,8	-9,0	1,2	
2016	-0,2	0,8	0,8	0,5	1,1	0,8	2,3	-8,6	1,3	
2017	2,0	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	2,6	8,0	1,3	
2018	1,7	0,9	0,9	0,0	1,5	1,0	3,1	6,1	1,8	
2019	0,7	0,9	0,9	0,3	1,4	0,7	2,4	-1,3	1,2	
2020	1,0	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	2,7	-0,3	1,6	
2019	Ene	1,0	0,9	0,8	0,1	1,4	0,4	2,3	1,5	1,0
	Feb	1,1	0,7	0,7	0,1	1,1	0,4	3,4	2,6	1,4
	Mar	1,3	0,7	0,7	0,2	1,1	0,4	2,0	5,6	0,9
	Abr	1,5	1,1	0,9	0,2	1,7	0,3	1,8	5,4	0,8
	May	0,8	0,8	0,7	0,2	1,2	0,3	1,0	1,3	0,6
	Jun	0,4	1,0	0,9	0,2	1,4	0,4	0,6	-2,6	0,5
	Jul	0,5	0,9	0,9	0,3	1,4	0,5	1,6	-2,4	0,9
	Ago	0,3	1,0	0,9	0,4	1,4	0,6	1,5	-4,5	0,9
	Sep	0,1	1,0	1,0	0,4	1,4	1,0	2,2	-7,2	1,4
	Oct	0,0	1,0	1,0	0,4	1,4	1,0	2,2	-7,5	1,4
	Nov	0,5	1,0	1,1	0,3	1,4	1,4	4,3	-5,2	2,4
	Dic	1,1	1,0	1,1	0,3	1,4	1,7	5,6	-1,3	3,0
2020	Ene	1,2	1,0	1,1	0,3	1,4	1,6	6,1	-1,3	3,1
	Feb	0,9	1,0	1,1	0,3	1,4	1,4	5,2	-2,5	2,7
	Mar	0,9	1,0	1,0	0,3	1,4	1,1	5,2	-2,9	2,5
	Abr	0,7	1,0	1,0	0,4	1,5	0,9	4,7	-3,9	2,2
	May	0,6	1,0	1,0	0,3	1,5	0,7	4,2	-3,8	1,9
	Jun	1,0	1,0	0,9	0,4	1,4	0,6	3,3	0,1	1,6
	Jul	1,0	1,0	1,0	0,3	1,4	0,9	2,6	-0,1	1,5
	Ago	1,1	1,0	1,0	0,3	1,4	0,9	1,9	1,2	1,3
	Sep	1,2	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	1,2	2,8	1,1
	Oct	1,1	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	0,8	2,3	0,9
	Nov	1,0	1,0	0,9	0,3	1,4	0,9	-1,2	2,4	0,2
	Dic	1,0	0,9	1,0	0,3	1,4	1,0	-1,5	2,4	0,2

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 9.1.- Tasa de inflación (I)

Tasas de crecimiento interanual

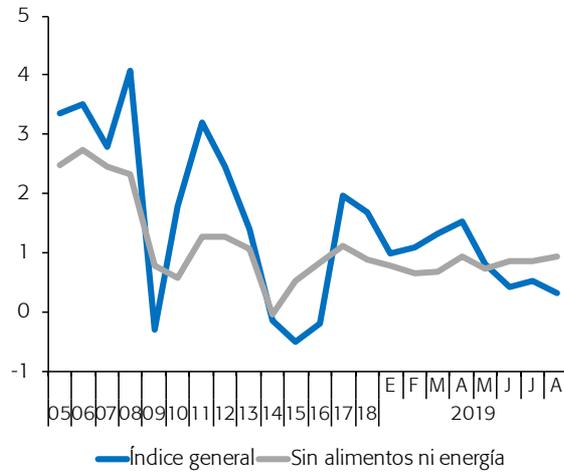
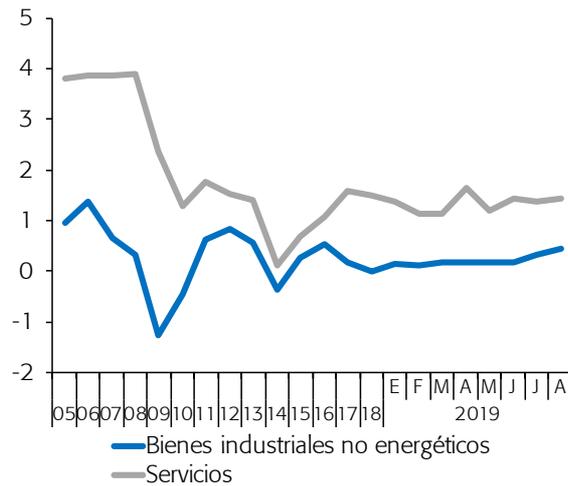


Gráfico 9.2.- Tasa de inflación (II)

Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 10

Otros indicadores de precios y costes

	Deflactor del PIB (a)	Índice de precios industriales		Precio de la vivienda		Precios del suelo urbano (M. de Fomento)	Encuesta trimestral de costes laborales				Incrementos salariales pactados en negociación colectiva
		Total	Sin energía	Índice de precios de la vivienda (INE)	Precios de la vivienda (M. de Fomento)		Costes laborales totales por trabajador	Costes salariales por trabajador	Otros costes por trabajador	Costes laborales totales por hora trabajada	
	2010=100	2015=100		2007=100			2000=100				
2012	99,7	102,9	99,8	72,0	77,2	65,4	143,6	141,1	151,3	154,7	--
2013	100,1	103,5	100,5	64,3	72,7	55,1	143,8	141,1	152,2	155,2	--
2014	99,9	102,1	99,7	64,5	71,0	52,6	143,3	140,9	150,7	155,5	--
2015	100,5	100,0	100,0	66,8	71,7	54,9	144,2	142,5	149,6	156,5	--
2016	100,8	96,9	99,6	70,0	73,1	57,8	143,6	142,1	148,3	156,3	--
2017	102,2	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	158,5	--
2019 (b)	104,3	104,3	103,2	82,5	79,6	57,3	147,4	144,9	155,1	156,3	--
2017 IV	102,7	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,9	151,3	149,5	164,9	--
2018 I	102,6	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,7	148,6	--
II	103,2	103,4	103,1	78,8	77,2	58,5	147,0	146,2	149,6	155,6	--
III	103,3	105,6	103,1	80,5	77,3	55,7	141,3	138,0	151,4	163,3	--
IV	104,0	105,2	103,0	80,9	78,7	56,6	152,2	152,7	150,6	166,8	--
2019 I	103,6	104,2	103,0	82,1	79,6	57,3	144,1	140,5	155,2	152,2	--
II	105,0	104,3	103,4	83,0	--	--	150,6	149,2	155,0	160,4	--
III (b)	--	104,2	103,3	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 May	--	104,7	103,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Jun	--	103,6	103,4	--	--	--	--	--	--	--	--
Jul	--	104,2	103,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Tasas de crecimiento interanuales (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	0,3	0,5
2014	-0,2	-1,3	-0,8	0,3	-2,4	-4,6	-0,3	-0,1	-1,0	0,2	0,5
2015	0,5	-2,1	0,3	3,6	1,1	4,3	0,6	1,1	-0,7	0,6	0,7
2016	0,3	-3,1	-0,4	4,7	1,9	5,3	-0,4	-0,3	-0,8	-0,1	1,0
2017	1,4	4,4	2,3	6,2	2,4	0,8	0,2	0,1	0,5	0,0	1,4
2018	1,1	3,0	1,1	6,7	3,4	-1,6	1,0	1,0	1,0	1,4	1,8
2019 (d)	1,3	1,1	0,2	6,0	4,4	-2,1	2,3	1,9	3,3	2,8	2,3
2017 IV	1,5	2,6	2,1	7,2	0,9	-10,9	0,7	0,5	1,5	0,7	1,4
2018 I	1,2	0,8	1,4	6,2	1,4	-2,6	0,7	0,8	0,3	1,0	1,5
II	1,0	3,0	1,1	6,8	2,6	-2,1	0,6	0,5	1,0	0,9	1,6
III	0,9	5,0	1,1	7,2	2,2	-4,3	1,9	1,9	1,9	2,7	1,7
IV	1,3	3,1	0,8	6,6	0,4	3,0	0,9	0,9	0,7	1,2	1,8
2019 I	0,9	1,9	0,2	6,8	1,5	-2,1	2,1	1,7	3,0	2,4	2,2
II	1,7	0,9	0,3	5,3	1,2	--	2,4	2,1	3,6	3,1	2,2
III (e)	--	-1,3	0,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 Jun	--	-0,8	0,2	--	--	--	--	--	--	--	2,2
Jul	--	-0,8	0,1	--	--	--	--	--	--	--	2,3
Ago	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2,3

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

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

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

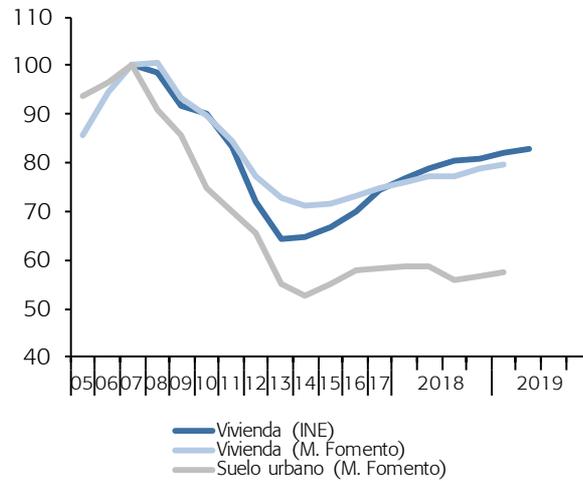
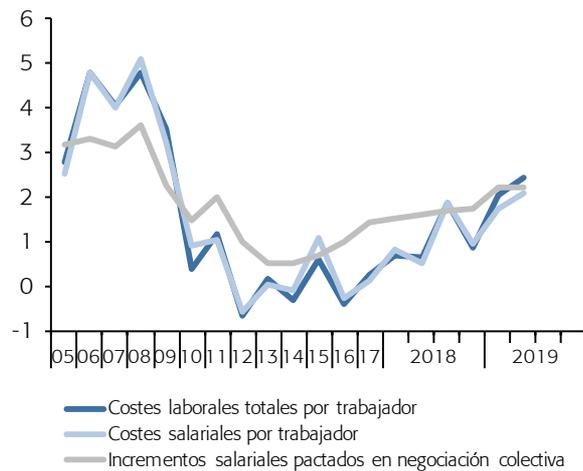


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

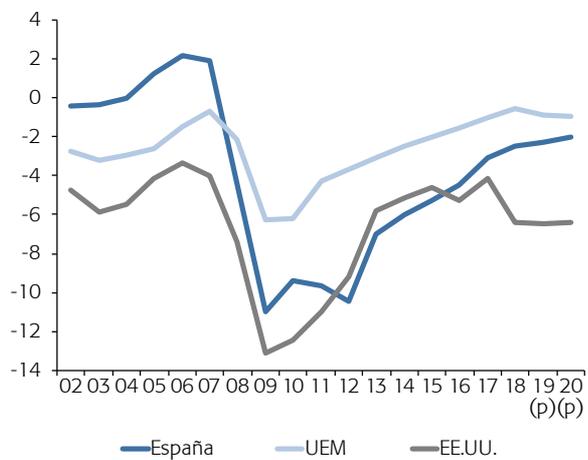
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	Saldo de las AAPP.			Deuda pública bruta consolidada			Balanza de pagos por cuenta corriente (Contabilidad Nacional)		
	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.	España	UEM	EE.UU.
Miles de millones de moneda nacional									
2006	22,2	-133,9	-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	-
Porcentaje 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.

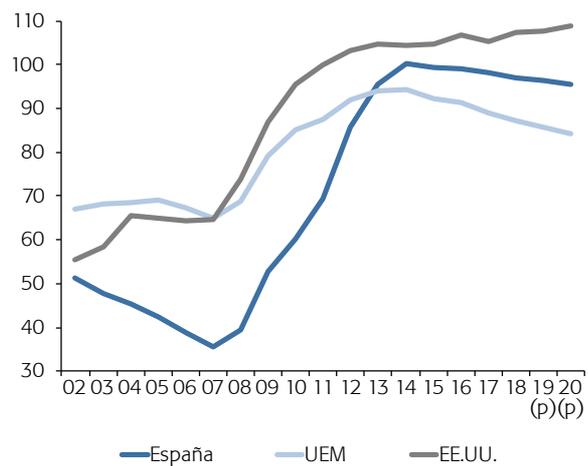
Porcentaje del PIB



(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									Altas exteriores de nacidos en la UE28 (%)
	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	
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	760.804	25,8
2019*	47.007.367	43,4	19,3			53,6	29,6	14,3		
Fuentes:	EPC	EPC	EPC	ID INE	ID INE	EPC	EPC	EPC	EVR	EVR

* Datos provisionales

ID INE: Indicadores Demográficos INE, EPC: Estadística del Padrón Municipal, EVR: Estadística de Variaciones Residenciales, Tasa de dependencia: población menor de 16 + población mayor de 64/ población mayor de 15 y menor de 65 años, en %, Tasa de dependencia mayores de 64 años: población mayor de 64 años/población mayor de 15 y menor de 65 años, en %,

Cuadro 2

Hogares y familias

	Hogares			
	Número de hogares (miles)	Tamaño medio de los hogares	Hogares con una persona sola menor de 65 años (%)	Hogares con una persona sola de 65 o más años (%)
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51	14,3	11,5
2019*	18.665	2,52		
Fuentes:	EPA	EPA	EPF	EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46
2017	7,4	7,0	2,10	35,3	33,2	2,67
2018	6,9*	6,4*				2,90
Fuentes:	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	ID INE	MNP

Cuadro 2 (continuación)

Hogares y familias

	Fecundidad					
	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 1000 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 Igualdad.

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

Tasa bruta de divorcios: divorcios por 1.000 habitantes.

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

* Datos provisionales.

* Los datos se refieren al periodo enero-junio.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
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*	19,6	6,6	30,0	44,3
Fuentes	EPA	EPA	EPA	EPA

	Alumnos matriculados en enseñanzas no obligatorias					Gasto en educación	
	Enseñanza Infantil	Bachillerato	Formación Profesional (grado medio o superior)	Universidad (1er y 2º 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	1.767.179	676.311	667.984	1.287.791	209.754	49.458.049	4,24
2018	1.747.374*	667.426*	677.083*	1.293.892*	214.528*		
Fuentes:	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD	MECD

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

* Los datos se refieren al periodo enero-junio.

* Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
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•	776.846	6.017.987	1.135	955.806	973	2.359.976	710
Fuentes:	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL	BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019•	906.432	258.968	194.191	15.309
Fuentes:	BEL	IMERSO	IMERSO	BEL

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

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

• Los datos se refieren al periodo enero-julio.

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (\$ por habitante)	Público (\$ por habitante)
2008	8,29	6,10	2.774	2.042
2010	9,01	6,74	2.886	2.157
2012	9,09	6,55	2.902	2.095
2014	9,08	6,36	3.057	2.140
2015	9,16	6,51	3.180	2.258
2016	8,98	6,34	3.248	2.293
2017	8,84	6,25	3.370	2.385
Fuentes:	OCDE	OCDE	OCDE	OCDE

Cuadro 5 (continuación)

Protección social: sanidad

	Personal y recursos			
	Médicos en atención especializada (por 1.000 hab.)	Médicos atención primaria (por 1.000 personas asignadas)	Enfermeras/os en 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	1,9	0,8	3,4	0,6
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

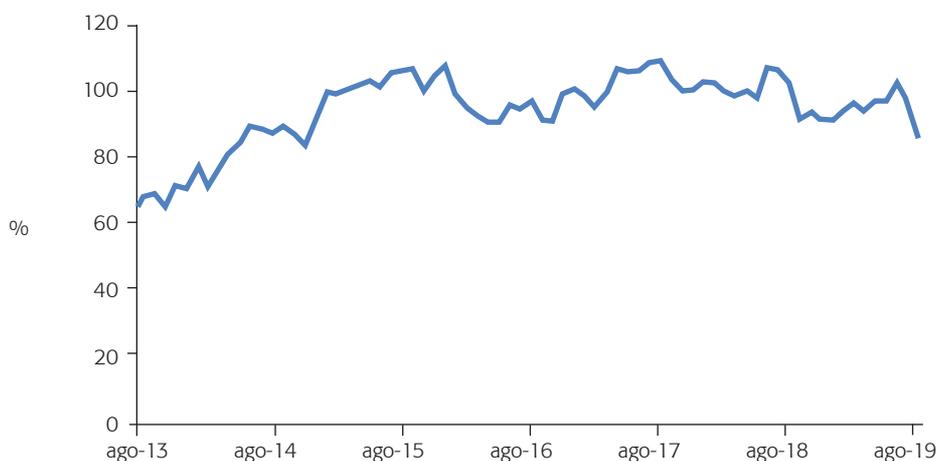
	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2008	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		
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

* Media de la satisfacción de la población medida en una escala de 1 a 10, en la que 1 significa "totalmente insatisfactorio" y 10 "totalmente satisfactorio". OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo. INCLASNS: Indicadores clave del Sistema Nacional del Salud.

2. INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)

Gráfico 1

Evolución del ICC (agosto 2013-agosto 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).

2. FLASH SOCIAL. Amplio descontento con el funcionamiento de los tribunales de justicia

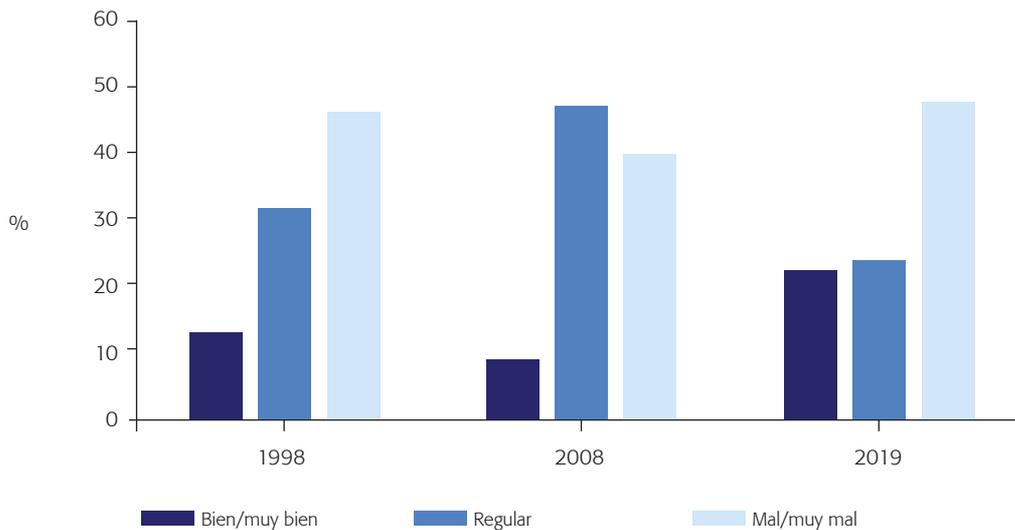
Casi la mitad de la población española mayor de edad está descontenta con el funcionamiento de los tribunales de justicia. Así se desprende del barómetro de opinión pública de julio de 2019, publicado por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS). Los datos disponibles indican la persistencia durante los últimos veinte años de actitudes mayoritariamente críticas en esta materia (gráfico 2).

De los resultados del barómetro de julio de 2019 se desprende asimismo que si bien esta opinión negativa se halla extendida entre colectivos muy diversos, guarda cierta relación con las preferencias político-electorales: entre los votantes de los partidos de ámbito nacional, se aprecia un mayor descontento con el funcionamiento de la justicia en quienes votaron a Vox y Unidas-Podemos (gráfico 3).

La continuidad de una opinión desfavorable también se aprecia en lo que se refiere a los medios de los que dispone la justicia para desempeñar sus funciones. En el verano de 2019, en torno a seis de cada diez ciudadanos entrevistados afirmaron que a los tribunales les faltan medios para desarrollar su labor adecuadamente. Esa proporción es muy similar a la que arrojaron esas mismas preguntas cuando se plantearon en 2005 y 2011. En cambio, las respuestas recogidas en 1998 sugieren que la percepción sobre la adecuación de los medios con los que cuentan los tribunales de justicia empeoró con el cambio de siglo (gráfico 4).

Gráfico 2

Opinión sobre el funcionamiento de los tribunales de justicia (1998, 2008 y 2019)

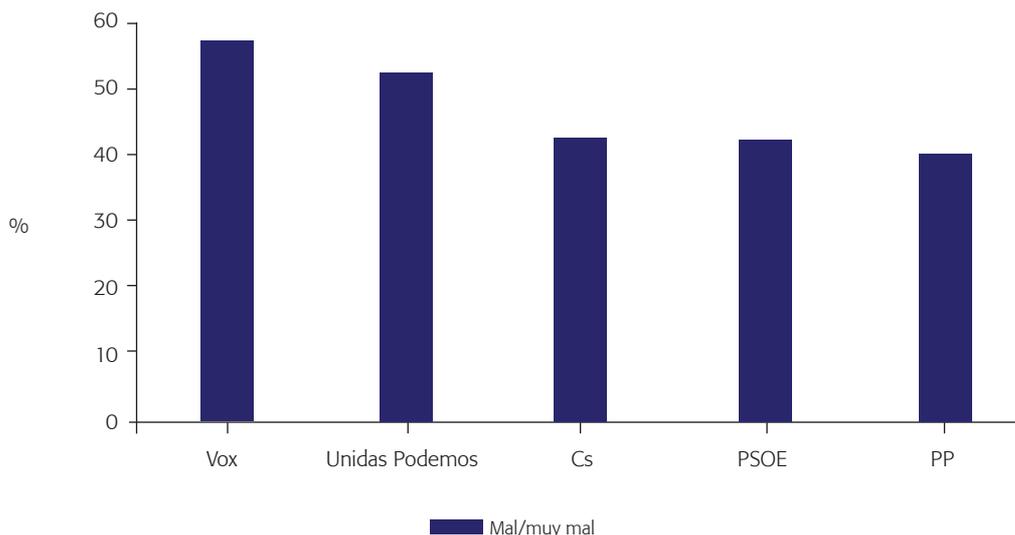


Pregunta: "Querría que me dijera ahora cómo considera Ud. que funcionan actualmente los tribunales de justicia en España: muy bien, bien, mal o muy mal."

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas 2278, 2778 y 3257 (www.cis.es).

Gráfico 3

Opinión sobre el funcionamiento de la justicia, por recuerdo de voto en las últimas elecciones generales (julio de 2019)

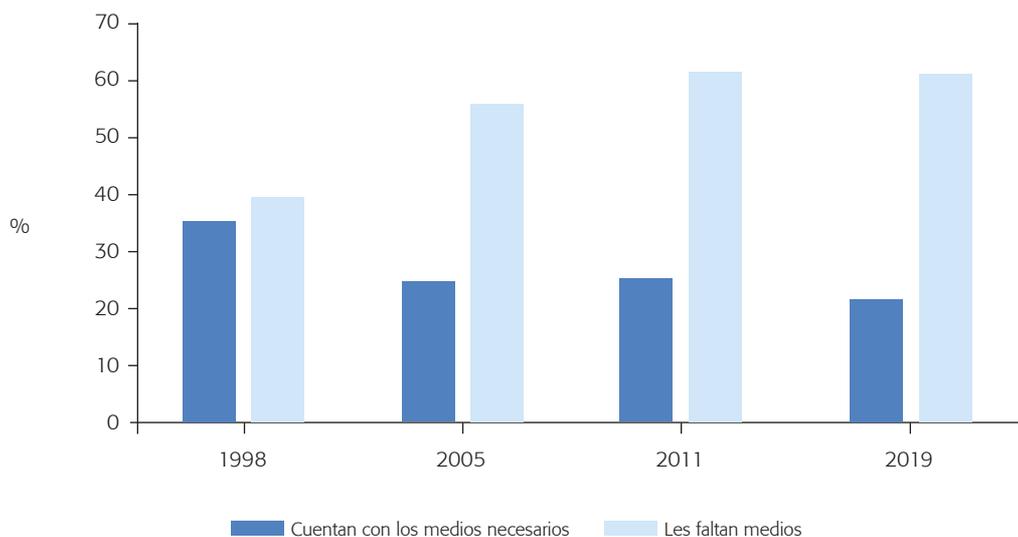


Pregunta: "Querría que me dijera ahora cómo considera Ud. que funcionan actualmente los tribunales de justicia en España: muy bien, bien, mal o muy mal."

Fuente: Barómetro del Centro de Investigaciones Sociológicas 3257 (www.cis.es).

Gráfico 4

Opinión sobre los medios con los que cuentan los tribunales de justicia en España



Preguntas: "En líneas generales y por lo que Ud. pueda saber, ¿diría que los tribunales de justicia españoles cuentan con los medios necesarios (personal, instalaciones, etc.) para desarrollar su labor o que les faltan medios?" (1998 y 2005); "¿Considera Ud. que los medios con los que cuentan los tribunales de justicia, para la realización de sus tareas, son más bien suficientes o más bien insuficientes?" (2011 y 2019).

Fuente: Barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas 2278, 2630, 2861 y 3257 (www.cis.es).

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO – Funcas

Fecha de actualización: 15 de septiembre de 2019

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	1,0	Junio 2019
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	2,1	Junio 2019
Dudosos (% var. mensual medio)	-3,9	Junio 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	692.543	Agosto 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	148.513	Agosto 2019
Apelación al eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	152	Agosto 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 agosto	2019 15 septiembre	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	-0,436	-0,437	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,2	-0,186	-0,117	-0,407	-0,373	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	0,10	0,37	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	3,9	1,4	1,5	-	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés: Los tipos de interés interbancarios han mostrado un comportamiento dispar en la primera mitad de septiembre. El euríbor a 3 meses ha bajado ligeramente del -0,436% de agosto al -0,437%, mientras que el euríbor a 12 meses ha aumentado desde el -0,407% de agosto al -0,373%. Esta evolución, al ser un promedio de los períodos considerados, aún no refleja en toda su magnitud las últimas decisiones del BCE, que suponen una importante ampliación del paquete de estímulos monetarios. En la primera mitad de septiembre, la rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado al 0,37%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 Junio	2019 Julio	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,3	54,6	84,2	215,9	278,5	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	17,5	27,6	49,2	97,5	100,9	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,4	3,46	1,07	0,23	0,00	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	0,3	4,76	1,84	1,06	1,20	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	0,7	-0,7	-0,52	-0,51	-0,52	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	676,8	1.127,1	1.164,63	1.300,74	1.298,81	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (%var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	0,4	-1,3	-5,9	-0,7	-2,2	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	4,6	-2,7	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.013,32	1.055,4	862,6	926,1	915,2 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.732,1	10.451,5	8.539,9	9.198,8	9.137,9 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 Junio	2019 Julio	Definición y cálculo
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	15,8	15,8	12,2	13,2	13,1 (a)	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en el IBEX-35
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	-6,1	14,5	0,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	10,6	5,8	58,5	28,5	-28,6	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 15 de septiembre de 2019.

Comentario "Mercados financieros: Durante el mes de julio se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras del Tesoro (hasta el 278,5%) y de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 100,9%). Las bolsas han registrado una importante volatilidad durante la primera quincena de septiembre. El IBEX-35 se sitúa en los 9.137,9 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid en los 915,2 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 aumentaron un 0,3% en julio, mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice cayeron un 28,6%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2016	2017	2018	2019(1T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2,1	2,0	1,5	1,2	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/ PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	2,1	2,6	0,5	0,1	0,1	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	261,5	297,0	287,4	280,7	284,3	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	2019(1T)	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	58,9	58,4	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	0,5	0,6	3,8	-1,6	3,9	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro. (%var. trimestral medio)	BE	-1,5	1,1	-0,1	0,1	0,1	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el primer trimestre de 2019 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se redujo hasta el 1,2% 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 58,4% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 Mayo	2019 Junio	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,5	-0,4	-4,7	0,1	1,0	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. Mensual medio)	BE	7,3	2,4	0,7	0,5	2,1	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,81	-3,7	-0,9	0,8	-0,1	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
31. Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	9,9	0,7	-8,8	-1,9	0,7	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,3	-1,7	-0,6	-1,1	0,2	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 Mayo	2019 Junio	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,1	-3,8	-2,3	-0,6	-3,9	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
34. Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	-3,0	-3,5	-1,4	-0,7	1,5	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	0,5	0,1	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio: En junio de 2019 se observó un aumento del crédito al sector privado del 1% y también de los depósitos, del 2,1%. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 0,1% y las acciones y participaciones aumentaron en un 0,7%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 3,9% con respecto al mes precedente.

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2015	2016	2017	2018 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 territorio 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 Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras de la Eurozona) (millones de Euros)	BE	318.141	527.317	762.540	725.455	692.543 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total Eurozona
41. Apelación al Eurosistema a largo plazo (total entidades financieras españolas) (millones de Euros)	BE	65.106	138.455	170.445	167.421	148.513 (b)	Operaciones del mercado abierto y facilidades permanentes del Banco Central Europeo. Total España

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

Indicador	A partir de datos de:	Media 2000-2015	2016	2017	2018 Diciembre	2019 Marzo	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de Euros)	BE	20.270	1.408	96	167	152 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2018.

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

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema: En agosto de 2019, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 148.513 millones de euros.

PRO-MEMORIA: Desde enero de 2015, el Banco Central Europeo viene informando, asimismo, del importe de los distintos programas de compra de activos. En julio de 2019, el importe de estos programas en España era de 330.559 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 este ratio se obtienen directamente partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito.
44. Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	BE	3.519,51	5.892,09	5.595,62	5.600,48	6.532,25	9.461,19	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado.
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	21.338,27	40.119,97	36.791,09	39.457,04	47.309,12	68.190,72	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina.
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	205,80	142,85	229,04	139,84	122,22	109,28	Indicador de expansión de la red
47. "Empleados/oficinas"	BE	6,1	6,8	6,57	7,05	6,97	7,20	Indicador de dimensión de las oficinas.
48. Fondos propios (% var. mensual medio)	BE	0,11	0,07	0,01	-0,62	0,84	-0,79	Indicador de la variación de los fondos propios de las entidades de depósito
49. ROA	BE	0,45	0,49	0,39	0,26	0,44	0,57	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
50. ROE	BE	6,27	6,46	5,04	3,12	3,66	4,25	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"

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

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 160. Medicamentos, innovación tecnológica y economía

PANORAMA SOCIAL

N.º 29. Pobreza y rentas mínimas

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 271. Limitaciones del crecimiento en la eurozona

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 8, N.º 4 (2019). The role of Spain's financial sector: Taking stock of key metrics

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

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

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

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

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

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

SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

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

E-MAIL: publica@funcas.es

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

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

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

Pedidos e información:

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



ISSN: 2254-3422



97722543427