

Desaceleración económica y mercado de la vivienda

El mercado de la vivienda

Desaceleración
con menores riesgos
inmobiliarios y financieros

Internacionalización
de la economía española

Especialización de las
exportaciones provinciales

Internacionalización
y resultados de la banca

Evolución comparada
de la industria española

El mercado de deuda
privada

CoCos frente a capital
en la banca

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

273

noviembre/diciembre 2019

CARTA DE LA REDACCIÓN

<u>Página</u>	1	El mercado de la vivienda: situación y perspectivas a corto plazo <i>Carlos Ocaña P. de Tudela y Raymond Torres</i>
	11	Una desaceleración con menores riesgos inmobiliarios y financieros <i>Santiago Carbó Valverde, Pedro Cuadros Solas y Francisco Rodríguez Fernández</i>
	19	La internacionalización de la economía española: evolución reciente y reformas pendientes <i>Ramon Xifré</i>
	27	La dinámica de especialización sectorial de las exportaciones de las provincias españolas entre 1988 y 2017 <i>Juana Castillo-Giménez y Francisco Requena Silvente</i>
	35	Ventajas de la internacionalización y diversificación geográfica del negocio de la banca española <i>Joaquín Maudos</i>
	45	Evolución comparada de las manufacturas españolas <i>María José Moral</i>
	55	El mercado de deuda privada española retoma el pulso <i>José Manuel Amor, Salvador Jiménez, Irene Peña y Javier Pino</i>
	67	CoCos frente a capital en la banca española y europea <i>Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Javier Pino</i>

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

<u>Página</u>	75	Indicadores económicos <i>Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas</i>
	99	Indicadores sociales <i>Dirección de Estudios Sociales de Funcas</i>
	105	Indicadores financieros <i>Dirección de Estudios Financieros de Funcas</i>

Carta de la Redacción

Entre los desequilibrios que explican la profundidad de la última gran crisis sufrida por la economía española destacan, por encima de todos, los que afectaron al sector inmobiliario y a sus relaciones con el sistema bancario. La denominada burbuja inmobiliaria y el riesgo financiero asociado a ella por la vía del crédito hipotecario –mutuamente retroalimentados– no fueron correctamente valorados por los agentes económicos durante la etapa de expansión previa, convirtiéndose posteriormente en el principal factor de difusión de la crisis. Por eso, cuando, como ahora sucede, la economía española afronta una fase cíclica de desaceleración en un contexto global de ralentización del crecimiento, especialmente en la eurozona, surge la inquietud sobre cuál es la situación actual del mercado inmobiliario y de la financiación que se relaciona con él, tras varios años de recuperación. Más aún, ante las previsiones de caída del ritmo de actividad económica, es natural que nos preguntemos si esos factores que recrudecieron el alcance de la crisis de la economía española podrían volver a repetirse.

Los dos primeros artículos de este número de *Cuadernos de Información Económica* abordan, de forma complementaria, estos interrogantes y desvelan el estado actual y las perspectivas inmediatas de los riesgos inmobiliarios y financieros en España. En el primero de ellos, CARLOS OCAÑA P. DE TUDELA y RAYMOND TORRES analizan un amplio conjunto de indicadores del mercado de la vivienda concluyendo que, si bien puede producirse un ajuste limitado, provocado en buena medida por la moderación de la demanda, no cabe esperar un “pinchazo” del sector, entre otras cosas porque ninguno de los indicadores manejados se corresponde con la existencia de una hipotética burbuja. Ni el nivel de precios alcanzado –casi un 20% por debajo del nivel

precrisis–, ni el esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses –33% de la renta disponible frente a valores superiores al 50% en 2008–, ni el peso del sector en la economía –alrededor de la mitad en términos de inversión y de empleo– se corresponden con situaciones de sobrevaloración o de riesgo de impagos. Por otra parte, tampoco existe una burbuja de crédito bancario y el crédito nuevo para la adquisición de vivienda incluso se ha reducido en lo que va de año. Solo en algunos de los principales núcleos urbanos y destinos turísticos se han producido tensiones en el mercado de compraventa de viviendas, al tiempo que se detecta una inflación importante en la vivienda de alquiler. Todo apunta hacia un fin de ciclo moderado, sin caídas significativas en número de transacciones y en precios, de modo que sus repercusiones sobre el conjunto de la economía serán limitadas.

Conclusiones similares alcanzan SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. Tal como señalan, los episodios contractivos más severos y prolongados tienen una vertiente inmobiliaria y financiera. Sin embargo, la comparación de la situación actual con la experiencia de crisis anteriores revela que el ajuste que ahora estaría afectando a la economía española no parece conllevar riesgos adicionales asociados a esos factores. Tanto los precios de la vivienda como el peso de la construcción en la economía siguen una evolución al alza, pero muy moderada e incluso con una cierta ralentización en cuanto a los precios se refiere. A su vez, la deuda de hogares y empresas sobre el PIB ha caído en más de 70 puntos porcentuales durante los últimos diez años y en los mercados financieros la preocupación es más bien por falta de actividad que por exceso, de modo que ni la trayectoria del endeudamiento privado

ni su calidad –con una continuada caída de la tasa de morosidad desde 2014– dibujan un posible escenario de burbuja financiera. Sin embargo, sí podría suscitar dudas, en escenarios de empeoramiento de la situación económica internacional y española, el elevado nivel de deuda pública, tanto por posibles cambios en los costes de financiación de la misma a medio y largo plazo como por las dificultades que implicaría recurrir a políticas fiscales anticíclicas en ese tipo de escenarios.

La apertura exterior de la economía española ha sido una palanca esencial para superar la crisis económica iniciada en 2008 y constituye un factor de cambio estructural positivo, en la medida en que diversifica las fuentes del crecimiento en favor de la demanda exterior. Tres artículos abordan el proceso de internacionalización de la economía española. El primero, de RAMON XIFRÉ, recorre la trayectoria creciente de las exportaciones españolas desde comienzos de siglo, que ha situado a nuestro país como la segunda de las grandes economías de la eurozona con mayor grado de apertura. No obstante, la vitalidad del sector exterior muestra signos de debilitamiento en los dos últimos años, posiblemente por la propia ralentización del comercio mundial. Pero, desde una perspectiva microeconómica, subsisten importantes barreras a la internacionalización de las empresas españolas, que afectan de modo singular a aquellas de menor tamaño, cuyo peso en valor añadido exportado es mucho mayor en España que en los otros grandes países de la eurozona. Entre esas barreras destacan los elementos de competitividad relacionados con la productividad, calidad y diferenciación del producto, intensidad tecnológica, así como las dificultades de las pequeñas empresas para acceder a nuevos mercados y localizar oportunidades de negocio de alto valor añadido.

Más en detalle, el artículo de JUANA CASTILLO-GIMÉNEZ y FRANCISCO REQUENA SILVENTE analiza los cambios en la estructura de ventajas y desventajas comparativas de las exportaciones de las provincias españolas durante los últimos treinta años. Por una parte, la mitad de las provincias, entre las que se encuentran las de mayor capacidad exportadora (Barcelona, Madrid, Valencia y Vizcaya) han reducido su nivel de especialización como consecuencia de menores diferencias entre los sectores con ventajas y desventajas comparativas. Por otra, la especialización ha aumentado en las otras veinticinco provincias, en catorce por encima de la media española y en once por debajo. Un factor relevante en la explicación de estos cambios es el grado de concentración de las exportaciones a nivel provincial en unas pocas empresas (con el estatus de “superestrellas”). Los sectores con

mayor grado de concentración presentan mayor inestabilidad en el patrón de especialización, de manera que se ven más afectados por cambios en las ventajas y desventajas comparativas.

El tercer trabajo relacionado con la internacionalización de la economía española está dedicado a la banca y presenta un análisis comparativo del comportamiento del negocio de los grupos bancarios españoles dentro y fuera de nuestras fronteras. Como señala JOAQUÍN MAUDOS, la exposición internacional de la banca española es superior a la de las otras tres grandes economías de la eurozona, si bien presenta un grado bastante reducido de diversificación geográfica: tres países –Reino Unido, EE.UU. y Brasil– concentran casi la mitad de las inversiones, y cinco cerca de las dos terceras partes –los anteriores más México y Portugal–. En todo caso, los indicadores económico-financieros del sector muestran que la rentabilidad sobre activos y sobre recursos propios es superior en los grupos consolidados –incluyendo por tanto la actividad en exterior– que en el negocio doméstico. La razón principal es el mayor margen de intereses que se obtiene fuera de España, ante la persistencia de tipos negativos en el interior. Así pues, la diversificación de riesgos mediante la internacionalización de la actividad bancaria, aunque puede dar lugar a riesgos puntuales en algunos países, demuestra que en conjunto ha proporcionado beneficios indudables a los bancos españoles.

El sector industrial vuelve a estar en el foco del análisis macroeconómico en la actual fase de desaceleración de la economía europea. A ello responde el artículo de MARÍA JOSÉ MORAL, en el que se pone de manifiesto que los indicadores más recientes no son muy favorables: la industria alemana está reduciendo su producción desde el primer trimestre de 2018, mientras que Francia y Reino Unido lo hacen desde el segundo trimestre de 2019 y en España el retroceso se ha producido en el tercer trimestre de este año. Situando el foco en los últimos cinco años –correspondientes a la fase expansiva del ciclo– se observa que la producción manufacturera en España ha tenido un comportamiento más dinámico que la de Alemania, Francia y Reino Unido, aunque no ha cerrado la brecha respecto a la producción anterior a la crisis económica. La revisión efectuada por sectores revela que los de tecnología alta y media-alta tienen una trayectoria más positiva que el promedio durante la etapa de recuperación. En cambio, entre los sectores más tradicionales, los de tecnología media-baja, la evolución es más pausada, incluso con resultados negativos en textil, confección, cuero y calzado, y en madera, papel y artes gráficas. Aunque

la perspectiva temporal no es suficiente para extraer conclusiones sobre posibles cambios estructurales en la composición de la producción industrial española, existen indicios que apuntan hacia un mayor peso relativo de las manufacturas de tecnología alta y media-alta, pero a un ritmo con bastante lentitud.

Finalmente, los dos últimos artículos tienen por objeto las emisiones de deuda privada y el comportamiento de los bonos contingentes convertibles, respectivamente. El mercado primario de deuda privada española está registrando, a lo largo de 2019, un comportamiento muy favorable debido, en gran parte, a la fuerte relajación de las condiciones financieras propiciada por la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo. El artículo de JOSÉ MANUEL AMOR, SALVADOR JIMÉNEZ, IRENE PEÑA y JAVIER PINO disecciona la naturaleza, composición, plazos y volúmenes de deuda de los emisores españoles. En primer lugar, se detecta un predominio –un 70% sobre el total– de las emisiones del sector financiero durante 2019, tanto por sus necesidades de financiación de elevada calidad en términos regulatorios, como por el reducido peso que todavía tiene el sector corporativo español en los mercados mayoristas y su fuerte dependencia del crédito bancario. En segundo lugar, en la composición de las emisiones de deuda bancaria se ha reducido el peso de las cédulas hipotecarias y de los bonos contingentes convertibles (CoCos), dando una mayor relevancia a la deuda sénior en sus dos vertientes, de deuda sénior *unsecured* y deuda sénior *non preferred*.

En tercer lugar, las emisiones de deuda corporativa se han realizado en su práctica totalidad a un plazo de cinco años o superior, resultado de un aplanamiento de la curva de tipos y de un elevado apetito inversor. El artículo destaca, finalmente, el relevante papel que están adquiriendo los emisores corporativos españoles en el mercado verde, social y/o sostenible.

De forma complementaria con el artículo anterior, ÁNGEL BERGES, ALFONSO PELAYO y JAVIER PINO examinan el comportamiento de los bonos contingentes convertibles, que tan destacado papel han tenido en el proceso de recapitalización bancaria en España y en Europa (22 mil millones de euros emitidos en España entre 2014 y 2018), convirtiéndose en una alternativa a las acciones ordinarias. Su rendimiento ha sido muy superior al de estas: durante los últimos cinco años la *performance* total –incluyendo, por tanto, cupones y dividendos– del índice de CoCos de los bancos europeos ha estado en torno al 50%, mientras que las acciones han perdido el 25% de su valor. En una amplia muestra de entidades europeas, el cupón efectivo guarda una relación con parámetros como la solvencia de máxima calidad (CET1), el perfil de riesgo (activos ponderados por riesgo sobre activos totales) y la valoración del mercado (ratio *price to book*). Con todo, se trata de un producto complejo reservado a inversores institucionales que incorpora dos opciones financieras para el emisor: la posible cancelación anticipada y la conversión forzosa en acciones en caso de resolución.

El mercado de la vivienda: situación y perspectivas a corto plazo

*Carlos Ocaña P. de Tudela y Raymond Torres**

Tras varios años de recuperación, el mercado de la vivienda muestra síntomas de desaceleración, abriendo un debate sobre si esta es la antesala del estallido de una nueva burbuja. En primer lugar, este artículo examina un amplio conjunto de indicadores de la situación del sector y concluye que en la actualidad no existe una burbuja inmobiliaria en España y, por tanto, los efectos de la desaceleración en el propio sector inmobiliario y en el resto de la economía serán limitados. Dicho de otro modo, en el escenario actual, cabe esperar un ajuste pero no un “pinchazo” del sector inmobiliario. En particular, tanto los precios como el volumen de transacciones inmobiliarias deberían moderarse en los próximos años –sin caer de manera significativa– excepto quizás en ciertos núcleos urbanos en los que se había producido una sobrevaloración. Esta previsión se fundamenta en que los niveles de precios, de endeudamiento y de esfuerzo financiero de las familias son todavía moderados, un análisis consistente con el reciente informe de la Junta Europea de Riesgo Sistémico para el conjunto de Europa. En segundo lugar, se analiza el impacto que tendría una sobrereacción del mercado. Incluso en este escenario “estresado”, de baja probabilidad, las repercusiones del fin de ciclo inmobiliario sobre la economía española serían limitadas.

Estos últimos meses el mercado de la vivienda, tras varios años de un intenso crecimiento, parece dar síntomas de una cierta moderación. Las opiniones difieren sobre: i) en qué punto del ciclo inmobiliario nos encontramos, ii) cuál va a ser la tendencia del mercado en los próximos trimestres, y iii) las consecuencias de esa tendencia sobre el conjunto de la economía. El objetivo de este artículo es intentar esclarecer estas cuestiones, en base a un breve repaso de la información disponible.

Situación del mercado de la vivienda

Enlazando diferentes series de datos es posible remontarse a los años 70 para analizar la evolución de los precios del mercado de la vivienda (gráfico 1). En este periodo podemos observar cuatro ciclos: el primero, que con bastantes altibajos llega a anotar tasas de crecimiento muy elevadas a mediados de los años 70, hasta que se producen bajadas a las puertas de la segunda crisis del petróleo. El

* Funcas.

segundo ciclo coincide con el periodo de acceso a las instituciones europeas, y concluye con la recesión de principios de los años 90.

Pasada dicha recesión –nos adentramos en el tercer ciclo de la vivienda–, la economía vuelve a crecer de manera importante y, con algo de retraso, el mercado de la vivienda también se expande, registrando sus tasas de crecimiento más elevadas en 2003-2004, en torno al 14%. Los precios de la vivienda siguen creciendo durante tres años más hasta anotar datos negativos con la llegada de la última crisis, de manera prácticamente pareja a la economía española. Por último, tras la recuperación de la economía, comienza el cuarto ciclo del mercado de la vivienda, con un aumento del valor de mercado que llega hasta la actualidad.

Como muestra el gráfico 1, el comportamiento de la economía española está estrechamente relacionado con el ciclo de la vivienda. Esto nos hace pensar que, salvo si se produjera una desaceleración más acusada de lo previsto, aún queda margen de expansión para el ciclo actual del mercado de la vivienda, con las singularidades propias de

dispersión regional que analizaremos más adelante. Conviene recordar que la previsión de Funcas para 2019 es de un crecimiento del 1,9%. Para los dos próximos ejercicios, la economía crecería un 1,5% y 1,8%, respectivamente¹.

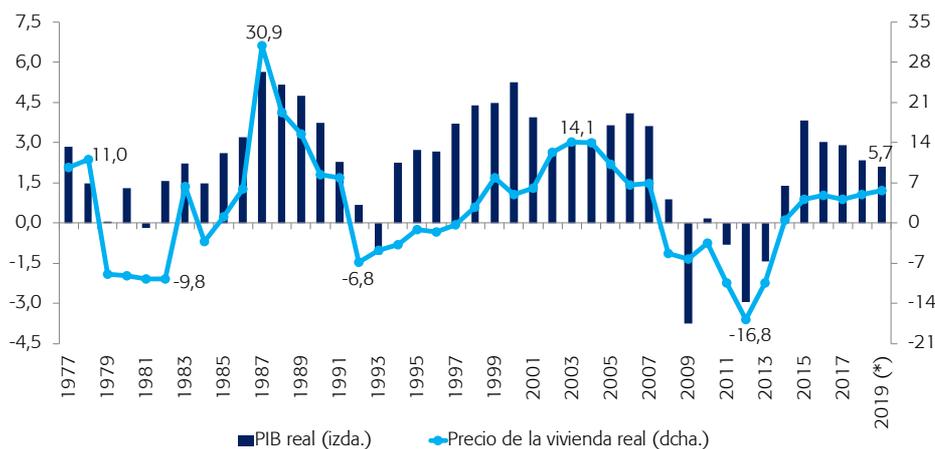
El precio de la vivienda encadena cuatro años de crecimiento, pero con una tendencia a la desaceleración desde el inicio del año. En el segundo trimestre, el índice de precios del INE presentó un incremento interanual del 5,3%, en neto retroceso frente a los valores registrados durante la etapa de la recuperación. La ralentización es aún más acusada para el principal indicador de precios que establece la sociedad de tasación TINSa (3,8% en el tercer trimestre, versus cerca del 5% un año antes, gráfico 2).

La principal explicación de esta moderación del crecimiento del precio de la vivienda es que la demanda tiende a suavizarse. En el primer trimestre, el número de transacciones ante notario se incrementó a un ritmo anual del 2,2%, frente al 9,5% en 2018 y 16,3% en 2017 (gráfico 3). Asimismo, las transacciones registradas que ya venían mode-

Gráfico 1

Evolución del precio de la vivienda y el PIB

(Tasa de crecimiento interanual, en porcentaje)



Nota: (*) T2 para el PIB y T1 para la vivienda.

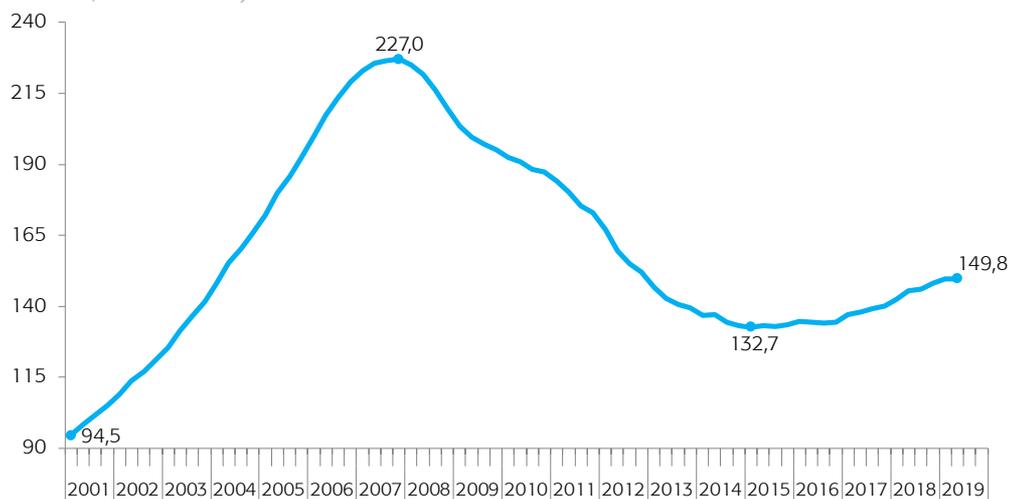
Fuentes: BIS, INE y Funcas (enlace de series).

¹ Para una discusión de la desaceleración de la economía española, ver Torres y Fernández (2019).

Gráfico 2

Evolución del precio de la vivienda

(Índice 2001=100, valor nominal)



Fuente: TINSA.

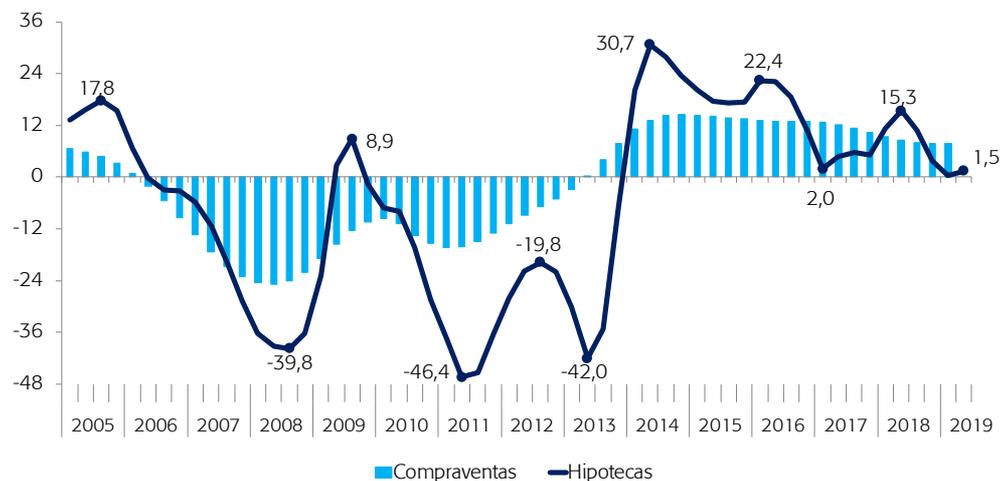
rándose desde hace dos años, experimentaron una caída durante el segundo trimestre del presente ejercicio. Así pues, si bien la entrada en vigor de la nueva normativa puede haber frenado la constitución de hipotecas, la tendencia a la desaceleración se venía observando desde trimestres anteriores.

Por su parte, la oferta sigue expandiéndose, aunque con una intensidad que difiere significativamente según el indicador, y a partir de niveles muy reducidos tras años de crisis del sector (gráfico 4). La promoción de nueva vivienda mantiene su crecimiento a tasas cercanas al 20%. Así pues, en mayo el número de viviendas visadas se elevó

Gráfico 3

Transacciones inmobiliarias e hipotecas constituidas de viviendas

(Variación trimestral móvil anualizada en porcentaje [T 3/3], series suavizadas)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE y Funcas (desestacionalización).

a 108.000, frente a 90.000 un año antes –pero todavía seis veces menos que en el cénit de la burbuja–. Además, en torno a medio millón de viviendas permanecen vacías a falta de comprador. Otros indicadores apuntan a un descenso en la inversión. Por ejemplo, el consumo de cemento cae desde el segundo trimestre.

En el segundo trimestre de 2019, el índice de precios de la vivienda del INE presentó un incremento interanual del 5,3%, en neto retroceso frente a los valores registrados durante la etapa de recuperación. La ralentización es aún más acusada para el principal indicador que establece la sociedad de tasación Tinsa (3,8% en el tercer trimestre, versus cerca del 5% un año antes). La principal explicación es que la demanda tiende a moderarse.

Si bien el mercado parece entrar en una fase de moderación, la situación no es equiparable al estallido de una nueva burbuja inmobiliaria como la que se produjo hace diez años. En primer lugar, el nivel de precios se sitúa casi un 20% por debajo del máximo precrisis, mientras que en el caso del valor medio de tasación el diferencial alcanza el 33%.

Además, el esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses alcanza en torno al 33% de la renta disponible, un valor próximo a la media de la serie histórica y muy inferior al nivel de 2008, cuando se registraban valores superiores al 50% (gráfico 5).

Hasta los años 2007-2008, en los que se pone fin a la etapa de expansión, el esfuerzo que realizaban los compradores fue creciendo hasta alcanzar valores (8,9 años de renta bruta anual por hogar y 51,2% de esfuerzo teórico) que no se registraban en la serie histórica. Posteriormente, ambos indicadores caen hasta llegar en 2013-2015 a niveles de principios de los años 2000. En los últimos años, han comenzado a repuntar, aunque a diferente ritmo: en el esfuerzo teórico la recuperación es muy moderada –situándose aún por debajo de la media histórica–, mientras que en el caso de los años de renta bruta necesaria para comprar una vivienda supera ligeramente (en seis meses) a la media histórica desde 2017.

Por otra parte, las tensiones en el mercado de la vivienda se han concentrado en algunos de los principales núcleos urbanos y destinos turísticos. Durante el periodo de gestación de la burbuja, 2000-2006, casi todas las provincias registraban

Gráfico 4

Indicadores de la oferta en el sector de la construcción

(Variación trimestral móvil anualizada en porcentaje [T 3/3], series suavizadas)

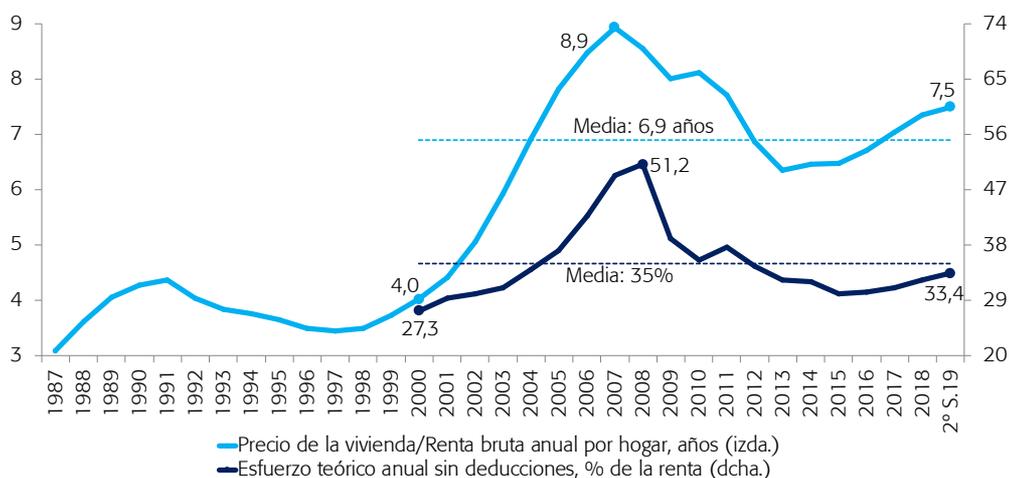


Fuentes: Ministerio de Fomento, Ministerio de Economía y Empresa y OFICEMEN.

Gráfico 5

Indicadores de esfuerzo para la compra de vivienda

(En años y porcentaje de la renta)



Fuente: Banco de España.

una inflación anual superior al 5% (gráfico 6). En la actualidad, esos aumentos se producen tan solo en diez provincias —las grandes capitales, entre las que destacan Barcelona, Madrid y Sevilla, las provincias que más se han beneficiado del auge del turismo, como Castellón, Mallorca, Málaga, Santa Cruz de Tenerife y Valencia, así como Navarra y Valladolid. A la inversa, diez provincias (frente a ninguna durante la época de la burbuja) todavía registran una caída de los precios y muchas otras no experimentan cambios significativos. Cabe destacar que tenemos catorce territorios en los que el valor de mercado es aún inferior al 60% del nivel máximo que alcanzaron antes de la crisis.

El esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses alcanza en torno al 33% de la renta disponible, un valor próximo a la media de la serie histórica y muy inferior al nivel de 2008, cuando se registraban valores superiores al 50%.

Tampoco se aprecia un sobrecalentamiento del lado de la oferta. La producción de viviendas se acerca a la demanda tendencial. Además, el sector

ha reducido su peso en la economía. La inversión en construcción, que llegó a superar el 20% del PIB, ha caído a la mitad. Y el empleo en el sector ha seguido una senda similar, pasando del 11,8% del empleo total al 6,3% —un valor próximo a la media europea—.

La actividad en la construcción se contrae ligeramente desde inicios de año, pero a partir de niveles reducidos —en 2018 el sector producía un 41% menos que en 2008—.

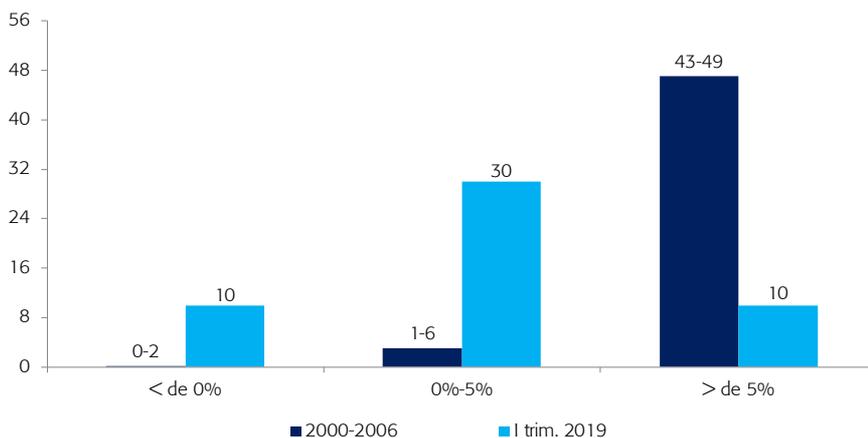
Finalmente, no existe una burbuja de crédito hipotecario. El saldo vivo de crédito bancario para la adquisición y renovación de la vivienda sigue reduciéndose, mientras que su expansión durante los años del *boom* del ladrillo llegó a superar el 35%. Además, en lo que va de año, el crédito nuevo a vivienda se ha reducido un 3%, mientras que el porcentaje de créditos dudosos a los hogares para adquisición o rehabilitación de vivienda ha disminuido sustancialmente.

La tendencia del crédito nuevo a hogares para la adquisición de vivienda fue negativa durante el ajuste del mercado inmobiliario que siguió al estallido de la crisis, salvo en momentos puntuales. A

Gráfico 6

Distribución de provincias según el crecimiento del precio de la vivienda

(Número de provincias)



Fuente: Ministerio de Fomento.

partir del inicio de la recuperación, la tendencia se ha vuelto positiva, salvo en un pequeño periodo en 2016 y en el momento actual. Precisamente, en los últimos meses cabe destacar que, además de ciertos signos de ralentización que se observan en el mercado de la vivienda, la reducción del crédito nuevo a hogares ha sido fundamentalmente producida por la entrada en vigor de la nueva ley hipotecaria, que ha pospuesto la firma de un gran

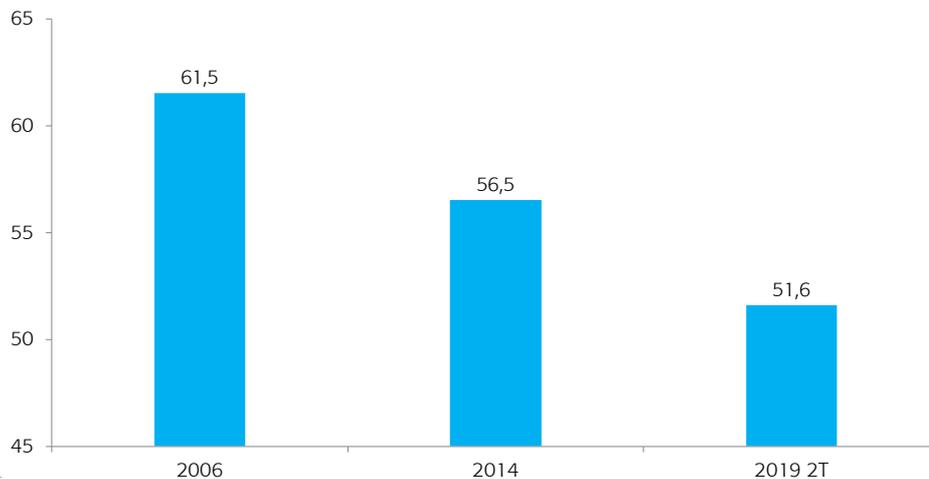
volumen de contratos. Se espera que este efecto se rectifique en el medio plazo (el dato de agosto apunta en esta línea, al ser menos negativo que los meses previos). También cabe resaltar la menor exposición de las entidades al crédito inmobiliario, como muestra el gráfico 7.

Asimismo, en comparación con la mayoría de países europeos, el mercado inmobiliario español

Gráfico 7

Préstamos de entidades de crédito para la vivienda y la construcción

(En porcentaje del crédito total)

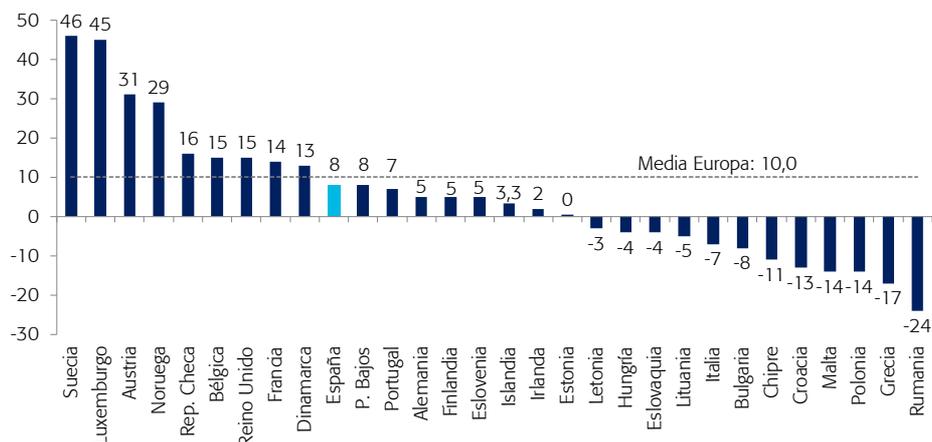


Fuente: Banco de España.

Gráfico 8

Desviación entre el precio de la vivienda y la media histórica

(En porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuente: Junta Europea de Riesgo Sistémico, ESRB (sept. 2019).

presenta pocos síntomas de recalentamiento. Un informe de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) muestra que el precio de la vivienda se sitúa un 8% por encima

No existe una burbuja de crédito hipotecario. El saldo vivo de crédito bancario para la adquisición y renovación de la vivienda sigue reduciéndose, mientras que su expansión durante los años del boom del ladrillo llegó a superar el 35%. Además, en lo que va de año, el crédito nuevo a vivienda se ha reducido un 3%.

de la media histórica estimada², frente al 10% para la media europea y significativamente menos que en Austria, Bélgica, Francia, Reino Unido y Suecia, entre otros (ESRB, 2019). Si bien la media histórica no tiene por qué coincidir con el precio de equilibrio, otros indicadores presentados en el informe van en la misma dirección. Por ejemplo, los hogares españoles se encuentran en una posición de

endeudamiento relativamente favorable. El servicio de la deuda (capital e intereses) es inferior a la media europea. Finalmente, la exposición de las entidades financieras al riesgo inmobiliario es también moderada en relación a los países de nuestro entorno, tanto en comparaciones de porcentaje de activos ligados a la vivienda como de préstamos de dudosa recuperación.

Donde sí se detecta una inflación importante es en la vivienda de alquiler. La demanda para este segmento de mercado ha aumentado por el endurecimiento de la normativa de acceso al crédito hipotecario, además de cambios en el comportamiento de grupos como jóvenes y ocupados en busca de movilidad.

Perspectivas

En base a lo anterior, parece probable que estemos a las puertas de un fin de ciclo inmobiliario, que conlleva un ajuste progresivo tanto en el volu-

² La existencia de un diferencial con respecto a la media histórica no refleja necesariamente un desequilibrio. En el caso de España, por ejemplo, otros indicadores como el esfuerzo realizado por los hogares para devolver las hipotecas y pagar los intereses se sitúa por debajo de la media histórica. Además, la estimación del precio de equilibrio requiere de un análisis empírico detallado de las tendencias en la demanda y en la oferta para el cual no hay espacio en la presente nota.

men de compraventa como en los precios. Esto significa que el mercado no se hundiría como lo hizo en el periodo 2008 a 2015, sino que corregiría parte del incremento registrado en las zonas más demandadas.

El escenario se sustenta en la previsión de Funcas de crecimiento hasta 2021, que refleja el deterioro del contexto global como consecuencia de las tensiones comerciales y geopolíticas, así como el enfriamiento de China, y, desde fechas recientes, EE.UU. La economía europea, especialmente Alemania, se resiente de esta situación y de la incertidumbre sobre el desenlace del *brexít*. Todo ello, junto con factores internos, incide en nuestro comercio exterior, el clima de inversión y la confianza de los consumidores. En definitiva, en el escenario económico de Funcas, bajo los supuestos de la adopción de medidas de estímulo en Europa y de la formación de un gobierno en España con plena capacidad para iniciar reformas, la economía crecerá un 1,9% este año y un 1,5% en 2020, antes de recuperarse levemente, hasta el 1,8%, en 2021.

Parece probable que estemos a las puertas de un fin de ciclo inmobiliario, que conlleva un ajuste progresivo tanto en el volumen de compraventa como en los precios. Esto significa que el mercado no se hundiría como lo hizo en el periodo 2008 a 2015, sino que corregiría parte del incremento registrado en las zonas más demandadas.

La desaceleración prevista de la economía, al incidir sobre la renta disponible de los hogares, frenará la demanda de vivienda. Además, estos se muestran más prudentes a la hora de invertir, por el deterioro del contexto y las incertidumbres acerca de la estabilidad del empleo. Como referencia, si la elasticidad histórica del precio de la vivienda con respecto al PIB se mantuviera, el precio de la vivienda solo crecería un 2,5% en 2020 y 0% en 2021. Esta

tendencia no tendría gran repercusión ni sobre la economía ni sobre los balances bancarios.

Hay que tener en cuenta que estas elasticidades históricas no tienen por qué mantenerse en el contexto actual (por ejemplo, podrían bajar por la menor presión demográfica y, en la otra dirección, aumentar por el limitado atractivo de las oportunidades de inversión alternativa en un contexto de bajos tipos de interés y elevada volatilidad bursátil). Por ello, los números anteriores no pueden considerarse una predicción de la evolución de los precios, pero sí pueden servir como una primera aproximación.

Incluso en caso de sobrereacción del mercado, las consecuencias sobre la economía española serían limitadas. Es un hecho que, desde que existen datos comparables, un crecimiento de la economía inferior al 2% ha ido de la mano de una caída de los precios de la vivienda en términos reales (la única excepción corresponde al año 2014, cuando el precio repuntó ligeramente debido a la incipiente recuperación de la economía).

Bajo el supuesto de un ajuste gradual hacia la media observada desde 2000, el precio podría reducirse hasta alcanzar ese nivel, que se estima habida cuenta de los ajustes realizados en anteriores fines de ciclo. Así pues, la caída de precios observada en las anteriores recesiones inmobiliarias (periodo 1979-1982 y 1992-1995) totalizó el total de incremento de precios acumulado durante el periodo de aceleración. Aplicada esta pauta al contexto actual, los precios tendrían que caer en torno a un 8%, que coincidiría con los valores registrados a principios de 2003.

La consecuencia para la economía de tal ajuste sería más leve que en la anterior recesión (periodo 2007-2013), fundamentalmente porque la "sobreevaluación" con respecto a la media histórica es de tan solo el 8%, es decir cerca de cinco veces menos que en la anterior burbuja inmobiliaria³. Además, el ajuste se produciría principalmente en las grandes ciudades y algunas zonas costeras, las

³ Como se ha indicado más arriba, por "sobreevaluación" se entiende un diferencial con respecto a la media histórica. Este es pues un concepto puramente estadístico, que no refleja necesariamente un desequilibrio en el mercado de la vivienda.

únicas que han visto crecer los precios significativamente en los últimos años (a diferencia de la época de la burbuja, bastante generalizada geográficamente). Como consecuencia de lo anterior, el efecto riqueza sobre el consumo de los hogares sería limitado.

Por otra parte, el impacto del ajuste sobre los balances bancarios también sería reducido, dado que, como hemos visto, el auge del mercado se explica por un alza cíclica, sin sobreexposición al crédito hipotecario. En cualquier caso, los préstamos a la construcción y a la compra o rehabilitación de vivienda se han reducido en porcentaje del total de préstamos bancarios, hasta aproximarse a la media europea.

Tampoco se esperan importantes correcciones en el sector de la construcción, que ha crecido moderadamente, evitando una situación de sobreoferta similar a la de la época de la burbuja (ver más arriba).

Observaciones finales

El examen de los últimos cincuenta años muestra que, históricamente, el sector inmobiliario se ha movido siempre en paralelo al ciclo económico. Por ello, en la actual fase de desaceleración de la economía española, cabe esperar una moderación del crecimiento de los precios de la vivienda en los próximos años. El impacto de este fin de ciclo será, probablemente, moderado gracias a que, en el momento actual, no se observan desequilibrios importantes en el mercado inmobiliario como los que sí se observaron en la anterior crisis. En particular, se han examinado los precios de la vivienda,

el endeudamiento de las familias en relación a su renta, la exposición de los bancos al crédito hipotecario y la dependencia del mercado de trabajo respecto al empleo generado en el sector de la construcción. En todos los casos hemos encontrado que los desequilibrios son significativamente menores que en el inicio de la anterior crisis y, por tanto, el impacto económico del ajuste, sería también inferior.

Finalmente, se espera que los tipos de interés y las condiciones de financiación seguirán siendo favorables durante un periodo prolongado, como consecuencia de la política monetaria del BCE (Borio, 2019; FMI, 2019). Algo que contribuirá a impulsar la demanda a corto plazo, si bien plantea riesgos en cuanto a la estabilidad financiera a más largo plazo.

Referencias

- BORIO, C. (2019). *Vulnerabilities in the international monetary and financial system*. <https://www.bis.org/speeches/sp191030.htm>
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, ESRB (2019). *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*, september. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190923_vulnerabilities_eea_countries~a4864b42bf.en.pdf
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, FMI (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>
- TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2019). La economía española en 2018 y previsiones para 2019-2021. *Cuadernos de Información Económica*, 268, enero-febrero.

Una desaceleración con menores riesgos inmobiliarios y financieros

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

La economía española se encuentra en una fase de desaceleración respecto a la senda de crecimiento que venía siguiendo en los últimos años. Pero a pesar de que existen incertidumbres globales derivadas de la acumulación de deuda y de la posible evolución futura del coste de la financiación, en España no se observa la concurrencia de los factores que generaron los episodios contractivos más significativos en su experiencia histórica reciente: los riesgos crediticios e inmobiliarios. Más bien al contrario, estos componentes de incertidumbre se han moderado desde 2009 de forma considerable. Se aprecia una sustancial corrección en los precios de la vivienda entre 2007 y 2013, seguida de una fase de normalización en niveles más moderados hasta 2015 y de un modesto crecimiento desde 2016. La caída de la financiación a hogares y empresas fue prácticamente continuada desde 2010 hasta 2017. Desde entonces, se suceden tímidos avances en el préstamo a empresas (particularmente a pymes) con escasas variaciones positivas del crédito a hogares (explicadas fundamentalmente por la financiación al consumo). La calidad del crédito ha mejorado también de forma significativa: la tasa de morosidad ha disminuido desde los máximos de 2013 (13,9%) hasta el 5,6% del segundo trimestre de 2019.

En un entorno económico mundial dominado por los flujos monetarios y el recuerdo de la crisis financiera de hace ya más de una década, cualquier referencia a términos como “contracción” o “recesión” evoca temores y afecta negativamente a las expectativas de hogares y empresas. En todo caso, los matices semánticos son de extraordinaria

importancia, tanto en la interpretación de las principales proyecciones macroeconómicas globales como respecto a lo que pueda ocurrir en cada país. En el caso de España, la mayor parte de las estimaciones apuntan a que el entorno económico que se está afrontando es de desaceleración, no atisbándose, en estos momentos, riesgos

* CUNEF, Bangor University y Funcas.

** CUNEF y Funcas.

*** Universidad de Granada y Funcas.

que permitan hablar de contracción o recesión. En todo caso, ese crecimiento menos acelerado, con tasas de variación del PIB que tienden a situarse por debajo del 2% abre una serie de interrogantes. Entre otros, qué capacidad hay de recuperar la senda de crecimiento, cuánto empleo puede seguir creándose con menos actividad económica y, sobre todo, si existen riesgos que puedan generar un horizonte económico-financiero más oscuro o una nueva crisis. Desde la premisa de que este último no parece un escenario al que otorgar una probabilidad significativa, este artículo repasa las condiciones financieras e inmobiliarias que habitualmente han propiciado episodios de fuerte inestabilidad financiera —en particular, las crisis de 1977 y 2009 como puntos de referencia históricos más reseñables— y las condiciones que ahora están presentes en la economía española.

Es importante tener en cuenta que el análisis de este artículo no puede ni pretende abarcar la posibilidad de que puedan generarse episodios de inestabilidad financiera en el entorno internacional en los próximos meses o años. Existen riesgos bien documentados, principalmente asociados a la acumulación de deuda, a su nivel de riesgo y a su sostenibilidad, que deberán ser adecuadamente gestionados y monitorizados en los próximos años en todo el mundo y que no son objeto directo del análisis de este artículo.

El 15 de octubre, el FMI publicó su informe de *Perspectivas económicas mundiales*, en el que se señalaba en relación a la economía mundial que, “tras una fuerte desaceleración en los últimos tres trimestres de 2018, el ritmo de la actividad económica mundial continúa siendo débil. En particular, el ímpetu de la actividad manufacturera se ha debilitado sustancialmente y ha tocado niveles no vistos desde la crisis financiera mundial. En términos más generales, las crecientes tensiones comerciales y geopolíticas han agudizado la incertidumbre que rodea el futuro del sistema de comercio mundial y la cooperación internacional, perjudicando la confianza de las empresas, las decisiones de inversión y el comercio internacional. Un notable vuelco hacia políticas monetarias más acomodaticias —tanto a través de la acción como de la comunicación— ha

amortiguado el impacto de estas tensiones en el ánimo y la actividad de los mercados financieros, en tanto que la resiliencia general del sector de los servicios ha respaldado el aumento del empleo. Ahora bien, el panorama continúa siendo precario”.

En este sentido, el FMI rebajaba sus previsiones de crecimiento mundial del PIB para 2019 y las situaba en el 3%, el nivel más bajo desde 2008 con una rebaja de 0,3 puntos porcentuales desde abril. En todo caso, el FMI espera que el “el crecimiento repunte a 3,4% en 2020, más que nada gracias a la mejora proyectada del desempeño económico de varios mercados emergentes de América Latina, Oriente Medio y economías emergentes y en desarrollo de Europa que se encuentran sometidas a tensiones macroeconómicas”. En todo caso, no descarta que existan riesgos de que se puede ir a peor, al señalar que “sin embargo, teniendo en cuenta la incertidumbre en torno a las perspectivas de varios de estos países, la desaceleración proyectada en China y Estados Unidos y los destacados riesgos a la baja, el ritmo de la actividad mundial bien podría resultar ser más moderado”.

Los episodios contractivos prolongados que tienen una vertiente crediticia e inmobiliaria son los más dañinos y los que pueden generar crisis más severas. Esos escenarios no parecen observarse ahora.

Ampliando el foco hacia la eurozona, el FMI estima un crecimiento proyectado del 1,2% en 2019 y del 1,4% en 2020. A su vez, señala que “el pronóstico también es ligeramente más flojo en el caso de España; el crecimiento se enfriaría poco a poco de 2,6% en 2018 a 2,2% en 2019 y 1,8% en 2020 (0,1 puntos porcentuales menos que en abril)”. Todos estos datos apuntan a una desaceleración importante en la eurozona, también perceptible pero algo menos intensa en España.

Hace referencia también el FMI a la capacidad fiscal en relación a los niveles de deuda, indicando que “en países con altos niveles de deuda, como España, Francia e Italia, deberían recomponerse

gradualmente las reservas fiscales, protegiendo al mismo tiempo la inversión". En todo caso, estos problemas de apalancamiento tienen su vertiente más peligrosa –en un contexto con riesgos a la baja en el crecimiento económico– cuando se trasladan al sector privado. Sin embargo, en ese aspecto, España parece haber realizado un esfuerzo significativo. El mismo 15 de octubre, el Banco de España publicó las *Cuentas financieras de la economía española* y destacaba en su nota de prensa que "la deuda consolidada de las empresas y de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, alcanzó 1.617 miles de millones de euros en el segundo trimestre de 2019, un 132,1% del PIB, 5,2 puntos porcentuales (pp) por debajo de la ratio registrada un año antes. La deuda consolidada de las sociedades no financieras representó un 73,4% de PIB, mientras que para los hogares e ISFLSH fue un 58,6%". Un día después, el 16 de octubre, el FMI publicaba el *Informe de estabilidad financiera global* y, respecto a España sugería: "En los países donde la crisis global y financiera golpeó más fuerte, como en Irlanda y España, la deuda de los hogares se ha moderado en términos reales".

Conviene reseñar que, como en cualquier otro país, los episodios contractivos prolongados que tienen una vertiente crediticia e inmobiliaria son

los más dañinos y los que pueden generar crisis más severas. Esos escenarios no parecen observarse ahora. Como punto de referencia, el cuadro 1 muestra un compendio de indicadores de las dos últimas grandes crisis financieras en España, la de 1977 y la de 2009, obtenidos, entre otras, de varias bases de datos internacionales en estudios contrastados sobre inestabilidad financiera global.

En las dos últimas grandes crisis en España, las probabilidades de impago –aproximadas por las tasas de morosidad– han sido elevadas (especialmente en la de 1977). En 2019, se han registrado ya seis años seguidos de reducción de ratios de morosidad en España, con la perspectiva de que esa tendencia continúe, como se analiza en el siguiente apartado. Asimismo, el coste fiscal (incluyendo desembolsos para rescates más ayudas y otros pasivos contingentes o cuasifiscales, como garantías) se elevó al 16,8% en 1977 y se estima para la última crisis en el 5,4% (según el Banco Mundial). Las consecuencias económicas, eso sí, han sido diversas. La tasa de desempleo aumentó hasta en 17 puntos porcentuales netos en la última crisis y se produjo una caída del precio de la vivienda del 45% a lo largo de siete años. Sin embargo, como se comprobará a continuación, todos estos riesgos (desempleo, calidad del cré-

Cuadro 1

La experiencia histórica (1977, 2009): componentes financieros e inmobiliarios y probabilidad de crisis financieras

	1977	2009
Probabilidad estimada de impago (%)	20	13,8
Estimación de la pérdida irrecuperable (mill. de euros)	38.000	40.078
Duración (años)	9	5
Coste fiscal/PIB (%)	16,8	5,4
Incremento de la tasa de desempleo (aumento neto tasa)	13	17
Incremento acumulado de la deuda pública (inicio de la crisis = 100)	220	222
Caída en el precio de la vivienda desde su máximo (%)	33,3	45
Años de duración de la caída en el precio de la vivienda	4	7

Fuente: Estimaciones propias a partir de Demirgüç-Kunt y Sobaci (2001); Reinhart y Rogoff (2009); The World-Bank Database of Banking Crises (2018 update); The World-Bank Financial Structure Database (2018 update); Banco de España, FROB e INE.

dito o precios inmobiliarios) se han moderado. Tal vez sea la deuda pública el aspecto pendiente más acuciante y con un mayor reto por delante.

Evolución reciente de las fuentes de riesgo financiero e inmobiliario

Si hay un denominador común en las últimas grandes crisis financieras en España es la acumulación de desequilibrios en el sector inmobiliario. El gráfico 1 muestra la evolución del índice de precios de la vivienda del INE entre 2007 y 2019 (hasta el segundo trimestre, último dato disponible) con base 100 en 2015. En el gráfico se aprecia una sustancial corrección en los precios de la vivienda entre 2007 y 2013, seguido de una fase de normalización, sosteniéndose en niveles más moderados hasta 2015. Posteriormente, se ha producido un crecimiento modesto de los precios. En lo que llevamos de 2019, se observa, incluso, una cierta desaceleración en los ritmos de crecimiento que apuntan a una ralentización de la demanda en este mercado. Se trata, además, de niveles de precios bastante más moderados que los observados en los años anteriores a la crisis. No parece, por lo tanto,

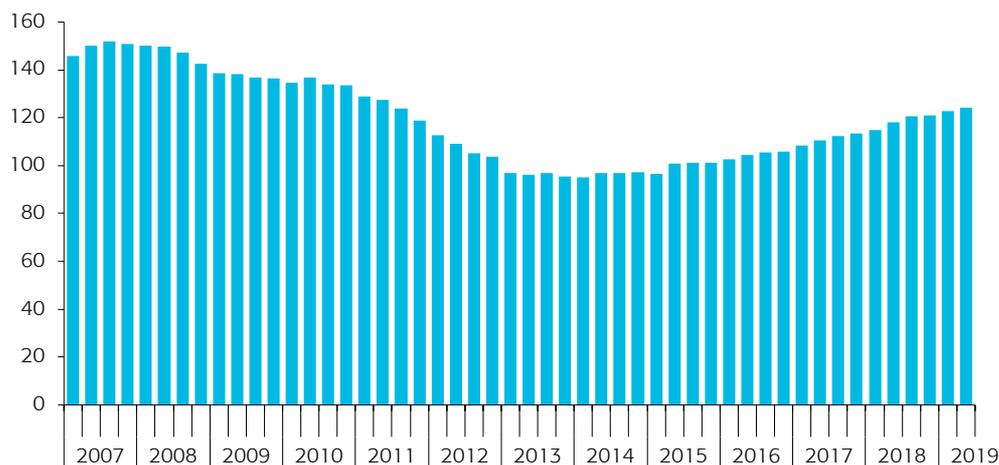
que la vertiente inmobiliaria esté incorporando riesgos que puedan agravar el escenario de desaceleración económica esperado para el conjunto de la economía.

En lo que llevamos de 2019, se observa una ralentización de la demanda de vivienda. Se trata, además, de niveles de precios bastante más moderados que en los años anteriores a la crisis. No parece, por tanto, que la vertiente inmobiliaria esté incorporando riesgos que puedan agravar el escenario de desaceleración esperado para el conjunto de la economía.

Si la moderación es lo que define la situación del mercado inmobiliario en España, en el segmento crediticio puede hablarse de estancamiento, como muestra el gráfico 2. La caída de la financiación a hogares y empresas desde 2010 hasta 2017 fue prácticamente continuada. Desde entonces, se suceden tímidos avances en los préstamos a empresas (particularmente a pymes) con escasas variaciones positivas del crédito a hogares (explicadas funda-

Gráfico 1

Índice de precios de vivienda (IPV), 2007-2019 (Índice 2015=100)

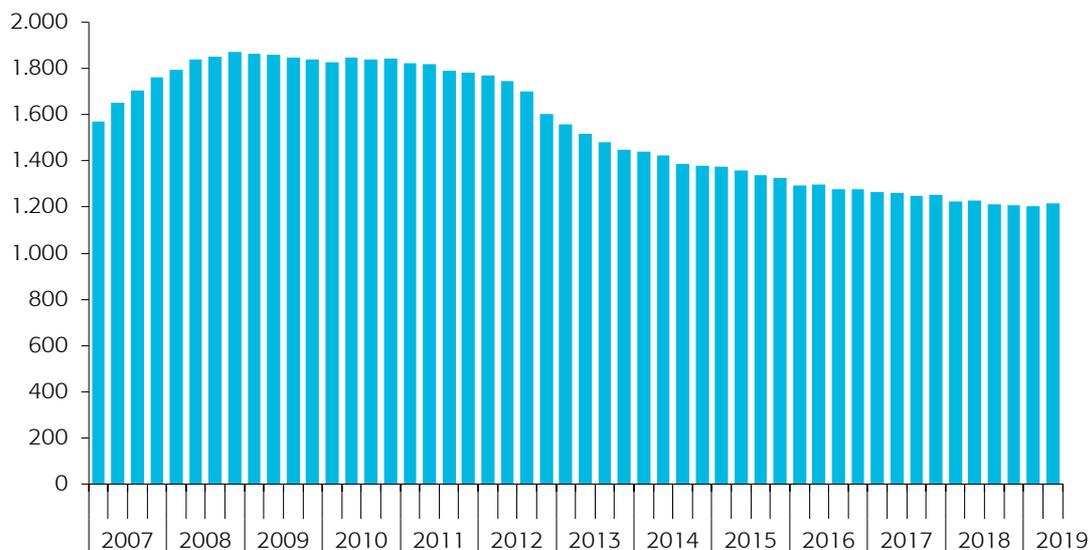


Fuente: INE y elaboración propia.

Gráfico 2

Crédito al sector privado, 2007-2019

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

mentalmente por la financiación al consumo). Esta evolución dista significativamente de un escenario de burbuja crediticia. Ni siquiera puede hablarse de animación significativa de los mercados de financiación, una circunstancia que (como hemos señalado en ediciones anteriores de esta publicación) constituye un motivo de preocupación para las autoridades monetarias, más por falta de actividad que por exceso de ella.

En todo caso, los riesgos crediticios no vienen determinados tanto por la cantidad como por la calidad. En el gráfico 3 se muestra cómo la tasa de morosidad de las entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito ha caído de forma significativa desde los máximos de 2013 (13,9%) hasta el 5,6% del segundo trimestre de 2019. Se trata de una reducción importante que demuestra tanto el esfuerzo por reducir los activos deteriorados herencia de la última crisis, como los riesgos a la baja en los nuevos préstamos.

¿Cuál ha sido entonces la evolución de los principales riesgos financieros e inmobiliarios desde

2009 hasta 2019? El cuadro 2 muestra la secuencia temporal de un conjunto de indicadores relevantes. En primer lugar, la construcción suponía más de un 10% del PIB cuando la crisis llegó a España. En 2019, se sitúa en el 5,90%, habiéndose mantenido esta ratio bastante estable en los últimos años.

La evolución del crédito a hogares y empresas dista significativamente de un escenario de burbuja crediticia. Antes bien, la preocupación de las autoridades monetarias es más bien por falta de actividad que por exceso.

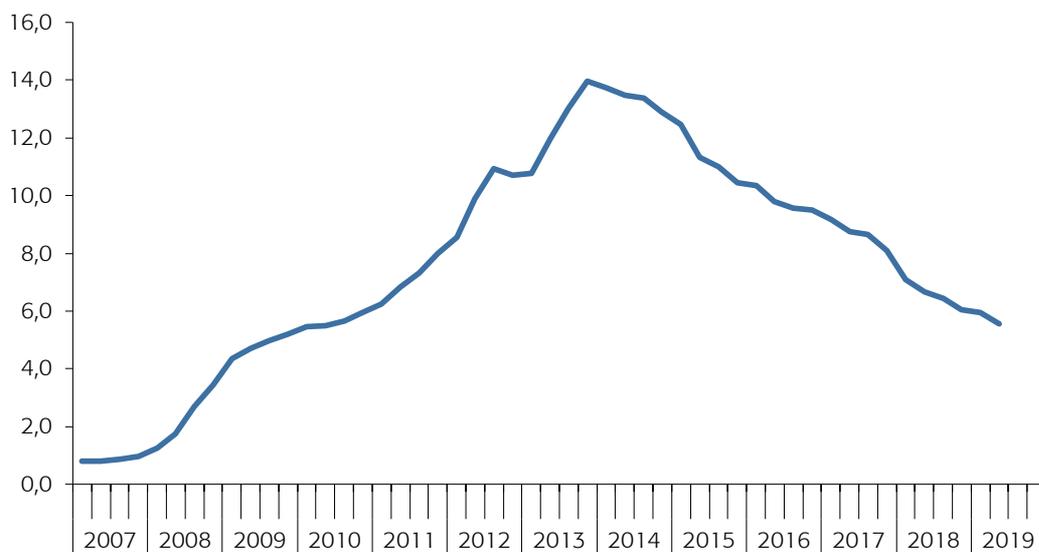
En cuanto a la deuda de empresas y hogares sobre el PIB, se observa un notable esfuerzo de desapalancamiento del sector privado, desde el 204% del PIB de 2009 hasta el 132% del segundo trimestre de 2019.

La reducción de la deuda de familias y empresas se ha producido en paralelo a una reducción

Gráfico 3

Tasa de morosidad del crédito, 2007-2019

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

dimensional del sector bancario, cuyos activos consolidados suponían el 332% del PIB en 2012 —en plena crisis de riesgo soberano— y en 2019 se reducen hasta el 212%.

La moderación de los precios inmobiliarios también es perceptible en los indicadores de acceso a vivienda. Aunque habría que considerar un amplio conjunto de aspectos para valorar esta dimensión (como la localización geográfica de las viviendas disponibles y los precios por zonas), el número de años de salario necesarios en promedio para comprar una vivienda se ha reducido desde 13,6% en 2007 hasta 7,3% en 2019.

Donde parece que queda un considerable esfuerzo pendiente es en la vertiente del endeudamiento público. Tras el superávit de 2007, las necesidades fiscales derivadas de la crisis generaron desequilibrios de las cuentas públicas que llegaron a superar el 10% en 2012. A pesar de que se han hecho progresos significativos en la contención de déficit, la deuda de las administraciones públicas en porcentaje del PIB se sitúa en el 98%, según datos

del Banco de España para agosto (último disponible). En todo caso, la financiación de esta deuda se está produciendo, de momento, a un coste reducido, dado que las compras de deuda el BCE y el nivel general de tipos de interés han reducido la rentabilidad de la deuda pública que, en el promedio de 2019 (hasta octubre), se encuentra en el 0,72%.

Aunque su financiación se está produciendo, de momento, a un coste reducido, el endeudamiento público es el indicador donde queda mayor esfuerzo por hacer.

También es conveniente señalar, como indicador adelantado de calidad crediticia, que la tasa de paro sigue reduciéndose en España y que, en el tercer trimestre de 2019, lo ha hecho hasta el 13,92%, tras estar por encima del 25% durante la crisis de deuda soberana en 2012 y 2013.

En su conjunto, salvando el escaso margen para estímulos fiscales consecuencia de la deuda pública

Cuadro 2

Selección de indicadores macroeconómicos, financieros e inmobiliarios, 2007-2019

(En porcentaje)

Año	Peso de la construcción en el PIB (%)	Deuda consolidada de empresas, hogares e ISFLSH sobre el PIB (%)	Peso de los activos bancarios sobre el PIB (%)	Años de salario necesarios para comprar vivienda	Déficit público (%)	Tipo de interés bono del Estado a 10 años	Tasa de desempleo (%)
2007	10,51	193	274	13,6	1,89	4,31	8,57
2008	10,41	197	291	12,1	-4,57	4,37	13,79
2009	10,06	204	303	11,2	-11,28	3,97	18,66
2010	8,16	203	303	10,5	-9,53	4,25	20,11
2011	6,91	198	320	9,5	-9,74	5,43	22,56
2012	6,08	189	332	7,0	-10,74	5,85	25,77
2013	5,27	178	297	7,0	-7,04	4,56	25,73
2014	5,16	168	282	7,0	-5,92	2,72	23,70
2015	5,24	156	256	7,0	-5,18	1,74	20,90
2016	5,33	147	238	7,2	-4,31	1,38	18,63
2017	5,44	140	228	7,3	-3,02	1,55	16,55
2018	5,63	133	214	7,6	-2,54	1,42	14,45
2019 (a)	5,90	132	212	7,3	-2,14	0,72	13,92

Nota: Último dato disponible (media anual hasta octubre en el caso de tipos de interés).

Fuentes: Banco de España, INE, Sociedad de Tasación y elaboración propia.

acumulada, España parece afrontar el escenario de menor crecimiento económico del que adolece la economía internacional sin los componentes que mayor preocupación podrían generar en cuanto a riesgos añadidos: los crediticios e inmobiliarios.

Conclusiones: una desaceleración con menores riesgos inmobiliarios y crediticios

En este artículo se analizan los componentes de riesgo financiero e inmobiliario que estuvieron presentes en las dos últimas grandes crisis en España y se comparan con la situación actual de la economía. Entre las principales conclusiones, cabe destacar las siguientes:

- El escenario de desaceleración económica es menos marcado en España que en el resto

de la eurozona y no parece incorporar riesgos asociados al crédito o al sector inmobiliario.

- En las últimas grandes crisis (1977 y 2009) hubo un crecimiento exacerbado de la financiación a hogares y empresas y de los precios de la vivienda. El ajuste que ahora parece experimentar la economía española no parece conllevar riesgos asociados a estos factores. Más bien al contrario, el crédito se encuentra estancado, con escasas variaciones positivas en segmentos muy concretos (pymes, crédito al consumo) y tanto el peso de la construcción en la economía como los precios inmobiliarios siguen una evolución al alza, pero muy moderada.
- Entre los esfuerzos que disminuyen los riesgos financieros desde la última crisis cabe destacar la considerable reducción de la deuda de hogares y empresas, con una caída de más

de 72 puntos porcentuales de PIB desde 2010.

En su conjunto, la economía española está afectada por un componente de corrección cíclica en el que ni el crédito ni la vivienda parecen constituir fuentes de incertidumbre que contribuyan a un posible empeoramiento. En todo caso, la relación entre deuda pública y privada y los posibles cambios en los costes de financiación que puedan derivarse de variaciones en el signo de la política monetaria a medio y largo plazo, continúan siendo, probablemente, el mayor desafío e incógnita a

largo plazo, tanto en España como en la mayor parte de la economía internacional.

Referencias

- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y SOBACI, T. (2001). A New Development Database: Deposit Insurance around the World. *World Bank Economic Review*, 15, pp. 481-490.
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), pp. 466-472.

La internacionalización de la economía española: evolución reciente y reformas pendientes

Ramon Xifré

La economía y muchas empresas españolas han protagonizado un proceso de internacionalización entre 2000 y 2018 que, a grandes rasgos, puede considerarse como exitoso. En dicho periodo, las exportaciones españolas han crecido a un ritmo tan alto como las alemanas, y muy por encima de las italianas y francesas, alcanzando un grado de apertura superior al de estas dos últimas. Con todo, este proceso de internacionalización se enfrenta a diversos riesgos y retos, que son más relevantes precisamente en la medida en que la economía española es relativamente abierta al exterior. Algunos de estos retos son “viejos conocidos”, como el déficit en la balanza de bienes o una base empresarial exportadora sesgada hacia las microempresas. Al mismo tiempo, aparecen riesgos nuevos. Por un lado, por primera vez después de la crisis, los indicadores de actividad exterior se están desacelerando rápidamente. Por otro, diversas actuaciones de grandes potencias económicas parece que ponen en cuestión el modelo de relaciones comerciales basado en reglas conocidas y previsibles. Ante todo ello, es necesario actuar para potenciar la competitividad de las empresas españolas.

La contribución del sector exterior ha sido determinante para superar la etapa de la crisis económica y financiera iniciada en 2008. De hecho, en el período posterior a la crisis se ha producido un fenómeno que no tenía lugar desde los años 70 del siglo pasado: desde 2014 la economía española ha crecido a tasas superiores al 3% sin incurrir en déficit exterior (Myro, 2018). Este comportamiento sugiere una cierta mejora estructural en la economía española: en la medida en que las fuen-

tes de crecimiento se diversifican, se vuelve menos dependiente de la demanda interna, ganando peso la demanda exterior y apuntando así a una trayectoria de mayor sostenibilidad del crecimiento.

Este diagnóstico es consistente con el incremento en el grado de apertura. El papel de los mercados internacionales, tanto en la evolución de las magnitudes agregadas de la economía española y europea (Torres, 2019) como en las perspecti-

* ESCI – Universitat Pompeu Fabra, Barcelona School of Management (BSM), Centro Sector Público – Sector Privado, IESE Business School.

vas de crecimiento de las empresas, es cada vez mayor. Por ello, es importante conocer la evolución reciente del sector exterior español y examinar cuáles pueden ser algunas de las principales barreras que frenen su expansión. Estos son los objetivos principales de este artículo, que actualiza otros anteriores (Xifré, 2015).

Este análisis se realiza en un momento en el que la coyuntura económica internacional y, más profundamente, el propio entorno institucional internacional, muestran síntomas de incertidumbre importantes (Feás y Steinberg, 2019; Torres, 2019). Se están revisando a la baja las predicciones de actividad económica y comercio mundial y persisten incógnitas importantes en relación a las reglas básicas de comercio internacional. En este entorno incierto, cobra especial importancia el análisis de la evolución reciente, las perspectivas y las reformas pendientes del sector exterior español.

Evolución reciente

Las exportaciones españolas han registrado un comportamiento excepcionalmente positivo desde el año 2000 en el contexto de las cuatro principales

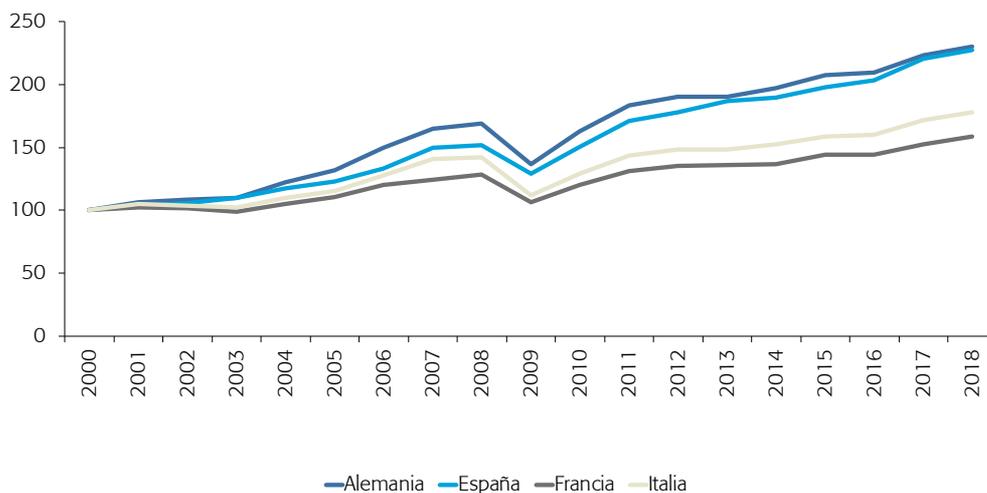
economías de la eurozona (Alemania, Francia, Italia y España). El gráfico 1 muestra las exportaciones totales de bienes a precios corrientes normalizando el valor con base en el año 2000. Como se puede apreciar, el crecimiento de las exportaciones españolas ha sido el segundo mayor (tan solo por detrás de Alemania, la potencia exportadora europea), siendo muy destacable a partir del año 2010. De hecho, a precios corrientes, las exportaciones españolas registran en el periodo 2000-2018 un crecimiento prácticamente igual (130%) al de las alemanas.

El proceso creciente de internacionalización también se observa en el aumento del grado de apertura de la economía española. El gráfico 2 muestra dicho grado de apertura (exportaciones más importaciones, medidas en relación al PIB) para el mismo grupo de cuatro países. Como se puede observar, España es la segunda de las grandes economías de la eurozona por su grado de apertura al exterior. Desde una perspectiva temporal, la economía española ha aumentado su grado de apertura en más de 7 puntos del PIB entre los años 2000 y 2018, pasando del 60,1% al 67,5%.

Gráfico 1

Exportaciones de bienes a precios corrientes

(Índice 2000 = 100)

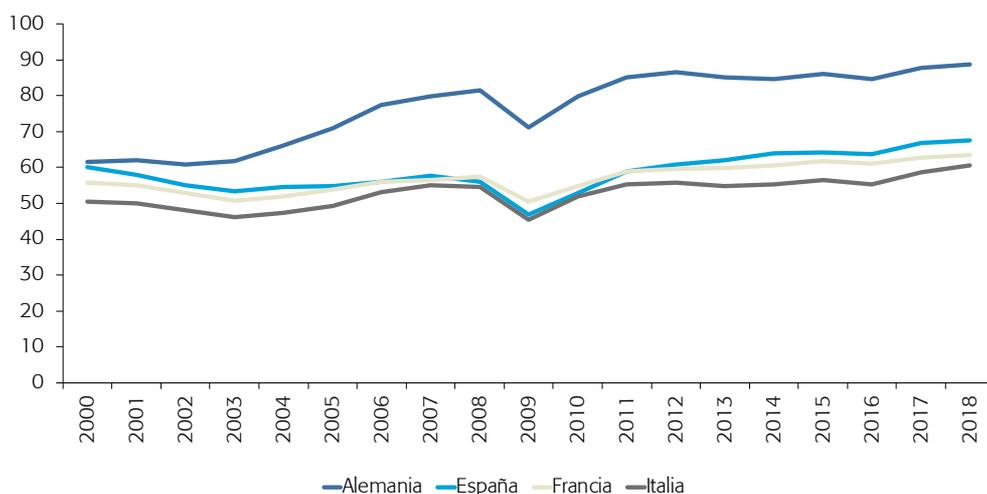


Fuente: Eurostat.

Gráfico 2

Grado de apertura por países

(En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Eurostat.

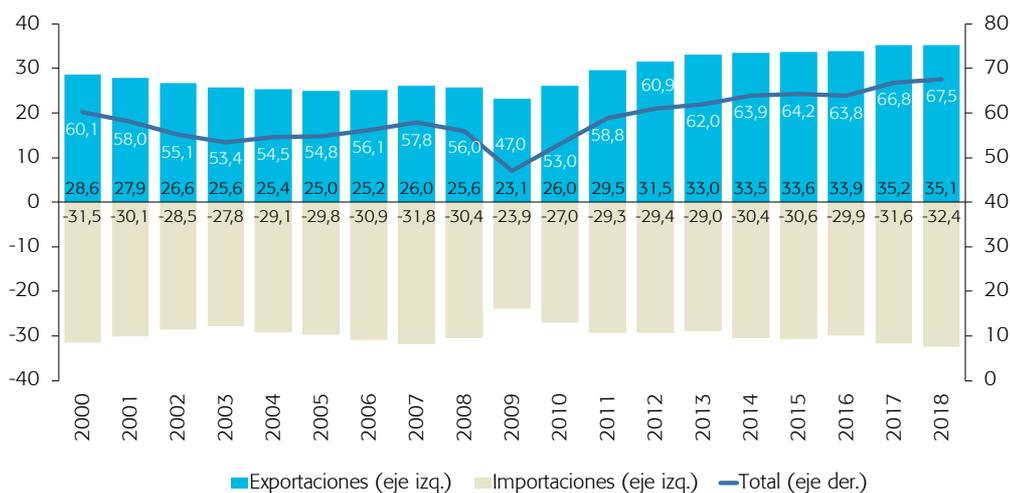
El gráfico 3 presenta el desglose del grado de apertura en sus dos componentes (exportaciones e importaciones, en relación al PIB) y aporta información adicional para valorar mejor este incremento en el grado de apertura de la economía española. Como se puede observar, de los más de siete

puntos (7,4) de aumento del grado de apertura, menos de uno (0,9) corresponde al incremento de las importaciones, mientras que la mayor parte (6,5 puntos) se debe a las exportaciones. Los datos presentados hasta el momento sugieren por tanto que la internacionalización de la economía espa-

Gráfico 3

Evolución del grado de apertura de la economía española

(En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 4

Saldo neto de la balanza de bienes, de servicios y total

(En porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Eurostat.

ñola ha registrado una evolución positiva desde un punto de vista macroeconómico. Pasamos a continuación a examinar otros componentes del proceso.

El gráfico 4 muestra el saldo neto de la balanza comercial total y los saldos netos de las balanzas de bienes y servicios. En primer lugar, hay que constatar que a pesar de que el saldo de la balanza comercial mejoró de forma muy pronunciada entre 2006 y 2013, pasando de un déficit del 6% del PIB a un superávit del 4% del PIB, esta dinámica positiva se detuvo en 2013. De hecho, para los dos últimos años con información disponible (2017 y 2018), dicho saldo ha empeorado con respecto al anterior. En segundo lugar, la balanza de bienes nunca ha registrado un superávit (siendo el déficit comercial energético el principal responsable) y descansando el superávit comercial total en el buen comportamiento de las exportaciones de servicios (turismo y sectores relacionados).

En tercer lugar, poniendo el foco en la coyuntura más reciente, el gráfico 5 analiza la variación interanual en términos reales de las exportaciones e importaciones (variaciones en los índices de vo-

lumen encadenado) entre el primer trimestre de 2014 y el segundo trimestre de 2019 (últimos datos disponibles). El cuadro 1 presenta los crecimientos medios interanuales en dos subperiodos consecutivos: del primer trimestre de 2014 al cuarto trimestre de 2017, y del primer trimestre de 2018 al segundo trimestre de 2019.

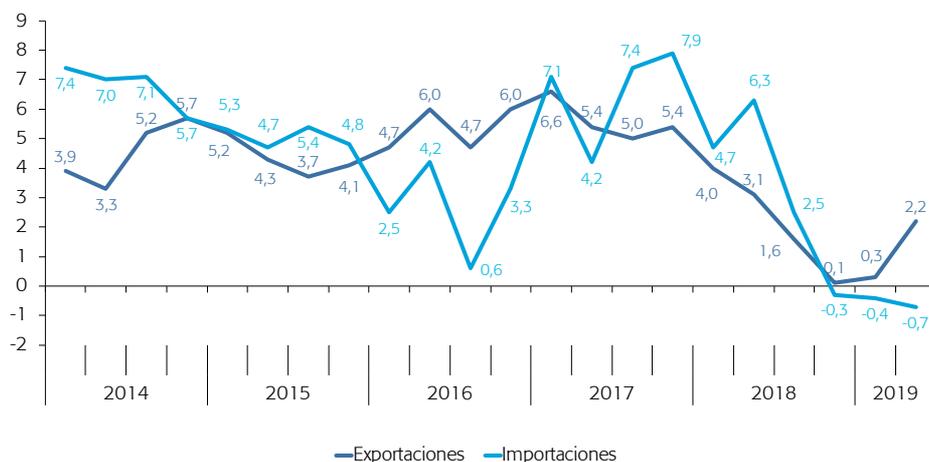
De los más de siete puntos (7,4) de aumento del grado de apertura de la economía española entre 2000 y 2018, menos de uno (0,9) corresponde al incremento de las importaciones, mientras que la mayor parte (6,5) se debe al crecimiento de las exportaciones.

Como se aprecia, el ritmo de crecimiento real de las exportaciones ha disminuido de forma muy acusada en la segunda parte del periodo, siendo particularmente pronunciada la caída en la tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes. Mientras que estas crecieron a una tasa interanual media del 4,3% entre 2014 y 2017, a partir de 2018 lo han hecho a menos de una tercera parte

Gráfico 5

Exportaciones e importaciones españolas de bienes y servicios

(Tasa de variación interanual, en porcentaje)



Nota: Índices de volumen encadenado. Datos ajustados de estacionalidad y calendario.

Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral de España (INE).

(1,9%). Esta caída en la vitalidad exportadora en la rúbrica de bienes, que dominan en importancia a los servicios, lleva a que la tasa de crecimiento global de las exportaciones de bienes y servicios se reduzca del 5% al 2%. Como muestra el gráfico 5, con los últimos datos disponibles por trimestres (los primeros de 2019) se observa que las tasas

de crecimiento de las exportaciones aumentan. Es igualmente destacable que, desde mediados de 2018, la tasa de crecimiento de las importaciones se viene reduciendo de forma continua, de forma que en los primeros dos trimestres de 2019 las importaciones españolas se han reducido en términos reales por primera vez después de la salida de

Cuadro 1

Exportaciones e importaciones españolas de bienes y servicios

(Promedio de la tasa de variación interanual, en porcentaje)

	2014T1–2017T4	2018T1–2019T2
A. Bienes y Servicios		
Exportaciones	5,0	1,9
Importaciones	5,3	2,0
B. Bienes		
Exportaciones	4,3	1,3
Importaciones	5,0	0,6
C. Servicios		
Exportaciones	6,6	3,2
Importaciones	6,9	8,7

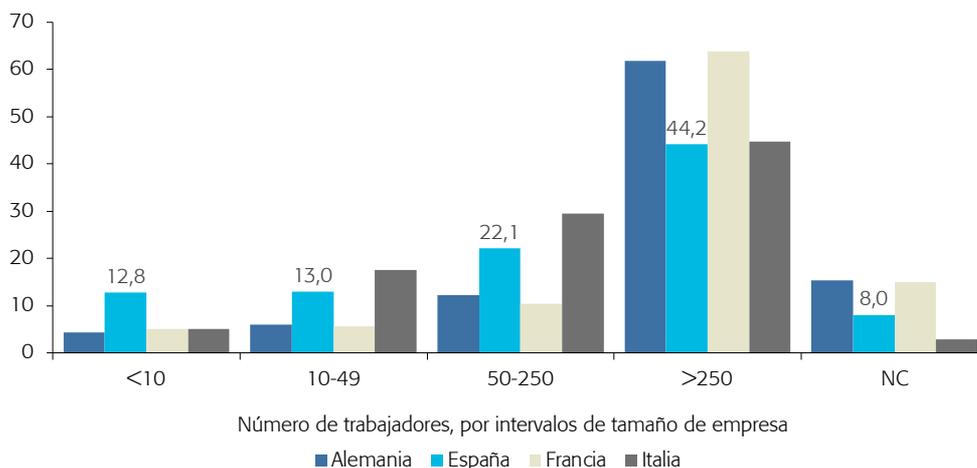
Nota: Índices de volumen encadenado. Datos ajustados de estacionalidad y calendario.

Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral de España (INE).

Gráfico 6

Distribución del valor exportado según tamaño de empresa, 2017

(En porcentaje)



Nota: NC = tamaño desconocido.

Fuente: Eurostat.

la crisis económica de 2008. Es muy probable que el contexto económico y político internacional sea en parte responsable de estas fluctuaciones. Por ello será necesario prestar atención en los próximos meses a la evolución de las tasas reales de crecimiento de las exportaciones.

La estructura empresarial exportadora en España presenta diferencias notables con respecto a las otras tres principales economías de la eurozona, con una sobrerrepresentación de las microempresas (con menos de diez empleados). Mientras en los otros tres países las microempresas representan una parte del valor añadido exportado de entre el 3% y el 5 %, en España concentran el 13%.

Finalmente, en cuarto lugar, se constata que la estructura empresarial exportadora en España presenta diferencias notables con respecto a las otras tres principales economías de la eurozona. El gráfico 6 muestra cómo se distribuye el valor añadido de las empresas exportadoras según el tamaño de la empresa, medido por el número de

empleados. Como se puede apreciar, destaca el hecho de que en España hay una sobrerrepresentación de las microempresas (con menos de diez empleados). Mientras que en los otros tres países, las microempresas representan una parte del valor añadido exportado de entre el 3% y el 5%, en España concentran el 13% del valor añadido. Como es bien sabido, a menudo este tipo de microempresas se enfrentan a diversos problemas de competitividad, capacidad innovadora y/o recursos financieros, sin menoscabo de las muy notables excepciones de empresas pequeñas que son ejemplares. Esta sobrerrepresentación de empresas (relativamente) pequeñas en el proceso exportador también se observa en las dos categorías siguientes de tamaño.

La internacionalización hoy: contexto y barreras

Como ya se ha mencionado, una parte importante de las causas que pueden explicar la desaceleración de la vitalidad exportadora en España tienen que ver con el nuevo contexto internacional. En la primera parte de esta sección, se realiza una presentación esquemática de dichos factores

macroeconómicos o de entorno. En la segunda, desde una perspectiva más microeconómica, se mencionan las principales barreras a la interna-

Entre las principales barreras a la internacionalización de las empresas españolas, destacan la debilidad de recursos en conocimientos, habilidades y financiación, así como en elementos de competitividad precio-coste (productividad, costes energéticos, suministros) y en otros factores de competitividad (calidad y diferenciación de producto, intensidad tecnológica, servicios posventa).

cionalización a las que se enfrentan las empresas españolas, que pueden incidir con más fuerza en aquellas empresas de reducido tamaño que, como también se ha mostrado, aportan en España una parte atípicamente alta del valor añadido. Las fuentes consultadas para este apartado son diversas (Xifré 2014, 2017 y 2018; Ministerio de Industria Comercio y Competitividad, 2017; De Lucio, Mínguez y Minondo, 2018; Feás y Steinberg, 2019; Torres, 2019).

Factores que definen el nuevo entorno internacional e institucional en el que operan las empresas exportadoras españolas

- Cierta crisis, o cuando menos incertidumbre, sobre las perspectivas futuras del multilateralismo y de unas relaciones comerciales internacionales basadas en reglas relativamente estables y predecibles.
- Creciente importancia de las decisiones tomadas atendiendo a toda la cadena de valor (*global value chains*) y creciente complejidad de la misma, en la que la frontera entre las manufacturas y servicios progresivamente se va desdibujando.
- Nuevas formas de internacionalización y nuevos factores de competitividad, a menudo

basado en plataformas digitales y comercio *online*.

- Diversidad de actores que participan en el apoyo a la internacionalización de la economía y las empresas españolas: la Administración General del Estado, las comunidades autónomas, algunas iniciativas de la Unión Europea, pero también otras de carácter privado o público-privado. Creciente necesidad de coordinación entre actores.

Principales barreras a la internacionalización de las empresas españolas

- Barreras internas. Se resumen en la escasez o debilidad de dos tipos de factores:

- Recursos: recursos humanos, conocimientos, habilidades y financiación.

Elementos de competitividad, tanto de competitividad precio-coste (productividad, eficiencia y todo tipo de costes, energéticos, laborales, de suministros, etc.) como de otros factores de competitividad, al margen del precio-coste (calidad del producto, diferenciación, grado de intensidad tecnológica, servicios posventa).

- Barreras externas. Se trata de factores que tienen un efecto muy importante sobre los resultados exteriores, pero frente a los cuales la empresa tiene un escaso poder de actuación, por lo menos cuando actúa en solitario:
 - Adquisición de información fiable, relevante y actualizada sobre los mercados de destino; capacidad de localización de oportunidades de negocio de alto valor añadido.
 - Superación de las barreras de acceso a los mercados de destino; negociación comercial.
 - Acceso a una red de relaciones comerciales fiables y de alto valor añadido: clientes, proveedores, socios comerciales, etc.

Conclusiones

El proceso de internacionalización de la economía española desde los comienzos del euro, en el año 2000, se puede considerar en general satisfactorio. Atendiendo a la evolución de ciertas magnitudes clave, incluso se puede considerar muy exitoso. Entre los años 2000 y 2018, las exportaciones españolas, medidas en precios corrientes, han crecido en términos relativos prácticamente tanto como las alemanas, casi un 30% más que las italianas y más de 40% más que las francesas. De las cuatro grandes economías de la eurozona, la española es la segunda con un mayor grado de apertura a los mercados internacionales. El incremento en el grado de apertura de la economía española entre 2000 y 2018 se debe muy principalmente al aumento de las exportaciones, y solo marginalmente al incremento de las importaciones.

Con todo, persisten varios retos pendientes para la internacionalización de la economía y las empresas españolas. Uno de ellos es que el saldo comercial agregado positivo se debe todavía a los ingresos por turismo, con el saldo la balanza comercial de bienes crónicamente negativo (siendo, a su vez, parte de la causa del perenne déficit en productos energéticos). En cuanto a la estructura empresarial, se sigue constatando que en España las microempresas exportadoras (de menos de diez empleados) generan tres veces más valor añadido del que generan las empresas de este tamaño en las otras grandes economías de la eurozona. Finalmente, en los últimos trimestres se observa claramente una caída en las tasas de crecimiento real de exportaciones e importaciones.

Estas debilidades de la internacionalización española ocurren cuando el proceso mismo globalización está en cuestión, en parte debido a medidas de tipo proteccionista que han tomado algunos estados o con las que han reaccionado otros a aquellas. Hay indicios que sugieren que el cambio de escenario puede ir más allá de un ajuste cíclico y es posible que el modelo de relaciones comerciales basadas en reglas conocidas y predecibles esté en crisis. Todo ello hace todavía más necesario el esfuerzo de modernización de las empresas

españolas que se dedican a la internacionalización (superando retos antiguos, pero también tratando de posicionarse adecuadamente en retos emergentes) y también más necesario el esfuerzo de coordinación de todos los agentes que dan apoyo a dicho proceso (no solo dentro del perímetro del sector público, sino también entre entidades públicas y privadas).

Referencias

- DE LUCIO, J., MINGUEZ, R. y MINONDO, A. (2018). ¿Se ha producido un milagro exportador en España? *Cuadernos de Información Económica*, 266, pp. 15-26.
- FEÁS, E. y STEINBERG, F. (2019). *Informe Elcano La política comercial europea ante un entorno internacional cambiante*. Real Instituto Elcano.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA COMERCIO Y COMPETITIVIDAD (2017). *La estrategia de internacionalización de la economía española 2017-2027*.
- MYRO, R. (2018). La sostenibilidad del superávit exterior. *Cuadernos de Información Económica*, 267, pp. 13-25.
- TORRES, R. (2019). Crecimiento liderado por las exportaciones en la eurozona : beneficios y costes. *Cuadernos de Información Económica*, 271, pp. 1-10.
- XIFRÉ, R. (2014). La internacionalización en la base de la pirámide empresarial española : análisis y propuestas. *Documento de Trabajo*, 189. Fundación Alternativas.
- (2015). La internacionalización de la economía española: avances, limitaciones y mejores prácticas. *Cuadernos de Información Económica*, 249, pp. 43-52.
 - (2017). Competitividad y comportamiento de las exportaciones: España en el contexto de la eurozona. *Cuadernos de Información Económica*, 260, pp. 27-37.
 - (2018). El papel de competitividad coste en las exportaciones de la eurozona: el caso de España en una perspectiva sectorial comparada. *Cuadernos de Información Económica*, 267, pp. 27-38.

La dinámica de especialización sectorial de las exportaciones de las provincias españolas entre 1988 y 2017

Juana Castillo-Giménez y Francisco Requena Silvente*

Este trabajo analiza los cambios en la estructura de las ventajas y desventajas comparativas de las exportaciones de las provincias españolas entre los años 1988 y 2017, en términos de persistencia y especialización. Mientras que la mayoría de provincias exhiben un grado de persistencia similar al registrado en España, la especialización ha aumentado en aproximadamente la mitad de las mismas y, coincidiendo con lo observado para España en su conjunto, ha disminuido en la otra mitad. Este segundo grupo, donde se ha producido una “desespecialización” de las exportaciones, incluye a las provincias más relevantes por tamaño exportador. El hecho de que la actividad exportadora tienda a estar concentrada en unas pocas empresas ayuda a explicar la existencia de una moderada persistencia en el patrón de especialización de las exportaciones de las provincias españolas.

El crecimiento de las exportaciones de mercancías tras la adhesión de España a las Comunidades Europeas en 1986 permitió incrementar la cuota española en el mercado mundial de exportaciones desde el 1,5% al 2% en 2000. Desde ese último año, la cuota española se ha mantenido relativamente estable, mientras que otros países de nuestro entorno experimentaban una notable caída, y China aumentaba su cuota de manera muy significativa. Más allá de estas tres décadas de claro éxito exportador español, puede resultar relevante plantearse algunas preguntas: ¿cómo ha cambiado la estruc-

tura sectorial exportadora de las provincias españolas? ¿Qué provincias muestran un comportamiento sectorial más alejado de la media nacional? ¿Puede atribuirse dicho comportamiento diferencial a una elevada concentración de las exportaciones a nivel de empresa?

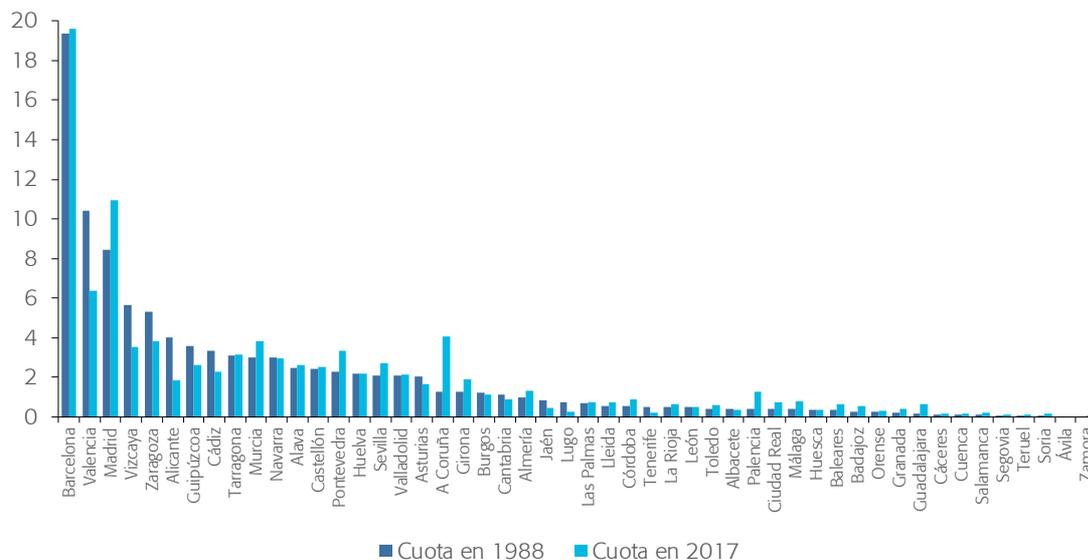
En el año 1988, ocho provincias –Barcelona, Valencia, Madrid, Vizcaya, Zaragoza, Alicante, Guipúzcoa y Cádiz– concentraban el 60,2% de las exportaciones españolas. Treinta años después, en 2017, la participación de este grupo había caído

* Universitat de València e INTECO Research Group. Los autores agradecen la financiación recibida del Gobierno de España (ECO2016-75237-R; ECO2017-83255C3-3-P; RTI2018-100899-B-I00), cofinanciada con la Unión Europea (FEDER); y de la Generalitat Valenciana (PROMETEO 2018/102).

Gráfico 1

Distribución de las exportaciones españolas por provincias, 1988 y 2017

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Aduanas-AEAT.

hasta el 51,1% (gráfico 1) debido a la ganancia de cuota del resto de provincias, entre las que destacarían Murcia, Pontevedra, A Coruña, Girona y Palencia.

Cada una de las provincias españolas presenta un patrón de especialización sectorial concreto, de manera que la suma de los patrones provinciales determina la estructura sectorial de exportación del conjunto. En otras palabras, el hecho de que España tenga ventaja o desventaja comparativa en un determinado sector productivo no es más que el resultado de la combinación de las ventajas y desventajas comparativas de los sectores localizados en cada provincia.

Con el propósito de responder a las preguntas anteriormente formuladas, en primer lugar, se han caracterizado los cambios en la estructura sectorial exportadora de cada territorio, bien una provincia o el conjunto español, utilizando dos indicadores, a saber: persistencia y especialización. La *persistencia* mide, por un lado, si los sectores con ventaja (o desventaja) comparativa cambian dicha condición con el paso del tiempo; en este sentido, una elevada persistencia significaría que la mayoría de los sectores de un territorio mantienen su ventaja o desventaja comparativa.

El indicador de *especialización* pretende capturar, por su parte, el fortalecimiento o debilitamiento de la posición de ventaja (o desventaja) comparativa de un territorio. En este sentido, una mayor especializa-

En 1988, ocho provincias españolas –Barcelona, Valencia, Madrid, Vizcaya, Zaragoza, Alicante, Guipúzcoa y Cádiz– concentraban el 60% de las exportaciones españolas. Treinta años después, en 2017, su participación había caído hasta el 51%, debido a la ganancia de cuota del resto, entre las que destacan Murcia, Pontevedra, A Coruña, Girona y Palencia.

ción indicaría que las diferencias entre los sectores con ventaja comparativa y aquellos con desventaja comparativa han aumentado; una menor especialización sería el resultado de una reducción de la ventaja comparativa en unos sectores y, a su vez, una disminución de la desventaja comparativa en otros; en palabras más simples, se habría producido una “desespecialización sectorial” de las exportaciones.

Para valorar los cambios acaecidos entre 1988 y 2017 en la persistencia y especialización de la distribución de las ventajas comparativas sectoriales en las provincias españolas y, también, en el conjunto de España, se ha utilizado la metodología propuesta por Cantwell y Iammarino (2001). En esencia, la idea básica de esta aproximación es comparar el coeficiente estimado y, también, la bondad de ajuste, medida por el R2, de una regresión lineal de los índices de Balassa (Balassa, 1965) sectoriales en 2017 respecto a los índices de Balassa sectoriales en 1988. Castillo y Requena (2019) explican con detalle esta metodología, así como los resultados del cálculo de los indicadores de persistencia y especialización para las provincias españolas. Los datos utilizados proceden de la combinación de la base de datos de comercio exterior de España con desagregación provincial de la Agencia Tributaria-Aduanas¹, y la base de comercio mundial COMTRADE². En total se han considerado 68 sectores (42 manufactureros y 26 no manufactureros [ver Castillo y Requena, 2019]) y 50 provincias (se excluyen Ceuta y Melilla). El periodo de análisis es, como se ha comentado, 1988-2017, y está condicionado porque 1988 es el primer año disponible en las estadísticas de la Agencia Tributaria-Aduanas, y 2017 el último disponible en COMTRADE.

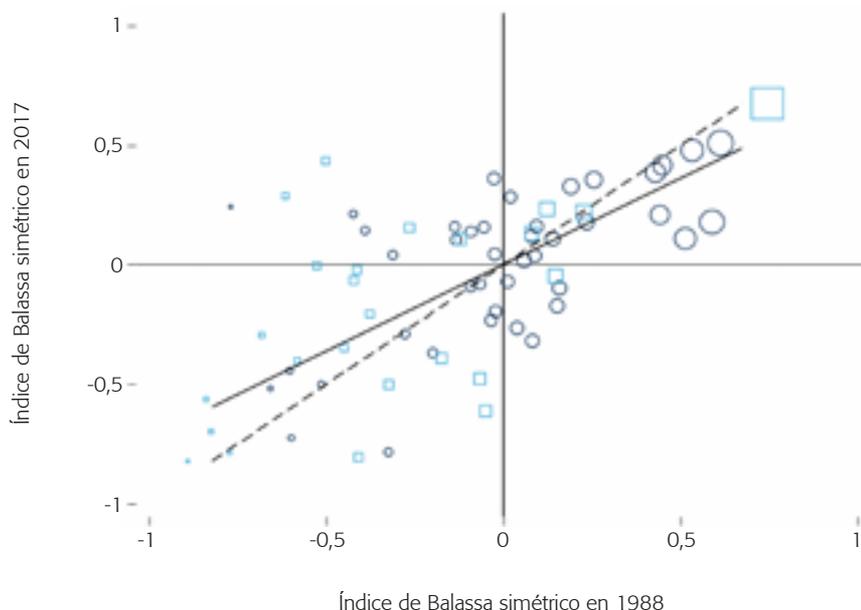
El gráfico 2 muestra la posición de ventaja (índice de Balassa *simétrico* mayor que cero) o desventaja

Cambios en la estructura de ventaja comparativa de España

El gráfico 2 muestra la posición de ventaja (índice de Balassa *simétrico* mayor que cero) o desventaja

Gráfico 2

Dinámica en el patrón de especialización de España, 1988-2017



Nota: El índice de Balassa simétrico es igual a $(B-1)/(B+1)$ donde B es el índice de Balassa. La línea discontinua de 45° indica persistencia completa, mientras que la línea continua es la recta de ajuste del índice de Balassa simétrico en 2017 respecto al índice de 1988; el parámetro estimado del ajuste es 0,677 y el R2 es igual a 0,396. Los círculos representan sectores manufactureros y los cuadrados sectores no manufactureros. Finalmente, el tamaño del círculo/cuadrado muestra el peso del sector en las exportaciones del año inicial.

Fuente: Elaboración propia con datos de Aduanas-AEAT.

¹ <https://www.agenciatributaria.es/>

² <https://www.agenciatributaria.es/>

comparativa (índice de Balassa *simétrico* menor que cero) de las exportaciones españolas correspondientes a los 68 sectores considerados en los años 1988 (eje horizontal) y 2017 (eje vertical); el tamaño del círculo (sectores manufactureros) o el cuadro (sectores no manufactureros) es mayor cuanto más importante es la presencia del sector en el primero de los años considerados. Además de las ventajas comparativas, en el gráfico se ha dibujado la recta de regresión lineal de los índices de Balassa de 2017 sobre los índices de 1988 (línea continua) y la bisectriz de 45° (línea discontinua) que representaría el caso de *persistencia pura* o, dicho en palabras más simples, una situación hipotética en la que el patrón de especialización no hubiese cambiado en el período. En consecuencia, en caso de persistencia pura las líneas continua y discontinua deberían coincidir, mientras que serían perpendiculares en el caso de un cambio estructural completo en el patrón de ventajas comparativas.

En cuanto a la interpretación de la información del gráfico 2, se puede afirmar que en el período 1988-2017 España ha mantenido su posición de ventaja comparativa en 21 sectores (17 de ellos correspondientes a actividades manufactureras): los sectores situados en el cuadrante superior-derecha. Asimismo, ha mantenido su desventaja comparativa en 28 sectores (13 manufactureros), es decir, los ubicados en el cuadrante inferior-izquierdo. Finalmente, se ha producido un cambio de patrón en 19 sectores (13 pasan de una situación de desventaja a ventaja comparativa; y en 6 sucede lo contrario). Por su parte, la recta de ajuste lineal en el cuadrante superior-derecho se sitúa por debajo de la línea de 45°, lo que implica un grado de persistencia moderado. En este sentido, el valor del coeficiente de la recta de ajuste es 0,677, significativamente diferente de los valores de 0,5 (baja persistencia) y 1 (alta persistencia). Finalmente, puede observarse que España se ha vuelto más especializada como consecuencia de una menor movilidad intersectorial; en otras palabras, hay una gran dispersión entre los sectores con desventaja comparativa a la vez que ha aumentado el número de sectores en los que España tenía desventaja comparativa y ahora tiene una posición de ventaja.

Cambios en la estructura de ventaja comparativa de las provincias

Pero, ¿cuáles han sido los cambios en la estructura de ventaja comparativa de las provincias españolas? Para responder a esta pregunta se ha replicado el mismo análisis separadamente para cada provincia, comparando su grado de persistencia y especialización con respecto a España. El cuadro A1 del Apéndice clasifica las cincuenta provincias según su grado de persistencia y especialización. Los resultados muestran que tres provincias, Alicante, Lugo y Orense, cuentan con un grado de persistencia alto; en todos los casos, se trata de provincias donde el patrón de ventaja/desventaja comparativa es muy estable. Otras nueve provincias, Ávila, Burgos, Guadalajara, Las Palmas, Salamanca, Soria, Teruel, Toledo y Zamora, tienen un bajo grado de persistencia; se trata, en su mayoría, de las provincias donde se han producido más cambios sectoriales de ventaja a desventaja comparativa y viceversa. En el resto, que integra a las principales provincias exportadoras españolas, el grado de persistencia no es significativamente diferente del conjunto español.

La mitad de las provincias españolas ha aumentado su especialización exportadora. Aunque la ventaja comparativa existente en 1988 se ha debilitado en ciertos sectores, se han producido cambios positivos en la distribución intersectorial, ganando peso algunos sectores con ventaja comparativa.

El gráfico 3 dibuja un mapa de las provincias españolas clasificadas en función de la tendencia (aumento o disminución) en la especialización de la estructura sectorial de sus exportaciones entre 1988 y 2017. Con el propósito de facilitar la lectura de la información contenida en el gráfico, las distintas provincias se han agrupado en tres categorías, a saber: 1) provincias más especializadas, que han aumentado su especialización por encima de la media española; 2) provincias cuya especialización ha aumentado, aunque por debajo de la media; y, finalmente, 3) provincias menos especializadas. Como puede observarse, la mitad de las provincias

Gráfico 3

Especialización de las provincias españolas, 1988-2017



Fuente: Elaboración propia.

españolas se incluye en los grupos (1) y (2), en la medida en que han experimentado un aumento en el grado de especialización internacional. Dicho de otro modo, aunque la ventaja comparativa inicial en ciertos sectores se ha debilitado, se han producido cambios positivos en la distribución intersectorial, ganando peso algunos sectores con ventaja comparativa. Además, en el conjunto predominan las provincias que han aumentado su especialización por encima de la media nacional. Con la excepción de Alicante, son provincias que históricamente tenían muy poco peso en las exportaciones españolas; llama la atención, asimismo, que ninguna provincia andaluza se encuentra incluida en el grupo de provincias que podríamos denominar “más dinámicas”.

La otra mitad de las provincias españolas pertenece al grupo (3) donde el patrón inicial de

especialización se ha debilitado y se ha producido *desespecialización*: las diferencias entre los sectores con mayores ventajas comparativas y aquéllos con mayores desventajas comparativas se han reducido. Este grupo incluye a las principales provincias exportadoras españolas, entre ellas Barcelona, Madrid, Valencia, A Coruña y Vizcaya.

¿Ha influido la elevada concentración de las exportaciones a nivel de empresa en los cambios en la estructura de ventajas comparativas?

La literatura sobre heterogeneidad de empresa en el comercio internacional explica por qué solo unas pocas empresas exportan; en esencia, se trata de ser suficientemente productivo para sobrevivir en

los mercados de exportación. Entre las empresas que se internacionalizan, algunas alcanzan el estatus de “superestrellas”, en el sentido de que llegan a tener un peso muy destacado en las exportaciones de sus respectivos países. Además, la importancia de estas grandes empresas exportadoras aumenta a medida que la dimensión de la unidad geográfica donde se ubican se reduce.

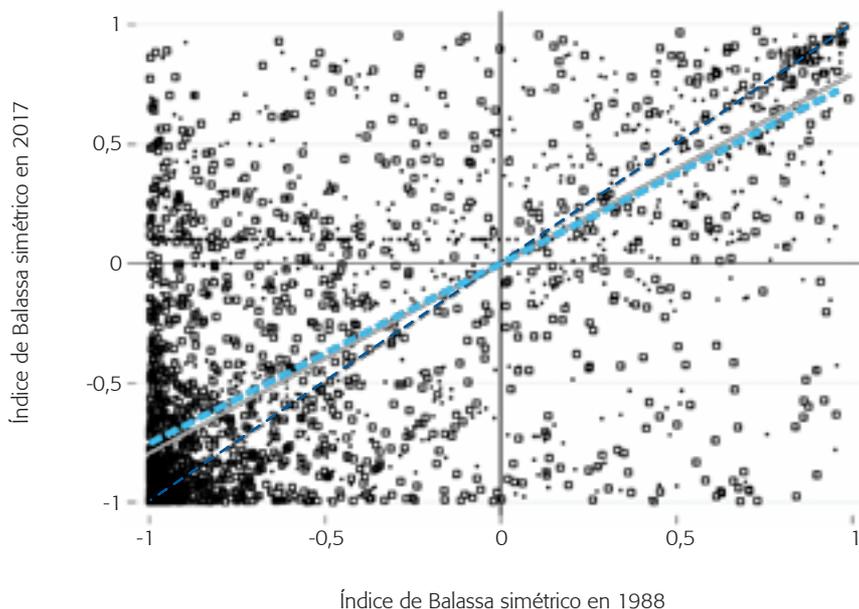
La concentración de las exportaciones en unas pocas empresas es un factor que aumenta la inestabilidad en el patrón de especialización sectorial de las exportaciones españolas.

Con estas premisas teóricas, esta última sección pretende evaluar el papel que la concentración de las

exportaciones a nivel de empresa ha tenido sobre la persistencia observada en el patrón de especialización de las exportaciones de las provincias españolas. Con este propósito, se ha calculado para cada *par* sector-provincia el peso en las exportaciones totales de la primera empresa exportadora en 1988, utilizando información procedente de la base de datos CAMERDATA (ver Castillo y Requena, 2019). Técnicamente, se trataría del denominado índice de concentración CR1. El gráfico 4 es similar al gráfico 2, con la particularidad de que representa la posición de ventaja o desventaja de las exportaciones de cada *par* sector-provincia (recuérdese, el índice de Balassa de 1988 se representa en el eje horizontal, y el índice de 2017 en el vertical). Además, los sectores (tanto manufactureros como no manufactureros) en los que el índice de concentración CR1 es menor del 10% se representan con un punto, y con un cuadro

Gráfico 4

Concentración a nivel de empresa y persistencia en el patrón de especialización de las provincias españolas, 1988-2017



Nota: El índice de Balassa simétrico es igual a $(B-1)/(B+1)$ donde B es el índice de Balassa. La línea discontinua de 45° indica persistencia completa. La línea continua es la recta de ajuste del índice de Balassa en 2017 respecto al índice de 1988 con las observaciones correspondientes a sectores con un índice de concentración CR1 menor del 10%; mientras que la discontinua gruesa representa el mismo ajuste con las observaciones con un CR1 igual o superior al 10%. Finalmente, los puntos representan pares sector-provincia con un CR1 menor del 10% y los cuadrados observaciones con un CR1 igual o superior al 10%.

Fuente: Elaboración propia.

los sectores con un índice igual o mayor al 10%. Finalmente, además de la bisectriz de 45°, se presentan dos rectas de regresión lineal de los índices de Balassa de 2017 sobre los índices de 1988, a saber: i) utilizando los *pares* sector-provincia con un CR1 menor del 10% (línea continua), y ii) con los *pares* sector-provincia con un CR1 igual o mayor al 10% (línea discontinua gruesa); el propósito de esta distinción es valorar el grado de persistencia en las exportaciones según la concentración de las exportaciones.

Más allá de los detalles técnicos, el gráfico 4 muestra con claridad que los sectores con un grado de concentración de las exportaciones por encima del 10% exhiben menor grado de persistencia. Este resultado indica que la concentración de las exportaciones a nivel de empresa es un factor que aumenta la inestabilidad en el patrón de especialización sectorial de las exportaciones españolas. Se trata de un primer resultado en una línea de investigación más amplia que examina el papel de la *granularidad* en el comercio exterior español.

Conclusiones

Este trabajo se ha planteado con el propósito de analizar los cambios en la estructura de ventajas y desventajas comparativas de las exportaciones de las provincias españolas entre los años 1988 y 2017, en

términos de persistencia y especialización. Mientras que la mayoría de provincias exhibe un grado de persistencia similar al conjunto español, la especialización ha aumentado en aproximadamente la mitad de las mismas y ha disminuido en la otra mitad, coincidiendo este último grupo con lo observado para el conjunto. En este segundo grupo, que podríamos denominar de *desespecialización* de las exportaciones, se integran las provincias españolas más importantes por tamaño exportador. El hecho de que la actividad exportadora tienda a estar concentrada en unas pocas empresas ayuda a explicar que haya una persistencia moderada en el patrón de especialización de las exportaciones de las provincias españolas.

Referencias

- BALASSA, B. (1965). Trade liberalisation and revealed comparative advantage. *Manchester School*, 32(2), pp. 99–123.
- CANTWELL, J. A. y IAMMARINO, S. (2001). EU regions and multinational corporations: Change, stability and strengthening of technological comparative advantages. *Industrial and Corporate Change*, 10(4), pp. 1007–1037.
- CASTILLO, J. y REQUENA, F. (2019). La dinámica de especialización sectorial de las exportaciones de las provincias españolas: ¿Qué papel ha jugado la gran empresa exportadora española? *Working Papers in Applied Economics*, WPAE 1915.

Apéndice

Cuadro A1.

Clasificación de las provincias españolas según la evolución de su estructura de ventaja comparativa en las exportaciones, 1988-2017

		Especialización		
		Ha aumentado, por encima de la media de España	Ha aumentado, por debajo de la media de España	Ha disminuido
Persistencia	Alta	Lugo, Orense	Alicante	
	Media	Badajoz, Cáceres, Ciudad Real, León, La Rioja, Palencia, Santa Cruz de Tenerife, Segovia	Albacete, Cuenca, Girona, Huesca, Jaén, Murcia, Navarra, Tarragona, Zaragoza	Álava, Almería, Cádiz, Baleares, Barcelona, Castellón, Córdoba, A Coruña, Granada, Guipúzcoa, Huelva, Lleida, Madrid, Málaga, Asturias, Pontevedra, Cantabria, Sevilla, Valencia, Valladolid, Vizcaya
	Baja	Ávila, Zamora	Salamanca, Soria, Teruel, Toledo	Burgos, Guadalajara, Las Palmas

Nota: La *persistencia* mide si los sectores con ventaja (o desventaja) comparativa cambian dicha condición. La *especialización* mide el fortalecimiento o debilitamiento de la posición de ventaja (o desventaja) comparativa de un territorio.

Ventajas de la internacionalización y diversificación geográfica del negocio de la banca española

Joaquín Maudos*

La rentabilidad de los grupos bancarios consolidados españoles es un 43% superior a la que consiguen los bancos en el negocio doméstico, lo que muestra los beneficios que ha traído la estrategia de internacionalización y diversificación geográfica. El factor que explica en mayor medida esa mayor rentabilidad es el elevado margen de intereses que las filiales de bancos españoles consiguen en su negocio en terceros países, ya que el de los grupos consolidados (2,01%) más que duplica al del negocio en España (0,93%). Si bien el grado de internacionalización de la banca española es elevado en relación a otros muchos países (sus inversiones en el exterior representan el 44% del total), su diversificación geográfica es menor a la de las grandes economías europeas y a la de EE.UU. A pesar de los riesgos puntuales en algunos países, en conjunto la diversificación ha reducido el riesgo.

La todavía reciente crisis que ha sufrido el sector bancario español ha demostrado las ventajas de la internacionalización y diversificación geográfica del negocio. Así, las entidades que han apostado por la internacionalización han resistido mucho mejor el embate de la crisis, ya que el mejor comportamiento de ese negocio en otros países con márgenes muy superiores ha permitido compensar los problemas en el negocio doméstico. No hay más que ver la mayor rentabilidad de los grupos consolidados (que incluye el negocio en el exterior) en comparación con la rentabilidad de las entidades individuales (que mide la rentabilidad en el negocio doméstico) para constatar las ventajas y beneficios

de la internacionalización. Así, en 2018, frente a una rentabilidad sobre recursos propios (ROE) en el negocio en España del 5,7%, ese mismo indicador aumenta 2,5 puntos porcentuales (pp), hasta el 8,2%, cuando se incluye el negocio de la banca española en el exterior. Este resultado no hace sino confirmar una vez más que la diversificación reduce el riesgo y que la rentabilidad de la banca española es mayor que la rentabilidad de la banca en España.

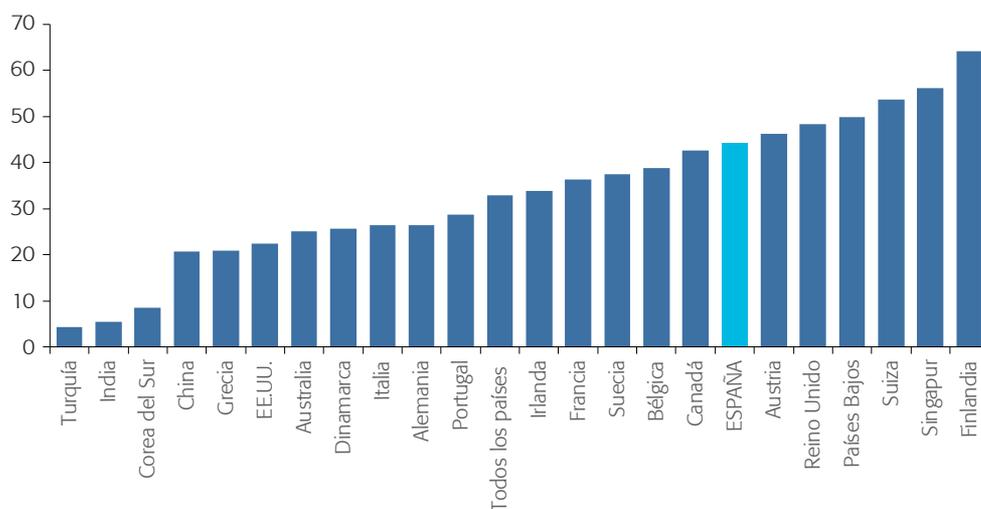
En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar las ventajas que ha traído la internacionalización y diversificación geográfica del sector ban-

* Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universitat de València, director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se enmarca en el contexto del Proyecto de investigación ECO2017-84828-R del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

Gráfico 1

Exposición internacional de los sectores bancarios, 2018

(Peso de las inversiones en el exterior en relación al total de inversiones. Datos consolidados en porcentaje)



Fuente: BIS.

cario español. Para ello, en primer lugar se compara esa internacionalización y diversificación con la de una amplia muestra de países para los que se dispone de información, para en segundo lugar poner de manifiesto los beneficios asociados a la internacionalización comparando diversos aspectos económico-financieros de los grupos consolidados (que incluyen el negocio en el exterior) con los de las entidades individuales (negocio doméstico). A modo de conclusión, el artículo se cierra con una sección donde se detallan las lecciones que se extraen de la experiencia española sobre el proceso de internacionalización del negocio bancario.

La exposición internacional del negocio bancario

Como muestra el gráfico 1, con datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS) de finales de 2018, la internacionalización del sector bancario español es relativamente elevada, ya que sus inversiones en terceros países representan el 44% del total, situándose por encima del resto de grandes países de la eurozona: 27% en Alemania, 26% en Italia

y 36% en Francia. La banca estadounidense tiene un grado de exposición internacional menor (algo lógico teniendo en cuenta su gran tamaño interior y la elevada rentabilidad del negocio doméstico), ya que su exposición a terceros países supone el 23% de sus activos, un porcentaje casi la mitad del de la banca española. En cambio, el grado de internacionalización es mayor en el sector bancario británico, con un peso de los activos en el exterior del 48%, 4 pp por encima del de España. De los países para los que el BIS aporta información, el rango de variación del grado de internacionalización de los sectores bancarios es muy amplio entre países, ya que oscila entre un mínimo del 4% en Turquía a un máximo del 64% en Finlandia. La banca china tiene un reducido negocio en el exterior, ya que sus inversiones fuera del país suponen solo el 21% del total.

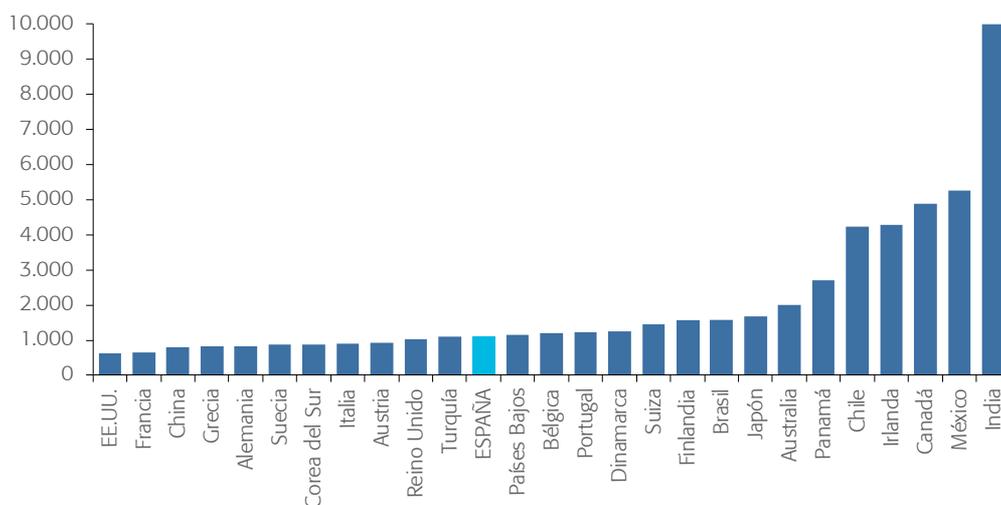
Diversificación geográfica del negocio

El grado de diversificación geográfica del negocio exterior de la banca española es reducido en

Gráfico 2

Grado de concentración geográfica del negocio exterior de los sectores bancarios, 2018

(Índice de Herfindahl)



Fuente: BIS.

relación al de las grandes economías europeas como Alemania, Italia, Francia, Reino Unido, y también menor al de Estados Unidos. No obstante, es mayor al de Japón o Canadá (gráfico 2). Así, si utilizamos como indicador de concentración (lo contrario de la diversificación) el índice de Herfindahl

La internacionalización del sector bancario español es relativamente elevada, ya que sus inversiones en terceros países representan el 44% del total, situándose por encima del resto de los otros grandes países de la eurozona. Pero el grado de diversificación geográfica de su negocio exterior es menor al de las grandes economías europeas, así como al de Estados Unidos, concentrando tres países casi la mitad de su negocio internacional.

(que se construye como suma al cuadrado de las cuotas de mercado en cada país y que oscila entre 0 y 10.000, situación esta última que se corresponde con tener el 100% de las inversiones concentradas en un solo país), su valor en el caso de España es 1.107, frente a valores de 632 en Estados Unidos, 643 en Francia, 781 en Alemania,

798 en Italia y 1.015 en el Reino Unido. Hay que tener en cuenta que los diez principales destinos de las inversiones de la banca española concentran el 82,3% del total, frente al 64,2% de Estados Unidos, 66,5% de Alemania, 68,2% de Italia, 68,6% de Francia y 71,6% del Reino Unido.

Como muestra el gráfico 3, tres países concentran casi la mitad del negocio internacional de la banca española (Reino Unido, Estados Unidos y Brasil), y cinco cerca de dos terceras partes (a los anteriores hay que añadir México y Portugal). En concreto, la distribución porcentual del negocio exterior en estos países es la siguiente: 24,3% en Reino Unido, 14,5% en Estados Unidos, 9,4% en Brasil, 9,2% en México y 6,5% en Portugal. Con porcentajes por encima del 2% están además Italia (4,1%), Turquía (3,8%), Francia (3,6%), Alemania (3,6%), Chile (3,2%) y Polonia (3,1%). El resto de países (hasta un total de 165 en donde la banca española tiene inversiones, aunque en un gran número marginales) suponen el 14,6% restante. La eurozona concentra el 22,5% de esas inversiones.

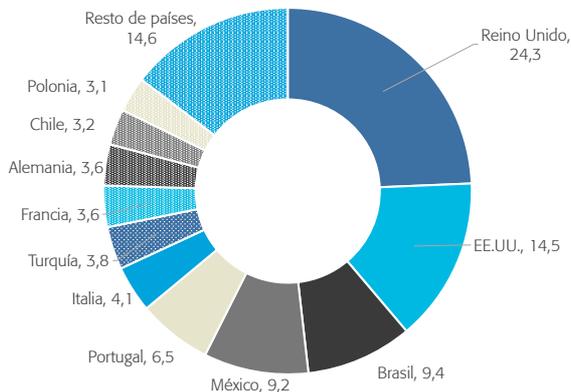
Dada la actual incertidumbre que rodea el *brexit*, es lógica la preocupación que existe de su posible

Gráfico 3

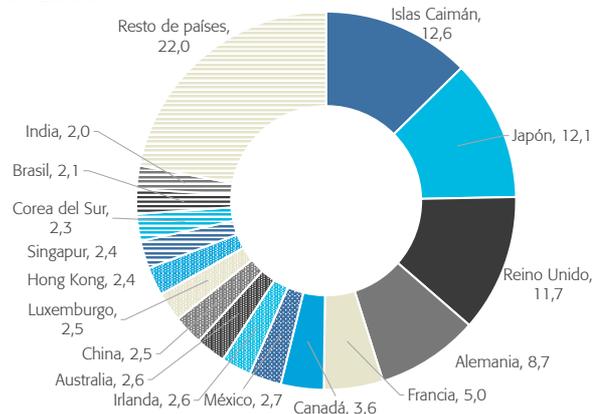
Distribución geográfica de la exposición internacional de los sectores bancarios, 2018

(En porcentaje)

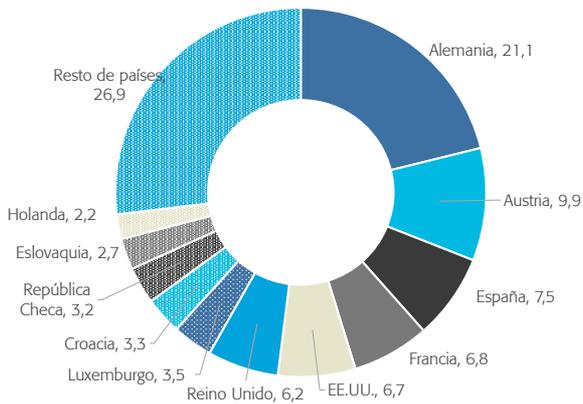
3a. España



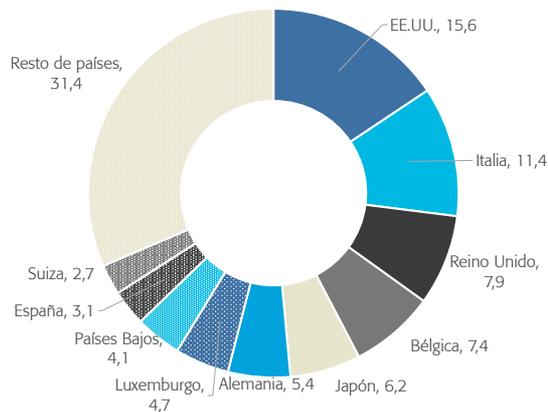
3b. EE.UU.



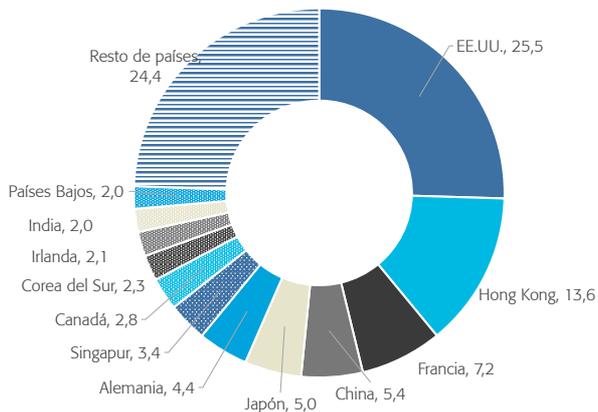
3c. Italia



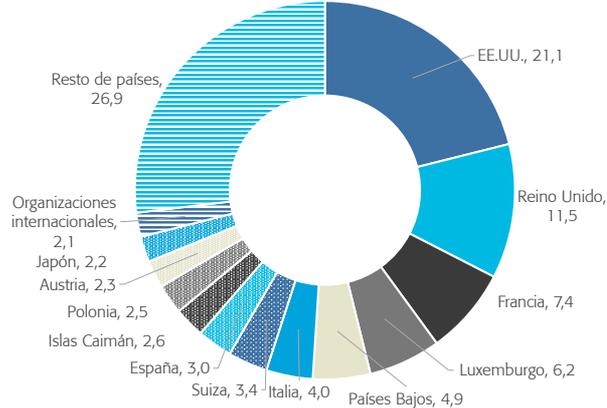
3d. Francia



3e. Reino Unido



3f. Alemania



Fuente: BIS.

impacto no solo sobre la economía española, sino también sobre su sector bancario, ya que como hemos visto, es el país al que más expuesto está la banca española. Esa cuota del 24,3% del total de inversiones en el exterior de los bancos españoles supone 421.000 millones de dólares (unos 383.000 millones de euros).

En otros países en los que en la actualidad existe un cierto grado de incertidumbre, como Turquía (donde ha tenido lugar una fuerte depreciación de su divisa) y Argentina (país en recesión con un plan de rescate del FMI), el importe de la exposición de la banca española es mucho más reducido: unos 59.000 millones de euros en Turquía y 21.000 millones en Argentina.

Cambios en la distribución geográfica de las inversiones en el exterior de la banca española

¿Ha variado la composición geográfica de las inversiones de la banca española tras el impacto de la crisis? Si comparamos la distribución actual con la de 2008, y centrándonos en las exposiciones supe-

riores al 2%, se ha producido una importante caída del Reino Unido, que ha pasado de concentrar el 30% en 2008 al 24,3% en 2018. También ha perdido 1,3 pp México (del 10,5% al 9,2%) y ha desaparecido de la lista de esos destinos por encima del 2% Venezuela (del 2,1% al 0,1%). En cambio, ha ganado importancia Turquía (donde prácticamente no había inversiones en 2008 y ahora concentra el 3,8%), Estados Unidos (con un aumento de 3,3 pp) y Polonia (aumento de 2,8 pp).

Si utilizamos de nuevo el índice de Herfindahl, la diversificación geográfica del negocio bancario ha aumentado de 2008 a 2018, ya que el índice ha caído 229 puntos.

Internacionalización del negocio y resultados

Una forma intuitiva de analizar los beneficios de la internacionalización del negocio bancario es comparando indicadores económico-financieros del estado de salud de los grupos consolidados (que incluyen el negocio en el exterior) con los de las entidades individuales (negocio doméstico en

Cuadro 1

Peso de cada país en las inversiones en el exterior de la banca española

	2018 (porcentaje)	Variación respecto a 2008 (pp)
Reino Unido	24,3	-5,6
EE.UU.	14,5	3,3
Brasil	9,4	0,2
México	9,2	-1,3
Portugal	6,5	-0,1
Italia	4,1	0,0
Turquía	3,8	3,7
Francia	3,6	-0,1
Alemania	3,6	-0,3
Chile	3,2	-0,5
Polonia	3,1	2,8

Fuente: BIS.

España). En el primer caso, el Banco Central Europeo (BCE) ofrece esa información para una muestra que contiene la práctica totalidad del sector bancario español (en la base de datos *Consolidated banking data*), mientras que en el segundo, el Banco de España publica los balances y cuentas de resultados de las entidades de depósito con su negocio doméstico.

En 2018, el balance consolidado de las entidades de depósito fue de 3,55 billones de euros, un 42% superior al negocio en España, lo que en valor absoluto es una diferencia de unos 1,05 billones de euros.

El principal indicador que muestra los beneficios que ha generado la estrategia de internacionalización y diversificación geográfica del negocio es constatar que la rentabilidad de los grupos consolidados siempre es superior a la del negocio doméstico, tanto en términos de rentabilidad sobre activo (ROA) como sobre recursos propios (ROE). En el primer caso, la diferencia ha llegado a ser muy abultada, sobre todo en los años de crisis en los que los bancos españoles, con su negocio doméstico muy expuesto al sector inmobiliario, tuvieron que hacer frente a millonarios deterioros por la pérdida de valor de los activos. El dato más reciente de 2018 muestra una ROA de los grupos consolidados un 24% superior a la del negocio en España (0,61% vs. 0,49%). En el caso de ROE, también las diferencias entre los grupos consolidados y las entidades individuales son grandes, siendo en 2018 un 43% superior cuando se incluye el negocio de los bancos españoles en el exterior (8,2% vs. 5,7%).

Cuando analizamos los distintos márgenes de la cuenta de resultados, se identifica de inmediato cuál es el factor más importante para explicar la mayor rentabilidad de los grupos consolidados y es que el margen de intereses es muy superior, con una diferencia que se ha ido ampliando en los últimos años. Así, mientras que antes de la crisis en 2008 el margen de intereses incluyendo el negocio en el exterior era un 38% superior al doméstico, desde 2015, el margen de los grupos consolidados más que duplica al de las entidades individuales. Y el motivo es que mientras que el margen en

España está fuertemente influenciado por la caída del euríbor (tipo de referencia más utilizado en los préstamos concedidos en España que ha caído con mucha intensidad) y en consecuencia ha descendido un 22% desde 2008 (un 33% desde 2009 ya que en ese año el margen aumentó), hasta situarse en el 0,93% en 2018. En cambio, el mismo margen ha aumentado un 23% en los grupos consolidados, hasta situarse en el 2,01% en 2018, un 116% por encima del que la banca consigue en el negocio doméstico.

No obstante, si bien el margen de intereses en España cayó de 2008 a 2013 en paralelo a la bajada del euríbor, en los años posteriores se ha mantenido relativamente estable a pesar de que el euríbor ha seguido cayendo. Es más, desde que en 2016 el euríbor entró en terreno negativo, el margen se ha mantenido e incluso ha aumentado puntualmente en 2018, por lo que los bancos españoles han sabido afrontar un escenario complicado de tipos reducidos manteniendo el margen, algo necesario para que la rentabilidad se recupere y el negocio sea viable.

Desde que en 2016 el euríbor entró en terreno negativo, el margen de intereses de la banca española en su negocio doméstico se ha mantenido e incluso ha aumentado puntualmente en 2018, por lo que los bancos españoles han sabido afrontar un escenario complicado de tipos muy reducidos manteniendo el margen, algo necesario para que la rentabilidad se recupere y el negocio sea viable.

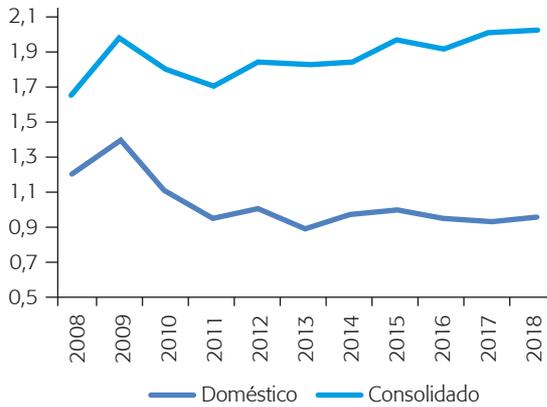
En el caso de los ingresos distintos al cobro de intereses (como dividendos, comisiones, resultados de operaciones financieras, etc.), su peso en el activo no difiere mucho en el negocio doméstico y cuando se incluye el negocio fuera de España. De 2009 a 2015 ese peso fue algo mayor en los grupos consolidados, pero desde entonces es superior en el negocio doméstico, con un porcentaje del 0,98% vs. 0,80% en 2018.

Gráfico 4

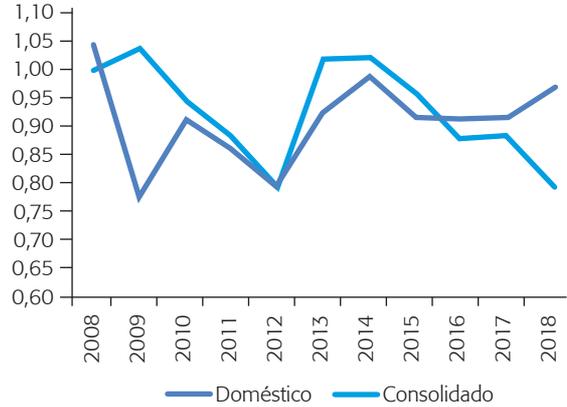
Márgenes, eficiencia y rentabilidad del sector bancario español

(En porcentajes)

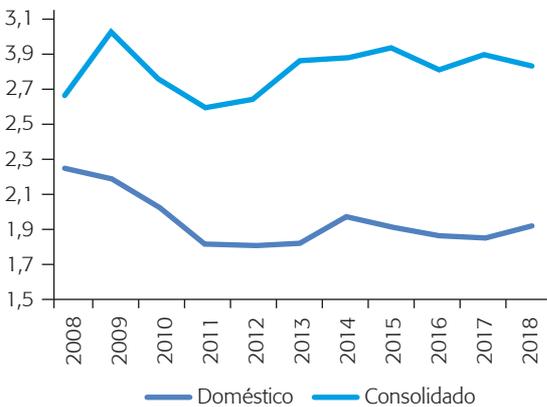
Margen de intereses



Ingresos por no intereses



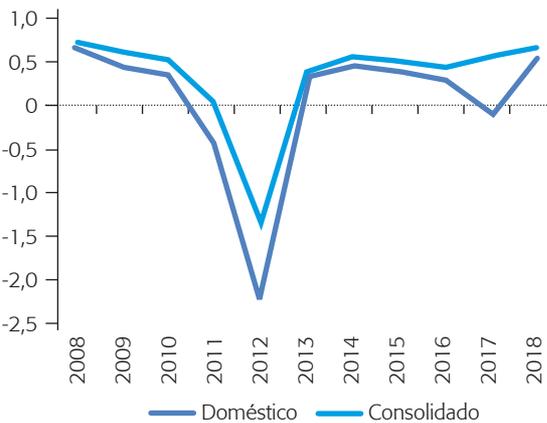
Margen bruto



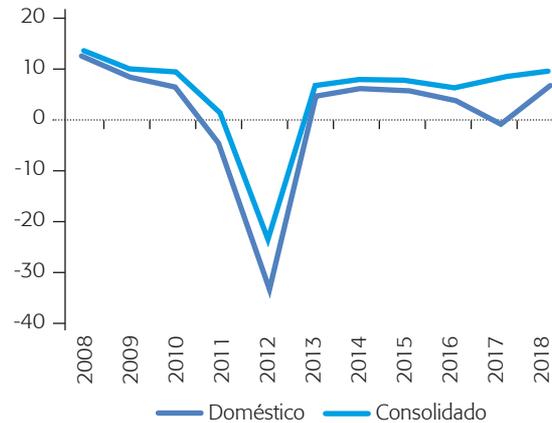
Eficiencia



Rentabilidad sobre activos (ROA)



Rentabilidad sobre recursos propios (ROE)



Fuentes: BCE y Banco de España.

Dado que el margen de intereses es muy superior cuando se incluye el negocio en el exterior y el peso del resto de ingresos no difiere mucho entre grupos consolidados y negocio doméstico, el margen bruto es mucho más reducido en España. En concreto, en 2018, el margen bruto incluyendo las inversiones en el exterior es un 47% superior (2,81% vs. 1,91%).

Donde las diferencias entre grupos consolidados y negocio doméstico son reducidas es en la eficiencia en la gestión, aproximada por la ratio de eficiencia operativa que mide qué porcentaje del margen bruto es necesario destinar a financiar los gastos de explotación. En ambos casos, la eficiencia se ha deteriorado en los últimos años, ya que a pesar del esfuerzo que ha hecho la banca por reducir costes, no ha conseguido hacerlo al mismo ritmo al que ha caído el margen bruto.

Lecciones de la internacionalización

- A pesar de que el impacto de la crisis ha sido muy superior en el negocio doméstico y que el margen financiero en España ha sufrido los efectos de la caída de tipos de interés en la eurozona, la abultada diferencia en el margen de intereses (en 2018, 0,93% en el negocio doméstico, 2,01% cuando se incluye el negocio en el exterior) justifica que la rentabilidad de los grupos consolidados siempre haya sido superior a la que los bancos consiguen en España, lo que demuestra la importancia que tiene la internacionalización de la actividad bancaria.
- En 2018, la ROE cuando se incluye el negocio de las filiales en el exterior es un 43% superior en relación al negocio doméstico (8,2% vs. 5,7%). Por tanto, si bien en ambos casos la banca sigue sin alcanzar la rentabilidad que exige el inversor (el coste de capital se estima en torno al 10%), el problema es mayor en el negocio doméstico, que está influenciado por un tipo de interés de referencia del BCE muy bajo durante ya mucho tiempo que presiona el margen con el que

intermedian los bancos. El hecho de tener negocios vinculados a distintos tipos de interés de referencia refuerza los beneficios de la diversificación geográfica del negocio bancario en terceros países.

- Aunque en ocasiones los riesgos puntuales en algunos países han pasado factura a algunos bancos, la diversificación de inversiones en varios países ha amortiguado ese coste, lo que es una evidencia contundente que apoya la premisa básica de que la diversificación reduce el riesgo, y eso a pesar de que la diversificación geográfica en el exterior de los bancos españoles es menor al de los grandes sectores bancarios europeos y al de EE.UU.
- La estrategia de internacionalización y expansión que ha seguido la banca española con filiales en el exterior autónomas de sus matrices, en lo que a financiación se refiere, tiene ventajas para sus matrices al minimizar y aislar riesgos. Si bien esta estrategia de banca multinacional a través de filiales tiene más costes que la estrategia alternativa de internacionalización vía actividad transfronteriza (actividad desde la matriz), se ha demostrado más rentable por los mayores márgenes que obtiene en el exterior (Argimón, 2019).
- De cara al futuro, la diversificación de riesgos a través de la internacionalización de la actividad bancaria exige en su destino europeo completar la unión bancaria con la aprobación de un esquema de garantía de depósitos común, que es el tercer pilar que le falta a la unión. Ese mercado único bancario incentivaría además las fusiones *cross-border* entre países europeos, lo que contribuiría a aumentar el grado de integración que se ha resentido con la reciente crisis. Además, las fusiones *cross-border* tienen la ventaja de no aumentar la concentración de los mercados nacionales, por lo que son las más favorables desde el punto de vista de la competencia. Lo que es evidente es que el retroceso que se ha producido en la Unión Europea en la actividad

transfronteriza (incluido en número de fusiones *cross-border*) es un claro indicador de que el mercado no está integrado y de que existen múltiples barreras a esa integración que hay que derribar (fiscales, legales, burocráticas, etc.) como ha señalado con insistencia el Banco Central Europeo (2017). No obstante, aunque se eliminen esas barreras, la integración no avanzará si no se reducen las diferencias en el estado de salud de los sectores bancarios europeos (en morosidad, eficiencia, rentabilidad, solvencia, etc.), siendo este quizás el principal motivo por el que algunos países

no quieren mutualizar riesgos, algo intrínseco a una unión bancaria.

Referencias

- ARGIMÓN. I. (2019). Estrategias de internacionalización de la banca española: comparación y características. *Boletín Económico*, 1/2019. Artículos analíticos.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. (2017). Cross-border banking in the euro area since the crisis: what is driving the great retrenchment? *Financial Stability Review*, November 2017 – Special features, pp. 145-157.

Evolución comparada de las manufacturas españolas

María José Moral*

En este artículo se estudia la evolución seguida por la producción en las manufacturas españolas en comparación con lo ocurrido en Alemania, Francia y Reino Unido. La evidencia pone de manifiesto el buen comportamiento de las manufacturas españolas en los últimos cinco años de expansión, con crecimientos medios de la producción más intensos que los registrados en los tres países europeos seleccionados, siendo los sectores de tecnología alta y media-alta los más dinámicos. Esta trayectoria se ha alargado hasta el tercer trimestre de 2019, mientras que los otros países ya estaban reduciendo su producción manufacturera con anterioridad, en especial, Alemania que ha visto disminuir su producción desde mediados de 2018. Este proceso está generando un lento pero relevante cambio estructural en las manufacturas, desplazando la producción hacia sectores de mayor tecnología incorporada. Sin duda este cambio estructural ofrece una mejor base para enfrentarse a las condiciones de incertidumbre internacional (proteccionismo y el *brexít*) y también a la no despreciable inestabilidad política nacional, que parecen estar entre las causas de la posible desaceleración.

Los datos avance del tercer trimestre de 2019 de *Contabilidad Nacional* reflejan un retroceso importante de la industria, lo que puede llevar a pensar que el modelo industrial está agotado. Sin embargo, un análisis estructural del progreso de las manufacturas españolas durante los últimos cinco años ofrece una perspectiva diferente. El crecimiento del valor añadido generado ha permitido mantener su participación en el PIB, si bien todavía lejos del objetivo fijado en la Unión Europea de un 20% para la industria. En el gráfico 1 se representa el peso relativo del valor añadido de las manufacturas en

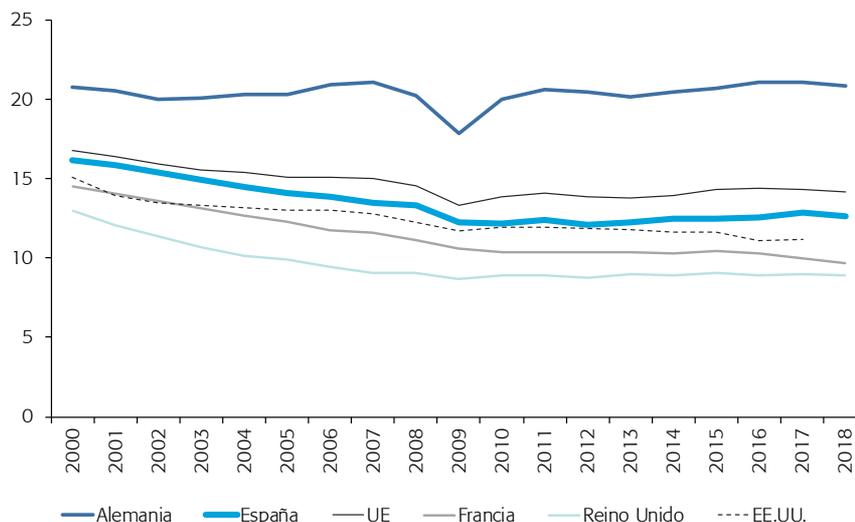
el PIB para diversos países y se comprueba que solo Alemania alcanza holgadamente ese objetivo. También se comprueba que la posición de España no es la peor en cuanto a este criterio y que se mantiene en esta etapa expansiva. En este sentido, es preciso recordar que en la fase expansiva previa a 2008 (que también se recoge en el gráfico 1) las manufacturas españolas estuvieron perdiendo peso en el conjunto de la economía y destruyeron empleo en términos netos en lo que se denominó la “desindustrialización de la economía” (Moral y Pazó, 2015).

* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UNED y Funcas. Este trabajo se ha beneficiado de la financiación de los proyectos RTI-2018-099403-B-I00 (Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades-FEDER) y ECO2017-82445-R (Ministerio de Educación y Ciencia), así como de Funcas..

Gráfico 1

Peso de las manufacturas en el PIB

(Porcentaje del valor añadido sobre el PIB)



Fuente: Banco Mundial.

La pasada recesión renovó el protagonismo a la industria, al quedar patente que el empleo en este sector es de mayor calidad (no solo por los mayores

España es el país que sufrió una mayor caída de su producción industrial como consecuencia de la crisis económica, pero desde comienzos de 2013 y hasta el tercer trimestre de 2019 la producción manufacturera se ha mostrado muy dinámica, con un crecimiento del 15%.

salarios medios sino por su estabilidad) y que su aportación a la I+D y a las exportaciones es crucial para el crecimiento a medio y largo plazo. En definitiva, un sector industrial robusto es fundamental para tener garantizado un crecimiento sostenible. Por ello, los datos del tercer trimestre de 2019 nos deben poner en alerta, si bien es preciso conocer en profundidad qué es lo que está sucediendo.

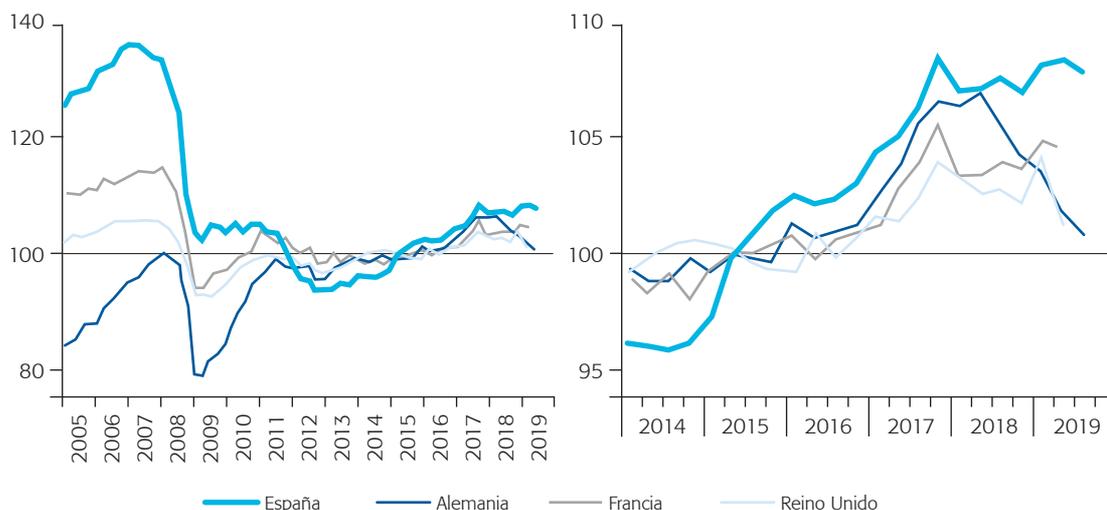
El objetivo de este artículo es revisar la evolución de la producción industrial para obtener alguna clave que confirme si se trata de una desaceleración como resultado de la incertidumbre económica internacional por el mayor proteccionismo en el comercio mundial con incremento de aranceles (Viani, 2019) y el desenlace del *brexit*¹, o bien es resultado de la incertidumbre política nacional que ha llevado a una inactividad administrativa que está retrasando la aplicación de medidas necesarias de política industrial (Álvarez y Myro, 2016). El período elegido para el análisis abarca desde el primer trimestre de 2015 al tercer trimestre de 2019, es decir, se analiza un ciclo económico completo pues abarca el final de la expansión económica, la gran recesión y la recuperación iniciada en 2014. Respecto a los países que se toman como referencia en la comparativa el interés se centra en Alemania, Francia y Reino Unido, las economías más desarrolladas de Europa donde el peso relativo de las manufacturas en el PIB varía significativamente de unos a otros.

¹ La Comisión Europea ofrece información sobre los efectos del *brexit* y cómo prepararse. Véase https://ec.europa.eu/info/brexit/brexit-preparedness/preparedness-notices_en.

Gráfico 2

Índice de producción industrial de manufacturas de España, Alemania, Francia y Reino Unido

(Índice 2015=100, datos trimestrales)



Nota: Datos desestacionalizados y corregidos de calendario.

Fuente: Eurostat, noviembre 2019.

El principal resultado que se extrae de este estudio descriptivo es que las manufacturas españolas en los últimos cinco años de expansión han seguido un comportamiento más dinámico que en Alemania, Francia y Reino Unido; siendo los sectores con mayor tecnología incorporada los que mayor crecimiento han registrado. Este patrón contribuye a que se camine hacia un cambio estructural² muy necesario en las manufacturas españolas que, aunque lento, no es despreciable por cuanto aumenta la estabilidad ante un posible enfriamiento de la actividad económica.

Evolución de la producción manufacturera en Europa

El gráfico 2 muestra la evolución del índice de producción industrial (en adelante IPI) para las manufacturas en España, Alemania, Francia y Reino Unido. En el gráfico de la izquierda se representa todo el período (2005T1-2019T3) mientras que en el de la derecha se muestra la evolución desde

el año 2014, para apreciar mejor la situación más reciente.

Todos los países representados muestran un ciclo similar pero con claras diferencias en la amplitud, especialmente durante la pasada recesión económica. España es el país que mayor volatilidad presenta, puesto que en la recesión las manufacturas redujeron su producción un 30,9% frente a un 14,4% y un 8,2% en Francia y en Reino Unido, respectivamente. Alemania, por su parte, se recuperó pronto del desplome de la producción en el inicio de la recesión y en 2013 su producción mostraba incluso un ligero crecimiento de 0,4%.

Este comportamiento tan complicado de las manufacturas españolas disparó todas las alarmas, pero la caída en el valor añadido fue inferior a la registrada en el conjunto de la economía y mantuvieron su aportación al PIB (gráfico 1). En cualquier caso, se destruyó una parte importante de los puestos de trabajo del sector, tal y como se aprecia en

² En Myro (2015) se analiza un cambio de modelo a partir de la capacidad competitiva de la economía española que se mide a través de la evolución comparada de sus exportaciones.

Gráfico 3

Empleo en el sector de manufacturas de España, Alemania, Francia y Reino Unido

(Índice 2015=100, datos trimestrales)



Nota: El empleo se mide en personas. Datos desestacionalizados y corregidos de calendario.

Fuente: Datos desestacionalizados y corregidos de calendario. Eurostat, noviembre 2019.

el gráfico 3. Además, con el agravante de que se estuvo destruyendo empleo en términos netos hasta el segundo trimestre de 2014, cuando la producción ya estaba creciendo.

A partir de 2013 cambia la tendencia y las economías se mueven hacia una senda de crecimiento. Pero después de cinco años, solo Alemania ha conseguido superar la producción de 2007 y España es el país que presenta una brecha mayor. No obstante, si se profundiza en la evolución de estos años de expansión (panel derecho del gráfico 2), el relato es más favorable. Las manufacturas españolas han seguido un comportamiento muy dinámico que les ha permitido producir en el tercer trimestre de 2019 un 15,5% más que en el primer trimestre de 2013, ritmo de crecimiento que supera al registrado en los demás países analizados. Esta pujanza en el crecimiento se explica, además de la mejora del contexto y de las expectativas, porque las empresas que sobrevivieron presentan una mayor productividad y una mayor propensión a exportar.

Durante el último año se han consolidado dos amenazas muy relevantes para la actividad eco-

nómica internacional como son el auge del proteccionismo y el desenlace del *brexit*. Esta mayor incertidumbre ya está pasando factura en las manufacturas alemanas que están reduciendo su producción desde el primer trimestre de 2018; mientras que Francia y Reino Unido han comenzado a disminuir su producción en el segundo trimestre de 2019. En cualquier caso, cuando se analiza el PIB se observa que tanto Alemania como Reino Unido han mostrado tasas positivas de crecimiento en el tercer trimestre de 2019 rompiendo los crecimientos negativos de los dos trimestres anteriores y evitando así la sombra de la recesión económica. En el caso de España, durante la primera mitad de 2019 se ha registrado una tendencia creciente que ha cambiado en el tercer trimestre, tanto en el IPI de manufacturas como en el PIB. De manera que la coyuntura de las manufacturas se puede calificar de moderada, ya que además de enfrentarse a la incertidumbre internacional lo hace también a una importante incertidumbre política nacional.

Como corresponde con un período expansivo también se observa un aumento neto de empleo: entre el primer trimestre de 2014 y el tercero de

2019 el empleo en las manufacturas españolas ha crecido un 19,4%, cifra muy superior al 7,7% y 6,0% en Alemania y Reino Unido, respectivamente. Esto puede parecer una trivialidad en un contexto de expansión, pero recuérdese que en la anterior etapa de crecimiento económico las manufacturas estuvieron destruyendo empleo en términos netos. En este sentido, esto es lo que se observa en Francia que ha reducido el empleo en manufacturas en un 2,7%.

En cuanto a la remuneración, se comprueba que la creación de empleo no ha provocado reducciones en el salario medio, ya que se ha registrado un incremento del 22,1% en el índice de salarios brutos de Eurostat y, según el INE, el IPC en España entre abril de 2014 y septiembre de 2019 ha aumentado un 2,8%. En realidad, estas cifras no contradicen la hipótesis de una moderación salarial (Cuadrado y Tagliati, 2018) puesto que son datos agregados que no permiten identificar la distribución de salarios dentro del sector y la empresa³.

Durante la recesión, los sectores de tecnología alta en España solo redujeron su producción un 7,1%. Por el contrario, en los años de recuperación, hasta el primer trimestre de 2019, la han aumentado un 21,6%.

En definitiva, las manufacturas españolas están mostrando una trayectoria adecuada dado el entorno internacional y nacional de inestabilidad. De hecho, es preciso que se confirme la continuidad del cambio de tendencia en más trimestres. Por tanto, no se puede afirmar que las manufacturas españolas presenten un comportamiento más débil que el mostrado en Alemania, Francia o Reino Unido. Si bien el decaimiento en los ritmos de crecimiento de los últimos meses obliga a examinar qué sectores pueden ser más vulnerables y a comprobar si los fuertes

ajustes realizados en las manufacturas han servido para potenciar un cambio estructural que garantice unas condiciones más favorables, tanto para crecer ante un escenario propicio como para resistir mejor en caso de entrar en una etapa de estancamiento.

Evolución según la intensidad tecnológica de los sectores

La revisión comparada de la evolución de las manufacturas españolas deja abiertas algunas preguntas: ¿todos los subsectores sufrieron por igual los efectos negativos de la recesión? En caso contrario, ¿qué sectores muestran una mayor capacidad de crecimiento en la actualidad? Es decir, se pretende detectar qué sectores manufactureros son los más tractores de la industria y si están vinculados a una mayor tecnología incorporada, puesto que esto es garantía de un mayor crecimiento a medio y largo plazo (Comisión Europea, 2013).

El gráfico 4 pone el foco de interés en la evolución del IPI en los sectores manufactureros de tecnología alta⁴ en los cuatro países seleccionados. Es claro que para estas manufacturas España no presenta tanta volatilidad como en el conjunto de las manufacturas. Así, durante la recesión estos sectores redujeron su producción solo un 7,1%. Por el contrario, desde el primer trimestre de 2013 hasta el primer trimestre de 2019 han aumentado su producción un 21,6% superando con creces la producción de 2007.

En cuanto a lo observado en la producción de los sectores de tecnología alta de los otros países analizados, cabe destacar el fuerte crecimiento en Alemania con anterioridad a la recesión que, aunque se truncó fuertemente en 2009, en 2011 volvió a la senda creciente. Esta tendencia se ha mantenido hasta el tercer trimestre de 2018 cuando, al igual que el resto de sus manufacturas, está acusando las condiciones internacionales adversas.

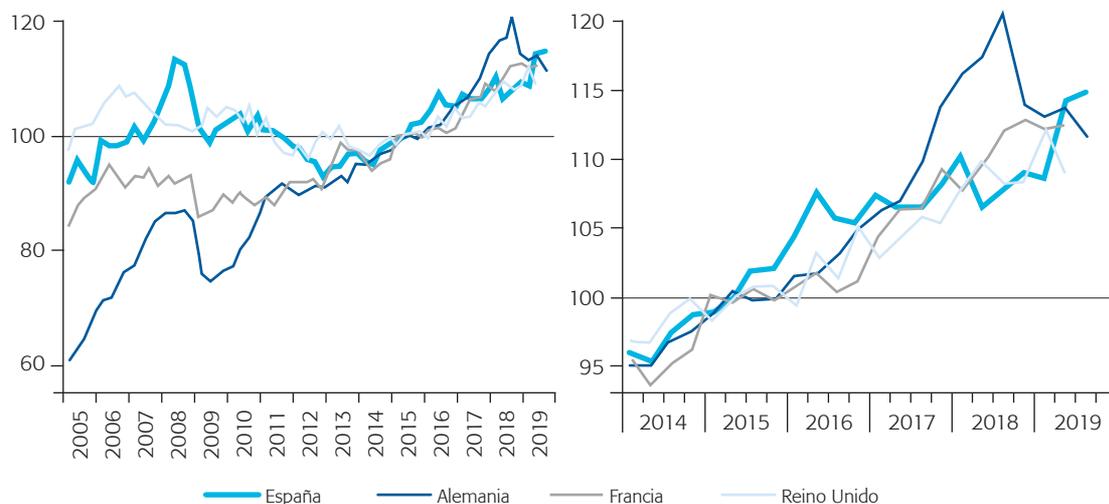
³ En Moral (2018) se analiza la distribución salarial en los sectores manufactureros hasta 2014 a partir de microdatos de las empresas.

⁴ Eurostat incluye en la categoría de sectores de tecnología alta la fabricación de productos farmacéuticos y la fabricación de ordenadores y productos electrónicos y ópticos (códigos C21 y c26, respectivamente, de la clasificación Nace Rev2). Véase la clasificación en https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/Annexes/htec_esms_an3.pdf.

Gráfico 4

IPI en las manufacturas de alta tecnología de España, Alemania, Francia y Reino Unido

(Índice 2015=100, datos trimestrales)



Nota: Datos desestacionalizados y corregidos de calendario.

Fuente: Eurostat, noviembre 2019.

Con todo, esta evidencia permite argumentar que las manufacturas españolas de alta tecnología presentan un patrón más semejante al resto de los países analizados. Además, aunque el crecimiento se ha suavizado desde mediados de 2016, muestra una tendencia creciente.

La parte positiva es que, aunque lentamente, se está caminando hacia una industria más fundamentada en sectores de tecnología alta y media-alta y, por tanto, se estará en mejores condiciones para afrontar circunstancias adversas.

Los sectores de tecnología alta solo incluyen dos de los 23 sectores manufactureros que distingue la clasificación NACE rev.2 y además, en la estructura productiva española representan una parte pequeña del total de manufacturas. Por ello, a continuación, se agregan las manufacturas en diez grandes sec-

tores que se reparten en dos categorías: sectores de tecnología media-alta y sectores de tecnología media-baja. Los gráficos 5 y 6 representan la evolución del IPI para estas dos categorías⁵ en los cuatro países analizados desde el primer trimestre de 2014 al tercer trimestre de 2019.

Se comprueba que la trayectoria seguida desde 2014 hasta la actualidad en los sectores de tecnología media-alta es más positiva, pues han aumentado su producción más. Esto es muy alentador ya que estos sectores incorporan un mayor valor añadido. Los dos sectores que más han crecido son la fabricación de ordenadores, productos electrónicos y ópticos junto con el sector de maquinaria y equipo no electrónico (ambos con un 19,2%). Les sigue el sector de fabricación de material de transporte, con un 18,5%. Este sector es de extraordinaria importancia en España tanto por su aportación en el valor añadido de manufacturas como por su participación en las exportaciones. A pesar de este crecimiento

⁵ En Eurostat no están disponibles los datos del sector de alimentación, bebidas y tabaco para España por lo que este sector y el de "Otras manufacturas" no se incluyen en el estudio.

Gráfico 5

IPI en las manufacturas de tecnología media-alta de España, Alemania, Francia y Reino Unido

(Índice 2015=100, datos trimestrales)

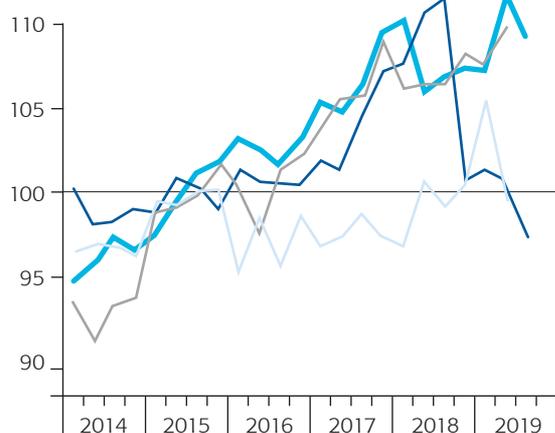
5.a. Equipo informático, electrónico y óptico



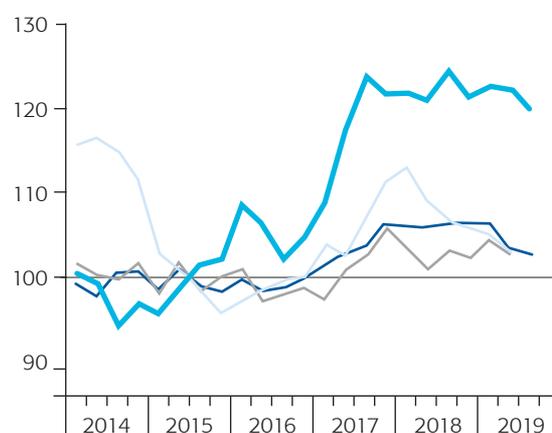
5.b. Material de transporte



5.c. Productos químicos y farmacéuticos



5.d. Maquinaria y equipo no electrónico



— España — Alemania — Francia — Reino Unido

Nota: Datos desestacionalizados y corregidos de calendario.

Fuente: Eurostat, noviembre 2019.

elevado no se debe obviar que desde mediados de 2016, debido al impás por el cambio de modelo productivo hacia vehículos basados en otras fuentes de energías alternativas a los combustibles fósiles y en los que la producción española no está especialmente bien posicionada, el sector presenta altibajos con bajas tasas de crecimiento. De hecho, únicamente Francia muestra una trayectoria creciente más estable puesto que Alemania y Reino Unido

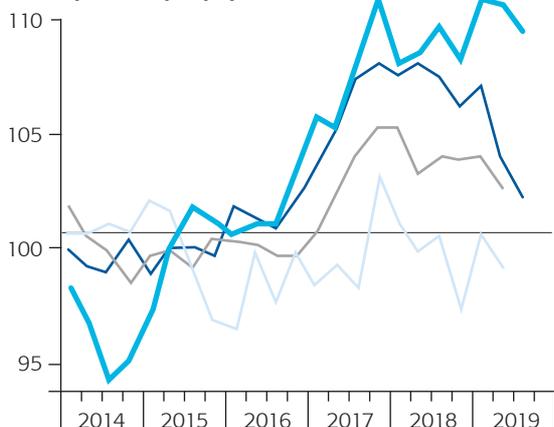
hace ya más de un año que están reduciendo su producción en este sector.

Por el contrario, la producción en los sectores más tradicionales con tecnología media-baja presenta una evolución más pausada con excepción del sector de caucho y plásticos (crece un 15,8%) y la metalurgia básica (un 11,4%) que, además, muestran un ritmo de crecimiento más intenso que en los demás países

Gráfico 6

IPI en las manufacturas de tecnología media-baja de España, Alemania, Francia y Reino Unido

(Índice 2015=100, datos trimestrales)

6.a. Textil, confección, cuero y calzado**6.b. Madera, papel, artes gráficas y reproducción****6.c. Metalurgia y productos metálicos excepto maquinaria y equipo****6.d. Caucho, plásticos y otros productos minerales**

— España — Alemania — Francia — Reino Unido

Nota: Datos desestacionalizados y corregidos de calendario.

Fuente: Eurostat, noviembre 2019.

analizados. Con los peores resultados se encuentra el sector de textil, confección y calzado y el sector de la madera, papel y artes gráficas. Sus trayectorias más erráticas están en línea con lo que ocurre en los otros países europeos debido, en el primer caso, a la fuerte competencia de los productos procedentes de China y, en el segundo, a la digitalización de la sociedad que está cambiando el modelo productivo de los contenidos en papel y las creaciones gráficas.

Hacia unas manufacturas más tecnológicas

El análisis descriptivo presentado deja patente que la evolución en la producción de las manufacturas ha seguido patrones distintos según la intensidad tecnológica de los sectores. Por tanto, la evolución del IPI nos da indicios de que se podría estar asistiendo a un desplazamiento de la generación de

Cuadro 1

Cifra de negocios en las manufacturas según la tecnología

(Porcentaje sobre el total de manufacturas)

	2008	2013	2017
Tecnología alta y media-alta	37,0	38,0	39,2
Tecnología media-baja	29,5	24,0	24,4
Tecnología baja	33,5	38,0	36,4

Fuente: Encuesta estructural de empresas (INE).

valor añadido desde los sectores más tradicionales hacia sectores más innovadores.

A partir de la *Estadística estructural de empresas del sector industrial*, que realiza el INE, se extrae información de la cifra de negocios de todos los sectores manufactureros y se agrega en tres categorías siguiendo la clasificación que emplea Eurostat: sectores de tecnología alta y media-alta (“Fabricación de productos farmacéuticos”, “Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos”, “Industria química”, “Fabricación de material y equipo eléctrico”, “Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.”, “Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques” y “Fabricación de otro material de transporte”); sectores de tecnología media-baja (“Fabricación de productos de caucho y plásticos”, “Fabricación de otros productos minerales no metálicos”, “Metalurgia; fabricación de productos de hierro, acero y ferroaleaciones”, “Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo” y “Reparación e instalación de maquinaria y equipo”); y sectores de tecnología baja (“Industria de la alimentación”, “Fabricación de bebidas”, “Industria del tabaco”, “Industria textil”, “Confección de prendas de vestir”, “Industria del cuero y del calzado”, “Industria de la madera y del corcho, excepto muebles; cestería y espartería”, “Industria del papel”, “Artes gráficas y reproducción de soportes grabados”, “Fabricación de muebles” y “Otras industrias manufactureras”).

El cuadro 1 muestra la distribución de la cifra de negocio generada en 2008, 2013 y 2017 (último año disponible) y apunta que, efectivamente, se podría estar produciendo un cambio estructural en el que los sectores con tecnología alta y media-alta representan un punto porcentual más cada cuatro

años. En los sectores de tecnología baja se observa un crecimiento muy intenso durante la gran recesión que posteriormente se ha reajustado pero, en cualquier caso en 2017 representan 3 puntos más que en 2008. La razón fundamental que explica este comportamiento es la evolución seguida por el sector de alimentación que en sus divisiones con mayor tecnología incorporada como son las actividades de procesado y conservación de carnes, pescados y frutas y hortalizas han presentado un fuerte incremento en esta década.

En resumen

Las manufacturas españolas se han comportado positivamente en los últimos años, pero en el tercer trimestre de 2019 los resultados no acompañan esta tendencia. Es cierto que existen bastantes incertidumbres que pueden estar dando lugar a una desaceleración económica, en la medida en que otros países como Alemania llevan varios trimestres disminuyendo la producción manufacturera. Si bien, el PIB alemán tras dos trimestres de caídas ha conseguido registrar un importante crecimiento en el tercer trimestre. Por todo ello, el decrecimiento en España de las manufacturas y del PIB en el tercer trimestre de 2019 requiere esperar para conocer el alcance de este movimiento y comprobar si se trata de una desaceleración puntual por la inestabilidad económica internacional y nacional. La parte positiva, además, es que se está caminando hacia una industria más fundamentada en sectores de tecnología alta y media-alta y, por tanto, estará en mejores condiciones para afrontar circunstancias adversas.

Referencias

- ÁLVAREZ, M. E. y MYRO, R. (2016). Situación comparada de la industria española. En M. E. ÁLVAREZ y R. MYRO (eds). *Una nueva política industrial para España*, pp. 15-25. Consejo Económico y Social de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2013). High-technology and medium-high technology industries main drivers of EU-27's industrial growth. Statistics in focus. European Commission.
- (2019). A vision for the European Industry until 2030. European Commission.
- CUADRADO, P. y TAGLIATI, F. (2018). La moderación salarial en España y en la UEM. *Boletín Económico del Banco de España*. Vol. 4(18).
- MORAL, M. J. (2018). Diferenciales salariales en el inicio de la recuperación económica de 2014. En E. HUERTA y M. J. MORAL (eds.), *Innovación y Competitividad: Desafíos para la Industria Española*, pp. 317–347. Madrid: Funcas. Disponible en: www.funcas.es/ofei
- MORAL, M. J. y PAZÓ, C. (2015). La industria española: desde la crisis hacia la fortaleza. *Papeles de Economía Española*, 144, pp. 2-23. Madrid: Funcas. Disponible en: www.funcas.es.
- MYRO, R. (2015). Competitividad, productividad y nuevo modelo productivo. *Información Comercial Española*, Vol. 883, pp. 145–160.
- VIANI, F. (2019). Las recientes tendencias proteccionistas en el ámbito comercial y su impacto sobre la Unión Europea. *Boletín Económico del Banco de España*, Vol. 2(19). Madrid: Banco de España.

El mercado de deuda privada española retoma el pulso

José Manuel Amor, Salvador Jiménez, Irene Peña y Javier Pino*

El ejercicio 2019 está siendo testigo de un intenso crecimiento de los volúmenes de emisión de renta fija privada por parte de emisores españoles. Aunque con episodios de debilidad, el mercado primario se ha visto favorecido por el hundimiento de los tipos soberanos y la persistencia de diferenciales crediticios en mínimos. El sector bancario lidera el crecimiento de las emisiones, con cambios en el *mix* de tipologías de deuda emitida. Las emisiones de deuda corporativa no financiera crecen a un ritmo inferior, aunque superan las del pasado ejercicio, en un entorno todavía marcado por la diversificación de fuentes de financiación, la refinanciación a tipos inferiores y el alargamiento de plazos. Destacamos además, la progresiva maduración del segmento de deuda para empresas de tamaño mediano (MARF) y, sobre todo, el fuerte crecimiento de la emisión de bonos verdes y sociales, segmentos en los que los emisores españoles son líderes a escala internacional.

Las emisiones españolas de deuda privada durante 2019

El mercado primario de deuda privada española (emisiones de bonos simples de empresas y bancos)¹ está registrando un comportamiento favorable en 2019 tras un 2018 en el que la actividad emisora fue reducida. El mal desempeño del ejercicio pasado se explica tanto por la intensa actividad emisora de años precedentes, a la que contribuyó la elevada demanda inversora en un entorno de creciente liquidez y los esfuerzos del sector corpo-

rativo para diversificar sus fuentes de financiación, como por la elevada incertidumbre provocada por la conjunción del estallido de la guerra comercial entre EE.UU. y China, el gobierno de coalición populista en Italia y las negociaciones para el *brexit* entre Reino Unido y la Unión Europea, factores que prácticamente cerraron el mercado primario en el último trimestre de 2018.

En 2019 el mercado de crédito se ha visto beneficiado por la intensa relajación de las condiciones financieras en la eurozona, producto del intenso viraje hacia una mayor acomodación monetaria realizado

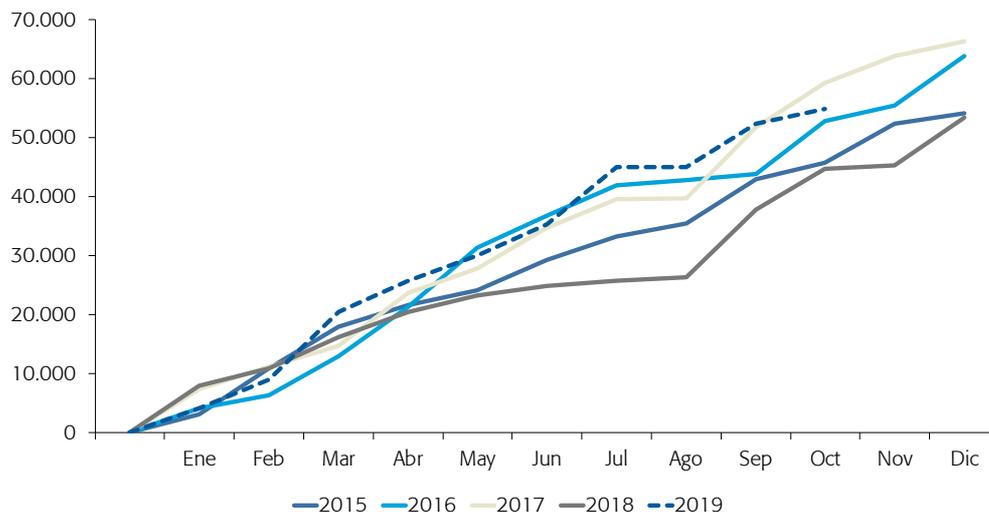
* Afi. - Analistas Financieros Internacionales.

¹ En este artículo no se analizan las emisiones de titulizaciones.

Gráfico 1

Saldo acumulado de emisiones a largo plazo de deuda privada de los emisores españoles

(Millones de euros)



Fuente: Bloomberg, Afi.

por el Banco Central Europeo (BCE) en relación al ejercicio pasado. En el mercado secundario de deuda corporativa se ha observado una reducción sustancial de las rentabilidades exigidas al sector corporativo y bancario, a lo que ha contribuido tanto el hundimiento de los tipos soberanos como la intensa cesión de los diferenciales de riesgo crediticio.

El mercado de crédito se ha visto beneficiado a lo largo de 2019 de una relajación de las condiciones financieras de la eurozona, observándose una reducción sustancial de las rentabilidades exigidas a los emisores europeos.

Este contexto ha sido aprovechado por emisores financieros y corporativos para financiarse en condiciones muy favorables, tanto en coste como en plazo, en los mercados de capitales. Con datos hasta septiembre, el volumen acumulado de emisiones a largo plazo de deuda privada española se situaba por encima del volumen registrado en el mismo período de los últimos cuatro años. Durante el mes de octubre se ha observado cierta ralentización de la actividad emisora, asociada a cierta volatilidad en los

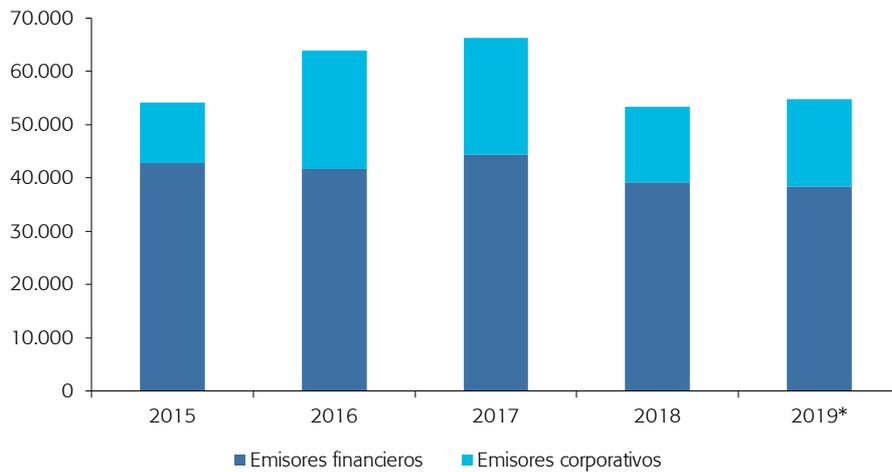
diferenciales crediticios, en una suerte de repetición, si bien a menor escala, del parón experimentado en los meses de verano, intensificado este ejercicio por el retraimiento del apetito inversor ante la escalada de la guerra comercial entre EE.UU. y China y las muestras de intensa debilidad de la economía europea. En todo caso, en los diez primeros meses de 2019 la emisión de renta fija privada española (54.900 millones de euros) supera en un 23% el volumen emitido en el mismo periodo del año anterior y ya es mayor que todo el saldo emitido en el conjunto de 2018 (gráfico 1).

Las emisiones del sector financiero, fundamentalmente bancario, copan el mercado primario de deuda privada española en 2019 (gráfico 2), con un 70% sobre el volumen total. Esto es consecuencia, por un lado, de las elevadas necesidades de financiación que tienen las entidades bancarias –sobre todo de deuda con capacidad de absorción de pérdidas– y, por otro, del todavía reducido peso de la financiación en mercados mayoristas del sector corporativo español, muy atomizado y altamente dependiente del crédito bancario. En efecto, aunque ha aumentado en los últimos años, el número de empresas con capacidad para acceder a los mercados de capitales mayoristas a captar financiación es

Gráfico 2

Distribución de las emisiones a largo plazo de deuda privada de los emisores españoles

(Millones de euros)



*Hasta octubre de 2019.

Fuente: Bloomberg, Afi.

reducido en comparación con los principales mercados de la eurozona.

El sector bancario lidera las emisiones, con cambios en la relevancia de los tipos de deuda

La banca española ha emitido más de 38.000 millones de euros en los diez primeros meses del año, frente a los cerca de 31.000 millones emitidos en el mismo periodo en 2018, lo que supone un crecimiento del 24%, similar al experimentado en el año 2017. Más allá del incentivo que suponen costes de financiación en mínimos, la principal razón tras el fuerte aumento del recurso de la banca al mercado primario de deuda se encuentra en la insuficiencia de la generación orgánica de capital, que no es suficiente para cumplir con la regulación en materia de capital y pasivos con capacidad de absorción de pérdidas. Producto de esta necesidad es el cambio en la composición de las emisiones de deuda bancaria en los últimos años: en 2015 las cédulas hipotecarias copaban cerca del 80% del total de volumen captado en el mercado primario, en lo que llevamos de 2019 este segmento ape-

nas supera el 35% del total emitido (igualmente, ha caído su volumen total emitido). Los bonos contingentes convertibles, conocidos como CoCos también han perdido protagonismo, y su cuota del

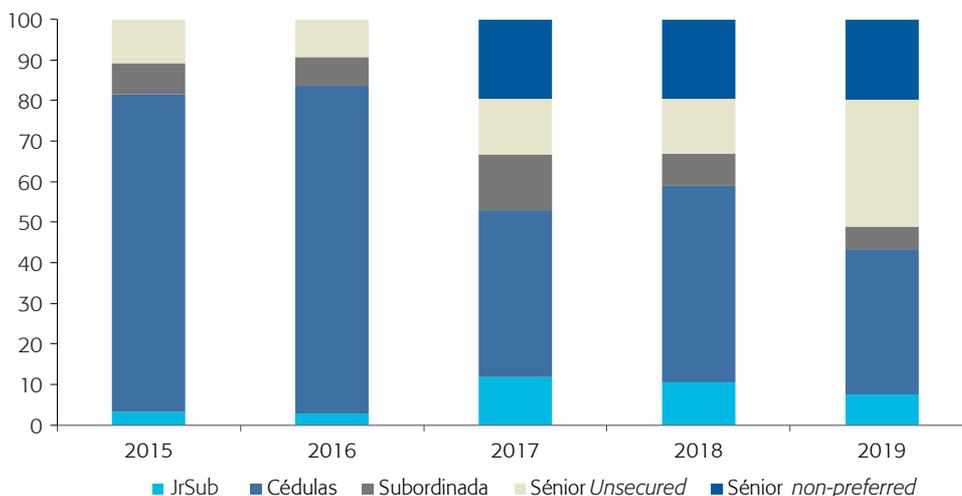
La distribución de las emisiones de deuda bancaria está cambiando en los últimos años hacia una mayor relevancia de los CoCos y la deuda sénior non preferred, en detrimento de las cédulas. La principal razón se encuentra en una generación orgánica de capital insuficiente para cumplir con la regulación en materia de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas.

total emitido se reduce del 11,7% en 2017 a un 7,4% en 2019. Este descenso se debe a que fueron las entidades españolas con mayor volumen de activos, y por tanto las que mayor volumen de este tipo de emisiones necesitaban realizar, las que se apresuraron a cubrir con rapidez las exigencias del regulador. En los últimos trimestres están siendo las entidades de menor tamaño las que están acudiendo al mercado de capitales a emitir esta

Gráfico 3

Distribución por tipo de emisión de deuda bancaria a largo plazo de los emisores españoles

(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

tipología de activo, lógicamente por volúmenes inferiores. Es destacable igualmente el rol de otro segmento de deuda con capacidad de absorción de pérdidas, con rango o prelación superior al de la deuda subordinada pero inferior al de la deuda sénior *unsecured*: la deuda sénior *non preferred*, que desde 2017, primer año en que se utilizó por emisores españoles, ha supuesto un 20% del total de emisiones mayoristas realizadas por el sector en cada ejercicio (gráfico 3).

La incertidumbre frena en verano el ritmo de emisiones de deuda corporativa no financiera

La emisión de deuda realizada por empresas no financieras también supera en 2019 el volumen emitido en el año anterior, situándose en octubre un 19% por encima del volumen colocado para estas mismas fechas en 2018 (16.500 millones de euros frente a 13.900 millones respectivamente). El ritmo de emisión bruta hasta los meses de verano era incluso más intenso, situándose casi a la par que en el ejercicio 2016, año en el que se estableció un récord de emisiones en paralelo al aumento de las compras de deuda por parte del Banco Central

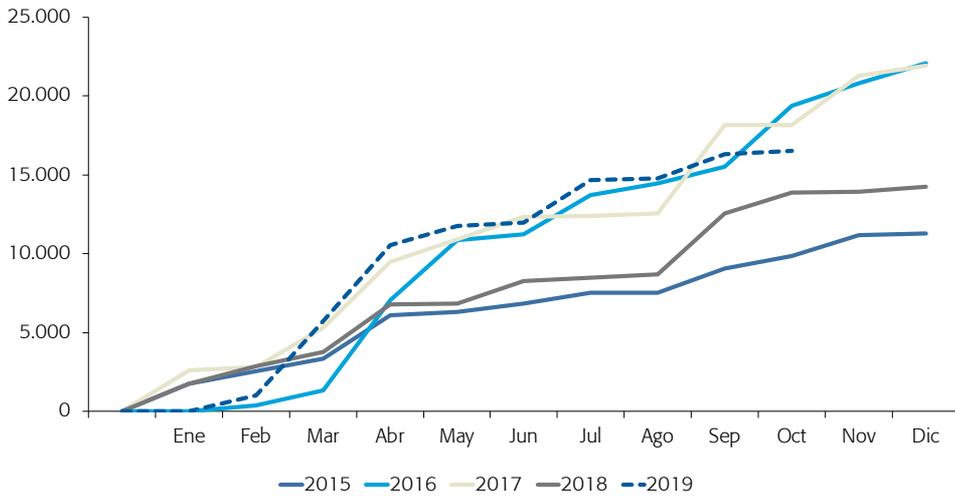
Europeo (BCE) hasta un importe mensual de 80.000 millones de euros mensuales (ver gráfico 4). El parón emisor durante los meses de julio y, sobre todo, agosto, derivado del incremento de la aversión al riesgo en los mercados, que retrae el apetito por el riesgo inversor en deuda corporativa (y otros activos de riesgo como la renta variable), ha supuesto que, a pesar de la reactivación de las emisiones en septiembre y octubre, el volumen de deuda colocada en lo que llevamos de ejercicio se sitúe un 9% por debajo del mismo período de 2017 y cerca de un 15% inferior al de los primeros diez meses de 2016.

Queda por ver si en los dos meses finales del ejercicio se produce una remontada que permita recuperar un ritmo emisor total anual similar al de aquellos ejercicios. A esta aceleración podrían contribuir tanto la reactivación de las compras por parte del BCE (a un ritmo de 20.000 millones mensuales de los cuales se estima que cerca de 3.000 millones corresponderían a emisiones de deuda corporativa no financiera, bajo el programa CSPP o *Corporate Sector Purchase Programme*), como la mejora del sentimiento del mercado derivada de la menor probabilidad de un *brexit* sin acuerdo, los avances en las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China,

Gráfico 4

Saldo acumulado de emisiones corporativas a largo plazo de los emisores españoles

(Millones de euros)



Fuente: Bloomberg, Afi.

y las señales de cierta estabilización cíclica en la economía global.

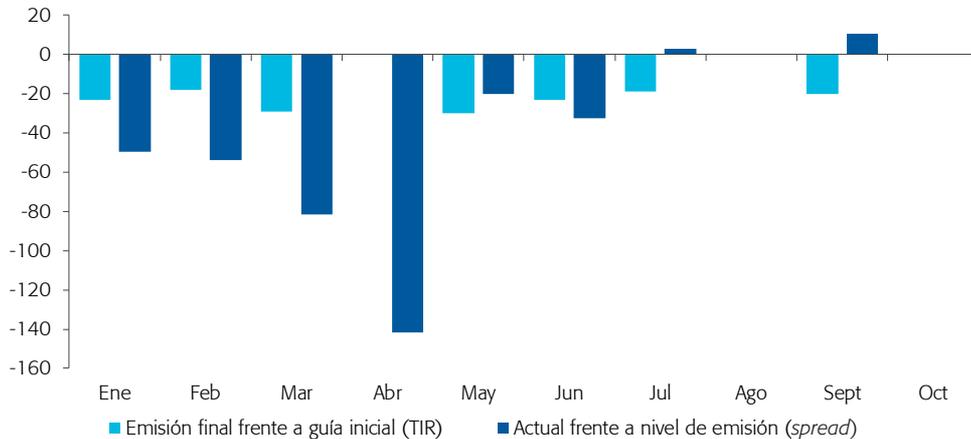
La demanda inversora, en concreto su intensidad, es un aspecto clave en el buen momento que atraviesa el mercado primario de emisiones de deuda corporativa no financiera por parte de emisores

españoles en 2019. El gráfico 5 muestra cómo, de forma recurrente en todo el ejercicio, la mayoría de colocaciones se han realizado a un nivel de coste final (*reoffer yield* o TIR para el inversor) inferior por un margen relevante frente a la guía inicial ofrecida en el proceso de colocación. Esa intensidad de la demanda se ha trasladado al mercado secundario, donde la

Gráfico 5

Emisiones corporativas de emisores españoles: parámetros de lanzamiento de emisiones y de comportamiento en el mercado secundario

(Puntos básicos)

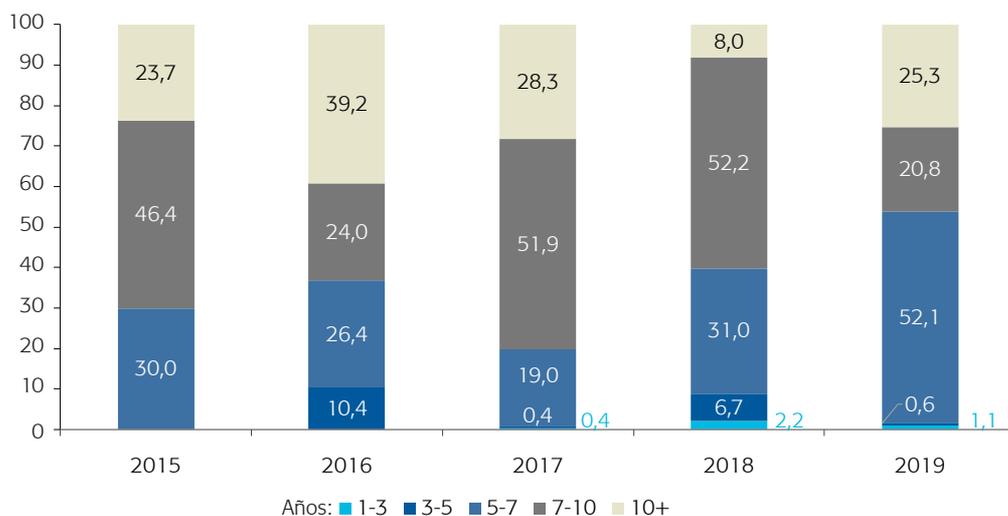


Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 6

Distribución por plazos de emisiones corporativas a largo plazo

(Porcentaje del total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

mayor parte de las emisiones estrechan diferencias en relación al fijado en su colocación inicial.

Atendiendo a los plazos de emisión del volumen colocado, en 2019 la práctica totalidad de las emisiones de deuda corporativa no financiera se han realizado a un plazo de cinco años o superior, con más de un 25% del volumen total colocado a plazos superiores a diez años (ver gráfico 6). Ello es consecuencia directa del contexto de tipos de interés soberanos en mínimos y aplanamiento de pendientes, unido a un elevado apetito inversor por asumir riesgo de crédito que ha comprimido la prima por riesgo de crédito a lo largo de toda la curva. Las curvas de diferenciales de crédito son hoy más planas, lo que eleva el incentivo a cerrar condiciones de financiación a plazos largos.

Finalmente, otro aspecto relevante es el formato (o mercado) de emisión elegido por las empresas españolas para colocar sus emisiones de deuda. El gráfico 7 muestra cómo desde 2016 el fuerte aumento de la actividad emisora se ha dirigido de forma incremental hacia colocaciones de bonos extranjeros (aquellos colocados en divisa distinta al euro y en el mercado doméstico de dicha divisa)

y de bonos globales, estos últimos sobre todo realizados por parte de las grandes multinacionales españolas, por lo general en dólares estadounidenses. Aunque el grueso de la emisión sigue siendo en formato eurobono y bono doméstico, y principalmente en euros, es destacable la tendencia hacia la diversificación de mercados y monedas de financiación.

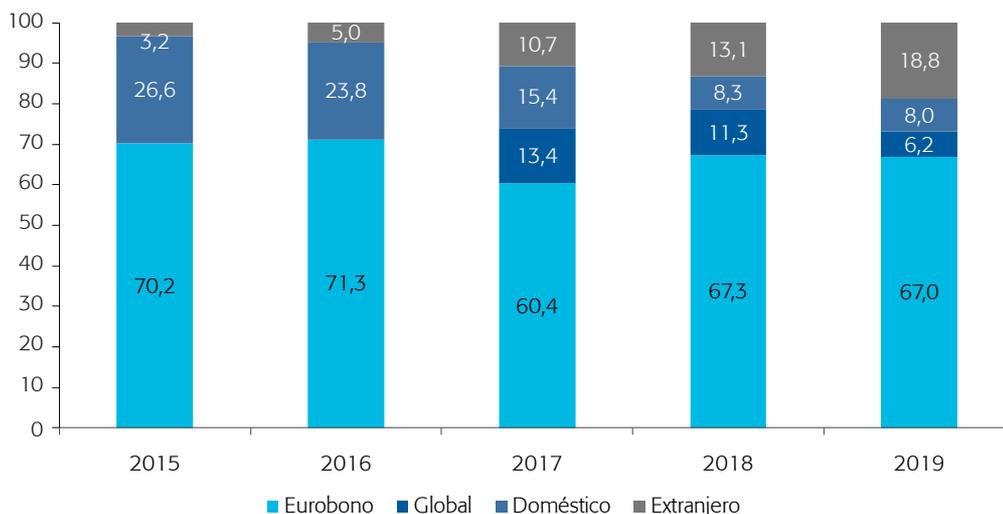
Creciente madurez de las emisiones de deuda corporativa en el MARF

No solo las grandes empresas, sino también las empresas de capitalización media, se han beneficiado en los últimos años de las extraordinarias condiciones de mercado para mejorar la estructura de pasivo de sus balances. La mayor parte de las emisiones de este segmento de compañías, al contrario de lo que es más habitual en grandes emisores, se han admitido a cotización en España y se han canalizado a través del mercado alternativo de renta fija (MARF), creado a finales de 2013 con el propósito de facilitar un entorno de emisión más ágil y flexible para las compañías.

Gráfico 7

Distribución de emisiones corporativas por mercado de emisión

(Porcentaje del total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

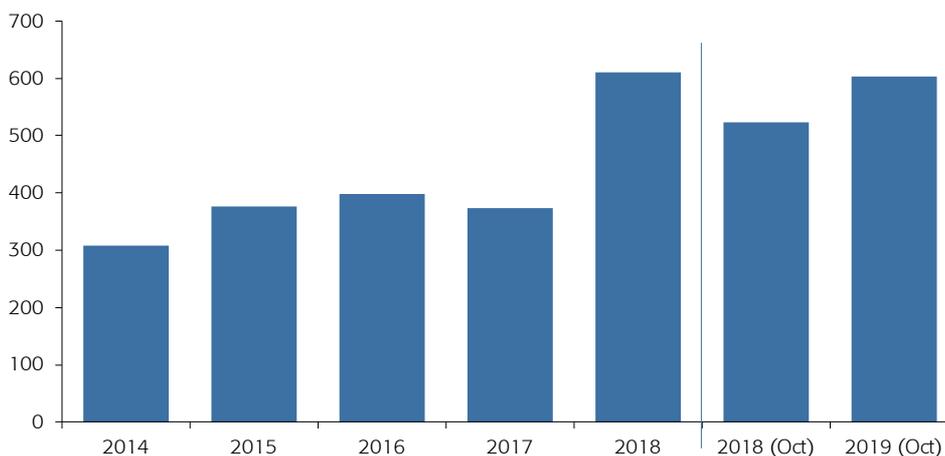
A octubre de 2019 y desde sus comienzos, este mercado ha canalizado 2.669 millones de euros de financiación en bonos y obligaciones y programas de pagarés por un saldo vivo agregado de 12.230 millones de euros (gráfico 8). Más relevante si cabe

que los volúmenes de financiación, es el número de emisores: un total de 78 nuevos nombres de compañías que, hasta la creación de este mercado, no habían participado en los mercados de renta fija (gráfico 9).

Gráfico 8

Volúmenes de emisión de bonos y obligaciones registrados anualmente en el MARF

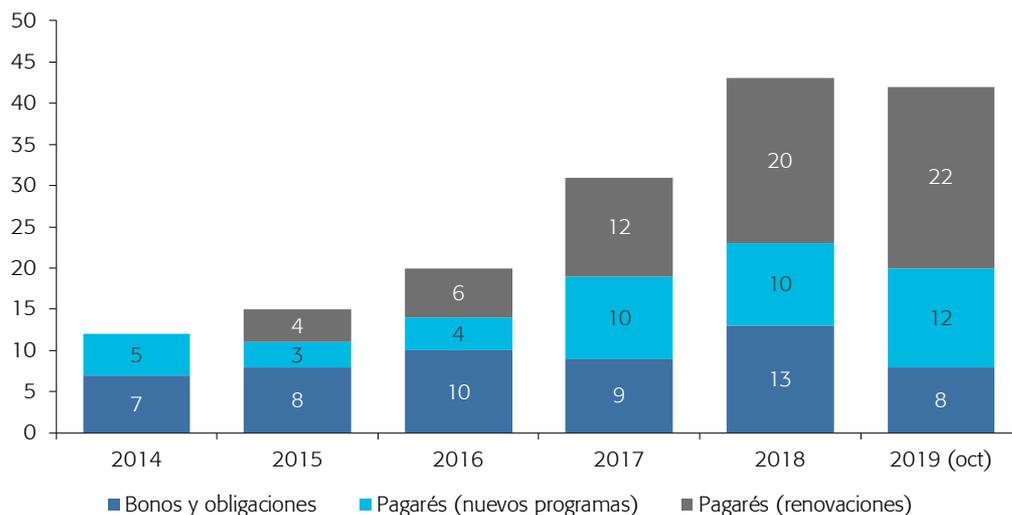
(Millones de euros)



Fuente: BME, Afi.

Gráfico 9

Número de emisiones y programas de pagarés registrados anualmente en el MARF



Fuente: BME, Afi.

Anualmente, así mismo, se observa un mayor dinamismo y capacidad de arrastre de este mercado de nuevas compañías y tipologías de instrumentos. Detrás de esta positiva evolución se observan un mayor conocimiento por parte de los equipos directivos de las ventajas de diversificar las fuentes de financiación, así como el respaldo que estarían encontrando por parte del inversor institucional, principalmente nacional.

En cuanto a las características de las emisiones, la mayor parte de los bonos emitidos, un 46%, tienen un plazo de vencimiento de hasta cinco años, un 30% abarcaría plazos de hasta diez años y un 23% de las emisiones superan los diez años de plazo (estas últimas principalmente vinculadas a la financiación de proyectos de infraestructura o energía). Por tipología de instrumento, el MARF ha admitido hasta el momento bonos y obligaciones con un tamaño medio de 34 millones de euros, bonos de proyecto con un tamaño medio de 62 millones euros y programas de pagarés con un saldo vivo máximo medio de 113 millones euros. Por parte de las entidades de financiación, también cotizan titulaciones y emisiones de deuda subordinada a efectos de capital.

Un último aspecto interesante en la evolución de las emisiones registradas en MARF ha sido que el abanico de destino de los fondos captados se ha ido ampliando cada vez más. Si bien respaldar el crecimiento siempre ha sido un objetivo, en los primeros años del mercado el planteamiento era más conservador y tenía una mayor importancia en la refinanciación de deudas; es decir, la sustitución de deuda bancaria por deuda en formato bono y alargamiento de plazos. En los últimos años, sin embargo, cada vez está ganando más peso en el destino de los fondos la financiación de nuevos proyectos de inversión. Entre los factores que explican esta mayor apertura se subraya un mayor reconocimiento de estas empresas y una mayor confianza por parte los inversores en los proyectos presentados por las mismas.

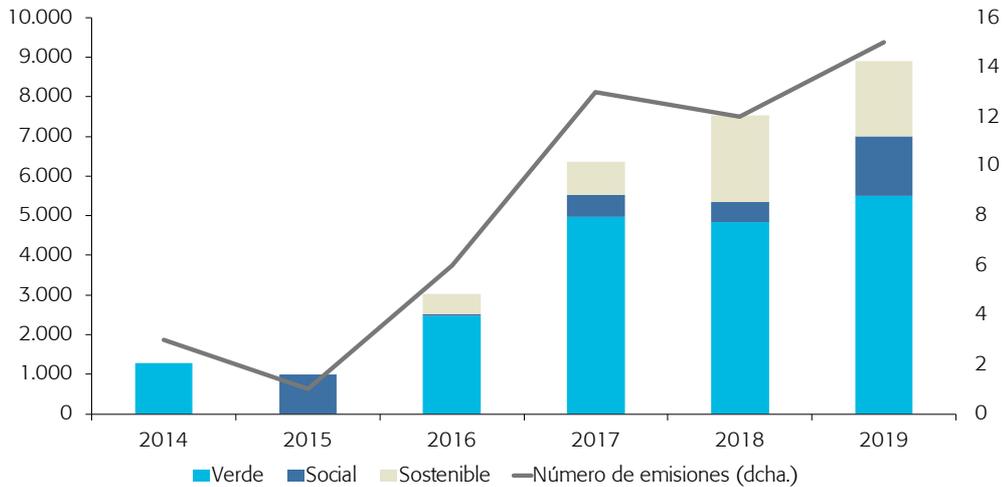
Los emisores corporativos españoles en el mercado verde, social y/o sostenible

Los bonos verdes, sociales y sostenibles son aquellos cuyos ingresos se aplicarán exclusivamente a proyectos ambientales y/o sociales elegibles. A

Gráfico 10

Emisiones verdes, sociales y sostenibles de emisores españoles

(Volumen en millones de euros y número de emisiones)



* Hasta octubre de 2019.

Fuente: Bloomberg, Afi.

nivel global, el saldo vivo apenas alcanza los 700.000 millones de dólares, frente a los 92 billones que supone el conjunto del mercado mundial de bonos. No obstante, es un mercado que está creciendo de forma exponencial en los últimos años y cuya importancia va a ir en aumento. Cada vez son más los inversores que tienen en cuenta criterios de inversión socialmente responsable para la composición de sus carteras, y las prioridades relativas al cambio climático escalan puestos en las agendas de todas las empresas y estados.

Los emisores españoles están adquiriendo un papel relevante en este mercado y todos los años se sitúan dentro del *top 10* a nivel global en cuanto a volumen emitido en el mercado primario. Esto tiene mayor valor si se tiene en cuenta que el principal emisor nacional, el Tesoro Público, a diferencia de algunos homólogos europeos, como Polonia, Francia, Bélgica, Irlanda o Holanda, aún no ha emitido ningún bono de estas características. Es previsible que esto ocurra durante el ejercicio 2020.

En el gráfico 10 se observa cómo desde 2015 viene creciendo de forma progresiva tanto el volu-

men emitido como el número de emisiones en el año. En 2019 (hasta octubre), el volumen emitido se aproxima a los 9.000 millones de euros, a través de quince emisiones llevadas a cabo por doce emisores distintos. El volumen medio por emisión se eleva ya hasta los 600 millones de euros.

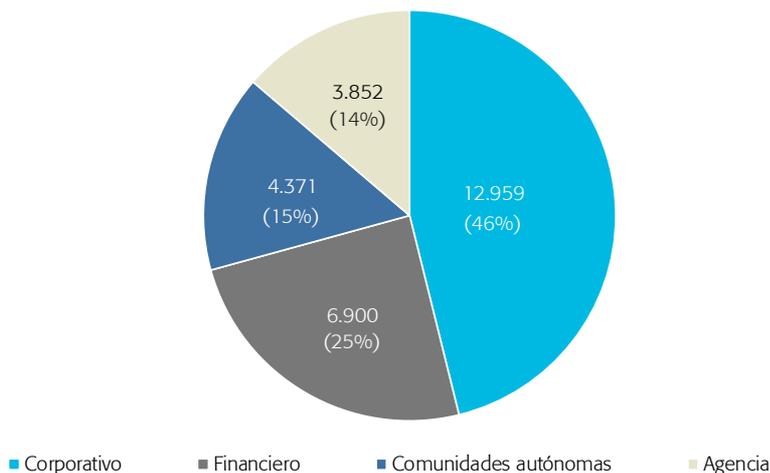
Los emisores españoles están adquiriendo un papel muy relevante en el mercado de bonos verdes, sociales y/o sostenibles. Una mayor implicación por parte de los bancos centrales para favorecer la proliferación de estos instrumentos junto con un número creciente de fondos de inversión ASG ayudará a que la importancia de este segmento vaya en aumento.

Una peculiaridad del mercado español es que las emisiones verdes no copan tanto el mercado y las emisiones sociales y sostenibles tienen un peso relevante sobre el total. Desde 2018 el peso de estas últimas supera el 35% sobre el total, mientras que a nivel europeo su importancia es muy inferior,

Gráfico 11

Distribución del volumen emitido de bonos verdes, sociales y sostenibles 2014-2019*

(Millones de euros y porcentaje sobre el total)



* Hasta octubre de 2019.

Fuente: Bloomberg, Afi.

con niveles ligeramente superiores al 15%. Ello se debe a que algunos de los emisores más relevantes en este mercado en España son las comunidades autónomas y el ICO, que son agentes cuya actividad es fundamentalmente social.

Por otro lado, en el gráfico 11 también se observa cierta sobrerrepresentación del sector corporativo si se compara con la estructura de emisión sectorial en España, donde el peso de las empresas no financieras es muy inferior. Esto se debe a que una de las mayores compañías del sector de la energía, que ha llegado a ser líder mundial en captación de financiación verde, ha emitido casi 10.000 millones de euros de bonos verdes.

En cuanto a la tipología de bonos emitidos, la actividad emisora no se ha constreñido a deuda sénior *unsecured*. Por ejemplo, uno de los mayores bancos españoles ha emitido varias referencias de deuda sénior *non preferred* y una gran compañía eléctrica desde 2017 todos los años ha emitido referencias verdes de deuda subordinada.

Por tanto, este es un mercado cuya diversidad, tanto por tipo de emisores como de emisiones, va

a aumentar y su importancia dentro del universo de la renta fija va a ser creciente. Algunos factores que apoyarán esta tendencia serán una mayor implicación por parte de los bancos centrales para favorecer la proliferación de este tipo de financiación y, por otro lado, cada vez existe un mayor número de fondos de inversión que en sus decisiones de inversión incluye criterios relacionados con factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG).

Conclusión

Existe una confluencia de factores que deberían favorecer que continuase el buen comportamiento en el mercado primario de emisiones de deuda bancaria y de emisores corporativos:

- Tipos de interés muy bajos con una alta probabilidad de que se mantengan en los niveles actuales un periodo prolongado de tiempo.
- Elevada liquidez que, además, acarrea un coste en el actual entorno de tipos negativos y lleva a los inversores a asumir mayor riesgo de crédito.

- Las entidades financieras deben continuar emitiendo para cubrir los requisitos de capital (pasivos con capacidad de absorción de pérdidas) que les exige el regulador.
- Una tendencia, lenta pero creciente, hacia la financiación en mercados de capitales que supone la incorporación de nuevos emisores.
- Nuevas formas de financiación, como las alternativas sostenibles, que pueden llevar a

algunos emisores a financiar estos proyectos a través de bonos verdes, sociales y/o sostenibles en vez de con crédito bancario.

No obstante, es condición necesaria para que esto se produzca que se disipen las dudas cíclicas y la elevada incertidumbre. A este fin podría ayudar la expectativa de futuro apoyo fiscal por parte de los gobiernos europeos si la situación lo requiere, en un momento donde la política monetaria muestra síntomas de claro agotamiento.

CoCos frente a capital en la banca española y europea

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Javier Pino*

Los bonos convertibles contingentes (CoCos) se han convertido en uno de los instrumentos más populares para la recapitalización en el sector bancario europeo. Solo en España, los 22.000 millones de euros emitidos en los últimos cinco años, entre 2014 y 2018, representan alrededor del 60% de los esfuerzos en la recapitalización de los bancos españoles. Desde la perspectiva bancaria, los CoCos son un instrumento de financiación atractivo por estar considerado capital de casi máxima calidad (AT1). Y para los inversores, su atractivo viene impulsado por el hecho de que han superado sustancialmente la rentabilidad de las acciones ordinarias de los emisores. Sin embargo, los CoCos adolecen de una naturaleza claramente dicotómica, debido a las dos opciones financieras que albergan –cancelación anticipada y conversión en acciones– y que son asumidas por el inversor. En condiciones normales, generan retornos atractivos, pero en caso de recapitalización los compradores de CoCos pueden perder toda su inversión. Este artículo realiza un análisis en torno a las principales variables financieras que pueden influir en el comportamiento de estos bonos, para tratar de llegar a una mejor comprensión de su funcionamiento, sus riesgos y su potencial como capital para el emisor y como inversión para el comprador.

Los CoCos en la recapitalización bancaria en Europa y España

En un contexto de necesidad de reforzar los recursos propios en la banca europea tras la crisis, los bonos convertibles contingentes (popularmente conocidos como CoCos) se han erigido en uno de los principales instrumentos para la recapitalización de la banca a nivel europeo, y especialmente en España, donde las entidades están siendo de

las más activas a la hora de emitir esta clase de instrumentos.

El principal motivo es la consideración regulatoria de dichos instrumentos como capital de casi la máxima calidad (*Additional Tier 1, AT1*), debido a que su emisión es a perpetuidad, y pueden ser convertidos en capital en caso de que el capital de máxima calidad (*CET1*) descienda por debajo de un nivel predeterminado (*trigger*). Ello otorga a

* Afi - Analistas Financieros Internacionales.

los CoCos una total capacidad de absorción de pérdidas, condición necesaria para ser considerados como recursos propios de máxima categoría.

Las entidades financieras comenzaron a lanzar al mercado este tipo de emisiones a partir de 2013, tras la publicación del Reglamento de la Unión Europea 575/2013 (CRR), y de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD), con la intención de reforzar sus niveles de capital regulatorio.

Hasta el primer trimestre de 2019, los 104.000 millones de euros en CoCos emitidos en la eurozona han supuesto más del 30% de la recapitalización bancaria. En el caso español, el porcentaje es todavía mayor: en torno al 60% sobre el reforzamiento de recursos propios de la banca.

Desde ese momento, los CoCos han resultado ser uno de los principales instrumentos utilizados por las entidades en su recapitalización. En el caso de la eurozona, hasta el primer trimestre de 2019, las emisiones de CoCos (AT1), por un importe de 104.000 millones, han representado cerca del 30%, porcentaje que supera el 50% si se considera tam-

bién a otros instrumentos subordinados (Tier 2). En el caso español, los 22.000 millones de euros emitidos en los últimos cinco años, de 2014 a 2018, representan un porcentaje todavía mayor –en torno al 60%– sobre el reforzamiento de recursos propios de la banca española (gráficos 1 y 2).

Es de destacar, sin embargo, que durante 2019, y si lo comparamos con los años anteriores, los CoCos han perdido cierto protagonismo entre las emisiones de las entidades españolas, principalmente por el hecho de que estas ya se encuentran cerca de alcanzar los requisitos regulatorios. A pesar de ello, dada la relevancia de los CoCos en el reforzamiento de capital de la banca española y europea, así como en términos de nuevo activo de inversión complementario a las acciones bancarias, analizamos las principales características diferenciales de ambos tipos de instrumentos, así como su comportamiento relativo desde la perspectiva del inversor.

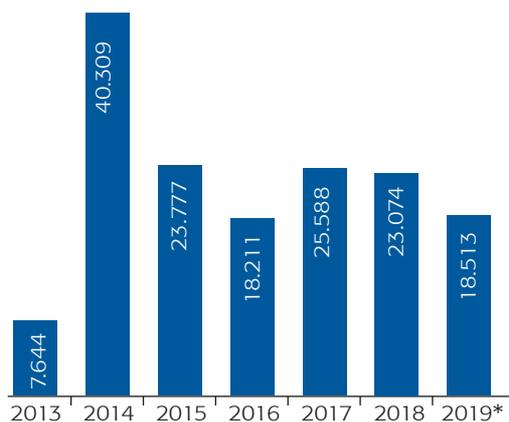
Naturaleza financiera del CoCo: la asimetría en su máxima expresión

Para acotar la naturaleza financiera del CoCo, y muy especialmente en términos diferenciales frente

Gráfico 1

CoCos emitidos por las principales entidades europeas

(Volumen en millones de euros)



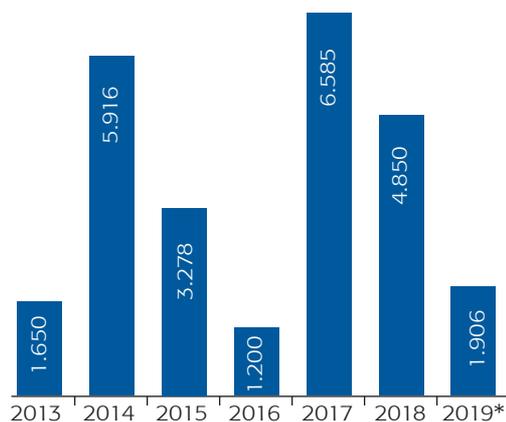
Nota: (*) último dato disponible 3º trimestre de 2019.

Fuente: Reuters, Afi.

Gráfico 2

CoCos emitidos por las principales entidades españolas

(Volumen en millones de euros)



Nota: (*) último dato disponible 3º trimestre de 2019.

Fuente: Reuters, Afi.

a la acción, cabe considerar que el mismo equivale, desde la perspectiva del inversor, a un bono sin vencimiento que paga un cupón muy elevado, a cambio del cual el inversor cede a la entidad emisora dos opciones de naturaleza muy diferente.

La primera opción que el inversor otorga a la entidad emisora es la de cancelar anticipadamente (opción *call*) el bono, generalmente a su valor nominal, y en cualquiera de las ventanas anuales que se abren a partir del quinto años tras la emisión. El ejercicio, o no, de esta *call* por parte del emisor dependerá de las condiciones de mercado, ya que únicamente será realizada en caso de que la entidad sea capaz de colocar una nueva emisión en mejores condiciones que las que tenía el CoCo anterior. Esta opción implica para el inversor un riesgo de mercado, que incorpora tanto factores genéricos (nivel de tipos, sentimiento de mercado, etc.) como específicos de la entidad emisora (primas de riesgo).

En circunstancias normales, los CoCos pueden generar un rendimiento considerable (6% o 7%), pero durante un periodo de tiempo incierto, por la presencia de la call o por incurrir en limitación al pago de cupones.

La segunda opción que el inversor otorga a la entidad emisora es la de convertir el bono en acciones en un escenario en el que los recursos propios de primera categoría (*CET1*) desciendan por debajo de un cierto nivel crítico (*trigger*) que pueda abocar a la entidad a un escenario de resolución. Esa segunda opción ("*put* comprada" por el emisor) incorpora para el inversor un claro "riesgo de cola" (*tail risk*), con reducidas probabilidades de materialización, pero con muy adversas implicaciones, pues en tal evento, el tenedor del CoCo probablemente perdería toda su inversión.

La consideración de ambas opciones (y muy especialmente la segunda) conjuntamente con el componente "cupón elevado" del bono, otorga al CoCo una naturaleza extraordinariamente asimétrica en cuanto a sus escenarios de rentabilidad para el inversor. En condiciones normales generará una ren-

tabilidad muy elevada (en torno a 6% o 7%), pero durante un periodo de tiempo que es incierto, tanto por la presencia de la *call*, que permite al emisor su cancelación anticipada, como por la posibilidad de incurrir en limitación al pago de cupones (el denominado *maximum distributable amount* o *MDA*).

Y sobre todo incorpora un riesgo residual de un escenario en el que se pierde prácticamente toda la inversión, en el evento de *trigger* de conversión en resolución. Ese riesgo residual tiene una naturaleza específica, asociada a la entidad emisora, y concretamente a la cercanía de la misma al evento de activación del *trigger* de conversión.

Ese carácter tan asimétrico (elevado cupón en condiciones normales y pérdida casi total en las condiciones más adversas) unido a la complejidad inherente a las opciones que lo determinan, es lo que otorga a los CoCos la consideración de producto complejo, no apropiado para inversores particulares.

Historial de *performance*: CoCos frente a acciones ordinarias

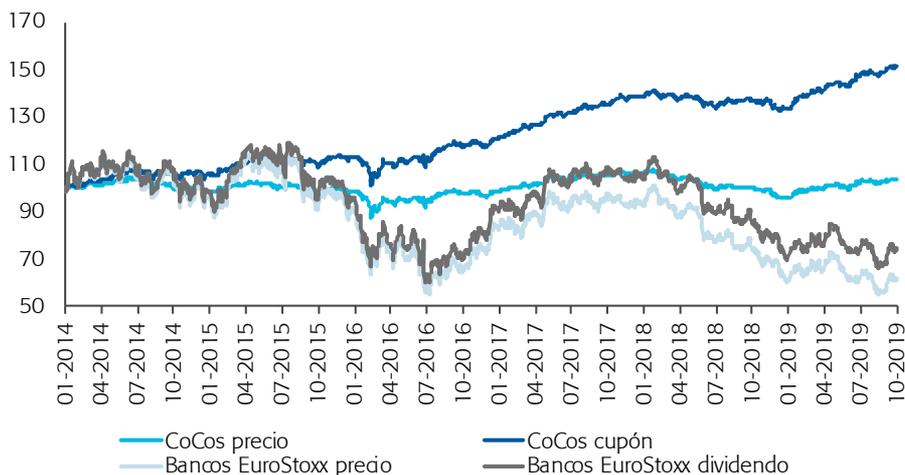
El relevante papel que los CoCos han asumido en la recapitalización de la banca europea y española en los cinco últimos años, ha hecho que se hayan erigido en una clara alternativa a las acciones ordinarias, tanto desde la perspectiva de las entidades emisoras, como desde la de los inversores institucionales, los únicos para los que la inversión en CoCos es apropiada. Es esa relevancia la que nos lleva a analizar la *performance* comparada de unos y otros instrumentos de capital en diferentes entornos de mercado.

El gráfico 3 ilustra dicha *performance* desde el inicio de 2014 (cuando los CoCos comienzan a emitirse de forma generalizada), analizando por separado el componente precio y el componente cupón (en el CoCo) o dividendo (en las acciones ordinarias). Complementariamente al mismo, el gráfico 4 ilustra la evolución de la volatilidad del precio de uno y otro instrumento en el mismo periodo temporal.

Puede comprobarse cómo la evolución del índice de precio del CoCo guarda una cierta correlación

Gráfico 3

Evolución *total return* y *price return*: índice de CoCos europeos vs. sector bancos EuroStoxx



Fuentes: ICE, Bloomberg, Afi.

(0,5) con la de la acción, si bien con una volatilidad muy inferior, aproximadamente la cuarta parte. Eso hace que, en momentos de mercado alcista, la acción suba mucho más que el CoCo, pero en momentos de mercado bajista el CoCo registra descensos muy inferiores a los de la acción. En conjunto, para la totalidad del periodo analizado, en el que han dominado las fases bajistas, el índice del precio de las acciones ha descendido un 40%, mientras que el de los CoCos registra una revalorización positiva del 3,5%.

Si se compara la performance que han tenido los CoCos frente a la de las acciones durante los últimos cinco años, teniendo en cuenta los rendimientos, es decir, cupones y dividendos, la revalorización de los CoCos ha estado en torno al 50%, mientras que las acciones han perdido el 25% de su valor.

Pero donde realmente emerge la diferencia de *performance* a favor de los CoCos es cuando se incorpora el componente cupón/dividendo, que en el gráfico identificamos como *total return*. En el caso de las acciones el componente dividendo apenas aporta 10 puntos porcentuales a la rentabilidad acu-

mulada en el periodo de cinco años analizado, mientras que en el caso de los CoCos el cupón aporta casi 50 puntos porcentuales. En términos de *total return*, por tanto, la *performance* del índice de CoCo de los bancos europeos ha sido, durante el horizonte de los cinco últimos años, mucho mejor que la del índice de las acciones (+50% frente a -25%), pues en momentos adversos han amortiguado el efecto de caída en precio, al tiempo que iban devengando de forma recurrente un elevado cupón.

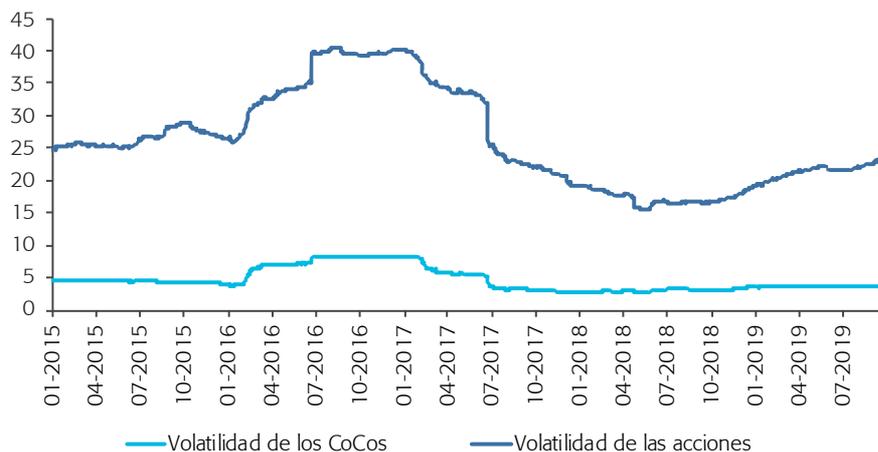
Dada la importancia de ese cupón en el atractivo de los CoCos para los inversores, realizamos un análisis transversal, entre una amplia muestra de bancos europeos (y entre ellos españoles), tratando de encontrar factores explicativos del diferente cupón que el mercado exige a unos u otros emisores. Como hemos explicado con anterioridad, el elevado cupón del CoCo se devenga en retorno por el riesgo que asume el inversor al otorgar al emisor las dos opciones mencionadas, rescate anticipado y, sobre todo, conversión en acciones en el evento de resolución. En tal caso, el cupón a pagar por unas y otras entidades debería guardar relación con la distancia relativa a la resolución.

Aunque tal distancia a la resolución no es observable, hemos utilizado tres variables alternativas que

Gráfico 4

Volatilidad de las acciones del sector bancario europeo y volatilidad de los CoCos

(En porcentaje)



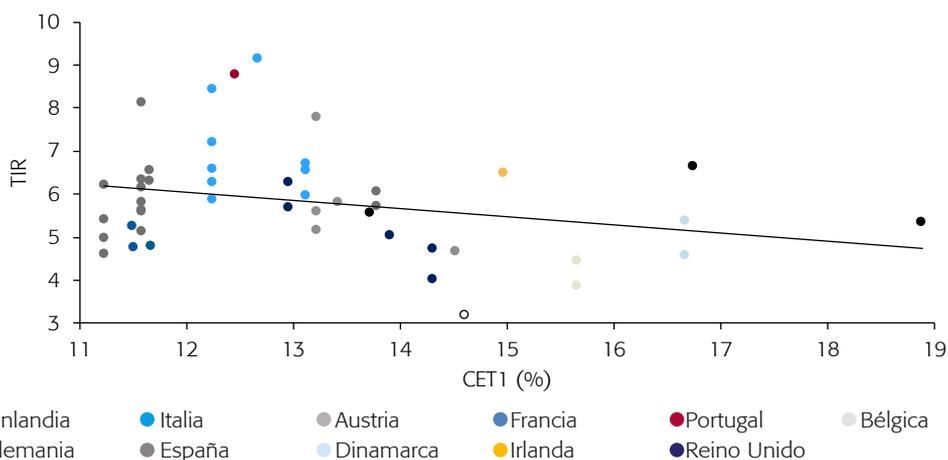
Fuentes: ICE, Bloomberg, Afi.

podrían indicar, de manera aproximada, una mayor o menor distancia a dicho evento y, por tanto, ser susceptibles de explicar la diferencia de cupón en los CoCos actualmente emitidos por los bancos europeos.

La primera, y más lógica, variable a utilizar es el nivel de solvencia de primera categoría (*CET1*), dado

que es precisamente su insuficiencia, o caída por debajo de un nivel mínimo, la que activa el *trigger* y, en su caso, la resolución. El gráfico 5 ilustra cómo el cupón efectivo (cupón nominal, ajustado por el precio de mercado) de los diferentes CoCos emitidos guarda una relación inversa, con la ratio *CET1* del banco emisor, de tal manera que los bancos con menor nivel de *CET1* se ven obligados a pagar un

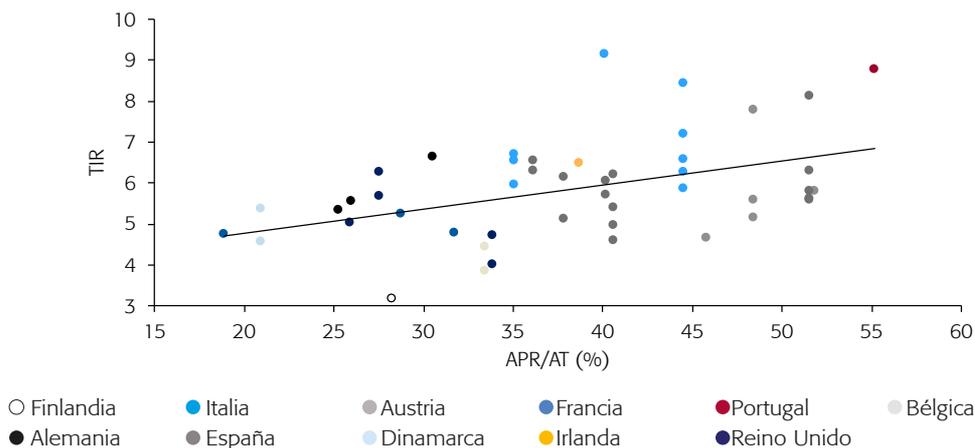
Gráfico 5

TIR CoCo vs. *CET1*

Fuente: Reuters, Afi.

Gráfico 6

TIR CoCo vs. Activos ponderados por riesgo/Activo total



Fuente: Reuters, Afi.

mayor cupón por sus CoCos. En todo caso, esa relación tiene muy reducido poder explicativo, por lo que probamos con otras variables explicativas.

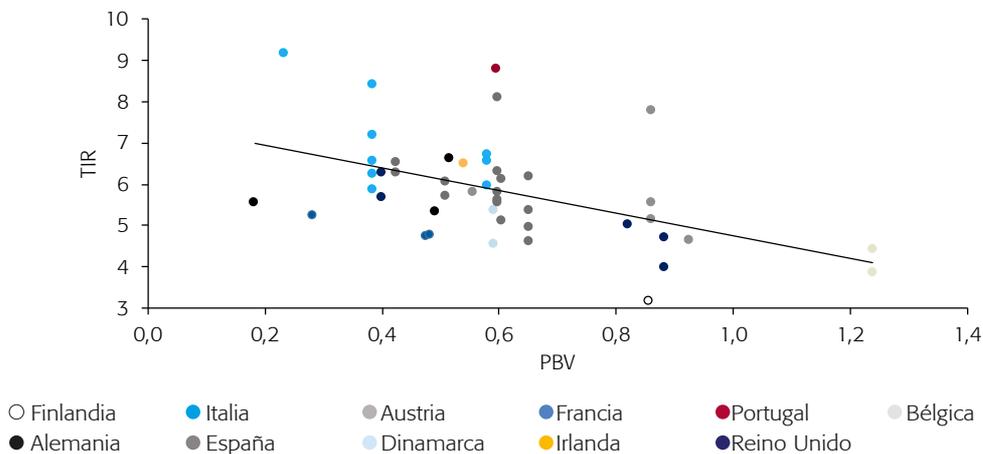
a los CoCos guarda una relación positiva y altamente significativa con esa densidad de activos.

La segunda de ellas se refiere a la densidad de riesgos del banco emisor, entendida como la ratio entre activos ponderados por riesgo y activos totales (*APR/AT*). Como ilustra el gráfico 6, en la muestra de bancos europeos analizada, el cupón efectivo exigido

Por último, utilizamos como *proxy* para distancia a la resolución una variable de mercado, cuál es la ratio entre valor de mercado y valor en libros (*price to book value, PBV*) de cada uno de los bancos analizados. La racionalidad para utilizar dicha ratio reside en considerar que el mercado, al valorar los activos

Gráfico 7

TIR CoCo vs. Price to book value



Fuente: Reuters, Afi.

Cuadro 1

Regresión conjunta TIR CoCo frente a PBV y APR/AT

	<i>Coefficientes</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Constante	5,16	7,96	0,00
PBV	-2,94	-4,85	0,00
APR/AT	0,08	4,59	0,00
CET1	0,06	4,45	0,00
Coefficiente R ²	50		

Fuente: Afi, Reuters.

de un banco en relación al valor contable de los mismos, puede estar emitiendo una “señal” sobre el verdadero valor de esos activos, y por tanto, de una potencial insuficiencia de recursos propios en térmi-

En una amplia muestra de entidades europeas con CoCos emitidos, el cupón efectivo que cada una de ellas paga guarda una relación con diferentes parámetros indicativos de su “salud financiera”, como la solvencia de máxima calidad, el perfil de riesgo y la valoración relativa que el mercado realiza de sus acciones.

nos contables. El gráfico 7 ilustra la existencia de una clara y significativa relación negativa entre el cupón efectivo de los CoCos y la ratio *PBV*.

Finalmente, y a modo de ejercicio conjunto para explicar las diferencias entre los cupones efectivos de los CoCos emitidos por unos y otros bancos, llevamos a cabo una regresión múltiple con las tres variables utilizadas como *proxy* de distancia a la resolución. En dicho análisis desaparece la significación estadística de la variable *CET1*, mientras que aumenta la de las otras dos consideradas de forma conjunta, por lo que dejamos fuera de la regresión la variable *CET1*, logrando un poder explicativo del 48% de la variación de cupones efectivos entre entidades.

Conclusión

De los análisis anteriores se pone de manifiesto la gran relevancia de los CoCos tanto desde la pers-

pectiva de las entidades emisoras como de los inversores institucionales, únicos para los que dicho instrumento es apropiado.

Para los bancos europeos, y sobre todo españoles, los CoCos se han revelado como en el principal instrumento de reforzamiento de sus recursos propios desde que fueron reconocidos como capital de casi la máxima categoría.

Y desde la perspectiva inversora, la *performance* de los CoCos domina claramente a la de las acciones bancarias. Su volatilidad es claramente inferior (menos de la cuarta parte), lo que les permite alisar las oscilaciones de mercado de las acciones, al tiempo que el elevado cupón que los CoCos devengan de forma recurrente permite actuar como colchón (“autoseguro”) frente a escenarios extremos (resolución), en los que se puede llegar a perder toda la inversión. Es precisamente ese riesgo “de cola” el que aconseja canalizar la inversión en CoCos a través de vehículos (fondos) que incorporen una amplia diversificación entre un elevado número de entidades emisoras.

En todo caso, y sin menoscabo de esa conveniencia de diversificación, nuestros análisis ponen de manifiesto que, en una amplia muestra de entidades europeas con CoCos emitidos, el cupón efectivo que cada una de ellas paga guarda una relación con diferentes parámetros indicativos de su “salud financiera”, entre ellos la solvencia de máxima calidad (*CET1*), el perfil de riesgo (*APR/AT*), así como la valoración relativa que el mercado realiza de sus recursos propios (ratio *price to book*).

INDICADORES ECONÓMICOS, SOCIALES Y FINANCIEROS

INDICADORES ECONÓMICOS

Cuadro 1

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

Previsiones en azul

	PIB	Consumo privado	Consumo público	Formación Bruta de Capital Fijo					Exportaciones	Importaciones	Demanda nacional (a)	Saldo exterior (a)
				Construcción			Bienes de equipo y otros productos					
				Total	Total	Vivienda		Otras construcciones				
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	1,9	0,7	2,1	2,2	3,2	3,8	2,5	1,3	2,0	0,2	1,3	0,6
2020	1,5	0,9	1,5	1,8	2,6	3,2	1,9	1,0	2,8	2,1	1,2	0,3
2021	1,8	1,0	1,4	3,5	3,2	4,6	1,3	3,8	3,6	3,1	1,5	0,2
2018 I	2,8	2,5	1,6	4,5	7,1	11,5	2,2	2,1	4,0	4,7	2,9	-0,1
II	2,3	2,1	1,7	7,9	7,5	8,2	6,8	8,3	3,1	6,3	3,2	-0,9
III	2,2	1,6	1,9	5,3	6,1	7,1	4,9	4,6	1,6	2,5	2,5	-0,2
IV	2,1	1,2	2,2	3,5	5,7	4,4	7,3	1,4	0,1	-0,3	2,0	0,1
2019 I	2,2	1,0	2,2	4,8	4,2	3,2	5,5	5,3	0,3	-0,4	1,9	0,3
II	2,0	0,6	2,2	1,0	2,9	4,2	1,3	-0,8	2,2	-0,7	1,0	1,0
III	2,0	1,5	2,5	2,0	-0,7	1,8	-3,7	4,7	2,3	2,0	1,8	0,2
IV	1,7	1,5	2,5	3,0	-0,7	2,4	-4,3	6,6	2,3	3,5	2,0	-0,3
2020 I	1,5	1,6	2,2	1,9	-0,8	1,9	-4,1	4,5	1,8	3,2	1,9	-0,4
II	1,4	1,8	2,1	2,5	-0,8	1,1	-3,2	5,7	0,8	2,8	2,0	-0,6
III	1,5	1,0	1,5	2,0	2,6	3,0	2,0	1,4	3,7	3,2	1,3	0,3
IV	1,7	1,0	1,2	2,4	2,5	3,2	1,4	2,4	4,3	3,2	1,3	0,4
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas												
2018 I	2,0	1,4	2,1	0,8	8,5	9,2	7,5	-5,9	1,5	0,8	1,7	0,3
II	2,2	1,7	1,9	14,9	7,4	1,7	14,6	22,5	-0,6	4,9	4,0	-1,8
III	2,0	0,9	2,5	0,9	3,6	6,1	0,8	-1,5	-3,8	-5,6	1,5	0,5
IV	2,3	0,8	2,3	-1,9	3,5	0,8	6,8	-6,9	3,6	-0,9	0,7	1,5
2019 I	2,2	0,7	2,2	5,9	2,5	4,4	0,3	9,2	2,3	0,3	1,5	0,7
II	1,6	0,1	1,8	-0,8	1,8	5,5	-2,5	-3,3	6,9	3,6	0,4	1,2
III	1,7	4,3	3,6	5,2	-10,0	-3,5	-17,6	22,1	-3,3	5,2	4,6	-2,9
IV	1,1	1,0	2,4	1,8	3,6	3,2	4,1	0,0	3,6	4,9	1,4	-0,3
2020 I	1,4	1,0	1,0	1,6	1,9	2,4	1,2	1,2	0,0	-1,0	1,1	0,3
II	1,4	1,0	1,2	1,6	1,9	2,4	1,2	1,2	2,8	2,0	1,1	0,3
III	2,1	1,0	1,2	3,1	3,0	4,1	1,6	3,2	8,7	7,0	1,4	0,7
IV	1,9	1,0	1,2	3,6	3,0	4,1	1,6	4,1	5,7	4,9	1,5	0,4
	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	1.238	57,6	19,1	19,7	9,9	5,7	4,2	9,8	35,0	32,2	97,2	2,8
2020	1.271	57,3	19,1	19,8	10,0	6,0	4,1	9,8	35,4	32,5	97,1	2,9
2021	1.307	56,9	19,0	20,3	10,3	6,3	4,1	10,0	36,1	33,2	97,1	2,9

* Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(a) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 1.1.- PIB
Tasas de crecimiento

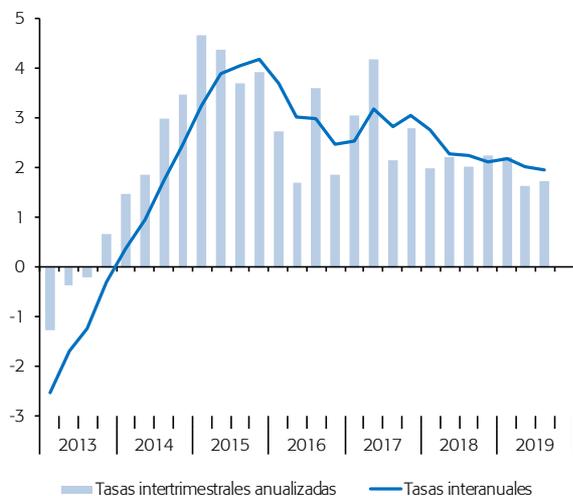


Gráfico 1.2.- Contribución al crecimiento del PIB
Puntos porcentuales

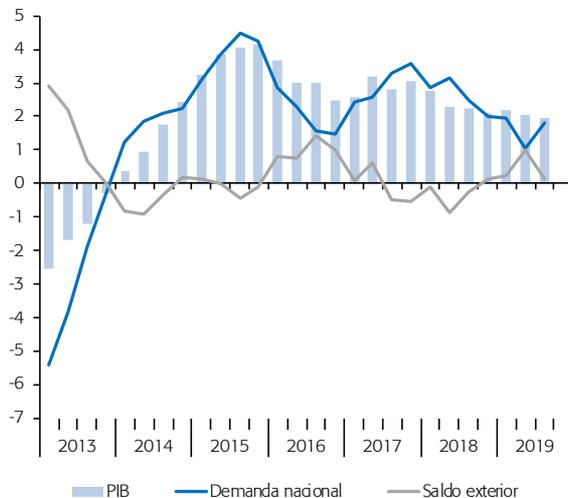


Gráfico 1.3.- Consumo final
Tasas de crecimiento interanuales

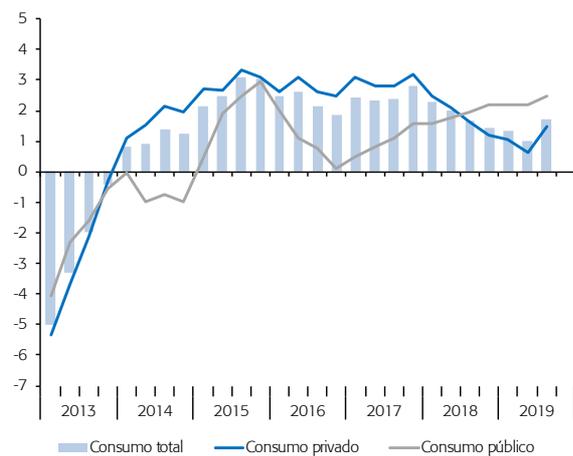
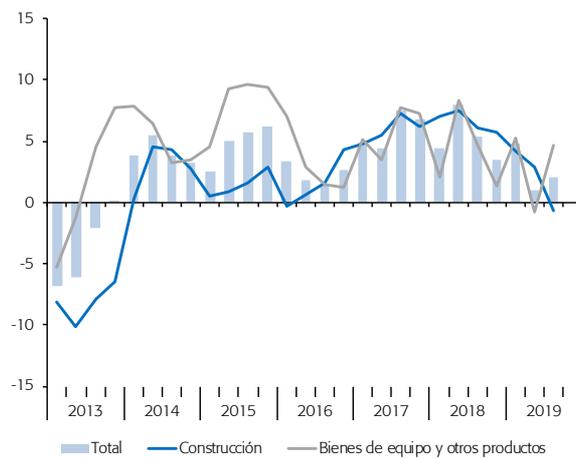


Gráfico 1.4.- Formación bruta de capital fijo
Tasas de crecimiento interanuales



Cuadro 2

Contabilidad Nacional: valor añadido bruto por sector económico*

	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	IV	3,1	0,9	4,2	6,6	5,2	2,8	1,5	3,2	2,3
2018	I	2,8	5,9	0,4	1,7	5,0	3,0	1,9	3,4	2,4
	II	2,4	7,8	-0,3	1,2	5,5	2,5	1,2	2,9	1,5
	III	2,4	3,0	-0,2	0,2	6,2	2,6	1,8	2,9	0,8
	IV	2,3	6,9	-1,5	-0,3	5,9	2,7	2,0	2,9	0,0
2019	I	2,4	0,0	-0,7	-0,1	6,4	2,9	2,1	3,2	-0,5
	II	2,3	-4,6	0,2	-0,3	5,2	2,8	2,3	2,9	-0,4
	III	2,2	0,1	1,8	1,2	2,4	2,4	1,9	2,6	-0,6
Volumen encadenado, tasas de crecimiento intertrimestrales anualizadas										
2017	IV	2,9	7,7	3,2	2,3	6,5	2,4	1,5	2,6	1,8
2018	I	2,0	10,5	-1,7	-0,7	4,4	2,3	1,4	2,5	1,9
	II	2,4	8,3	-1,9	0,5	8,2	2,6	1,0	3,1	0,3
	III	2,3	-12,6	-0,3	-1,3	5,7	3,3	3,3	3,2	-0,6
	IV	2,6	25,0	-1,9	0,2	5,3	2,5	2,1	2,7	-1,4
2019	I	2,5	-15,4	1,2	0,1	6,4	3,2	1,8	3,7	-0,1
	II	1,7	-10,4	2,0	-0,2	3,4	2,0	1,8	2,1	0,7
	III	2,1	6,0	6,0	4,9	-5,2	1,8	1,7	1,8	-1,6
		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

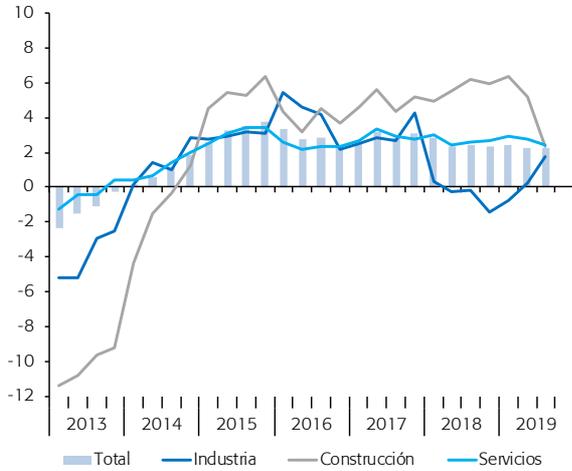


Gráfico 2.2.- VAB, industria

Tasas de crecimiento interanuales

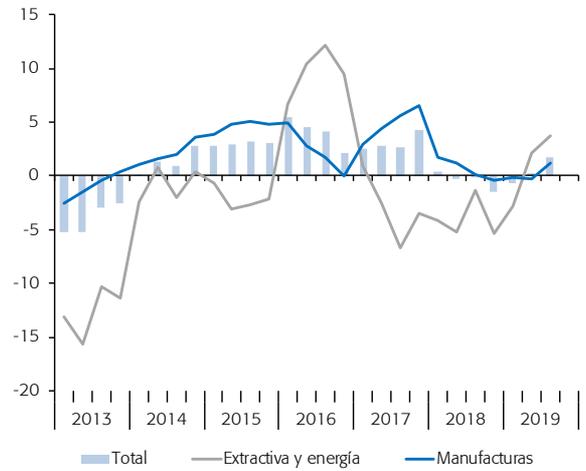


Gráfico 2.3.- VAB, servicios

Tasas de crecimiento interanuales

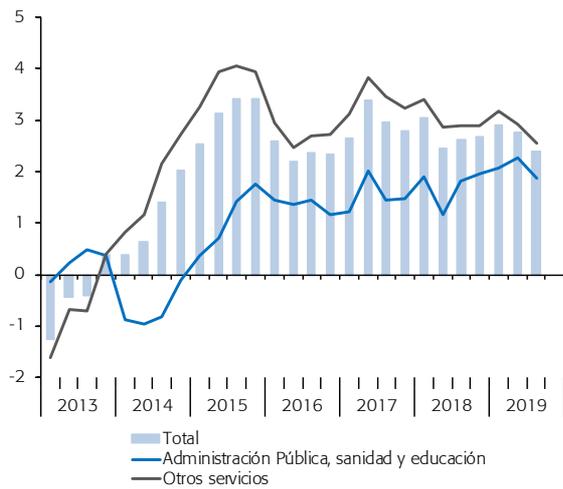
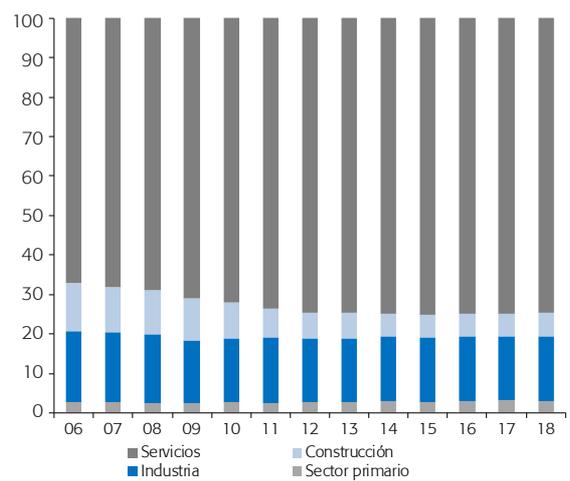


Gráfico 2.4.- VAB, estructura sectorial

Porcentaje del VAB a precios básicos



Cuadro 3

Contabilidad Nacional: productividad y costes laborales

Previsiones en azul

	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	110,6	103,0	107,3	105,2	98,0	94,0	--	--	--	--	--	--
2020	112,2	104,2	107,7	106,3	98,7	93,6	--	--	--	--	--	--
2021	114,2	105,8	108,0	107,5	99,6	93,4	--	--	--	--	--	--
2017 IV	107,1	99,3	107,9	102,5	95,0	92,7	108,3	90,8	119,3	107,9	90,4	90,1
2018 I	107,6	99,8	107,9	102,6	95,1	92,7	108,1	90,9	118,9	106,4	89,5	89,9
II	108,2	100,5	107,7	102,8	95,4	92,6	108,2	91,1	118,7	106,6	89,8	89,5
III	108,8	101,2	107,5	103,4	96,2	93,3	107,9	91,0	118,5	107,1	90,3	90,0
IV	109,4	101,9	107,3	103,9	96,8	93,2	107,9	90,9	118,7	107,9	90,9	90,8
2019 I	110,0	102,5	107,3	104,5	97,4	93,8	107,9	91,8	117,6	107,6	91,5	90,6
II	110,4	103,0	107,2	105,2	98,1	93,5	107,9	92,4	116,8	107,8	92,3	90,2
III	110,9	103,1	107,6	105,7	98,2	93,6	109,2	93,5	116,8	107,7	92,2	90,8
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	1,9	2,2	-0,3	1,9	2,2	1,1	--	--	--	--	--	--
2020	1,5	1,1	0,4	1,1	0,7	-0,4	--	--	--	--	--	--
2021	1,8	1,5	0,2	1,1	0,9	-0,2	--	--	--	--	--	--
2017 IV	3,0	2,9	0,1	0,8	0,6	-0,9	6,6	4,1	2,4	1,9	-0,5	-1,1
2018 I	2,8	2,6	0,2	0,6	0,4	-0,8	1,7	3,6	-1,8	0,4	2,3	0,8
II	2,3	2,4	-0,1	0,9	1,0	-0,1	1,2	2,9	-1,7	0,5	2,3	0,6
III	2,2	2,5	-0,2	1,3	1,5	0,6	0,2	1,5	-1,3	0,9	2,3	0,8
IV	2,1	2,7	-0,6	1,3	1,9	0,6	-0,3	0,2	-0,5	0,0	0,6	0,8
2019 I	2,2	2,7	-0,6	1,9	2,5	1,2	-0,1	1,0	-1,1	1,1	2,3	0,8
II	2,0	2,5	-0,5	2,4	2,8	1,0	-0,3	1,4	-1,6	1,1	2,8	0,8
III	2,0	1,8	0,1	2,2	2,1	0,4	1,2	2,7	-1,4	0,6	2,1	0,8

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

Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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

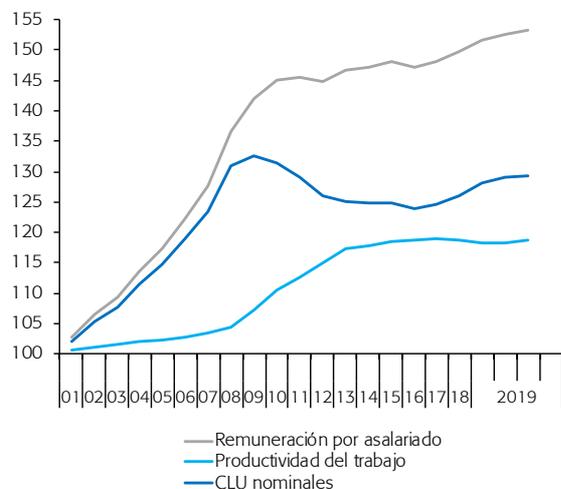
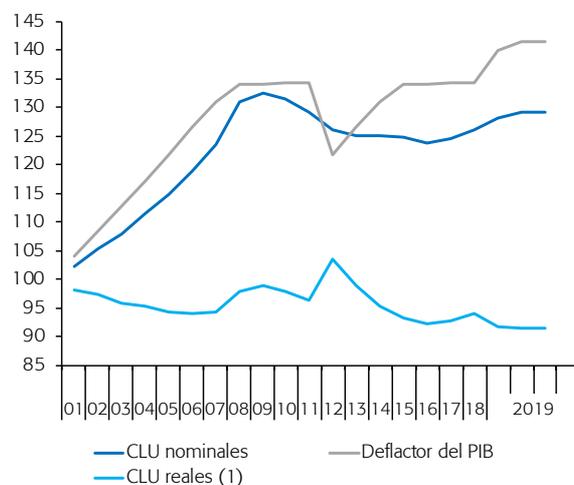


Gráfico 3.2.- CLU reales, total economía
Índices, 2000=100



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

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

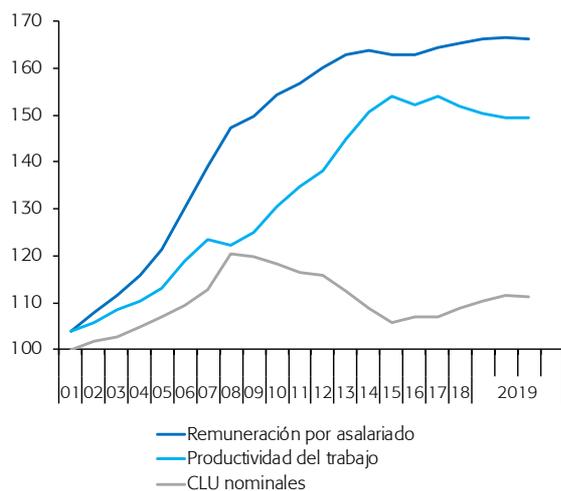
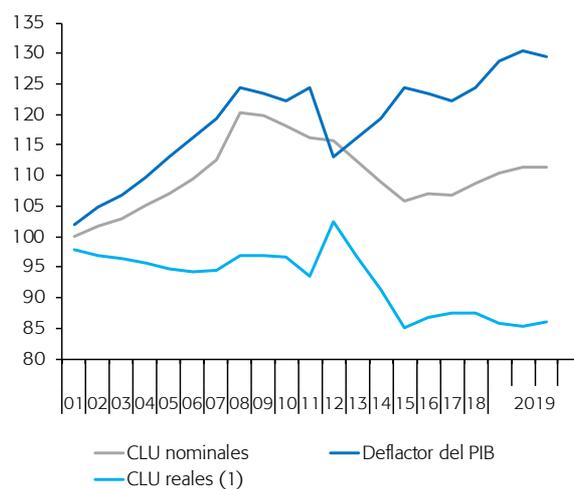


Gráfico 3.4.- CLU reales, manufacturas
Índices, 2000=100



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

Cuadro 4

Contabilidad Nacional: renta nacional y su distribución

Previsiones en azul

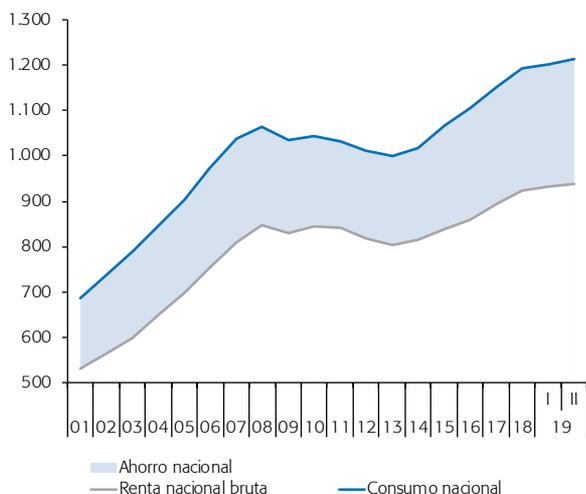
	PIB	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Renta nacional bruta disponible	Consumo final nacional	Ahorro nacional bruto (a)	Formación bruta de capital	Remuneración de los asalariados	Excedente bruto de explotación	Tasa de ahorro	Tasa de inversión	Balanza por cuenta corriente	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
	MM euros, suma móvil 4 trimestres							Porcentaje del PIB					
2012	1.031,1	481,4	458,5	1.010,7	819,7	191,0	190,1	46,7	44,5	18,5	18,4	0,1	0,6
2013	1.020,3	467,5	455,0	1.001,1	804,6	196,5	175,7	45,8	44,6	19,3	17,2	2,0	2,6
2014	1.032,2	473,5	455,4	1.017,7	815,4	202,3	184,8	45,9	44,1	19,6	17,9	1,7	2,1
2015	1.077,6	492,9	472,6	1.066,7	840,1	226,5	204,7	45,7	43,9	21,0	19,0	2,0	2,7
2016	1.113,8	503,7	495,8	1.104,8	860,5	244,3	208,9	45,2	44,5	21,9	18,8	3,2	3,4
2017	1.161,9	523,4	518,7	1.151,4	894,6	256,8	225,7	45,1	44,6	22,1	19,4	2,7	2,9
2018	1.202,2	544,6	531,8	1.192,9	924,6	268,2	244,9	45,3	44,2	22,3	20,4	1,9	2,4
2019	1.238,3	568,7	537,8	1.224,1	948,9	275,2	255,3	45,9	43,4	22,2	20,6	1,6	2,0
2020	1.270,6	583,0	552,0	1.258,0	969,9	288,1	263,3	45,9	43,4	22,7	20,7	2,0	2,3
2021	1.307,1	600,1	567,0	1.294,7	992,2	302,5	277,1	45,9	43,4	23,1	21,2	1,9	2,3
2017 IV	1.161,9	523,4	518,7	1.151,4	894,6	256,8	225,7	45,1	44,6	22,1	19,4	2,7	2,9
2018 I	1.173,2	528,1	524,1	1.161,7	902,1	259,6	228,9	45,0	44,7	22,1	19,5	2,6	2,9
II	1.182,9	533,1	527,0	1.172,8	909,0	263,8	234,9	45,1	44,5	22,3	19,9	2,4	2,7
III	1.192,2	538,7	529,1	1.181,7	917,2	264,6	239,1	45,2	44,4	22,2	20,1	2,1	2,5
IV	1.202,2	544,6	531,8	1.192,9	924,6	268,2	244,9	45,3	44,2	22,3	20,4	1,9	2,4
2019 I	1.212,4	551,3	533,9	1.202,7	931,4	271,3	251,3	45,5	44,0	22,4	20,7	1,6	2,1
II	1.224,0	558,3	538,2	1.214,1	938,6	275,6	254,3	45,6	44,0	22,5	20,8	1,7	2,2
III	1.235,2	564,5	542,6	--	945,6	--	257,6	45,7	43,9	--	20,9	--	--
	Tasas de crecimiento interanuales							Diferencia en puntos porcentuales sobre el año anterior					
2012	-3,1	-6,2	-1,2	-2,1	-2,6	0,6	-13,1	-1,6	0,8	0,7	-2,1	2,8	3,0
2013	-1,0	-2,9	-0,8	-1,0	-1,8	2,9	-7,6	-0,9	0,1	0,7	-1,2	2,0	2,0
2014	1,2	1,3	0,1	1,7	1,3	3,0	5,2	0,1	-0,5	0,3	0,7	-0,3	-0,5
2015	4,4	4,1	3,8	4,8	3,0	12,0	10,8	-0,1	-0,3	1,4	1,1	0,3	0,5
2016	3,4	2,2	4,9	3,6	2,4	7,8	2,0	-0,5	0,7	0,9	-0,2	1,1	0,7
2017	4,3	3,9	4,6	4,2	4,0	5,1	8,1	-0,2	0,1	0,2	0,7	-0,5	-0,5
2018	3,5	4,0	2,5	3,6	3,4	4,4	8,5	0,2	-0,4	0,2	0,9	-0,7	-0,5
2019	3,0	4,4	1,1	2,6	2,6	2,6	4,2	0,6	-0,8	-0,1	0,2	-0,3	-0,4
2020	2,6	2,5	2,6	2,8	2,2	4,7	3,1	0,0	0,0	0,5	0,1	0,4	0,3
2021	2,9	2,9	2,7	2,9	2,3	5,0	5,3	0,0	0,0	0,4	0,5	-0,1	0,0
2017 IV	4,3	3,9	4,6	4,2	4,0	5,1	8,1	-0,2	0,1	0,2	0,7	-0,5	-0,5
2018 I	4,4	3,9	4,9	4,0	3,8	4,4	8,3	-0,2	0,2	0,0	0,7	-0,7	-0,5
II	4,0	3,9	4,0	4,0	3,6	5,6	9,3	0,0	0,0	0,3	1,0	-0,6	-0,5
III	3,8	4,0	3,3	3,8	3,5	4,7	8,3	0,1	-0,2	0,2	0,8	-0,6	-0,5
IV	3,5	4,0	2,5	3,6	3,4	4,4	8,5	0,2	-0,4	0,2	0,9	-0,7	-0,5
2019 I	3,3	4,4	1,9	3,5	3,3	4,5	9,8	0,5	-0,6	0,2	1,2	-1,0	-0,8
II	3,5	4,7	2,1	3,5	3,3	4,5	8,3	0,5	-0,6	0,2	0,9	-0,7	-0,5
III	3,6	4,8	2,6	--	3,1	--	7,8	0,5	-0,5	--	0,8	--	--

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

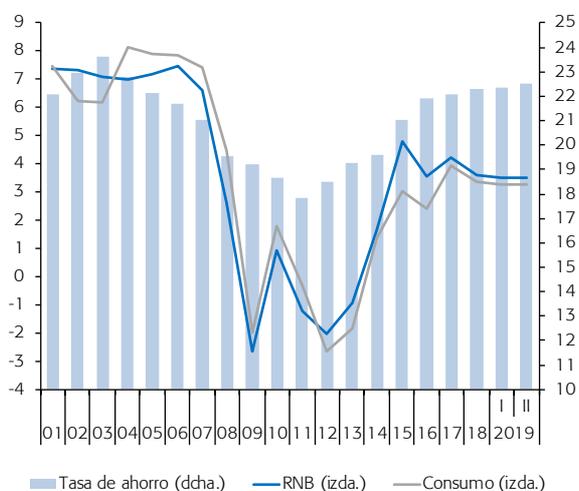
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

Gráfico 4.1.- Renta nacional, consumo y ahorro

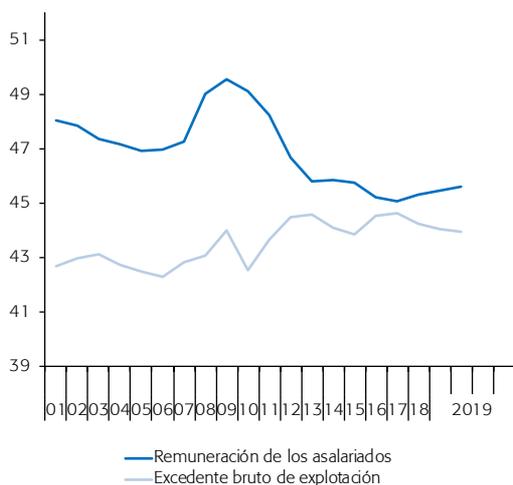
Miles mill. euros, suma móvil 4 trimestres

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

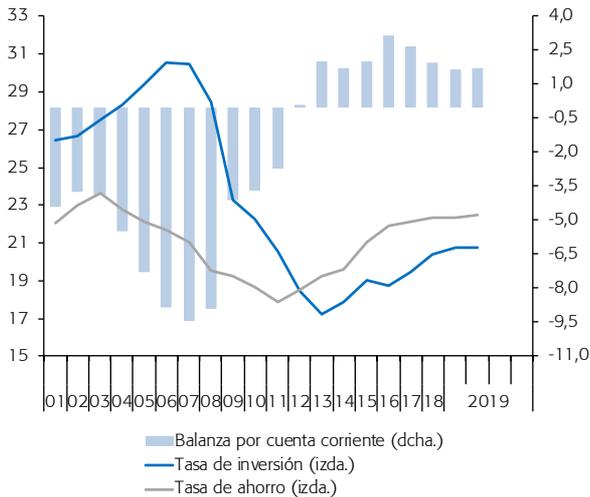
Variación interanual en % y porcentaje del PIB, sumas móviles 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres

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

Porcentaje del PIB, sumas móviles de 4 trimestres



Cuadro 5

Contabilidad Nacional: hogares y sociedades no financieras

Previsiones en azul

	Hogares							Sociedades no financieras						
	Renta disponible bruta (RDB)	Gasto en consumo final	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	Excedente bruto de explotación	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Tasa de ahorro	Formación bruta de capital	Cap. o nec. de financiación	
	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje de la RDB	Porcentaje del PIB	MM euros, suma móvil 4 trimestres			Porcentaje del PIB					
2012	658,2	613,7	42,8	42,5	6,5	4,1	0,1	227,3	155,9	114,2	15,1	11,1	4,3	
2013	655,9	601,7	51,7	31,0	7,9	3,0	1,9	228,6	167,4	114,7	16,4	11,2	5,3	
2014	656,2	612,7	41,5	30,2	6,3	2,9	1,0	228,7	171,7	127,7	16,6	12,4	4,7	
2015	682,2	630,2	49,0	30,5	7,2	2,8	1,7	241,0	185,1	140,4	17,2	13,0	4,4	
2016	700,6	648,3	49,2	31,8	7,0	2,9	1,4	255,3	196,2	149,2	17,6	13,4	4,4	
2017	721,1	678,2	39,8	37,1	5,5	3,2	0,0	266,8	202,1	160,1	17,4	13,8	3,8	
2018	747,9	700,8	44,3	41,4	5,9	3,4	0,0	270,0	198,8	175,0	16,5	14,6	2,2	
2019	776,9	713,0	61,1	46,5	7,9	3,8	1,1	271,2	195,8	180,5	15,8	14,6	1,4	
2020	793,5	727,5	63,2	49,7	8,0	3,9	1,0	279,3	207,3	185,1	16,3	14,6	1,9	
2021	812,1	743,6	65,7	53,5	8,1	4,1	0,9	289,2	211,5	194,4	16,2	14,9	1,5	
2017 III	713,7	671,3	39,7	35,8	5,6	3,1	0,1	262,4	197,2	156,5	17,2	13,6	3,7	
IV	721,1	678,2	39,8	37,1	5,5	3,2	0,0	266,8	202,1	160,1	17,4	13,8	3,8	
2018 I	727,0	684,3	39,8	37,0	5,5	3,2	0,0	268,4	203,9	163,6	17,4	14,0	3,6	
II	734,0	689,5	41,6	38,3	5,7	3,2	0,1	269,5	204,6	166,7	17,3	14,1	3,4	
III	739,7	695,5	41,5	39,3	5,6	3,3	0,0	270,0	202,2	172,1	17,0	14,5	2,7	
IV	747,9	700,8	44,3	41,4	5,9	3,4	0,0	270,0	198,8	175,0	16,5	14,6	2,2	
2019 I	755,0	705,5	46,8	42,0	6,2	3,5	0,2	271,1	199,2	179,6	16,4	14,8	1,9	
II	766,9	709,1	55,3	41,6	7,2	3,4	0,9	272,9	198,0	184,3	16,2	15,1	1,4	
	Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior			Tasas de crecimiento interanuales				Diferencia sobre año anterior		
2012	-5,2	-1,3	-39,2	-22,0	-3,6	-1,0	-1,5	-1,3	4,8	1,1	1,1	0,5	0,6	
2013	-0,4	-2,0	20,9	-27,0	1,4	-1,1	1,8	0,6	7,4	0,5	1,3	0,2	1,0	
2014	0,0	1,8	-19,8	-2,7	-1,6	-0,1	-1,0	0,0	2,5	11,3	0,2	1,1	-0,6	
2015	4,0	2,9	18,1	1,1	0,9	-0,1	0,7	5,4	7,8	10,0	0,5	0,7	-0,3	
2016	2,7	2,9	0,5	4,2	-0,2	0,0	-0,3	5,9	6,0	6,2	0,4	0,4	0,0	
2017	2,9	4,6	-19,3	16,8	-1,5	0,3	-1,4	4,5	3,0	7,3	-0,2	0,4	-0,7	
2018	3,7	3,3	11,3	11,6	0,4	0,2	0,0	1,2	-1,6	9,4	-0,9	0,8	-1,5	
2019	3,9	1,7	38,0	12,3	1,9	0,3	1,1	0,4	-1,5	3,1	-0,7	0,0	-0,8	
2020	2,1	2,0	3,4	6,8	0,1	0,2	-0,1	3,0	5,9	2,6	0,5	0,0	0,5	
2021	2,3	2,2	4,0	7,6	0,1	0,2	-0,1	3,5	2,0	5,0	-0,1	0,3	-0,5	
2017 III	2,7	4,5	-20,5	15,0	-1,6	0,3	-1,4	3,9	-0,6	6,2	-0,8	0,3	-1,2	
IV	2,9	4,6	-19,3	16,8	-1,5	0,3	-1,4	4,5	3,0	7,3	-0,2	0,4	-0,7	
2018 I	3,2	4,2	-9,8	9,5	-0,8	0,2	-0,7	4,1	2,4	9,2	-0,3	0,6	-1,0	
II	3,3	3,7	-2,3	11,5	-0,3	0,2	-0,5	3,2	4,0	8,6	0,0	0,6	-0,6	
III	3,6	3,6	4,6	10,0	0,0	0,2	-0,1	2,9	2,5	10,0	-0,2	0,8	-1,0	
IV	3,7	3,3	11,3	11,6	0,4	0,2	0,0	1,2	-1,6	9,4	-0,9	0,8	-1,5	
2019 I	3,9	3,1	17,6	13,4	0,7	0,3	0,2	1,0	-2,3	9,8	-1,0	0,8	-1,7	
II	4,5	2,8	32,9	8,5	1,5	0,2	0,9	1,3	-3,3	10,6	-1,1	1,0	-2,0	

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

Gráfico 5.1.- Hogares: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres

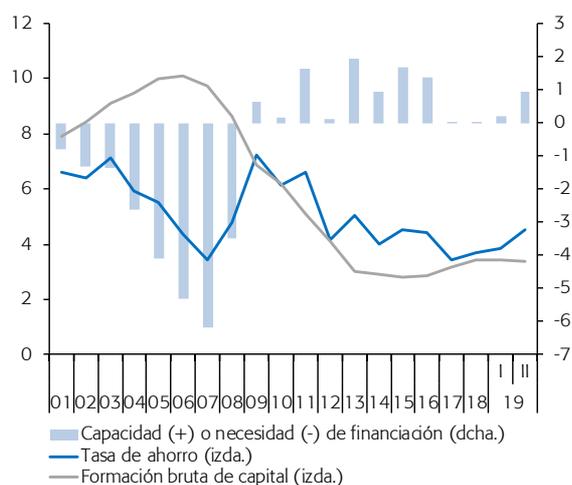
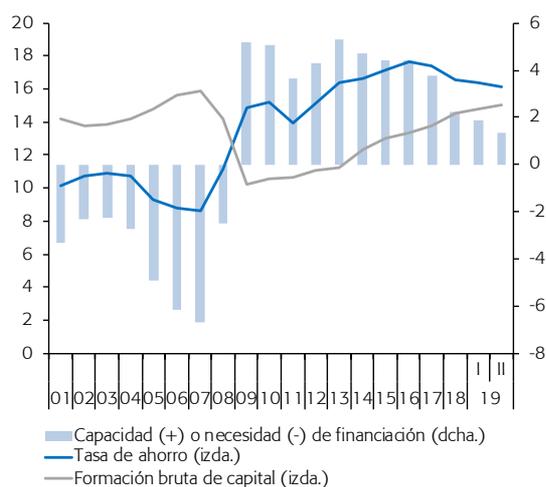


Gráfico 5.2.- Sociedades no financieras: capacidad o necesidad de financiación

Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Cuadro 6

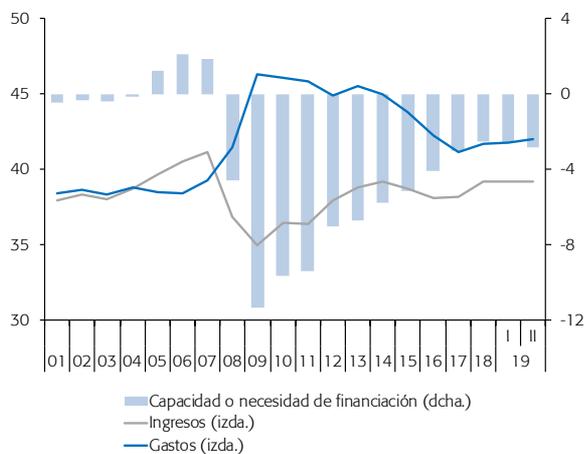
Contabilidad Nacional: cuenta de las administraciones públicas

Previsiones en azul

	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	143,0	105,0	103,0	129,8	113,6	20,6	167,9	19,2	159,5	206,0	-46,5	64,2	-110,7	-72,4
2013	143,5	112,4	102,2	126,9	114,4	23,7	170,4	20,4	156,0	202,9	-46,8	25,0	-71,8	-68,5
2014	143,5	118,0	104,4	129,0	115,0	25,0	170,7	20,5	163,8	202,7	-38,9	22,2	-61,1	-59,7
2015	147,6	126,0	107,1	131,5	119,2	23,4	170,2	21,4	177,9	209,9	-32,0	23,8	-55,8	-55,2
2016	149,8	128,4	110,0	135,6	121,5	22,0	173,7	20,8	185,7	212,3	-26,5	21,4	-48,0	-45,6
2017	152,2	134,5	116,9	142,4	123,5	21,8	177,3	20,3	203,1	216,3	-13,2	21,9	-35,1	-34,6
2018	156,7	140,4	127,3	149,4	127,6	21,5	185,2	21,4	218,1	223,8	-5,7	24,8	-30,5	-30,4
2019	166,0	146,5	132,4	162,2	133,4	21,5	199,1	22,1	231,1	235,9	-4,8	25,3	-30,1	-30,1
2020	170,1	150,4	136,2	165,6	137,0	21,2	205,6	22,3	236,2	242,4	-6,2	25,7	-31,9	-31,9
2021	174,2	155,0	140,6	170,4	140,6	20,7	210,2	22,1	246,5	248,6	-2,1	26,3	-28,4	-28,4
2017 III	151,1	133,8	117,7	140,5	122,6	21,8	175,9	20,3	202,6	214,8	-12,2	21,7	-33,9	-33,4
IV	152,2	134,5	116,9	142,4	123,5	21,8	177,3	20,3	203,1	216,3	-13,2	21,9	-35,1	-34,6
2018 I	152,9	136,0	118,7	144,3	124,0	21,5	178,5	21,2	206,7	217,5	-10,8	23,4	-34,2	-33,8
II	153,8	137,9	120,1	146,0	124,8	20,9	180,0	20,8	211,3	219,0	-7,6	25,0	-32,6	-32,5
III	155,2	138,9	123,0	147,7	126,0	20,9	182,7	20,8	214,5	221,2	-6,7	25,1	-31,8	-31,7
IV	156,7	140,4	127,3	149,4	127,6	21,5	185,2	21,4	218,1	223,8	-5,7	24,8	-30,5	-30,4
2019 I	158,4	141,9	127,0	152,4	129,3	20,6	187,9	22,1	219,9	226,3	-6,4	24,7	-31,1	-31,3
II	160,8	141,7	129,0	155,3	131,6	21,0	192,2	22,6	219,2	229,3	-10,0	24,6	-34,6	-34,6
Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres														
2012	13,9	10,2	10,0	12,6	11,0	2,0	16,3	1,9	15,5	20,0	-4,5	6,2	-10,7	-7,0
2013	14,1	11,0	10,0	12,4	11,2	2,3	16,7	2,0	15,3	19,9	-4,6	2,4	-7,0	-6,7
2014	13,9	11,4	10,1	12,5	11,1	2,4	16,5	2,0	15,9	19,6	-3,8	2,1	-5,9	-5,8
2015	13,7	11,7	9,9	12,2	11,1	2,2	15,8	2,0	16,5	19,5	-3,0	2,2	-5,2	-5,1
2016	13,4	11,5	9,9	12,2	10,9	2,0	15,6	1,9	16,7	19,1	-2,4	1,9	-4,3	-4,1
2017	13,1	11,6	10,1	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,5	18,6	-1,1	1,9	-3,0	-3,0
2018	13,0	11,7	10,6	12,4	10,6	1,8	15,4	1,8	18,1	18,6	-0,5	2,1	-2,5	-2,5
2019	13,4	11,8	10,7	13,1	10,8	1,7	16,1	1,8	18,7	19,1	-0,4	2,0	-2,4	-2,4
2020	13,4	11,8	10,7	13,0	10,8	1,7	16,2	1,8	18,6	19,1	-0,5	2,0	-2,5	-2,5
2021	13,3	11,9	10,8	13,0	10,8	1,6	16,1	1,7	18,9	19,0	-0,2	2,0	-2,2	-2,2
2017 III	13,2	11,7	10,2	12,2	10,7	1,9	15,3	1,8	17,6	18,7	-1,1	1,9	-3,0	-2,9
IV	13,1	11,6	10,1	12,3	10,6	1,9	15,3	1,7	17,5	18,6	-1,1	1,9	-3,0	-3,0
2018 I	13,0	11,6	10,1	12,3	10,6	1,8	15,2	1,8	17,6	18,6	-0,9	2,0	-2,9	-2,9
II	13,0	11,7	10,2	12,4	10,6	1,8	15,2	1,8	17,9	18,5	-0,6	2,1	-2,8	-2,7
III	13,0	11,7	10,3	12,4	10,6	1,8	15,3	1,7	18,0	18,6	-0,6	2,1	-2,7	-2,7
IV	13,0	11,7	10,6	12,4	10,6	1,8	15,4	1,8	18,1	18,6	-0,5	2,1	-2,5	-2,5
2019 I	13,1	11,7	10,5	12,6	10,7	1,7	15,5	1,8	18,1	18,6	-0,5	2,0	-2,6	-2,6
II	13,1	11,6	10,5	12,7	10,8	1,7	15,7	1,8	17,9	18,7	-0,8	2,0	-2,8	-2,8

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

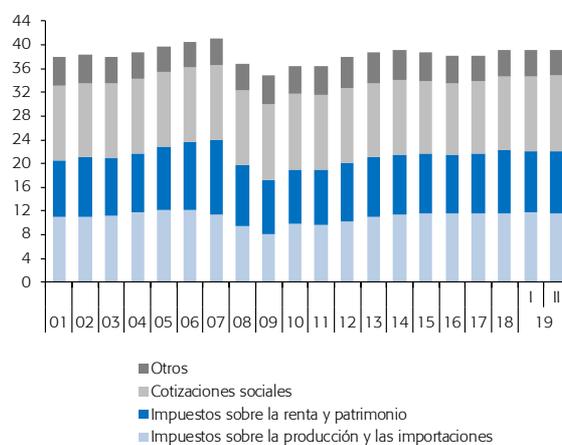
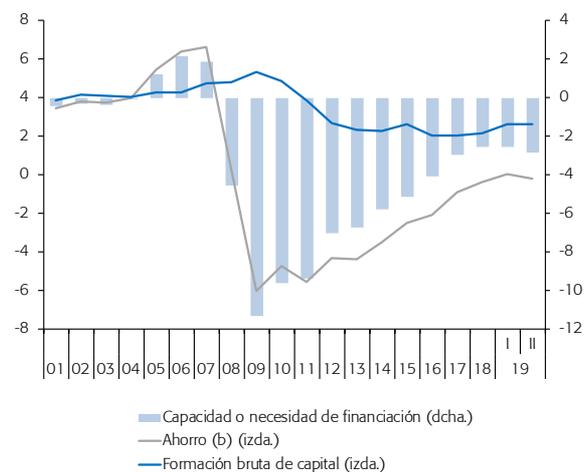
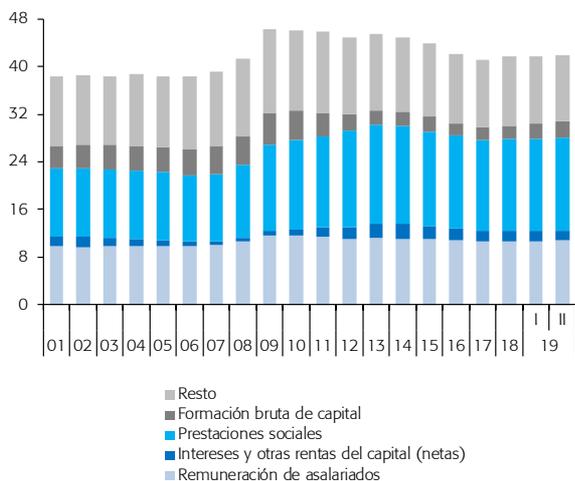


Gráfico 6.3.- Sector público: principales gastos
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



(a) Excluyendo ayudas a entidades financieras.

(b) Incluyendo transferencias netas de capital.

Cuadro 7

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

Previsiones en azul

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (a)					Deuda				
	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP.	Admón. central	CC.AA.	Corporaciones locales	Seguridad Social	Total AA.PP. consolidado
	MM euros, suma móvil 4 trimestres					MM euros, final de periodo				
2012	-45,1	-20,6	3,3	-10,0	-72,4	761,2	189,2	44,0	17,2	889,9
2013	-46,5	-16,4	5,7	-11,3	-68,5	849,4	210,5	42,1	17,2	977,3
2014	-35,9	-18,7	5,5	-10,6	-59,7	901,4	237,9	38,3	17,2	1.039,4
2015	-28,2	-18,9	4,6	-12,9	-55,2	939,3	263,3	35,1	17,2	1.070,1
2016	-25,7	-9,5	7,0	-17,4	-45,6	968,4	277,0	32,2	17,2	1.104,6
2017	-20,6	-4,2	6,9	-16,8	-34,6	1.011,5	288,1	29,0	27,4	1.145,1
2018	-15,9	-3,3	6,1	-17,4	-30,4	1.047,2	293,4	25,8	41,2	1.173,3
2019	--	--	--	--	-30,1	--	--	--	--	1.202,4
2020	--	--	--	--	-31,9	--	--	--	--	1.233,3
2021	--	--	--	--	-28,4	--	--	--	--	1.260,6
2017 III	-15,6	-6,7	7,1	-18,2	-33,4	999,1	284,4	30,5	23,2	1.137,0
IV	-20,6	-4,2	6,9	-16,8	-34,6	1.011,5	288,1	29,0	27,4	1.145,1
2018 I	-21,4	-3,1	6,7	-16,0	-33,8	1.029,0	289,7	29,0	27,4	1.162,1
II	-18,6	-2,9	5,5	-16,5	-32,5	1.034,9	293,3	29,4	34,9	1.165,9
III	-18,0	-2,9	5,2	-16,0	-31,7	1.048,7	292,4	28,0	34,9	1.177,7
IV	-15,9	-3,3	6,1	-17,4	-30,4	1.047,2	293,4	25,8	41,2	1.173,3
2019 I	-18,4	-3,1	5,6	-15,3	-31,3	1.069,8	296,9	26,0	43,1	1.200,4
II	-18,2	-3,7	5,8	-18,3	-34,5	1.075,5	300,6	26,2	48,7	1.210,9
	Porcentaje del PIB, suma móvil 4 trimestres					Porcentaje del PIB				
2012	-4,4	-2,0	0,3	-1,0	-7,0	73,8	18,3	4,3	1,7	86,3
2013	-4,6	-1,6	0,6	-1,1	-6,7	83,3	20,6	4,1	1,7	95,8
2014	-3,5	-1,8	0,5	-1,0	-5,8	87,3	23,1	3,7	1,7	100,7
2015	-2,6	-1,8	0,4	-1,2	-5,1	87,2	24,4	3,3	1,6	99,3
2016	-2,3	-0,9	0,6	-1,6	-4,1	86,9	24,9	2,9	1,5	99,2
2017	-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,1	24,8	2,5	2,4	98,6
2018	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6
2019	--	--	--	--	-2,4	--	--	--	--	97,1
2020	--	--	--	--	-2,5	--	--	--	--	97,1
2021	--	--	--	--	-2,2	--	--	--	--	96,4
2017 III	-1,4	-0,6	0,6	-1,6	-2,9	87,0	24,8	2,7	2,0	99,0
IV	-1,8	-0,4	0,6	-1,4	-3,0	87,1	24,8	2,5	2,4	98,6
2018 I	-1,8	-0,3	0,6	-1,4	-2,9	87,8	24,7	2,5	2,3	99,2
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	0,4	-1,3	-2,7	88,1	24,6	2,4	2,9	98,9
IV	-1,3	-0,3	0,5	-1,4	-2,5	87,1	24,4	2,1	3,4	97,6
2019 I	-1,5	-0,3	0,5	-1,3	-2,6	88,2	24,5	2,1	3,5	98,9
II	-1,5	-0,3	0,5	-1,5	-2,8	87,8	24,6	2,1	4,0	98,9

(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

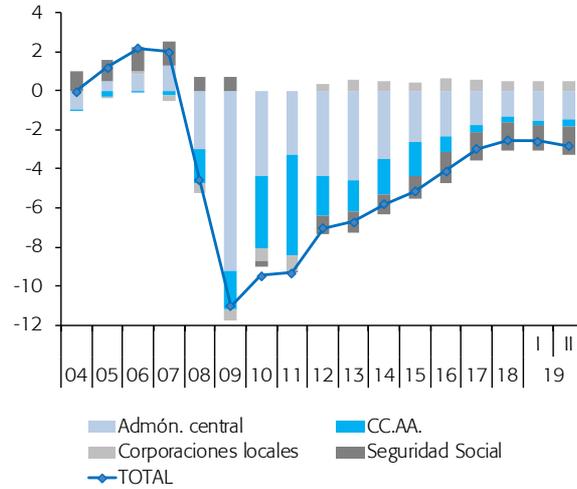
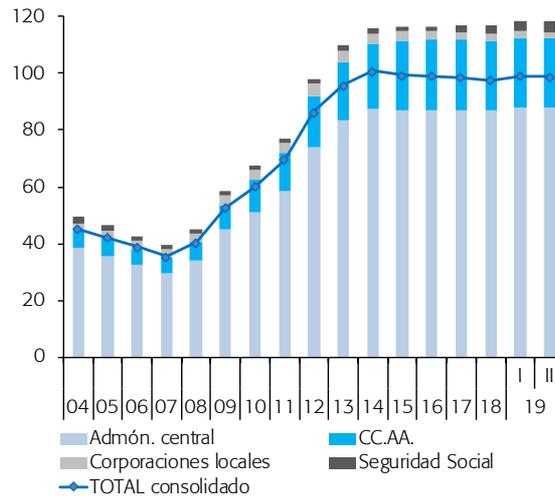


Gráfico 7.2.- Deuda pública

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	--	19,7	--	3,2	--	58,6	50,3	14,1	--	--	--	
2020	39,5	23,0	--	20,0	--	3,0	--	58,1	50,5	13,0	--	--	--	
2021	39,7	23,1	--	20,3	--	2,8	--	58,1	51,0	12,1	--	--	--	
2017	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	58,7	49,0	16,7	36,3	15,7	24,3
	II	38,8	22,8	22,8	19,3	19,2	3,5	3,6	58,7	49,4	15,3	34,7	14,3	21,9
	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	19,5	3,3	3,4	58,6	49,9	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	50,0	14,0	33,2	13,1	20,3
	III	39,3	23,1	23,0	19,9	19,6	3,2	3,4	58,6	50,0	13,9	31,7	13,1	19,3
		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	0,8	--	2,2	--	-6,6	--	-0,1	0,6	-1,1	--	--	--
2020		0,7	-0,1	--	1,2	--	-8,0	--	-0,5	0,2	-1,1	--	--	--
2021		0,5	0,5	--	1,5	--	-6,2	--	0,0	0,5	-0,9	--	--	--
2017	IV	0,3	0,1	0,3	2,6	1,7	-11,1	-5,9	-0,2	1,1	-2,1	-5,5	-2,3	-1,1
2018	I	0,4	-0,1	-0,3	2,4	1,9	-10,8	-10,6	-0,3	0,9	-2,0	-5,3	-2,1	-1,2
	II	0,5	0,5	0,6	2,8	4,1	-10,8	-16,1	-0,1	1,1	-1,9	-4,8	-2,0	-1,7
	III	0,6	0,3	0,5	2,5	2,5	-10,9	-9,7	-0,2	0,9	-1,8	-3,0	-1,8	-2,1
	IV	0,8	0,5	0,8	3,0	3,4	-12,3	-12,6	-0,2	1,1	-2,1	-3,9	-2,0	-2,8
2019	I	0,9	0,7	0,7	3,2	2,5	-11,6	-9,3	-0,1	1,1	-2,0	-1,4	-1,9	-3,4
	II	1,0	0,9	1,3	2,4	1,0	-7,4	3,0	-0,1	0,7	-1,3	-1,5	-1,3	-1,7
	III	1,1	1,0	1,3	1,8	0,4	-3,4	7,1	0,0	0,4	-0,6	-1,3	-0,6	-1,3

(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

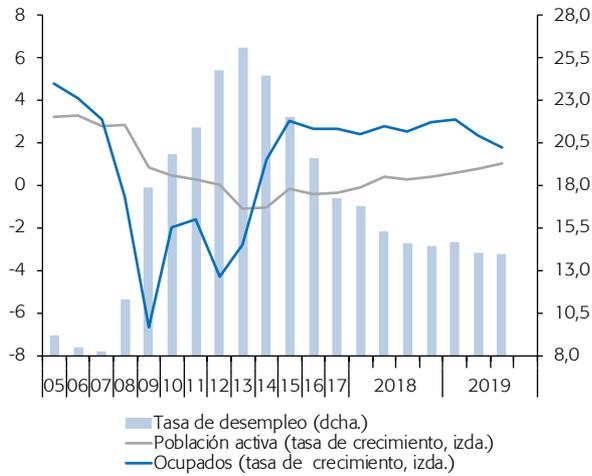
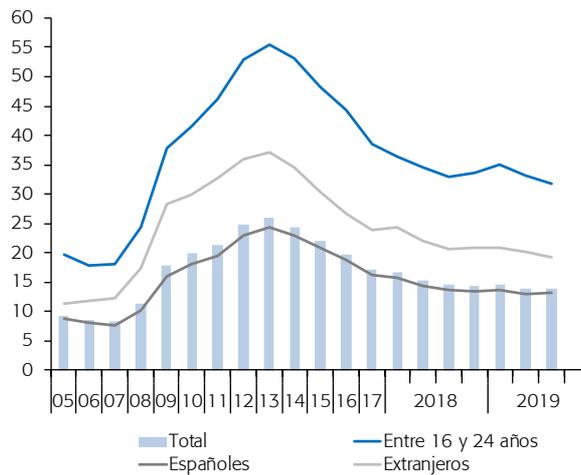


Gráfico 8.2.- Tasas de desempleo, CVE

Porcentaje



Cuadro 9

Índice de precios al consumo

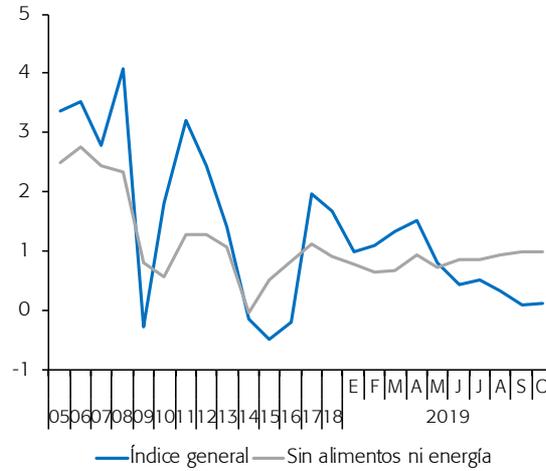
Previsiones en azul

	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	102,3	107,9	113,3	104,1	
2020	105,4	104,2	103,9	100,9	106,1	103,0	110,3	113,0	105,4	
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	1,0	0,9	0,3	1,4	0,6	2,0	-1,2	1,0	
2020	1,0	1,1	1,0	0,4	1,5	0,7	2,3	-0,3	1,3	
2019	Ene	1,0	0,9	0,8	0,1	1,4	0,4	2,3	1,5	1,0
	Feb	1,1	0,7	0,7	0,1	1,1	0,4	3,4	2,6	1,4
	Mar	1,3	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	1,1	1,0	0,4	1,5	0,6	1,3	-6,6	0,8
	Oct	0,1	1,1	1,0	0,5	1,4	0,7	1,8	-6,5	1,1
	Nov	0,4	1,1	1,1	0,5	1,5	0,9	2,9	-5,8	1,6
	Dic	1,1	1,1	1,1	0,4	1,5	1,3	4,2	-1,2	2,2
2020	Ene	1,1	1,1	1,1	0,4	1,5	1,2	4,6	-0,9	2,3
	Feb	0,9	1,1	1,1	0,4	1,5	1,0	3,8	-2,0	1,9
	Mar	0,7	1,1	1,0	0,5	1,5	0,7	3,8	-3,1	1,7
	Abr	0,6	1,1	1,0	0,5	1,5	0,5	3,3	-4,1	1,4
	May	0,5	1,1	1,0	0,5	1,5	0,3	2,8	-3,8	1,1
	Jun	0,9	1,1	1,0	0,5	1,5	0,3	1,9	0,0	0,8
	Jul	0,9	1,1	1,0	0,5	1,5	0,5	1,7	-0,2	0,9
	Ago	1,0	1,0	1,0	0,4	1,4	0,6	1,6	1,1	0,9
	Sep	1,2	1,1	1,1	0,4	1,4	1,0	2,1	1,6	1,4
	Oct	1,2	1,1	1,0	0,4	1,5	1,0	1,6	1,6	1,2
	Nov	1,3	1,0	1,0	0,3	1,5	1,0	0,6	3,5	0,8
	Dic	1,2	1,0	1,0	0,3	1,4	1,0	-0,5	3,3	0,5

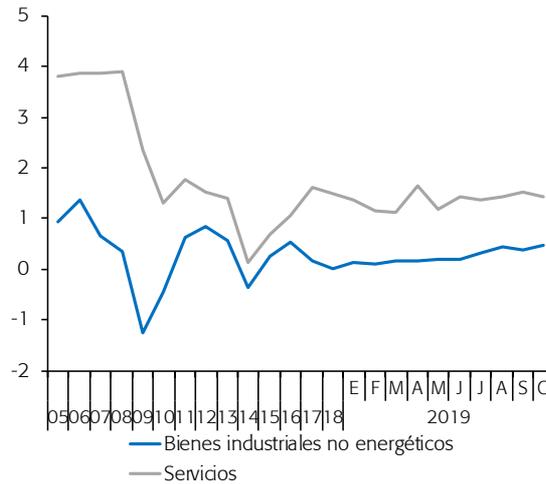
Fuente: INE y Funcas (previsiones).

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)	104,7	103,9	103,2	82,5	79,6	58,2	147,4	144,9	155,1	156,3	--
2017 IV	102,6	102,1	102,2	75,8	75,8	54,9	150,9	151,3	149,5	164,9	--
2018 I	102,7	102,2	102,9	76,9	76,2	58,5	141,2	138,1	150,7	148,6	--
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	103,9	105,2	103,0	80,9	78,7	56,6	152,2	152,7	150,6	166,8	--
2019 I	104,0	104,2	103,0	82,1	79,6	57,3	144,1	140,5	155,2	152,2	--
II	105,1	104,3	103,4	83,0	79,6	59,0	150,6	149,2	155,0	160,4	--
III (b)	105,1	103,3	103,2	--	--	--	--	--	--	--	--
2019 Jul	--	104,3	103,3	--	--	--	--	--	--	--	--
Ago	--	102,7	103,2	--	--	--	--	--	--	--	--
Sep	--	102,8	103,2	--	--	--	--	--	--	--	--
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)	1,6	0,2	0,2	6,0	3,8	-0,6	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	1,2	1,9	0,2	6,8	1,5	-2,1	2,1	1,7	3,0	2,4	2,2
II	1,8	0,9	0,3	5,3	1,2	0,9	2,4	2,1	3,6	3,1	2,2
III (e)	1,7	-2,2	0,1	--	--	--	--	--	--	--	2,3
2019 Ago	--	-2,6	0,0	--	--	--	--	--	--	--	2,3
Sep	--	-3,3	0,1	--	--	--	--	--	--	--	2,3
Oct	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	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)

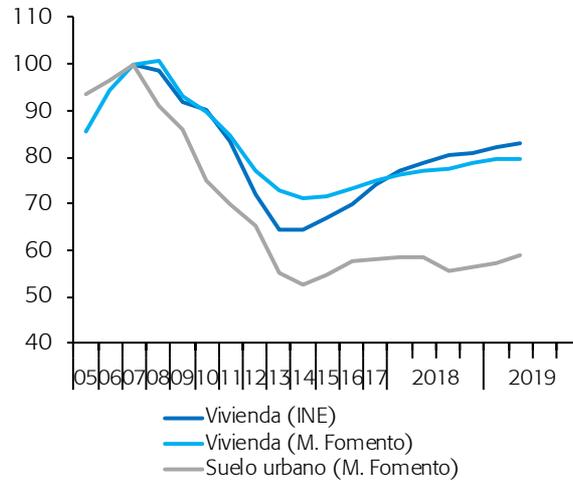
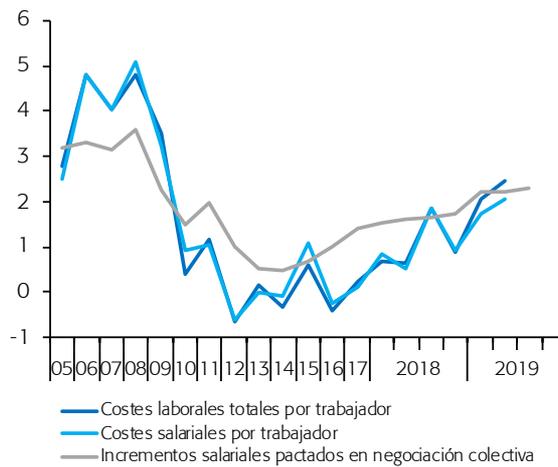


Gráfico 10.2.- Costes laborales
Tasas de crecimiento interanual



Cuadro 11

Desequilibrios: comparación internacional

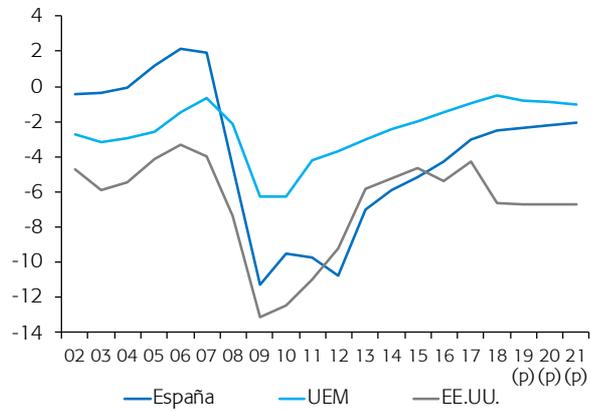
En azul: previsiones de la Comisión Europea

	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									
2007	20,3	-59,9	20,3	384,7	6.191,6	9.341,2	-101,4	23,2	-728,5
2008	-50,7	-207,5	-50,7	440,6	6.700,3	10.838,3	-98,8	-49,9	-866,1
2009	-120,6	-578,0	-120,6	569,5	7.440,0	12.525,9	-43,7	63,4	-564,3
2010	-102,2	-597,9	-102,2	649,2	8.198,5	14.301,9	-39,2	59,0	-497,7
2011	-103,6	-414,6	-103,6	743,0	8.658,2	15.501,9	-29,0	87,1	-412,4
2012	-110,7	-364,6	-110,7	889,9	9.115,0	16.718,0	0,9	226,3	-206,8
2013	-71,8	-299,2	-71,8	977,3	9.428,8	17.582,1	20,8	281,2	-208,2
2014	-61,1	-250,2	-61,1	1.039,4	9.674,3	18.299,9	17,5	315,3	-86,4
2015	-55,8	-208,0	-55,8	1.070,1	9.791,3	19.072,3	21,8	361,3	-169,2
2016	-48,0	-156,3	-48,0	1.104,6	9.968,4	19.991,2	35,4	390,6	-329,4
2017	-35,1	-103,5	-35,1	1.145,1	10.060,4	20.688,3	31,1	425,5	-399,0
2018	-30,5	-57,9	-30,5	1.173,3	10.161,2	22.292,4	23,3	434,0	-520,3
2019	-29,0	-93,3	-29,0	1.201,0	10.260,8	23.729,4	29,8	395,1	-
2020	-28,3	-109,8	-28,3	1.234,4	10.383,6	25.220,4	32,1	389,7	-
2021	-27,0	-131,0	-27,0	1.261,4	10.546,4	26.766,0	33,7	383,4	-
Porcentaje del PIB									
2007	1,9	-0,6	-4,0	35,8	65,9	64,6	-9,4	0,2	-5,0
2008	-4,6	-2,2	-7,4	39,7	69,6	73,7	-8,9	-0,5	-5,9
2009	-11,3	-6,2	-13,1	53,3	80,2	86,7	-4,1	0,7	-3,9
2010	-9,5	-6,3	-12,4	60,5	86,0	95,4	-3,7	0,6	-3,3
2011	-9,7	-4,2	-11,0	69,9	88,4	99,7	-2,7	0,9	-2,7
2012	-10,7	-3,7	-9,2	86,3	92,7	103,2	0,1	2,3	-1,3
2013	-7,0	-3,0	-5,8	95,8	94,9	104,7	2,0	2,8	-1,2
2014	-5,9	-2,5	-5,2	100,7	95,1	104,4	1,7	3,1	-0,5
2015	-5,2	-2,0	-4,6	99,3	93,0	104,7	2,0	3,4	-0,9
2016	-4,3	-1,4	-5,4	99,2	92,2	106,8	3,2	3,6	-1,8
2017	-3,0	-0,9	-4,3	98,6	89,8	106,0	2,7	3,8	-2,0
2018	-2,5	-0,5	-6,6	97,6	87,9	108,3	1,9	3,8	-2,5
2019	-2,3	-0,8	-6,7	96,7	86,4	110,8	2,4	3,3	-
2020	-2,2	-0,9	-6,7	96,6	85,1	113,6	2,5	3,2	-
2021	-2,1	-1,0	-6,7	96,0	84,1	116,7	2,6	3,1	-

Fuente: Comisión Europea. Previsiones, otoño 2019.

Gráfico 11.1.- Saldo de las AA.PP.

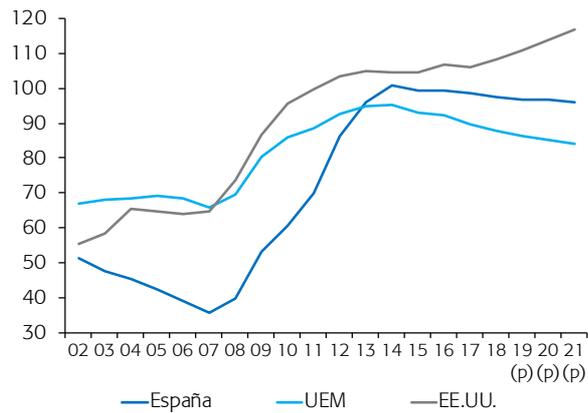
Porcentaje del PIB



(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 UE-28 (%)
	Población total	Edad media	Población de 65 años o más (%)	Esperanza de vida al nacimiento (hombres)	Esperanza de vida al nacimiento (mujeres)	Tasa de dependencia	Tasa de dependencia mayores de 64 años	Nacidos en el extranjero (%)	Altas exteriores	
2006	44.708.964	40,6	16,7	77,7	84,2	47,5	24,6	10,8	840.844	37,6
2008	46.157.822	40,8	16,5	78,2	84,3	47,5	24,5	13,1	726.009	28,4
2010	47.021.031	41,1	16,9	79,1	85,1	48,6	25,0	14,0	464.443	35,6
2012	47.265.321	41,6	17,4	79,4	85,1	50,4	26,1	14,3	370.515	36,4
2014	46.771.341	42,1	18,1	80,1	85,7	51,6	27,4	13,4	399.947	38,0
2015	46.624.382	42,4	18,4	79,9	85,4	52,4	28,0	13,2	455.679	36,4
2016	46.557.008	42,7	18,6	80,3	85,8	52,9	28,4	13,2	534.574	33,4
2017	46.572.132	42,9	18,8	80,4	85,7	53,2	28,8	13,3	637.375	39,3
2018	46.722.980	43,1	19,1	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 (%)
2006	15.856	2,76	11,6	10,3
2008	16.742	2,71	12,0	10,2
2010	17.174	2,67	12,8	9,9
2012	17.434	2,63	13,7	9,9
2014	18.329	2,51	14,2	10,6
2015	18.376	2,54	14,6	10,7
2016	18.444	2,52	14,6	10,9
2017	18.512	2,52	14,2	11,4
2018	18.581	2,51	14,3	11,5
2019*	18.680	2,52		

Fuentes:

EPA

EPA

EPF

EPF

	Nupcialidad					
	Tasa de nupcialidad (españoles)	Tasa de nupcialidad (extranjeros)	Tasa bruta de divorcios	Edad media al primer matrimonio, hombres	Edad media al primer matrimonio, mujeres	Matrimonios del mismo sexo (%)
2006	9,3	9,5	2,86	32,2	29,7	2,08
2008	8,5	8,4	2,39	32,4	30,2	1,62
2010	7,2	7,9	2,21	33,2	31,0	1,87
2012	7,2	6,7	2,23	33,8	31,7	2,04
2014	6,9	6,5	2,17	34,4	32,3	2,06
2015	7,3	6,5	2,08	34,8	32,7	2,26
2016	7,5	6,8	2,08	35,0	32,9	2,46
2017	7,4	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 1.000 mujeres (15-44 años)	Interrupciones voluntarias del embarazo de nacidas en España (%)
2006	29,3	1,31	1,69	28,4	10,6	
2008	29,3	1,36	1,83	33,2	11,8	55,6
2010	29,8	1,30	1,68	35,5	11,5	58,3
2012	30,3	1,27	1,56	39,0	12,0	61,5
2014	30,6	1,27	1,62	42,5	10,5	63,3
2015	30,7	1,28	1,66	44,4	10,4	65,3
2016	30,8	1,27	1,72	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-septiembre.

Cuadro 3

Educación

	Formación alcanzada (%)			
	Población de 16 o más años con educación primaria o menos	Población de 30 a 34 años con educación primaria o menos	Población de 16 o más años con educación universitaria	Población de 30 a 34 años con educación universitaria
2006	32,9	8,4	15,6	25,3
2008	32,1	9,2	16,1	26,9
2010	30,6	8,6	17,0	27,7
2012	28,5	7,5	17,8	26,6
2014	24,4	6,1	27,2	42,3
2015	23,3	6,6	27,5	40,9
2016	22,4	6,6	28,1	40,7
2017	21,4	6,6	28,5	41,2
2018	20,5	6,4	29,2	42,4
2019■	19,4	6,4	30,2	44,7
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)
2006	1.557.257	630.349	445.455	1.405.894	16.636	42.512.586	4,22
2008	1.763.019	629.247	472.604	1.377.228	50.421	51.716.008	4,63
2010	1.872.829	672.213	555.580	1.445.392	104.844	53.099.329	4,91
2012	1.912.324	692.098	617.686	1.450.036	113.805	46.476.414	4,47
2014	1.840.008	690.738	652.846	1.364.023	142.156	44.846.415	4,32
2015	1.808.322	695.557	641.741	1.321.698	171.043	46.597.784	4,31
2016	1.780.377	687.595	652.471	1.303.252	190.143	47.578.997	4,25
2017	1.767.179	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-septiembre.

• Datos provisionales.

Cuadro 4

Protección social: prestaciones económicas

	Prestaciones contributivas*						
	Desempleo	Seguridad Social					
		Jubilación		Incapacidad permanente		Viudedad	
Número	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	Número	Importe medio (€)	
2006	720.384	4.809.298	723	859.780	732	2.196.934	477
2008	1.100.879	4.936.839	814	906.835	801	2.249.904	529
2010	1.471.826	5.140.554	884	933.730	850	2.290.090	572
2012	1.381.261	5.330.195	946	943.296	887	2.322.938	602
2014	1.059.799	5.558.964	1.000	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	790.808■	6.029.367♦	1.137♦	956.807♦	975♦	2.360.761♦	711♦

Fuentes: BEL BEL BEL BEL BEL BEL BEL

	Prestaciones no contributivas/asistenciales			
	Desempleo	Seguridad Social		Otras
		Jubilación	Invalidez	
Número	Número	Número	Número	
2006	558.702	276.920	204.844	82.064
2008	646.186	265.314	199.410	63.626
2010	1.445.228	257.136	196.159	49.535
2012	1.327.027	251.549	194.876	36.310
2014	1.221.390	252.328	197.303	26.842
2015	1.102.529	253.838	198.891	23.643
2016	997.192	254.741	199.762	21.350
2017	902.193	256.187	199.120	19.019
2018	853.437	256.842	196.375	16.472
2019■	902.139	259.147	193.685	15.207

Fuentes: BEL IMSERSO IMSERSO IMSERSO

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

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

■ Los datos se refieren al periodo enero-septiembre.

♦ Los datos se refieren al periodo enero-octubre

Cuadro 5

Protección social: sanidad

	Gasto			
	Total (% PIB)	Público (% PIB)	Total (\$ por habitante)	Público (\$ por habitante)
2006	7,76	5,62	2.391	1.732
2008	8,29	6,10	2.774	2.042
2010	9,01	6,74	2.886	2.157
2012	9,09	6,55	2.902	2.095
2014	9,08	6,36	3.057	2.140
2015	9,16	6,51	3.180	2.258
2016	8,98	6,34	3.248	2.293
2017	8,84	6,25	3.370	2.385
2018	8,90	6,20	3.323	2.341

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)
2006	1,6	0,7	2,8	0,6
2008	1,8	0,8	3,0	0,6
2010	1,8	0,8	3,2	0,6
2012	1,8	0,8	3,1	0,6
2014	1,8	0,8	3,1	0,7
2015	1,9	0,8	3,2	0,7
2016	1,9	0,8	3,3	0,6
2017	1,9	0,8	3,4	0,6
Fuente:	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS	INCLASNS

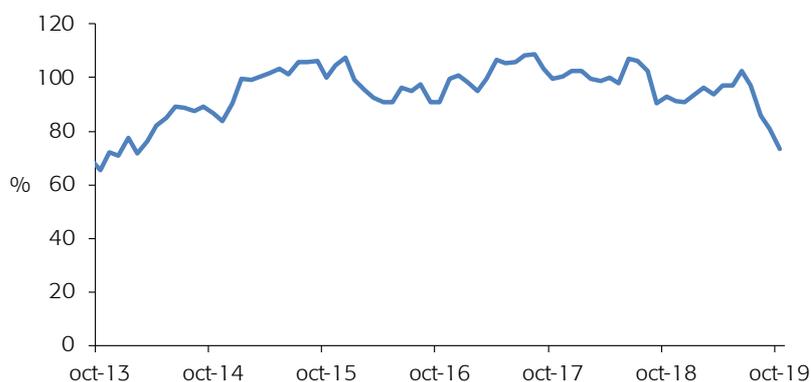
	Satisfacción*		Tiempo en lista de espera (días)	
	Con el funcionamiento del sistema sanitario público	Con el conocimiento del historial y el seguimiento de sus problemas de salud por el médico de familia y el pediatra	Para intervenciones quirúrgicas no urgentes	Para primera consulta de especialista
2006	5,6	7,0	70	54
2008	6,4	7,0	71	59
2010	6,6	7,3	65	53
2012	6,6	7,5	76	53
2014	6,3	7,5	87	65
2015	6,4	7,5	89	58
2016	6,6	7,6	115	72
2017	6,7	7,5	106	66
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 (octubre 2013-octubre 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. Creciente pesimismo respecto a la situación económica del país y la situación económica personal

Las noticias y los signos de desaceleración de la economía calan en la opinión pública. Si el índice de confianza de los consumidores (ICC) muestra una fuerte caída desde el pasado julio (gráfico 1), el pesimismo también se extiende en las perspectivas sobre la situación económica del país y la situación económica personal.

Cuatro de cada diez entrevistados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) en septiembre de 2019 opinan que, dentro de un año, la situación económica del país será igual (40%), pero un tercio cree que será peor (33%), casi triplicando a los que piensan que será mejor (12%). No obstante, el porcentaje de los que creen que la situación va a empeorar a un año vista está en estos momentos lejos del nivel alcanzado entre el verano de 2012 y la primavera de 2013, periodo durante el cual se situó entre el 40 y el 50% (gráfico 2).

En cuanto a las perspectivas sobre la propia situación económica, desde octubre de 2013 el porcentaje de optimistas ha superado al de pesimistas, pauta que se mantiene en la actualidad. Sin embargo, también en este indicador se observa una acusada moderación del optimismo: desde abril de 2019 desciende el porcentaje de quienes creen que, dentro de un año, su situación económica personal será mejor, al tiempo que aumenta el de quienes piensan que será peor (gráfico 3). En concreto, los optimistas han caído diez puntos desde diciembre de 2017 a septiembre de 2019 (del 27% al 17%), mientras que la proporción de pesimistas se ha doblado (del 5% al 10%). Con todo, una mayoría de casi dos tercios cree que su situación económica personal dentro de un año será más o menos la misma que actualmente.

En definitiva, aunque la percepción prospectiva de la economía muestra peores datos que la de la economía personal, ambas indican claramente una tendencia a la baja.

Gráfico 2

Opinión sobre la situación económica del país dentro de un año (2011-2019)

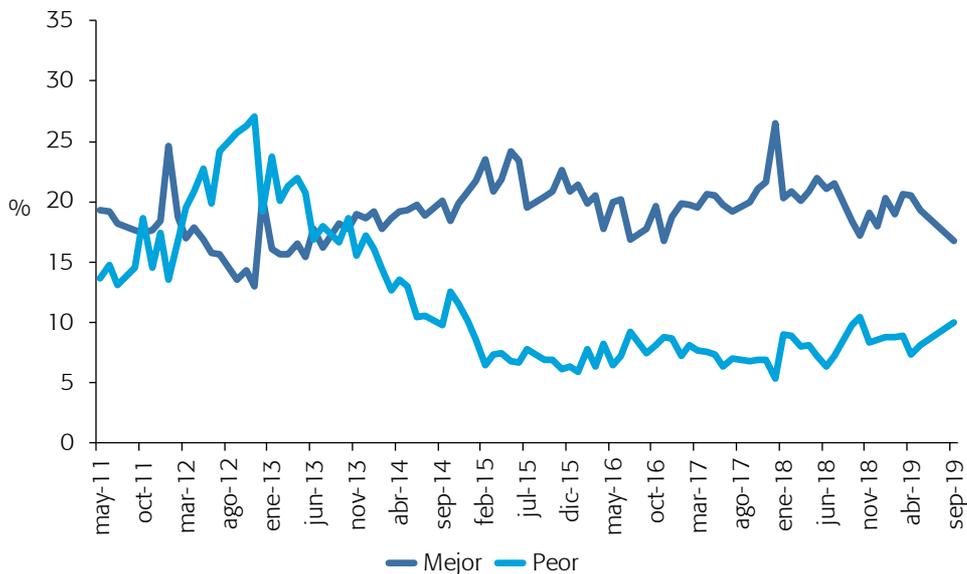


Pregunta: "Y, ¿cree Ud. que dentro de un año la situación económica del país será mejor, igual o peor que ahora?"

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

Gráfico 3

Opinión sobre la situación económica personal dentro de un año (2011-2019)



Pregunta: "¿Cree Ud. que dentro de un año su situación económica personal será mejor, igual o peor que ahora?"

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

Indicadores destacados

Indicador	Último valor disponible	Correspondiente a:
Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	-0,5	Agosto 2019
Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. mensual medio)	0,4	Agosto 2019
Dudosos (% var. mensual medio)	-1,0	Agosto 2019
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras de la eurozona) (millones de euros)	686.874	Septiembre 2019
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas) (millones de euros)	145.835	Septiembre 2019
Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación a largo plazo (millones de euros)	97	Septiembre 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 septiembre	2019 octubre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (% var.)	BCE	5,6	4,7	4,1	5,5	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	1,9	-0,329	-0,309	-0,417	-0,413	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés euríbor a 1 año (desde 1994)	BE	2,2	-0,186	-0,117	-0,330	-0,304	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	0,1	0,3	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 evolucionado al alza en octubre. El euríbor a 3 meses ha pasado del -0,417% de septiembre al -0,413%, mientras que el euríbor a 12 meses ha pasado del -0,330% de septiembre al -0,304%. En todo caso, los tipos se mantienen en terreno negativo, en consonancia con las últimas decisiones del BCE, que suponen una importante ampliación del paquete de estímulos monetarios. En la primera quincena de octubre la rentabilidad del bono del Estado a 10 años ha aumentado al 0,3%.

B. Mercados financieros

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 agosto	2019 septiembre	Definición y cálculo
6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	16,3	54,6	84,2	164,20	288,74	(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	80,02	87,22	(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	0,34	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	1,36	1,00	(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	-0,52	-0,56	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	1.127,10	1.164,63	1.298,81	1.324,94	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	-1,3	3,8	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	-32,2	17,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	1.013,32	1.055,40	862,6	881,6	923,4 (a)	Con base 1985=100
15. Ibex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	9.732,10	10.451,50	8.539,90	8.812,90	9.257,5 (a)	Con base dic1989=3000

B. Mercados financieros (continuación)

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 agosto	2019 septiembre	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	13,6 (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	13,8	-14,4	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	10,6	5,8	58,5	0	30	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

(a) Último dato a 31 de octubre de 2019.

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de septiembre, se produjo un aumento en la ratio de contratación de operaciones simples al contado con letras de Tesoro (hasta el 288,7%) y de las operaciones con obligaciones del Estado (hasta el 87,2%). Las bolsas han evolucionado al alza en octubre, aunque con considerable volatilidad. El IBEX-35 se sitúa en los 9.257,5 puntos y el Índice General de la Bolsa de Madrid en los 923,4 puntos. Las operaciones realizadas con futuros sobre acciones IBEX-35 cayeron un 14,4%, mientras que las opciones financieras sobre este mismo índice aumentaron un 30%.

C. Ahorro y endeudamiento financiero

Indicador	A partir de datos de:	Media 2008-2015	2017	2018	2019 (1T)	2019 (2T)	Definición y cálculo
22. Ahorro financiero neto/ PIB (Economía Nacional)	BE	-2,3	2	1,5	2,1	2,2	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	0,5	0,1	1,2	1,9	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	287,4	280,7	286,9	288,6	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	2017	2018	2019 (1T)	2019 (2T)	Definición y cálculo
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	64,6	61,3	58,9	58,2	58,5	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	3,8	-1,6	2,4	3,4	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	-0,1	0,1	-0,3	1,5	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": En el segundo trimestre de 2019 el ahorro financiero en el conjunto de la economía se elevó hasta el 2,2% del PIB. En el sector hogares, la tasa de ahorro financiero fue del 1,9% del PIB. Se observa, asimismo, un ligero aumento de la deuda financiera de las economías domésticas, que alcanza el 58,5% del PIB.

D. Entidades de depósito. Evolución del negocio

Indicador	A partir de datos de:	Media 2001-2016	2017	2018	2019 julio	2019 agosto	Definición y cálculo
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	6,5	-0,4	-4,7	-0,8	-0,5	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. Mensual medio)	BE	7,3	2,4	0,7	-1,6	0,4	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
30. Valores distintos de acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	10,81	-3,7	-0,9	-2,1	-1,0	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	1,5	-0,3	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
32. Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	-2,3	-1,7	-0,6	-0,2	-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 julio	2019 agosto	Definición y cálculo
33. Dudosos (% var. mensual medio)	BE	-0,1	-3,8	-2,3	-3,1	-0,3	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	-3,5	-1,4	-3,5	1,1	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	0,4	-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 agosto se observó una caída del crédito al sector privado del 0,5%, mientras que los depósitos aumentaron un 0,4%. Los valores de renta fija disminuyeron su peso en balance un 1% y las acciones y participaciones lo hicieron en un 0,3%. Asimismo, se produjo una disminución de los préstamos dudosos del 0,3% 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	2019 marzo	2019 junio	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	81	83	Número total de entidades de depósito extranjeras operando en el territorio español.
38. Número de empleados	BE	246.618	189.280	187.472	181.999(a)	-	Número total de empleados del sector bancario.
39. Número de oficinas	BE	40.047	28.643	27.320	25.755	25.408	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	722.083	686.874 (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	167.161	145.835 (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	2019 marzo	2019 junio	Definición y cálculo
42. Apelación al Eurosistema (total entidades financieras españolas): operaciones principales de financiación (millones de Euros)	BE	20.270	1.408	96	231	97 (b)	Operaciones del mercado abierto: operaciones principales de l/p. Total España

(a): Diciembre de 2018.

(b): Último dato a 30 de septiembre de 2019.

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado y financiación del Eurosistema": En septiembre de 2019, la apelación neta al Eurosistema de las entidades financieras españolas alcanzó los 145.835 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 septiembre de 2019, el importe de estos programas en España era de 330.627 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 272. Política monetaria y actividad financiera

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 8, N.º 5 (2019). The ECB's shift back towards QE: Impact on the banking sector

PAPELES DE ENERGÍA

N.º Extraordinario. Octubre (2019)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 92. Crisis económica y desigualdad de la renta en España. Efectos distributivos de las políticas públicas

LIBROS

El sector público español: reformas pendientes

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2020

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